

NOTE

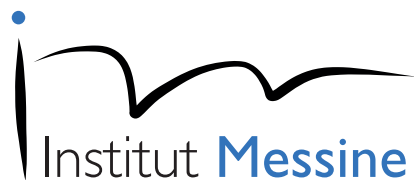


Aux origines de l'évaluation financière

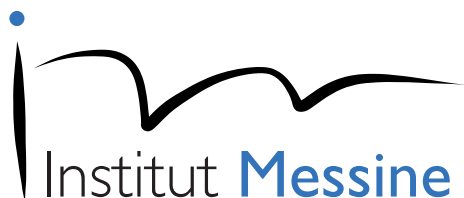
*Une histoire de l'évaluation
avant la finance moderne*

David Le Bris, Sébastien Pouget, Ronan Tallec

Novembre 2022



www.institutmessine.fr



Présentation

Think tank fondé en 2014 avec le soutien de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, l'Institut Messine rassemble des représentants de la société civile et de la profession qui se sont donnés pour mission de réfléchir aux grands enjeux économiques et sociétaux. S'attachant plus particulièrement aux questions de transparence et de confiance, il formule puis soumet au débat des idées et des solutions susceptibles de nourrir la réflexion et l'action des décideurs publics.

L'Institut Messine s'efforce de créer les conditions de travail les plus propices au traitement d'un sujet, notamment par la composition de groupes de travail qui réunissent les meilleures compétences pour chacun des thèmes abordés, la diversité du recrutement garantissant une réelle diversité d'analyses. Dès lors, les opinions exprimées dans les publications de l'Institut ne l'engagent ni lui-même, ni ses organes de gouvernance, ni la CNCC.

Institut Messine
Confiance et transparence
au service de la société

Remerciements

L'Institut Messine remercie particulièrement les personnes suivantes pour leur contribution.

Les auteurs

David Le Bris, Enseignant chercheur en finance à Toulouse Business School.

David Le Bris a consacré sa thèse à la reconstitution de ce qu'aurait été l'indice CAC 40 depuis 1850. Ses recherches en histoire financière sont diverses et remontent parfois bien avant les entreprises cotées telles que nous les connaissons. Il a ainsi étudié les performances financières des moulins du Bazacle, probablement le plus ancien cas de société par actions au monde. Il a été chroniqueur au *Monde Économie*. Il est membre du Comité Jean Fourastié dont il partage l'intérêt pour les évolutions de longues durées.

Sébastien Pouget, Chercheur, Professeur de Finance à l'Université Toulouse Capitole, Toulouse School of Economics et Toulouse School of Management.

Sébastien Pouget est professeur de finance à l'Université Toulouse 1 Capitole. Il a été Professeur Invité à l'Université de Princeton où il a enseigné la gestion de portefeuille et la finance comportementale et à New York University – Campus de Shanghai où il a enseigné la finance d'entreprise. Les recherches du Prof. Pouget étudient les marchés financiers avec une approche multidisciplinaire qui mêle économie, psychologie, philosophie et histoire. Elles ont été publiées dans des revues internationales telles que le *Journal of Finance*, *Econometrica*, *Management Science* et la *Review of Economic Studies*. Prof. Pouget co-dirige l'initiative de recherche « Finance Durable et Investissement Responsable » et est directeur scientifique de l'initiative de recherche « Effective Corporate Climate Action ».

Il est membre du Haut Conseil Certificateur de Place (HCCP) qui rend des avis à la demande de l'AMF sur le dispositif de certification professionnelle des prestataires de services d'investissement.

Ronan Tallec, Docteur en histoire moderne (Paris I, 2013). Chercheur en histoire économique. Il a publié des articles dans la *Review of Financial Studies*, *Cliometrica*, *Public Choice* et *Entreprises et Histoire*.

Les personnes auditionnées (*fonctions au moment des travaux*)

- **Dominique LEDOUBLE** – Commissaire aux comptes, Fondateur et Senior Counsel du cabinet Ledouble, Fondateur et Président d'honneur de la Fédération française des Experts en évaluation, ancien Président du Conseil supérieur de l'Ordre des experts-comptables.
- **Michel LEGER** – Commissaire aux comptes, Président de l'Institut Messine, ancien Président de BDO France.

L'Institut Messine tient également à remercier Vae Solis Communications pour sa participation à l'élaboration de cette *Note*.

Les opinions exprimées dans la présente Note n'engagent ni les personnes citées, ni les institutions qu'elles représentent.

Sommaire

Présentation de l'Institut Messine	2 couv.
Remerciements	1
Introduction	5
I. La finance des gens ordinaires : aux origines de l'évaluation	13
A – Des intérêts composés et des sociétés dès l'époque Mésopotamienne	13
B – La mise en œuvre des techniques financières dans l'Antiquité classique	18
II. Diffusion et légitimité des techniques de l'évaluation à l'âge de la révolution commerciale du Moyen-Âge	25
A – L'histoire de la révolution commerciale de l'Europe occidentale au prisme de l'évaluation	25
B – L'évaluation des hommes sous le regard de Dieu et des Princes : développements religieux et politiques	32
III. L'évaluation aux Temps Modernes	41
A – La diffusion des concepts modernes de l'évaluation : calculs actuariels, parties-doubles, bilans et inventaires de sociétés	41
B – Successions, fermes et mises aux enchères : les évaluations du quotidien ...	49
C – Un modèle d'évaluation transformé : l'influence de la société par action	53
Conclusion	61

Bibliographie	69
Les autres publications de l'Institut Messine	81
Gouvernance de l'Institut Messine	3 couv.

Introduction

Alors que l'inflation a quitté le monde éthéré des concepts économiques pour se rappeler douloureusement aux acteurs du monde économique, la question de la valeur est redevenue centrale dans le débat public¹. Que vaut une entreprise dont le modèle économique est remis en cause par l'explosion de ses coûts ? Que vaut une entreprise dont le métier consiste à produire une énergie, un bien devenu rare et dont la valeur s'envole ? Il y a quelques mois encore, dans le monde d'avant, c'étaient les valorisations fabuleuses des entreprises du numérique qui posaient question². Ces interrogations, qui surgissent de façon récurrente, sont centrales en économie et se posent en fait à chaque fois que des arbitrages temporels sont en jeu. Ainsi, toute décision d'investissement implique l'estimation de ses conséquences dans le futur en lui donnant une valeur aujourd'hui.

Les conséquences de cet arbitrage sont cruciales et, sans surprise, les acteurs du monde de l'entreprise cherchent à disposer de méthodes d'évaluation performantes afin de prendre les meilleures décisions possibles³. Une bonne évaluation permettra, par exemple, de créer de la richesse en modifiant des décisions d'investissement ou de financement. Cette expertise financière est par conséquent au cœur de la vie des entreprises. Elle doit être distinguée de la valorisation comptable. L'évaluation d'une entreprise consiste à donner une valeur à son futur qui, si le projet est créateur de valeur, peut grandement s'écarter de cette dernière. Une entreprise n'existe en effet que parce que ses actionnaires ont évalué que la valeur de ce qu'elle va rapporter dans le temps (sa valeur financière) sera supérieure aux montants nécessaires à son lancement (sa valeur comptable).

L'économie financière contemporaine dispose d'un cadre conceptuel extrêmement bien défini pour évaluer les entreprises. Elle considère que la valeur d'une entreprise dépend de ce qu'elle est susceptible de rapporter à son détenteur. Cette valeur est fonction de trois paramètres : les flux produits, leur étalement dans le temps et le

1. La finalisation de ce texte a été réalisée début octobre 2022.

2. Sujet que l'Institut Messine avait traité dès 2017 – voir François Meunier, *Comprendre et évaluer les entreprises du numérique*, Paris, Institut Messine et Eyrolles, 2017.

3. Les termes évaluation et valorisation sont ici utilisés comme synonymes.

taux de rentabilité espéré compte tenu du risque. La prise en compte simultanée de ces éléments a conduit à la formalisation d'une méthodologie connue en français sous l'appellation de « flux de trésorerie actualisée », *Discounted Cash Flow* (ici « DCF ») en anglais. La mise en œuvre d'une analyse DCF nécessite l'identification des coûts d'investissement, des revenus et des coûts d'exploitation s'étalant sur la durée d'activité afin d'estimer les flux de trésorerie. Puis, la prise en compte d'un taux d'actualisation, le taux de rentabilité espéré par les investisseurs, permet de donner une valeur actuelle à des flux différés dans le temps. Les normes internationales d'évaluation IVSC (*International Valuation Standards Council*) présentent aujourd'hui les DCF comme « une technique de modélisation financière basée sur des hypothèses explicites concernant les revenus potentiels d'une entreprise ou d'un bien »⁴. Les DCF ont effectivement l'avantage d'être explicites mais aussi de ne se référer qu'à l'entreprise considérée au moment de l'évaluation (méthode qualifiée d'intrinsèque), sans utiliser de comparaison avec des transactions passées, sauf pour la détermination du taux d'actualisation. La méthode DCF est aussi considérée comme la mieux fondée théoriquement et la plus couramment utilisée en finance de marché en dépit de la difficulté d'estimation de ses paramètres.

Dans la pratique, cette approche est largement concurrencée par diverses méthodologies raisonnant en termes de multiples de valorisation. Le plus connu des multiples est celui, classique dans l'immobilier, consistant à évaluer un bien en multipliant sa surface par un prix au m². Plus généralement, le principe du multiple consiste à construire une évaluation par comparaison avec des transactions observées sur des entreprises semblables. Prenons le cas d'un hôtel s'étant vendu récemment à X euros par chambre, il est possible d'évaluer un hôtel similaire en multipliant cette valeur X observée par son nombre de chambres. Ce raisonnement, fondé sur la règle de trois, peut s'appliquer à toutes caractéristiques physiques des actifs de l'entreprise (surface de bureaux, nombre de points de vente...) mais aussi à des caractéristiques abstraites (résultat net, chiffres d'affaires, nombre de clients...). Souvent, ces approches pragmatiques prennent simplement un élément clef du compte de résultat (le chiffre d'affaires ou un résultat) que l'on se contente de multiplier par le chiffre de référence du secteur. La méthode des multiples semble aujourd'hui encore la méthode d'évaluation la plus couramment utilisée⁵ ; voir ainsi

4. IVSC, *International valuation standards*, 2001, p. 300.

5. Cela conduit Crow *et al.* (2001) à considérer que la méthode des multiples reste peu comprise et plus mal appliquée encore par les professionnels. Selon certains spécialistes, cette méthode est pourtant fiable lorsqu'elle est utilisée de manière appropriée, notamment en incluant des prévisions (voir par exemple Moonchul Kim et Jay Ritter, *Valuing IPOs*. *Journal of Financial Economics*, 53(3), pp. 409-437, 1999).

une enquête récente conduite auprès de 2000 analystes financiers professionnels⁶. Intuitive, sa simplicité d'application fait sans doute sa grande force. Mais, par contraste, elle souffre de cette simplicité vis-à-vis du développement de la finance moderne plus mathématisée.

En forçant le trait, il est possible de dire que la finance d'entreprise a longtemps privilégié les évaluations réalisées sous la forme de multiples de résultats tandis que la finance de marché, pour qui le taux de rentabilité espéré par l'investisseur est central, a favorisé l'emploi de la méthode DCF. Le recours accru aux investisseurs et aux marchés, ainsi que la diffusion des approches de la « finance moderne » dans les enseignements⁷, mettent aujourd'hui en avant la méthode DCF. L'approche par DCF bénéficie aussi d'une image de rigueur et de modernité.

Ce mouvement favorisant l'approche de la « finance moderne » de l'évaluation par DCF est un phénomène international conforté par la convergence des normes comptables. Sur le modèle du marché boursier, l'objectif de ces évolutions des normes est de permettre aux investisseurs de comparer et d'examiner le plus objectivement possible les données financières des entreprises préalablement à la prise de décisions. Le Comité de Bâle, fondé en 1974 par les principaux pays industrialisés, est l'instance internationale qui définit de nos jours les normes de contrôle prudentiel des activités bancaires selon des standards harmonisés qui visent à renforcer la solidité du système financier mondial⁸. Sous son action, les normes comptables tendent notamment à généraliser l'approche DCF pour évaluer la valeur des actifs des entreprises⁹. Les préconisations du Comité sont, de plus, régulièrement transposées dans le droit européen¹⁰. L'*International Valuation Standards Council* pousse aussi à généraliser l'emploi de la méthode DCF. Sa devise, « *we build*

6. Jerald E. Pinto, Thomas R. Robinson et John Stowe, *Equity Valuation: A Survey of Professional Practice. Review of Financial Economics*, 2019, 37(2), pp. 219-233.

7. La naissance de la finance en tant que discipline universitaire peut être datée de 1952 et de la publication de l'article pionnier de Harry Markowitz sur le compromis risque/rendement et la sélection de portefeuille (Harry Markowitz, *Portfolio Selection. Journal of Finance*, 1952, 7(1), pp. 77-91).

8. Voir pour une présentation synthétique : <https://www.economie.gouv.fr/facileco/banque-est-regulee>.

9. La Fédération Française des Experts en Évaluation (FFEE) fondée en 2010 conduit pour la France la convergence des normes comptables internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*) et des normes internationales d'évaluation IVSC (*International Valuation Standards Council*).

10. La transposition en France de la réforme européenne de l'audit du 17 juin 2016 vise, par exemple, à renforcer l'indépendance et les pouvoirs des autorités de supervision de la profession de commissaire aux comptes ainsi qu'à promouvoir la coopération internationale sur ces questions. L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ont désormais un représentant chacun au sein du Haut Conseil au Commissariat aux Comptes (H3C). L'ACPR et la Banque de France sont les représentants de la France au sein du Comité de Bâle.

trust in valuation », résulte de la conviction qu'il est possible de surmonter les écarts de valorisation issus de méthodologies différentes en étalonnant leurs hypothèses sous-jacentes dans un cadre conceptuel unifié¹¹. Selon l'IVSC, le recours à une méthodologie rigoureusement définie comme celle du DCF permettrait en outre d'accroître la confiance des utilisateurs de services d'évaluation en promouvant des pratiques transparentes et cohérentes¹².

Les approches issues de la finance moderne se sont donc diffusées au-delà du monde de la finance. Elles font désormais partie du quotidien des entreprises et ces transformations ont bouleversé les directions des entreprises qui manient désormais les outils mathématiques sophistiqués issus des marchés financiers. Leur développement est si contraignant que les compétences au sein des entreprises – incluant les directions comptables, les directions financières, les directions des risques – ou de leurs superviseurs – comme les commissaires aux comptes ou les contrôleurs fiscaux – rejoignent celles des financiers de marché avec pour mission d'intégrer dans leurs analyses les nouvelles approches financières et notamment la valorisation par DCF.

Pour un observateur extérieur, il semble qu'il n'y ait rien de comparable entre les techniques antérieures et les méthodes sophistiquées mobilisées par les acteurs de l'évaluation financière contemporaine par DCF. Avec pour résultat le préjugé, désormais bien ancré, que l'évaluation rigoureuse serait née au ^{xx}e siècle avec la mise en œuvre de la méthodologie DCF et que toute autre méthode lui serait fondamentalement inférieure. Pourtant, ces changements de méthodologie n'impliquent pas, par nature, des évaluations plus efficaces puisque le juste prix d'un actif n'est pas un phénomène objectif, quelles que soient la sophistication et l'objectivité des outils mis en œuvre. Il dépend en effet de prévisions, plus ou moins subjectives car reposant sur des hypothèses, concernant le futur. D'ailleurs, il serait osé de prétendre que les évaluations sont de meilleures qualités depuis le développement des DCF et que les investissements des entreprises aient été moins pertinents avant le développement de la finance moderne.

Autrement dit, il existait des méthodes d'évaluation performantes avant la formalisation de la méthode DCF au ^{xx}e siècle. D'un point de vue formel, toutes les approches de l'évaluation se rejoignent pourvu qu'elles respectent le principe fondamental qui postule que la valeur d'un actif financier correspond à la valeur

11. IVSC, *International valuation standards*, 2001, pp. 20-21.

12. IVSC, *op. cit.*, p. 21.

intrinsèque de ses composantes et ne dépend que de variables économiques. La finance comportementale a récemment rappelé que nous évaluons comme Monsieur Jourdain fait de la prose, à savoir mal et tout le temps et, qu'un exercice d'évaluation devait, bon gré mal gré, se conformer à quelques principes fondamentaux s'il voulait être profitable¹³. L'histoire de l'évaluation avant la domination de la finance moderne est avant tout celle d'une propédeutique qui considère qu'il est nécessaire de cadrer un raisonnement afin d'en assurer le succès.

Le but de cette *Note* est de montrer que cette impression d'une rupture majeure introduite par les DCF est trompeuse. Le perfectionnement des techniques modernes d'évaluation masque en fait une grande continuité dans l'histoire de la finance, dont les mathématiques financières modernes, et notamment les DCF, ne constituent qu'une extrémité. Nous montrons que la méthode des DCF repose en réalité sur des concepts connus et utilisés depuis plusieurs siècles. En dépit du fait que les techniques d'évaluation par les flux ne se sont généralisées sous une forme sophistiquée que dans les dernières décennies du ^{xx}^e siècle, nous défendons la thèse que les fondements de ces concepts – l'estimation des flux futurs, leur actualisation et l'estimation d'un taux d'actualisation – sont bien plus anciens et qu'ils sont mobilisés dans la pratique depuis au moins le ^{xvi}^e siècle. Les historiens de la finance partagent pour la plupart cet avis.

L'originalité de notre démarche réside dans le fait que nous accordons une place centrale aux déterminants sociaux de cette histoire. Autrement dit, nous pensons que le perfectionnement des techniques de valorisation financière, qui est indéniable, est davantage le reflet de changements techniques et sociaux conjoints que le produit d'un progrès conceptuel pur à mettre au crédit de la finance comme discipline académique.

Cette influence fondamentale du contexte explique qu'il puisse exister, pendant un temps plus ou moins long, un consensus à propos d'une méthode de valorisation ou sur ses déterminants. Un tel état se produit lorsqu'un environnement technique ou les idées d'une époque convergent vers un usage socialement accepté. De nos jours, les enjeux climatiques entraînent par exemple la redéfinition de plusieurs des déterminants fondamentaux des évaluations, comme le taux d'actualisation, et non la méthodologie de l'évaluation en tant que telle. Ces bouleversements annoncent cependant de futures évolutions dans leur conduite et leur réalisation qu'il sera intéressant d'observer et de comparer aux usages anciens.

¹³. Sur les apports de la finance comportementale, voir Shefrin, H., & Statman, M. (2003). The contributions of Daniel Kahneman and Amos Tversky. *The Journal of Behavioral Finance*, 4(2), 54-58.

Bien que des histoires des pratiques et des techniques financières aient déjà été publiées, pour certaines de très grande qualité¹⁴, il n'existe pas, à proprement parler, d'histoire de l'évaluation financière des temps passés.

Pour mener nos investigations sur des cas anciens de valorisation, nous avons retenu une définition financière de l'entreprise comme un bouquet de projets de complexité potentiellement très variée. Cette approche, classique aujourd'hui, nous permet d'intégrer dans notre champ d'étude l'évaluation d'actifs très simples, comme des actifs immobiliers ou un simple flux financier.

L'utilisation des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie pour évaluer les actifs réels¹⁵ est attestée depuis plusieurs siècles au moins¹⁶. D'autres travaux ont montré que l'utilisation de cette méthode était probablement généralisée à toutes les sortes d'actifs bien avant la formalisation de la méthodologie DCF¹⁷.

La méthodologie DCF paraît avoir été formulée en économie par Irving Fischer dans un ouvrage paru en français en 1911 et intitulé « De la nature du capital et du revenu »¹⁸. Le concept de valeur actualisé était cependant déjà connu des économistes puisque Böhm-Bawerk et Marshall l'ont aussi utilisé¹⁹. Ainsi, selon ce dernier : « *la nature humaine est ainsi constituée que, lorsqu'ils estiment la « valeur actuelle » d'un avantage futur, la plupart des gens font généralement une deuxième déduction de sa valeur future, sous la forme de ce que nous pouvons appeler une “décote”, qui augmente avec la période pendant laquelle l'avantage est différé.* »²⁰. Fischer a

14. Par exemple, Goetzmann, W. N., et Rouwenhorst, K. G. (2005). *The origins of value: The financial innovations that created modern capital markets*. Oxford University Press, USA. Voir également Poitras, G. (2000). *The early history of financial economics, 1478-1776*. Elgar et du même (2011). *Valuation of equity securities. History, Theory and Application*. Danvers : World Scientific. Nous leur empruntons nombre des exemples qui sont présentés au cours de ce récit.

15. Les actifs réels sont une classe d'actifs qui ont une valeur économique inhérente à leurs attributs physiques, par exemple des biens immobiliers ou des infrastructures.

16. Geoffrey Poitras, *Valuation of equity securities. History, Theory and Application*, Danvers : World Scientific, 2011, p. 333.

17. William Goetzmann, *Money changes everything. How finance made civilization possible*. Princeton : Princeton University Press, 2016.

18. Irving Fischer, *De la nature du capital et du revenu*, Paris : V. Giard et E. Brière, 1911, p. 111. Irving Fischer (1867-1947) est un économiste américain connu pour sa contribution à la théorie quantitative de la monnaie dont il proposa une formulation mathématique.

19. Eugen von Böhm-Bawerk (1851-1914) est un économiste autrichien, critique de Karl Marx, dont les travaux ont souligné l'importance des arbitrages temporels effectués par les agents économiques à l'occasion d'investissements. L'idée générale est qu'il existe des préférences subjectives différentes à l'égard de biens immédiats ou futurs. Alfred Marshall (1842-1924) est resté célèbre pour avoir réalisé la première synthèse des théories classiques et marginalistes de la valeur en développant la notion de temps économique. À court terme, l'utilité est un élément subjectif essentiel de fixation des prix. Sur le long terme, les coûts de production déterminent leur évolution naturelle.

20. Voir Alfred Marshall, *Principles of Economics*, Londres : The MacMillan Co, 1920, livre 3, chapitre 5.

généralisé l'assimilation de tout actif à un stock qui produit un revenu à un instant donné et dont les revenus durent autant qu'il fournit des services. La valeur du capital est déterminée par ces revenus futurs : « *Le principe fondamental qu'il y a lieu d'appliquer ici, c'est que, à chaque instant, la valeur du capital provient de la valeur du revenu futur que ce capital est appelé à produire. Le principe de la valeur présente est d'une importance capitale dans la théorie de la valeur et des prix. Il signifie que la valeur d'un article de richesse ou de propriété ne dépend que de l'avenir et non du passé.* »²¹.

En dépit de la formulation récente de cette méthodologie par des économistes académiques, les principales composantes des DCF étaient déjà connues des praticiens et des ingénieurs qui les ont rigoureusement définies, parfois bien antérieurement. Par exemple, nous montrons dans cette *Note* que des exercices d'actualisation de cash flows futurs parfaitement « modernes » sont proposés dans un manuel de mathématique destiné à l'usage des marchands publié à Lyon au xvi^e siècle.

William Baumol, un économiste américain attentif à l'histoire de la pensée économique, est revenu sur le décalage temporel entre la formulation de la méthodologie et l'usage antérieur de ces techniques en suggérant que cet écart pouvait être expliqué par la théorie économique classique qui postule que la concurrence force les entreprises et les agents à raisonner et agir de façon optimale²². La théorie économique était en revanche moins attentive aux modalités concrètes permettant d'atteindre cet optimal. D'une certaine façon, la mise en forme d'une formule d'actualisation dans un cadre académique se contente de décrire plus précisément des pratiques anciennes. La formalisation par les économistes du calcul de l'actualisation (ou du prix des options qui est une autre avancée de la finance moderne) peut en revanche aider les dirigeants d'entreprises à améliorer leurs décisions.

Nous allons présenter dans un cadre chronologique, plusieurs concepts parmi les plus significatifs de l'histoire de la valorisation en retraçant le mouvement d'ensemble de leur perfectionnement jusqu'au seuil de l'apparition des marchés financiers au début du xix^e siècle. Cette période « plus moderne » de l'histoire de la finance est aujourd'hui bien étudiée, ce qui justifie que nous nous concentrons ici sur des périodes plus reculées et moins connues pour documenter les apparitions succes-

21. Irving Fischer, *De la nature du capital et du revenu*, Paris : V. Giard et E. Brière, 1911, p. 111.

22. Gerald R. Faulhaber et William J. Baumol, Economists as Innovators: Practical Products of Theoretical Research. *Journal of Economic Literature*, 1988, 26(2), pp. 577-600.

sives des concepts clefs de l'évaluation²³. Nous présenterons à chaque fois des exemples d'application illustrant le fait que l'évaluation existait bel et bien avant la formalisation des méthodes contemporaines. Comme nous le verrons, les praticiens des temps passés ont été confrontés aux mêmes difficultés que ceux des époques actuelles.

La première partie de cette *Note* présente les composantes essentielles de l'évaluation que nous retrouvons aux époques les plus anciennes : la pratique des intérêts composés et des répartitions de flux entre associés. Ces techniques sont documentées en Mésopotamie tandis que, dès la Rome Antique, des évaluations par les flux et stocks sont prescrites pour répartir les impôts et que les règles juridiques préconisent de valoriser des flux parfois très lointains.

Dans la deuxième partie de cette *Note*, nous présentons la façon dont les activités d'évaluation se développent à la faveur de la révolution économique médiévale et comment donner une valeur bénéficie d'une forte acceptabilité sociale, notamment religieuse.

Finalement, nous revenons sur la diffusion des concepts clefs de l'évaluation au-delà des cercles marchands. Nous montrons que des évaluations sont pratiquées sur de nombreux actifs tandis que les entreprises tentent de se dégager des limites des enregistrements comptables. Nous concluons en présentant certaines évolutions induites par l'apparition des sociétés par actions à partir du ^{xviii} siècle.

23. Franck Jovanovic (2002), *Le modèle de marché aléatoire dans la théorie financière quantitative : fondements historiques, théoriques et épistémologiques* (thèse de doctorat, Université de Paris I, 2002. Mais aussi David Le Bris (2011), *Les actions françaises depuis 1854 : analyses et découvertes* (Thèse de doctorat, Université d'Orléans) et les nombreux travaux coordonnés par Pierre-Cyrille Hautcoeur, par exemple, Hautcoeur (2007), *Le marché financier français au ^{xix} siècle*. Publications de la Sorbonne.

I. La finance des gens ordinaires : aux origines de l'évaluation

Les historiens qui étudient les origines de la finance moderne observent dès l'Antiquité la mise en œuvre de plusieurs des concepts centraux de l'évaluation. En Mésopotamie, le calcul des intérêts composés (« les intérêts sur les intérêts ») et de la répartition des flux financiers est manifestement une chose familière. À Rome, des intermédiaires spécialisés sont explicitement chargés de conduire des évaluations. Mais c'est surtout à des fins de taxation que les exercices d'évaluation ont été, à n'en pas douter, les plus pratiqués dans toutes les sociétés antiques. Le droit romain a permis par la suite de transmettre à travers les siècles, les principes fondamentaux d'évaluation par les flux et les stocks.

A – Des intérêts composés et des sociétés dès l'époque Mésopotamienne

Implicitement, c'est au Néolithique que naissent les premiers raisonnements financiers. Le développement de l'agriculture repose en effet sur le principe qu'une graine donnera naissance à un épi quelques mois plus tard. Il s'agit bien d'un investissement qui, ici, correspond directement à une épargne de grain non-consommé, laissant espérer une rentabilité (1 épi par graine). Ce raisonnement est, bien sûr, effectué en tenant compte des risques que tout investissement comporte. L'existence même de l'agriculture implique que la valeur actualisée de la future récolte est supérieure au coût de l'investissement, c'est-à-dire aux labours, à la mise en culture et à la non-consommation des graines utilisées pour être replantées. L'Homme fait donc des évaluations depuis qu'il pratique l'agriculture. La zone dans laquelle l'agriculture apparaît, le Croissant Fertile, est aussi celle des premières traces explicites de mise en œuvre de concepts financiers.

Bien qu'il soit très difficile d'écrire une histoire de l'économie avant l'apparition des premières séries chiffrées fiables au Moyen-Âge, les historiens attestent l'existence de concepts nécessaires à l'évaluation dès les temps antiques. Même s'ils sont lacunaires et d'une interprétation malaisée, ces documents ont permis d'établir que la connaissance de l'intérêt composé remontait au moins à l'époque babylonienne (vers 1800-

1600 av. J.-C.) en Mésopotamie. Ce qui distingue un placement en intérêts composés d'un placement en intérêts simples est que, dans le premier cas, les intérêts (les graines obtenues) ne sont pas consommés mais réinvestis (les graines sont replantées). Dans le second cas, on considère que les intérêts sont consommés (une graine obtenue ne donnera donc pas lieu à de futures récoltes). La compréhension, sinon la maîtrise parfaite de ce concept, est essentielle pour mener à bien une évaluation puisqu'elle est la condition d'une projection dans le futur de la décision d'investissement.

Les historiens spécialistes de la civilisation mésopotamienne ont la chance inespérée de disposer de nombreuses sources directes²⁴. Il s'agit de textes écrits sur des tablettes d'argile, rectangulaires et d'une taille allant d'un timbre-poste à plusieurs dizaines de centimètres. Grâce au climat sec du Moyen-Orient, des milliers de tablettes datant du VI^e siècle av. J.-C. ont ainsi pu traverser le temps et constituent des documents essentiels pour apprécier les problématiques d'évaluation se posant dans l'Antiquité. La majorité des tablettes d'argile mésopotamiennes ayant rapport aux mathématiques sont des tables de conversion ; les scribes s'y rapportaient à chaque fois qu'ils devaient exécuter des opérations complexes pour mener à bien un calcul. Mais on rencontre également de nombreux textes juridiques qui éclairent l'administration de l'État, des temples et des familles politiques ou commerçantes. À l'époque des babyloniens (II^e millénaire av. J.-C. au VI^e siècle av. J.-C.), on trouve des traces d'un commerce très actif, notamment entre les villes d'Assur et Kanesh. Les dépenses en nourriture, les charges pour l'achat des semences, les locations des travailleurs et des animaux étaient lourdes.

Il s'est donc mis en place un système financier, notamment d'emprunt, qui était destiné à financer ces activités. Certaines tablettes évoquent explicitement des calculs d'intérêts composés. Il en va ainsi de l'exercice de la tablette VAT 8521 qui pose la question du temps nécessaire pour doubler un capital à un taux d'intérêt de 20 % :

« Prête au taux de douze sicles²⁵ pour une mine d'argent [une mine vaut 60 sicles] ; que l'emprunteur te donne comme intérêt un carré ».

24. Plusieurs milliers de tablettes en argile ont été mises à jour lors de fouilles archéologiques ; la plupart d'entre elles datent de l'époque d'Hammurabi (sixième roi de Babylone (1792-1750 avant J.-C.) ou viennent de la bibliothèque d'Assurbanipal (dernier grand roi de l'Assyrie antique). Ces tablettes ont traversé les siècles, ce qui n'est malheureusement pas le cas des papyrus égyptiens, grecs ou romains. Voir G. Dercksen (ed.), *Trade and Finance in Ancient Mesopotamia*. Proceedings of the first MOS Symposium, Leiden 1997, Leyde, MOS Studies 1, 1999. À propos des tables de conversion, voir B. L. van der Waerden, *Science awakening*, Leyden : Noordhoff International Publishing, 1961, p. 66.

25. Ancienne unité de poids et de mesure en Mésopotamie durant la période paléo-babylonienne, un sicle pèse environ 8 grammes.



Table d'inverses, Uruk, période séleucide (vers 300 av. J.-C.), musée du Louvre.

Aujourd'hui, la réponse à cette question qui est autour de 4 ans passerait par la résolution d'une équation assez complexe. La réponse au problème est inscrite sur la même tablette à la suite de l'énoncé et suggère que les Babyloniens avaient trouvé une réponse concrète au problème du calcul d'un taux d'intérêt composé en recourant à une interpolation linéaire.

Les Babyloniens pratiquaient des calculs complexes mais avaient aussi développé des formes basiques de société qui prévoient la répartition des flux produits par une activité d'entreprise ; Identifier précisément les flux est un autre concept nécessaire à l'évaluation. Les historiens disposent de documents juridiques qui attestent le cadre des techniques financières exposées schématiquement dans les « tablettes de conversion ». Ainsi, la stèle dite d'Hammurabi – du nom du sixième roi de Babylone (1792-1750 avant J.-C.) dont le code éponyme constitue un texte de loi parmi les plus anciens jamais trouvés – détaille un texte juridique babylonien daté d'environ 1750 av. J.-C., à ce jour le plus complet des codes de lois connus de la Mésopotamie antique. Depuis sa découverte en 1901, cet ensemble de décisions est désigné comme un « code » et chaque décision comme autant de « lois » ou « articles » relatifs à différents aspects de la vie de la société babylonienne²⁶.

26. La nature exacte du texte est l'objet de débats : bien qu'il soit souvent présenté comme un code de lois dont les dispositions sont destinées à être appliquées dans le royaume de Hammurabi, les assyriologues qui l'ont étudié plus précisément insistent sur sa fonction politique de glorification du roi et y voient plutôt une sorte de traité juridique visant à conserver le souvenir du sens de la justice et de l'équité de Hammurabi. Voir Dominique Charpin (trad. Jane Marie Todd), « The Status of the Code of Hammurabi », dans *Writing, Law, and Kingship in Old Babylonian Mesopotamia*, Chicago, University of Chicago Press, 2010, p. 71-83.



Stèle du Code de Hammurabi (vers 1793-1751 av. J.-C.), conservée au musée du Louvre.

Les activités des marchands (*tamk rum*) sont décrites sous un terme générique. Ceux-ci peuvent travailler pour le compte du palais mais peuvent aussi exercer des activités commerciales privées. Ces marchands ont le droit de conclure des associations sous la forme de partenariats à durée limitée (*tapp tum*). Il s'agit d'une première documentation de la forme la plus basique de l'entreprise commerciale, celle qui consiste en l'association d'un commerçant « passif » confiant des produits ou de l'argent en tant qu'investisseur à un commerçant « actif » (un entrepreneur) accomplissant effectivement les opérations commerciales. Ce type d'association sera utilisé pour le commerce maritime en Grèce antique où il prendra le nom de *nautika*.

Au Moyen-Âge, les sociétés formées en commandite (*commenda*) seront de même nature et prendront parfois ultérieurement l'appellation de « prêts à la grosse aventure »²⁷. Ces entreprises faisaient supporter à l'investisseur le plus gros du risque sur la valeur de la marchandise puisque, en cas de naufrage, il perdait le capital investi et toute espèce d'intérêt. En cas de profit, le contrat prévoyait souvent une meilleure rémunération de l'actionnaire capitaliste. Le cas documenté dans le Code de Hammurabi au paragraphe 99 prévoit une répartition à part égale des profits²⁸.

²⁷. Les sociétés en commandite actuelles, avec un commandité responsable et des commanditaires investisseurs, sont les héritières de ces premières formes de sociétés commerciales.

²⁸. Paragraphe 99 : « *Si quelqu'un a livré à un homme de l'argent pour une association-tapp tum, ils partageront à parts égales, devant le dieu (dans son temple), le profit ou la perte qui surviendra* ».

Ce type de contrat est utilisé dans le cas d'opérations commerciales mais aussi lors d'immobilisations foncières. Les paragraphes 100 à 107 évoquent les cas où un marchand joue le rôle d'un bailleur de fonds, un commanditaire donc, et fait appel à un mandataire (*šamallûm*) à qui il confie un capital que celui-ci doit faire fructifier. Les profits seront partagés au terme du contrat. Le code présente à ce sujet une typologie des litiges pouvant survenir dans le cadre d'une association et les moyens légaux permettant de les résoudre. Les marchands prêtent également à intérêt de « grain » ou « d'argent » et le code prévoit même des circonstances exceptionnelles pour effacer les intérêts. Le paragraphe 48 évoque explicitement le cas où un cultivateur qui a vu son champ dévasté par une calamité naturelle, peut suspendre son remboursement et ne pas payer les intérêts pour l'année²⁹. Les historiens estiment que le Code est attentif à ce que la qualité de la prestation soit conforme au contrat et aux attentes légitimes des parties (paragraphes 108-111, analyse de la réglementation ayant trait aux débits de boissons). Des sûretés garantissent donc les contrats. Les prêts à intérêts bénéficient d'antichrèses qui permettent de saisir un bien, voire un individu, lorsqu'un débiteur fait défaut³⁰. Le Code encadre les saisies en définissant la durée des confiscations ou du travail pour permettre le remboursement et le paiement des intérêts. Il autorise également la confiscation des biens d'un débiteur défaillant dans la limite des montants portés aux contrats et sous la vérification de témoins.

Les archives semblent attester que les techniques mathématiques et les réglementations juridiques décrites abstraitement correspondent à des applications concrètes. Un examen approfondi de tablettes retrouvées à Nippur, ville située à 160 kilomètres au sud de Bagdad, a ainsi montré que les marchands mésopotamiens avaient recours à ces instruments contractuels pour sécuriser leurs transactions commerciales et ainsi se prémunir de dépréciations inattendues, notamment dans le cas de variations de prix susceptibles de conséquences catastrophiques au retour d'un long et coûteux voyage³¹.

D'autres documents originaires d'Assyrie et datant de la première année du règne de Hammurabi – sixième roi de Babylone (1792-1750 avant J.-C.) – font état de

29. Paragraphe 48 : « ***Si une personne a une dette suite à un prêt, et qu'une tempête abat le grain, ou que la récolte s'effondre, ou que le grain ne croît pas par manque d'eau, alors cette année-là, il n'est pas besoin pour elle de donner quelque grain que ce soit à son créancier, il lave sa tablette de dette dans l'eau et il ne paie aucun intérêt pour cette année*** ».

30. L'antichrèse est un gage immobilier, une sûreté qui permet à un créancier de percevoir les revenus d'un bien immobilier jusqu'au complet paiement d'une dette.

31. Voir F. M. Fales, « Prices in Neo-Assyrian Sources », SAAB, X 1, 1996, p. 11-35, cité par Laetitia Graslin, « Les modes de régulation des marchands mésopotamiens au premier millénaire avant J.-C. », dans *Les régulations sociales dans l'Antiquité*, Rennes, 2006.

l'utilisation de lettres de change négociables qui autorisaient des transactions à terme³². Des contrats similaires devaient très vraisemblablement circuler à la même période à Babylone bien qu'aucune trace de ces échanges n'ait pu être retrouvée.

En revanche, d'autres civilisations antiques paraissent cependant être restées à l'écart des techniques financières documentées en Mésopotamie. Selon un historien critique de ces positions, l'attestation ponctuelle de ces pratiques ne témoignerait pas d'une innovation spontanée et universelle mais d'une invention suivie de diffusion ; les dettes portant intérêt ayant probablement été introduites en Méditerranée depuis le Proche-Orient par les marchands syriens au VIII^e siècle av. J.-C.³³. La diffusion des techniques financières suivrait ainsi le même parcours que les autres innovations fondamentales que furent l'agriculture, la ville, l'écriture, le droit ou l'État.

B – La mise en œuvre des techniques financières dans l'Antiquité classique

Si la diffusion de techniques peut être supposée, c'est de Grèce que nous sont parvenus les premiers écrits théoriques exposant les concepts fondamentaux de l'évaluation. Parmi ces penseurs, Aristote est notamment l'auteur de la première réflexion financière structurée à propos d'une option financière lorsqu'il commente une opération de spéculation attribuée à un illustre savant resté surtout célèbre pour son théorème de géométrie. Thalès de Milet (env. 625 – env. 547 av. J.-C.), appelé communément Thalès, est le premier mathématicien et physicien dont l'histoire ait retenu le nom. C'est aussi un philosophe naturaliste présocratique.

Le récit d'Aristote à son propos a vraisemblablement pour objet de célébrer la réussite de l'alliance du savoir et de la sagesse philosophique. Dans le premier tome de la Politique, Aristote explique ainsi que Thalès, en dépit d'une situation financière personnelle compliquée, a su mettre à profit ses connaissances astronomiques pour prévoir une récolte abondante d'olives en enchérissant contre des concurrents moins bien instruits :

³². Contrat liant trois personnes avec paiement et livraison différés dans le temps.

³³. Voir Michael Hudson, *Trade, Development and Foreign Debt: A history of theories of polarization and convergence in the international economy*, Londres : Pluto Press, 1992.

« Comme on lui reprochait, à cause de sa pauvreté, l'inutilité de son amour de la science on rapporte qu'ayant prévu, grâce à ses connaissances astronomiques, qu'il y aurait une abondante récolte d'olives, il employa dès l'hiver le peu d'argent dont il disposait à verser des arrhes pour louer tous les pressoirs d'huile de Milet et de Chios ; en l'absence de tout enchérisseur, il les afferma à bas prix. La saison venue, comme on recherchait en même temps et sans délais, beaucoup de pressoirs, il les loua au prix qu'il voulut ; grâce à la grande fortune qu'il amassa, il prouva qu'il est facile aux amateurs de la science de s'enrichir quand ils le veulent mais que ce n'est pas là l'objet de leur passion. »

L'anecdote sous-entend que Thalès achète un droit de pressoir qu'il compte revendre plus cher. Dans les faits, il a donc mieux évalué la valeur de cette option sur le marché que ses concurrents. Souvent commenté pour sa portée exemplaire – tous les ingrédients de la valorisation contemporaine sont en effet réunis dans ce récit édifiant –, cet exemple n'est du reste pas isolé quand le regard est élargi jusqu'à la Rome Antique.

L'historien Jean Andreau, qui a étudié la vie financière à Rome sous l'Antiquité, a ainsi montré à partir de sources littéraires, que la pratique de l'évaluation était une chose établie dans les sociétés latines de l'Antiquité³⁴. Même si Rome a repris au monde grec l'essentiel de son modèle financier et bancaire, il montre que c'est dans le monde latin que sont apparus les premiers évaluateurs professionnels dignes de ce nom, les *argentarii* (argentiers/banquiers). Ces intermédiaires proposaient en effet tous les services utiles pour réaliser des évaluations dans le cadre de leurs opérations de prêts. Ils géraient également l'argent de leurs clients placé dans des comptes individuels pour lesquels ils consignaient face à face les recettes et les dépenses. En cas de litige, cette comptabilité avait valeur de preuve.

D'autres acteurs du monde financier romain, les *nummularii* (changeurs/testeurs de monnaie), pratiquaient le transfert de fonds de place à place, sans portage d'argent et étaient réputés pour anticiper la variation des cours du change. Ces

³⁴. Jean Andreau, *Les Affaires de Monsieur Jucundus*, Rome, École française de Rome, coll. « Collection de l'École française de Rome » (n° 19), 1974, 387 p. ; Jean Andreau, *La Vie financière dans le monde romain : les métiers de manieurs d'argent : IV^e siècle av. J.-C. – III^e siècle ap. J.-C.*, Rome, École française de Rome, coll. « Bibliothèque des Écoles françaises d'Athènes et de Rome » (n° 265), 1987, 780 p. ; Jean Andreau, *Patrimoines, échanges et prêts d'argent : l'économie romaine*, Rome, L'Erma di Bretschneider, coll. « Saggi di storia antica » (n° 12), 1997, 432 p.

pratiques dureront jusqu'au début du monde chrétien comme l'atteste la parabole des talents dans l'Évangile de Luc où un maître qui s'était absenté reproche à un serviteur de s'être contenté de seulement thésauriser son argent, alors qu'en le portant aux *nummularii* il aurait pu toucher des intérêts.

Fait notable, au cours de la seconde moitié du II^e siècle av. J.-C., les *argentarii*, se mirent à participer régulièrement aux ventes aux enchères et à accorder du crédit sous une forme institutionnelle ; une innovation du monde romain selon Jean Andreau. Dans ces transactions d'enchères, le banquier versait l'argent au vendeur lorsque le contrat était conclu et devait se faire payer par l'acheteur à l'échéance d'un prêt à intérêt. Dans les exemples disponibles, la durée n'excède généralement pas une année mais les remboursements anticipés sont prévus. En cas de défaut de paiement, le risque financier (*periculum* en latin) était supporté par le banquier qui devait se retourner vers l'acheteur. Mais l'*argentarius* ne remplissait pas seulement un rôle d'intermédiaire. Il effectuait également des évaluations pour le compte des parties. Une tablette commentée par l'historien du droit Mommsen montre en effet un banquier qui se fait rémunérer pour ses conseils, son *arbitrage* en latin, ainsi que la préparation de la vente³⁵ ; sa capacité à effectuer une évaluation correcte est nécessairement au cœur de son service.

Le développement du rôle des *argentarii* est à replacer au sein d'un ensemble de mutations démographiques, sociales et administratives caractéristiques de la transition de la République vers l'Empire. Ainsi, à partir d'Auguste, une administration fiscale directe est progressivement mise en place afin d'accroître les ressources de l'État et gérer les provinces conquises. Les recensements fiscaux effectués dans les provinces (l'Italie n'est pas soumise à l'impôt foncier direct) permettent de soutenir le déploiement d'une administration et d'une armée permanente professionnelle. Tous les biens fonciers doivent être décrits dans des cadastres pour établir le montant de l'impôt annuel. Les cadastres doivent être actualisés régulièrement. Le but est de conduire une évaluation aussi juste que possible des capacités contributives des centurries afin de parvenir à une répartition optimale de l'impôt à l'intérieur de la province³⁶.

Ces évaluations, à but fiscal, de la valeur des biens témoignent de la très bonne compréhension des concepts d'évaluation. Elles sont décrites par l'homme politique et jurisconsulte romain Ulpien au chapitre *De censibus* du livre 50 du Digeste 142

35. Th. Mommsen, « Die Pompeianischen Quittungstafeln des L. Caecilius Lucundus », dans *Hermes*, 12, 1877, p. 88-141, commentaire de la *tablette* 23.

36. Jérôme France, L'impôt provincial dans l'Occident romain à travers l'exemple de l'Aquitaine et de l'Hispanie septentrionale. In Hurllet, F. (Éd.), *Rome et l'Occident : Gouverner l'Empire (I^{er} siècle av. J.-C. - I^{er} siècle ap. J.-C.)*, Presses universitaires de Rennes, 2009.

(le Digeste constitue une partie du Code de Justinien³⁷) qui indique que le recensement des biens-fonds et des personnes doit s'effectuer selon une procédure déclarative et estimative. Cette évaluation par le propriétaire doit être accompagnée d'une déclaration des produits sur les dix années précédentes ainsi que d'un dénombrement détaillé des contenus des biens (nombre de vignes, d'arbres, oliviers, bois...).

Sont donc déjà présentes les deux approches de l'évaluation : celle par les flux (les revenus estimés en se fondant sur ceux des dix années précédentes) et celle par les multiples (*via* une valorisation par la surface ou par un élément productif comme un olivier). Il était aisé pour le fisc de vérifier la pertinence de l'évaluation en comparant la valeur déclarée avec les revenus générés et le contenu du bien. Ainsi, il était possible d'estimer la valeur d'un bien en nombre d'années de revenu (flux) et en nombre de ses composantes à commencer par la surface (multiple). Les mêmes sources attestent les pratiques d'évaluation tentant d'appréhender des flux futurs parfois très éloignés dans le temps.



*Centuriation géométrique découverte en 1959, fragment B datant de l'époque augustéenne.
Cadastre d'Orange, Musée d'art et d'histoire d'Orange.*

³⁷. Le Code de Justinien, ou *Corpus juris civilis* en latin, est une compilation codifiée de droit romain antique datant de 528 pour son premier volet, le second étant généralement daté de 533. L'œuvre a été commandée par l'empereur byzantin Justinien qui souhaitait disposer d'un ouvrage juridique de référence. Justinien conféra une autorité juridique complète à l'ouvrage qui était « clair comme de l'eau de roche ». Les législations antérieures à la publication furent abrogées. Le corpus fut redécouvert par les juristes du Moyen-Âge qui firent ainsi du droit romain le droit commun de l'Europe.

La table d'Ulpien (*ci-dessous*), elle aussi présente dans le Code de Justinien, indique quel taux utiliser pour distinguer la valeur d'une nue-propriété par rapport à celle d'un usufruit ; distinction qui dépend naturellement de l'âge de l'usufruitier. Ainsi, la valeur détenue par un nu-propriétaire de moins de 19 ans correspond à 30 %, alors qu'à plus de 60 ans elle tombe à 5 % de la valeur d'un bien non-démembré. La valeur de l'usufruit correspond à des flux entre aujourd'hui et la mort de l'usufruitier alors que celle de la nue-propriété valorise des flux à percevoir entre cette mort et l'infini. Ces éléments servent de base à la répartition de l'impôt sur le bien de référence. Ces taux impliquent qu'il est communément accepté qu'une évaluation dépende de la durée des flux produits. Dans le droit romain, les taux d'Ulpien sont comparés avec les taux de la coutume ancienne. Ils montrent comment une valeur est socialement construite : c'est le taux prévu dans la table qui sert de base à une construction de la valeur. Cette table montre même comment la construction sociale d'une valeur évolue puisque les taux appliqués étaient différents dans la coutume ancienne.

La table de vie d'Ulpien ³⁸		
Âge du bénéficiaire (x)	Taux médians estimés	
	Ulpien	Coutume
0 - 19	30	30
20 - 24	28	
25 - 29	25	
30 - 34	22	(60 - x)
35 - 39	20	
40 - 49	(60 - x)	
50 - 54	9	
55 - 59	7	
60 -	5	0

38. Bruce Frier, Roman life expectancy: Ulpian's evidence. *Harvard Studies in Classical Philology*, 1992, 86, pp. 213-251.

La postérité de cette méthode d'évaluation par des flux qui peuvent être éloignés dans le temps et par des stocks va traverser les siècles puisque le Code de Justinien qui la consigne va devenir la référence légale d'une grande partie de l'Europe pendant des siècles ; ainsi le Code de Justinien est appliqué dans la moitié sud de la France jusqu'en 1789. Les Universités d'Europe accueillent pendant des siècles des générations d'étudiants en droit qui consacrent la majeure partie de leurs études à comprendre le droit romain. Cette double approche de l'évaluation et l'idée que des flux mêmes lointains ont une valeur est donc une composante du *common knowledge* de l'évaluateur depuis l'Antiquité.

II. Diffusion et légitimité des techniques de l'évaluation à l'âge de la révolution commerciale du Moyen-Âge

Notre connaissance des techniques financières en usage sous l'Antiquité est très largement tributaire du hasard et des destructions des sources au cours de l'histoire. Bien qu'il ne subsiste plus qu'une infime partie des documents produits à l'époque, les tablettes mésopotamiennes et les textes littéraires du monde gréco-romain montrent pourtant que les civilisations antiques possédaient une maîtrise fine des concepts de base de l'évaluation financière.

Au Moyen-Âge, les sources sur ce sujet deviennent plus nombreuses et plus explicites. Elles témoignent alors de préoccupations économiques avancées qui s'efforcent de définir les conditions de marché nécessaires à la conduite d'évaluations bénéfiques socialement. Apparaît ici de manière plus explicite un déterminant profond du développement des techniques d'évaluation renvoyant à la façon dont le corps social appréhende la finance.

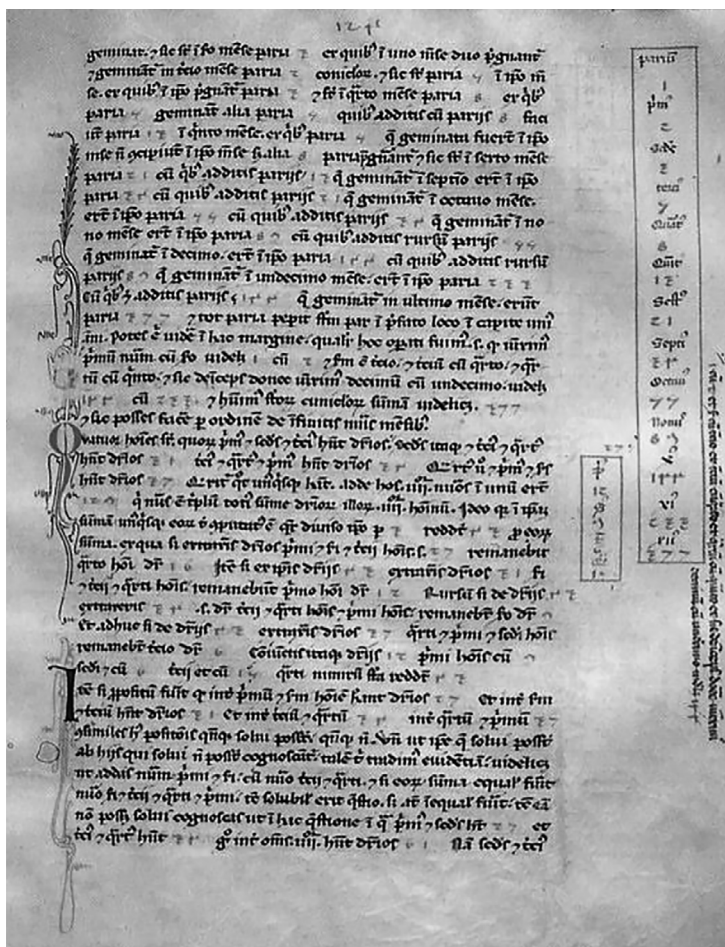
A – L'histoire de la révolution commerciale de l'Europe occidentale au prisme de l'évaluation

Au Moyen-Âge, la connaissance des techniques d'évaluation a longtemps paru être restée confidentielle sinon marginale. Jusqu'au ^{xvi}^e siècle, les tables d'intérêts composées et autres « *Pratica della mercatura* » semblaient circonscrites aux cercles d'affaires et aux milieux marchands spécialisés.

Le plus célèbre de ces manuscrits est le *Liber abaci*, un ouvrage du mathématicien italien Leonardo Fibonacci écrit vers 1202, dont le titre usuel renvoie à l'idée d'un livre de calcul. Le terme « livre d'abaque », qui désigne alors un instrument mécanique facilitant le calcul comme un boulier, est aujourd'hui couramment utilisé par les historiens qui s'en servent pour désigner les manuscrits propédeutiques à l'usage des marchands médiévaux.

L'ouvrage est important car il ne se contente pas de transmettre les principales techniques comptables et financières – comme le prêt à intérêts – mais témoigne et,

peut être introduit, une approche mathématique de la prise de décision – avec notamment les notations mathématiques indiennes et arabes³⁹. L'un de ses premiers exemplaires manuscrits connus, composé vers 1340, a été élaboré pour l'entreprise florentine des Bardi. Le manuel de Fibonacci était donc concrètement utilisé même si celui-ci n'a été imprimé pour la première fois qu'en 1766 avec la *Pratica della mercatura* du marchand florentin Francesco Balducci Pegolotti dans lequel il était contenu.



Manuscrit du Liber abaci de Leonardo Fibonacci,
conservé à la Bibliothèque nationale de Florence.

39. William N. Goetzmann, Fibonacci and the Financial Revolution. *NBER Working Paper 10352*, 2004.

« Un homme se rend à Lucques pour affaires, où il double son argent. Il dépense là-bas 12 dinars. Ensuite, il va à Florence, où il peut là encore doubler son argent, et il dépense encore 12 dinars. Puis, il va à Pise, double encore son investissement et dépense à nouveau 12 dinars. Quelle somme avait-il au début ? »

Dans ce manuel, Fibonacci formalise explicitement pour la première fois le principe d'actualisation en Europe⁴⁰ sous la forme d'un voyageur dépensant son argent :

Ce calcul de la somme initiale correspond fondamentalement au calcul d'une valeur actuelle. Pour reprendre les notations de Fibonacci, pour investir 1 à Pise (la troisième ville), il faut disposer de $1/2 \ 1/2 \ 1/2$, qu'il interprète comme un facteur d'escompte. Pour investir 1 à Florence (la seconde ville), il fallait disposer de $1/2 \ 1/2$ au début, etc. Pour connaître la somme initiale, on notera que le facteur d'actualisation est $1/2 + 1/2 \ 1/2 + 1/2 \ 1/2 \ 1/2$, soit $7/8$. Le capital initial est alors $7/8 \times 12$, soit $10 \ 1/2$. Avec des notations plus contemporaines, avec $i = 100 \%$, on obtient :

$$\frac{12}{(1+i)} + \frac{12}{(1+i)^2} + \frac{12}{(1+i)^3}$$

William Goetzmann, l'historien de la finance qui a récemment redécouvert et commenté cette définition médiévale de la valeur actualisée d'un ensemble de flux financier, replace l'apport de Fibonacci dans le contexte élargi de la renaissance commerciale italienne et européenne. Constatant le développement concomitant des échanges commerciaux à une échelle inédite, il pose la question de savoir si les échanges commerciaux ont pu susciter la mise au point de formules mathématiques permettant d'apprécier la valeur temporelle de l'argent⁴¹.

Cette réflexion était déjà celle de l'historien économique italien du xx^e siècle Federico Melis quand il donnait une définition intellectuelle approfondie de la comptabilité en partie double apparue au même moment. Alors qu'il étudiait l'histoire générale de la comptabilité, celui-ci n'hésitait pas à considérer que la comptabilité rationnelle était apparue au xiii^e siècle et qu'à la fin du xv^e siècle tous les concepts

40. Les Neuf Chapitres sur l'art des mathématiques, publiés en Chine en 263, évoquent un problème proche de celui qui est présenté par Fibonacci. On retrouvera ensuite ce problème résolu dans des textes arméniens, des papyrus égyptiens, mais aussi dans le Lilavati de Bhaskaracarya, écrit en Inde vers 1150, juste avant la formalisation proposée en Europe par Fibonacci. Les relations commerciales attestées entre ces territoires éloignés peuvent expliquer la circulation du problème et de sa solution sous une forme semblable. Selon Fibonacci lui-même, le livre transmet l'enseignement d'une école de comptabilité située à Béjaia, actuellement située en Algérie, où son père exerçait l'office de notaire public des douanes pour le compte des marchands de Pise.

41. William N. Goetzmann, Fibonacci and the Financial Revolution. *NBER Working Paper 10352*, 2004.

de la comptabilité moderne étaient dégagés avec le traité systématique du religieux franciscain italien, vulgarisateur des mathématiques, mathématicien et fondateur de la comptabilité Luca Pacioli (1494)⁴². N'hésitant pas non plus à remettre en cause une lecture naturelle de la comptabilité moderne, il soulignait que les apparences formelles de la comptabilité en partie double – la présentation du débit et du crédit d'un même compte sur deux pages opposées – étaient bien moins essentielles que la distinction du compte de capital et du compte de profits et pertes qui achevait de séparer l'entreprise de ses dirigeants ou de ses possesseurs⁴³. Là encore, c'est l'essor des activités économiques qui aiguillonne le perfectionnement des techniques financières sur la base des principes de l'évaluation du capital.

Le commerce des lettres de change entre les places témoigne plus radicalement encore de ce tournant puisqu'il préfigure l'émergence des pratiques modernes d'arbitrage autour de différentes observations de valeurs. Au Moyen-Âge, une lettre de change est normalement rédigée en double exemplaire. Celle-ci doit préciser la date de paiement, la place sur lequel le paiement est effectué, le montant accordé par le souscripteur et le délai d'usage accordé au tiré pour le paiement. Normalement, le cambiste qui achetait une lettre de change ne connaissait pas d'avance le montant de son gain. Celui-ci était incertain car il dépendait des fluctuations aléatoires du cours des changes. Le banquier touchait son intérêt déterminé par le cours du change et son art de cambiste consistait à bien prévoir l'évolution à la hausse ou à la baisse de celui-ci.

Mais très vite, dès la fin du ^{xiv}^e siècle, l'endossement des lettres devient courant et certains banquiers-changeurs se spécialisèrent dans le commerce de purs objets financiers déconnectés du commerce des marchandises. Cette pratique, qui multipliait les occasions de gains financiers via des évaluations basées sur les différents cours du change, acheva de porter à son climax un esprit spéculateur caractéristique d'une évolution intellectuelle.

Robert Lopez, qui fut professeur d'histoire à l'Université de Yale et qui a étudié la vie commerciale et financière du Moyen-Âge, a parlé à ce sujet de révolution. Il a noté que celle-ci s'était déroulée dans un cadre inédit où le développement des associations économiques avait été suscité par des considérations individuelles de profit. Un texte d'un manuel italien du ^{xv}^e siècle attribué à Giovanni di Antonio da Uzzano qu'il cite à l'appui de cette lecture, confirme explicitement qu'à la maîtrise

42. Luca Pacioli (environ 1446-1517) est un religieux franciscain, auteur de la *Summa de arithmetica, geometria, de proportioni et de propotionalita* (1494), considéré comme l'ouvrage fondateur des sciences comptables. Il est aussi considéré comme le père involontaire de la notion de « profitabilité », voir Michael J. Fischer, Luca Pacioli on Business Profits, *Journal of Business Ethics*, 2000, 25(4), pp. 299-312.

43. Federico Melis, *Storia della ragioneria*. Bologne, 1950.

probabiliste des flux futurs propre à l'évaluation est bien associée la maximisation des positions des marchands en termes de richesse. Que la recherche du gain individuel soit un moteur de l'activité médiévale peut ne pas surprendre le lecteur, mais il faut noter que cette idée a longtemps été contestée, et qu'elle continue à l'être, par certains médiévistes⁴⁴.

**« La bonne règle pour commercer devrait être la suivante :
Attention à ne pas vous retrouver endetté sur une certaine place à un moment
où l'on peut s'attendre à ce que le prix de l'argent soit haut en raison d'opéra-
tions de banque ou de change... et ne soyez jamais pressés de remettre de
l'argent là où il y a pénurie, ni d'en retirer lorsqu'il y a de l'abondance. Car
lorsque l'argent est cher, il afflue de partout, il est retiré des banques, et donc
l'abondance devient inévitable [...]. En ce qui concerne les marchandises, vous
devez prévoir leur achat avant la disette et être dans la position d'en disposer
au temps de l'abondance, lorsque plus tard, quand elles seront chères, vous ne
deviez pas en acheter à un prix élevé. Car vous devez considérer qu'après la
disette suit l'abondance [...]. »**

Source : Antonio da Uzzano (xv^e siècle),
dans *Medieval Trade in the Mediterranean World*, publié par Robert S. Lopez
et Irving W. Raymond, Columbia University Press, pp. 420-421.

L'accroissement des échanges commerciaux maritimes paraît également être à l'origine de l'apparition des formes contemporaines d'assurance. Les historiens font ainsi remonter les véritables débuts de l'assurance au xiii^e siècle. Ce qui distingue l'assurance moderne des modalités précédentes de répartition des risques est la généralisation du recours à des tierces parties dont la seule fonction est de vendre une garantie en échange du paiement d'une prime.

L'historien économique Raymond de Roover (1904-1972) connu pour ses études sur l'économie de l'Europe médiévale, décrit des contrats d'assurance italiens dès le xiii^e siècle, mais la généralisation de ce type de contrats n'est véritablement attestée qu'à partir du xiv^e siècle⁴⁵. La pertinence de subtils contrats d'assurance était clairement comprise depuis le Moyen-Âge comme exposé lors de la création d'une chambre d'assurance à Bruges en 1310 :

⁴⁴. Par exemple Bartolomé Clavero, *La Grâce du don. Anthropologie catholique de l'économie moderne*, Paris, Albin Michel, 1996.

⁴⁵. Florence Edler de Roover, Early Examples of Marine Insurance. *The Journal of Economic History*, 1945, 5(2), pp. 172-200.

« Sur les demandes des habitants de Bruges, le comte de Flandre permet, en l'an 1310, l'établissement dans cette ville d'une chambre d'assurance, au moyen de laquelle les marchands pourraient assurer leurs biens exposés aux risques de la mer, ou tout autre risque, en payant un pourcentage stipulé⁴⁶. »

Pour Louis-Augustin Boiteux, un spécialiste de l'assurance maritime, les contrats d'assurance ont permis aux marchands d'accroître et de diversifier leurs affaires grâce à la meilleure répartition des risques⁴⁷. En dépit des règlements contractuels entre les propriétaires de navires qui prévoyaient une répartition des risques au *pro rata* de la mise de fonds, la proximité des parties-prenantes au sein d'un même milieu marchand limitait en pratique l'efficacité d'une couverture par mutualisation. Les contrats d'assurance permettaient de faire supporter une partie des risques à des individus très éloignés du commerce maritime.

L'existence d'un marché actif de l'assurance aurait de ce point de vue accéléré la diffusion et la maîtrise des concepts de valorisation de flux futurs et de risque. Un contrat d'assurance est en effet par essence une convention dont les effets, quant aux avantages et aux pertes, dépendent d'un événement futur incertain à laquelle un prix est donné aujourd'hui. Les réglementations prévoient que la prime d'assurance soit définie au moment de la signature du contrat en même temps que la durée du risque assuré, ce qui implique bien une évaluation avec une approche financière.

En France, l'ordonnance de marine de 1681 ne fait que codifier sur ce point les usages maritimes antérieurs⁴⁸. Ces primes pouvant s'échanger à n'importe quel moment, à un cours dépendant de l'évaluation du risque encouru par le navire, on observe des variations du montant des primes pour un même chargement qui vont de 1 à 25, notamment en temps de guerre ou lorsque le navire tarde trop à se manifester⁴⁹.

Pour Antonio-Miguel Bernal un historien spécialiste de l'histoire de la *Carrera de Indias* et de l'empire colonial espagnol, ces conditions imposèrent aux armateurs qui firent le voyage entre l'Espagne et les Amériques à partir du xv^e siècle, de

46. Cité par Martin Boyer, Une brève histoire des assurances au Moyen-Âge. *Assurance et gestion des risques*, 2008, 76(3), pp. 83-97.

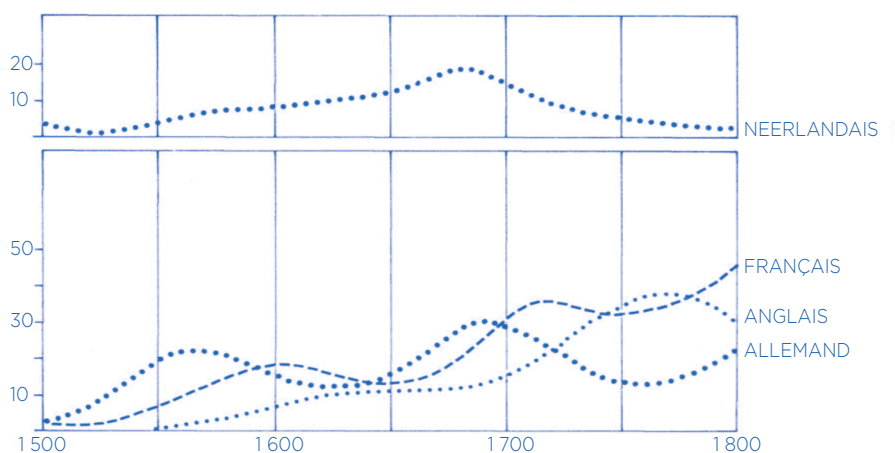
47. Louis-Augustin Boiteux, *La fortune de mer. Le besoin de sécurité et les débuts de l'assurance maritime*, Paris : SEVPEN, 1968.

48. Jean Cavignac, Jean Pellet, *commerçant de gros 1694-1772. Contribution à l'étude du négoce bordelais au xviii^e siècle*, Paris : SEVPEN, 1967, pp. 73-83.

49. Charles Carrière, *Négociants marseillais au xviii^e siècle. Contribution à l'étude des économies maritimes*, Marseille : Institut historique de Provence, 1973, p. 537.

recourir à des évaluations de plus en plus précises du risque encouru par les cargaisons. Les armateurs devaient en effet tenir compte simultanément de la durée du voyage (entre 70 et 130 jours), de la nature de la cargaison, du tonnage embarqué par la nef, du type de voyage (aller simple ou aller-retour) et de la situation géopolitique au moment de la négociation du contrat. En termes de coûts d'assurance, les enjeux étaient considérables puisque la prime pouvait engager jusqu'à 40 %, voire 50 %, du montant de la marge commerciale⁵⁰. Un marché de l'assurance très actif atteste donc d'une pratique répandue d'évaluations pour donner un prix à des engagements dépendants d'événements futurs particulièrement incertains.

La diffusion des techniques commerciales dont les contrats d'assurance font partie s'est accélérée avec l'invention de l'imprimerie qui a véritablement permis la diffusion d'un savoir commercial standardisé dans tout l'espace européen. La bibliographie spécialisée réunie et commentée par Pierre Jeannin et Jochen Hoock montre ainsi une diffusion progressive, entre 1470 et 1800, à toutes les cultures d'Europe occidentale⁵¹. Ces connaissances se diffusent car elles apparaissent légitimes.



*Publications d'ouvrages spécialisés sur le commerce imprimée entre 1500 et 1800 dans les principales aires culturelles européennes (sondages). Tiré de Jeannin & Hoock (1992-2001), *Ars Mercatoria. Handbücher und Traktata für den Gebrauch des Kaufmanns. Manuels de Traités à l'usages des marchands, 1470-1820. Eine analytische Bibliographie*, Paderborn, Schöningh.*

50. Antonio Miguel Bernal, *La financiación de la Carrera de Indias. Dinero y crédito en el comercio colonial español con América*, Séville : Fundación el Monte, 1992, p. 421.

51. Philippe Jeannin et Jochen Hoock, *Ars Mercatoria. Handbücher und Traktata für den Gebrauch des Kaufmanns. Manuels de Traités à l'usages des marchands, 1470-1820. Eine analytische Bibliographie*. Paderborn- : Schöningh, (1992-2001).

B – L'évaluation des hommes sous le regard de Dieu et des Princes : développements religieux et politiques

Il semble donc attesté que les éléments techniques nécessaires à la valorisation, déjà présents sous l'Antiquité, sont parfaitement connus des acteurs médiévaux. Puisque les concepts et les acteurs existent, restent à explorer une troisième dimension de cette histoire de l'évaluation, celle qui s'intéresse à la légitimité sociale des différentes pratiques et au type de contrôle qui en résulte.

Pour le Moyen-Âge, rien n'est évident au premier regard. Les historiens continuent de s'affronter sur la notion de juste prix et l'interdiction de prêter à intérêt au moins sous forme d'usure. Rappelons toutefois que ces condamnations morales n'emportaient pas toujours une interdiction légale. Ainsi, dans les zones soumises au droit romain, le sud de la France notamment, le prêt à intérêt n'était jamais condamné par les tribunaux car il était largement présent dans le Code de Justinien resté en vigueur dans ces provinces. Faute de données quantitatives suffisantes, il est difficile de trancher. Quant à la condamnation de l'usure, à rapprocher du prêt à la consommation actuel, il semblerait que celle-ci ait moins reposé sur des considérations morales que sur des enjeux économiques et juridiques qui démontrent une bonne compréhension de certains mécanismes économiques. La thèse selon laquelle l'Église aurait dénié à l'argent toute productivité licite, la valeur des biens terrestres ne préparant qu'à la vie éternelle, est aujourd'hui largement contestée⁵². Ainsi, il est certain que le prêt à intérêt était pratiqué dès le Haut-Moyen-Âge, c'est-à-dire entre la fin de l'Empire Romain et le début du XII^e siècle, et cela, en dépit des interdictions prononcées au Concile de Nicée (325).

Pour la période du Haut Moyen-Âge, les choses sont confuses. Laurent Feller, un historien spécialiste de cette période, ne tranche pas strictement en faveur d'une économie de marché mais donne l'exemple d'Adélarde, abbé de Corbie, qui pense que toute chose peut être mesurée et a une valeur⁵³. Ce religieux efficient « *détermine et fixe la valeur des choses parce qu'il est en mesure d'intégrer l'ensemble des*

52. Appuyée sur la Bible et les commentaires d'Aristote, la portée de cette condamnation aurait été décisive. D'un point de vue pratique, elle aurait appuyé une économie naturelle où l'autarcie et la frugalité étaient la norme sociale. Tant que les conditions de la vie économique s'accordèrent à cette exigence idéale, l'argent n'aurait servi que d'instrument de mesure et cet idéal empêché d'appréhender les phénomènes économiques pour eux-mêmes.

53. Adélarde de Corbie, né vers 752 à Huyse en Flandre et mort en 826, fut abbé et comte de Corbie. Ce fut l'un des grands abbés de la période carolingienne. Il était cousin de Charlemagne et maire du palais au début de son règne. Celui-ci le nomma tuteur puis conseiller de Pépin son fils aîné, roi d'Italie. Il a été canonisé au XI^e siècle.

données disponibles et constatables »⁵⁴. Il atteste également de variations suffisamment importantes et aléatoires des prix de marchés pour que les autorités impériales prévoient des mécanismes de fixation dans des textes de loi publiés en 794⁵⁵. La définition du juste prix renvoie en creux à une variation anormale du prix de marché qui nécessiterait une régulation.

Maximum des prix dans les capitulaires de Nimègue et de Francfort

	Vendeurs « ordinaires » Francfort (794)	<i>Annona publica</i> , si vendue Francfort (794)	Nimègue
Avoine 1 muid	2 d	0,5 d	2 d
Orge 1 muid	2 d	1 d	3 d
Épeautre	-	-	3 d
Seigle 1 muid	3 d	2 d	4 d
Froment 1 muid	4 d	3 d	6 d

Les prix proposés sont des maxima dont la fonction est surtout d'établir des proportions entre les valeurs des différents grains. Les autorités publiques peuvent intervenir en vendant des grains appartenant au souverain à un prix inférieur à celui pratiqué sur les marchés.

Source : Laurent Feller, « Sur la formation des prix dans l'économie du haut Moyen Âge », *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, 2011, 3 (66^e année), p. 627-661.

Cette interprétation est aussi celle de Raymond de Roover pour qui, « *selon la majorité des docteurs [c'est-à-dire des universitaires de l'époque], le juste prix ne correspondait pas au coût de production déterminée par le statut social du producteur, mais était simplement le prix courant du marché, avec cette importante réserve : en cas de crise ou d'urgence, les pouvoirs publics retenaient le droit d'intervenir et d'imposer un juste prix* »⁵⁶.

⁵⁴. Laurent Feller, Sur la formation des prix dans l'économie du haut Moyen-Âge. *Annales. Histoire, Sciences sociales*, 2011, 66(3), p. 32.

⁵⁵. Feller, *op.cit.*, p. 36.

⁵⁶. Raymond de Roover, The Concept of the Just Price: Theory and Economic Policy, *Journal of Economic History*, 1958, 18(4), pp. 420-421.

En commentant les *Sentences* de Pierre Lombard, un professeur de l'Université de Paris dont l'œuvre écrite au XII^e siècle constitue un soubassement important de la théologie médiévale, Thomas d'Aquin dit que le juste prix est simplement ce que les biens valent au moment de la vente (*secundum æstimationem fori*). Cajetan, un théologien catholique du XVI^e siècle qui peut être considéré comme l'un des pères de la Contre-Réforme, soutient explicitement après Thomas d'Aquin que le juste prix est celui qui, « à un moment donné, peut être obtenu auprès des acheteurs, en supposant une information partagée et en l'absence de toute fraude et de coercion »⁵⁷.

Le droit comme la religion entendaient, dans ce cadre, protéger les individus et réduire au minimum les occasions de sujétions pouvant résulter de contrats. Pour James Davis qui a étudié le déploiement de cette notion dans les actes de la pratique commerciale entre 1200 et 1500, la relation complexe entre la morale, le droit et la pratique sous l'influence de l'idéologie chrétienne contemporaine n'était pas incompatible avec les notions largement acceptées d'efficacité, de rentabilité et de prix de marché. Il constate que c'est davantage le gain accompli aux dépens des pauvres qui est condamné et non le marché en tant que mécanisme économique⁵⁸.

Thomas d'Aquin, dans la *Question 78* portant sur le prêt à intérêt, se réfère à cette forme basique de contrat de société de type *commenda*, déjà évoquée en Mésopotamie, lorsqu'il déclare que celui qui confie une somme d'argent à un marchand crée tacitement une société (*per modum societatis cujusdam*), sans leur céder la propriété de son argent, si bien qu'il participe à ses risques et périls (*cum periculo ipsius*) à son commerce ; voilà pourquoi il est en droit de réclamer, comme une chose lui appartenant, une part du bénéfice (*partem lucri*) car il a effectivement supporté une part du risque. Jusqu'au XVI^e siècle, la jurisprudence sur les rentes constituées considère pour cette raison que le crédit rentier est propriétaire du gage assigné sur le capital portant intérêt⁵⁹.

Le traité des contrats du théologien franciscain Pierre de Olivi rédigé à Narbonne au XIII^e siècle a étudié en profondeur ces questions. Cet ouvrage confronte la vie économique et commerciale à la doctrine chrétienne, réfléchissant par exemple aux déterminants de la valeur des biens et services ou au profit futur d'un « capital »

57. de Roover R., 1958, *op.cit.*, p. 423.

58. James Davis, *Medieval Market Morality. Life, Law and Ethics in the English Marketplace, 1200-1500*, Cambridge : Cambridge University Press, 2012, p. 447.

59. Bernard Schnapper, La fixation du denier des rentes et l'opinion parlementaire au XVI^e siècle. *Revue d'histoire moderne et contemporaine*, 1957, 4(3), pp. 41-46.

investi dans des opérations commerciales. Pour Sylvain Piron, un historien qui a étudié la généalogie de la morale économique au Moyen-Âge, il est clair que « *la légitimation de l'activité des marchands ne pose aucune difficulté. Le juste prix, compris comme plage d'incertitude, leur permet de revendre plus cher ce qu'ils ont acheté ailleurs, et d'obtenir de la sorte un profit qui récompense tant leur « industrie » que les risques auxquels ils s'exposent et qui leur permet de maintenir le statut que réclame leurs activités* »⁶⁰. Cet auteur a également montré que le contenu du traité circulait au sein de la communauté des marchands de Toulouse et qu'il est directement à l'origine de commentaires qui essayèrent d'élargir sa perspective à d'autres situations. Bernardo Guiral, un franciscain continuateur d'Olivi, a notamment analysé l'échec du contrôle des prix du blé instauré par le sénéchal de Toulouse en 1310 en rappelant que les prix dépendent à la foi de l'utilité intrinsèque d'un bien mais également de son utilité relative laissée à l'appréciation des volontés humaines. Les prix sont donc par essence variables mais ils ne sont pas forcément injustes.

Dans ce contexte où la morale commune se réfère aux règles religieuses, la pratique de l'évaluation reçoit une surprenante légitimation. L'évaluation d'un bien apparaît d'autant plus légitime que Dieu lui-même évalue les actes des individus lors de leur passage au Purgatoire. Une forme de spiritualité individuelle se développe dans la seconde partie du Moyen-Âge avec notamment la « renaissance » du Purgatoire au ^{xii}^e siècle. Négligées pendant plusieurs siècles, les premières représentations picturales du Purgatoire datent du milieu du ^{xiii}^e siècle tandis que le concile de Lyon en propose une définition en 1274. À l'origine, la solidarité entre les vivants et les morts illustre simplement l'union de l'Église terrestre et de l'Église céleste. À partir de 1170, on en est cependant venu à considérer que les messes, les aumônes et les prières pouvaient tout autant contribuer au rachat des péchés des vivants qu'au rachat des âmes en peine du purgatoire. Or, Dieu étant considéré comme un juge juste, et la propension au péché variant d'un individu à l'autre, il était impossible de connaître à l'avance la durée exacte d'un séjour au purgatoire.

Cette difficulté entraîna le développement d'une pratique d'évaluation mêlant spirituel et valeur monétaire quand des apports sonnants et trébuchants étaient portés dans la balance. Cette évaluation consiste à calculer le rapport entre la « faute » et la « peine », puis entre la durée du châtiment futur et la quantité estimée

60. Sylvain Piron, *Marchands et confesseurs. Le Traité des contrats d'Olivi dans son contexte* (Narbonne, fin ^{xiii}^e-début ^{xiv}^e siècle), Dans *L'argent au Moyen-Âge* (pp. 289-308), Clermont-Ferrand : Société des historiens médiévistes de l'enseignement supérieur public, 1997, p. 296.



*Dante et Le Purgatoire, à sa gauche, la ville de Florence,
église de Santa Maria del Fiore (Florence), par Domenico di Michelino.*

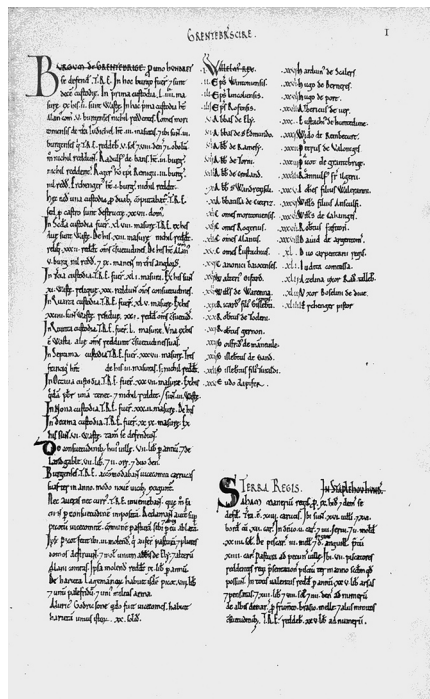
de suffrages – c'est-à-dire le nombre de prières nécessaires à l'achat du salut du défunt. Comme le reconnaissait Thomas d'Aquin, « *si l'on fait pour quelqu'un de nombreux suffrages, il sera délivré plus vite de la peine du purgatoire que d'autres pour qui l'on n'en fait point même si, de part et d'autre, les péchés étaient égaux* »⁶¹.

De son vivant ou à sa mort, il était possible de léguer des actifs en échange de messes qui devaient être données plus ou moins fréquemment et longuement. Par ricochet, les « prêtres du purgatoire », qui étaient rétribués au moyen de ces donations pour prier en faveur des défunts, devaient, lorsque cela était nécessaire procéder à l'actualisation des donations. La rentabilité des prières produites dépendait en effet du coût de la vie présente puisqu'il fallait rémunérer les prêtres au niveau du marché pour qu'ils effectuent leur service à toutes les époques. En cas d'inflation ou de baisse de rentabilité de l'actif légué, le nombre de messes ainsi financées baissait. Il pouvait alors être nécessaire de recapitaliser la donation afin de bénéficier d'un nombre stable de suffrages ou bien d'évaluer la probabilité que le rachat des péchés soit effectif.

61. Saint Thomas d'Aquin, *Quodlibet II*, a. 14.

Pour l'historien Jacques Le Goff, la résolution de ce problème théologique par des moyens rationnels a permis de soutenir un équilibre entre les préoccupations religieuses et professionnelles des marchands qui a heureusement favorisé la diffusion des pratiques d'évaluation dans toute la société chrétienne de l'époque⁶². Ces évaluations sont légitimées à la fois par l'Église, qui les pratique à sa manière, et par les institutions laïques qui y ont également recours.

À la même époque, l'Europe connaît une extension de nombreux exemples d'évaluations à but fiscaux, qui anticipent parfois même les principes modernes de l'évaluation macro-économique. Un célèbre exemple est le « *Domesday Book* » (en français le « Livre du Jugement Dernier ») ; ce nom illustre l'analogie entre une évaluation des actifs matériels et celle de l'âme évoquée ci-dessus) réalisé par les administrateurs Normands à l'issue de la conquête de l'Angleterre. Il s'agit d'un recensement national réalisé « *afin de découvrir ce que – ou bien combien – chaque*



Page de titre du dénombrement de la ville de Cambridge, comté de Cambridgeshire, tirée du Domesday Book (1086).

62. Voir Jacques Le Goff, *La naissance du purgatoire*, Paris, Gallimard, 1981.

propriétaire foncier possédait en terre et en bétail, et combien il valait » à des fins de taxation. Le premier recensement achevé en août 1086 dénombre 13 418 domaines dans les comtés anglais situés au sud des rivières Ribble et Tees, à la frontière de l'Écosse. L'évaluation des domaines est fonction de leur taille et de leurs ressources. Elle est conduite à l'aide d'estimateurs numériques fixes qui permettent de comparer entre elles les unités de ressources décrites.

Pour chaque comté, l'estimation fut conduite par des commissaires (*legati*) au cours d'enquêtes publiques. Le recensement est une estimation de la valeur annuelle du territoire national à trois dates : à la mort du roi d'Angleterre, Édouard le Confesseur, en 1066, lors de la prise de contrôle effective du territoire par les Normands et au moment de l'enquête (1086). Des documents complémentaires à l'enquête ont utilisé ces résultats pour tenter de déterminer la valeur potentielle du territoire. La précision de l'enquête a été soulignée par ses commentateurs et a notamment permis à des historiens financiers de tenter une évaluation du revenu national en Angleterre de l'époque⁶³. Un tel document est exceptionnel au XI^e siècle. Il est en revanche devenu banal à partir du XIII^e siècle.

Le Domesday book anglais est exceptionnel par son ampleur et son ancienneté mais l'Europe du Bas Moyen-Âge fourmille de communautés qui dressent des estimations de la valeur des biens immeubles, et parfois des biens meubles, y compris des activités commerciales, afin de transformer leurs citoyens en contribuables.

Quelle que soit la forme que prennent ces documents (estimes, cadastres, dénombremements, etc.), ces évaluations chiffrées sont entreprises à des fins de taxation. Elles sont établies par des personnels spécialisés et qualifiés, et sont régulièrement mises à jour afin de taxer les citoyens. En Languedoc, par exemple, des livres de mutations actualisent en temps réels les possessions des citoyens. Ces documents sont conservés à l'époque dans les archives des communautés et accessibles en cas de contestation. L'évaluation des biens est conduite selon des barèmes prédéfinis qui permettent de comparer les propriétés entre elles, voire de comparer l'évolution du prix des actifs dans le long terme puisque, dans les petites communautés, les notaires sont chargés de tenir à jour les livres de mutations.

Une étude historique pionnière de ces documents a été conduite pour le cadastre de Florence de 1427⁶⁴. Ce cadastre est constitué de plus de 300 volumes contenant

63. L'étude de James T. Walker, *National Income in Domesday England*, Working Paper, 2009, Henley Business School, Université de Reading, fournit les principales références historiques sur le sujet.

64. David Herlihy, et Christiane Klapisch-Zuber, *Les Toscans et leurs familles. Une étude du Catasto Florentin de 1427*, Paris : Presses de la Fondation nationale des Sciences Politiques – EHESS, 1978.

description et valorisation des possessions de tous les contribuables florentins. Ce travail est réalisé alors que la commune a fini de se rétablir d'une longue période de régression suite à l'épisode de Peste Noire de 1348 qui a emporté 70 % de ses habitants. Tous les contribuables potentiels durent à cette occasion énumérer leurs sources de revenus foncières et mobilières, et estimer leur valeur en capital ou la rente future qu'ils espéraient en retirer. Ces données ont été en partie contrôlées par l'administration de la cité et il n'est pas rare que des contribuables aient corrigé plusieurs fois des déclarations imprécises. Cette mise à plat peut être éclairée par la présence d'un courant réformateur qui souhaitait rénover la constitution sociale de la cité, fondée sur des distinctions de naissance ou de lignage. Selon ce parti, cette situation était en décalage avec le discours politique égalitariste de la Commune, ce qui menaçait directement l'harmonie du corps politique. L'évaluation du cadastre – le « *castato* » – confirma la prédominance numérique et économique des couches populaires ainsi que les enjeux d'une réforme de redistribution des droits politiques⁶⁵.

Ces évaluations de la richesse individuelle sont également très fréquentes en France. Sur une grande partie du territoire, dans les pays d'État, l'impôt royal est réparti en fonction des propriétés foncières de chacun impliquant, pour chaque paroisse, l'établissement de cadastre (appelés aussi « *compoix* » en Languedoc) d'une grande finesse ; ainsi, une terre à blé était valorisée en fonction de sa surface, bien sûr, mais aussi de son accessibilité et, surtout, selon la qualité de la terre qui pouvait comprendre jusqu'à 17 degrés de valeur différents. Les biens urbains étaient évalués sur les mêmes principes. La qualité de l'habitat était primordiale mais on tenait également compte de la localisation de l'immeuble par rapport au centre et aux voies d'accès.

Tous ces éléments suggèrent qu'il existe une continuité des concepts, si ce n'est des pratiques, entre les mondes antiques et médiévaux. Bien que l'historiographie ait parfois soutenu la thèse de l'effacement des héritages culturels de la Grèce et de Rome à la suite de l'effondrement de l'empire d'Occident, le constat de sa renaissance au XII^e siècle pose aujourd'hui davantage la question de la nature des transformations opérées durant cette phase de transition⁶⁶.

65. Yves Sintomer, De Leonardo Bruni à Francesco Guicciardini : actualité de l'humanisme civique ? *Raisons politiques*, 2009, 36, 5-23.

66. Brown, P. (1967). The Later Roman Empire. *The Economic History Review*, 20(2), 327-343 ; Marrou, H. I. (1978). *La décadence de l'antiquité classique*. Publications de l'École française de Rome, 35(1), 31-47 et Franz Wieacker, The Importance of Roman Law for Western Civilization and Western Legal Thought, *Boston College International and Comparative Law Review*, Volume 4, Issue 2, 1981, pp. 257-281.

III. L'évaluation aux Temps Modernes

Le principe de l'actualisation des flux futurs était connu dès le ^{xvi}^e siècle. Dans le cadre de la gestion de la dette publique, il a par exemple donné lieu à la mise au point d'outils très fins d'évaluation des flux futurs et des risques.

Confronter les témoignages et les pratiques passées d'évaluation aux nôtres montre que celles-ci anticipaient par bien des aspects les définitions contemporaines. Cette lecture est cependant contestée par des historiens qui soutiennent que ces comportements économiques n'apparaissent qu'au début de la Révolution Industrielle.

De nos jours, Karl Polanyi est cité comme le principal inspirateur de ce courant de pensée qui, implicitement ou non, soutient que les marchés anciens sont restés limités en étendue et maintenus à la périphérie de la plupart des activités économiques jusqu'à l'apparition du capitalisme⁶⁷.

Pourtant, des exemples concrets montrent qu'il a bel et bien existé des acteurs qui dans le passé ont mobilisé au quotidien ces différents éléments pour conduire des évaluations.

A – La diffusion des concepts modernes de l'évaluation : calculs actuariels, parties-doubles, bilans et inventaires de sociétés

À l'époque moderne, les outils conceptuels pour analyser les flux financiers vont se diffuser. C'est à Anvers et à Lyon, deux des plus grandes places financières

⁶⁷. Polanyi semble avoir assisté à un enseignement de Werner Sombart qui est l'un des premiers historiens ayant soutenu la thèse selon laquelle les acteurs économiques du passé n'avaient que peu de rapport avec leurs descendants modernes, (voir Jérôme Maucourant, Karl Polanyi, une biographie intellectuelle. *Revue du MAUSS*, 2007, pp. 35-62). Dans une fresque consacrée au développement du capitalisme, il a brossé un portrait peu flatteur des marchands médiévaux qui, alors qu'ils étaient les principaux intermédiaires économiques de l'époque, étaient caricaturés sous les traits d'agents dénués de toute culture économique (Werner Sombart, *Der moderne Kapitalismus*. Munich et Leipzig : Duncker&Humbolt, 1902-1916-1928). Sombart insistait sur l'absence totale d'éléments objectifs permettant d'inférer des pratiques d'évaluation (voir Armando Sapori, *Le Marchand Italien au Moyen-Age*, Paris, 1952).

européennes du ^{xvi}^e siècle, que des tables d'intérêt ont été imprimées pour la première fois. Jean Trenchant, un mathématicien et administrateur français, en diffuse dans son *Arithmétique* publiée à Lyon en 1558⁶⁸. Il les présente sous la forme de suites géométriques. Il distingue les intérêts simples (les « mérites simples ») des intérêts composés (« mérites à chef de terme »).

Son ouvrage contient des exercices qui pourraient de nos jours encore servir à former de futurs financiers ; en voici un exemple :

« Quelqu'un a pris 856 livres à interest à chef de terme à raison de 10 pour 100 par an. Assavoir combien il devra en 4 ans ? (...) S'il avoit pris 564 livres à semblable interest que dessus, combien de temps les luy faudroit-il garder pour rendre, tant en principal qu'interests, la somme de 856 livres ? »

Mais le traité contient aussi des calculs explicites d'actualisation de flux futurs distinguant notamment des « Discontes simples » et des « Discontes à chef de terme ». Parmi ces derniers, nous trouvons :

« Un homme doit 65 livres à payer au bout de 4 ans : assavoir combien vaut cette dette argent contant, discontant à chef de terme à raison de 12 pour 100 par an ? »

Ou encore :

« Un marchand a achepté des cuirs pour 1 548 livres à payer chaque année 100 livres jusques afin de payment, en condition que s'il veut le tout payer présentement ou à sa commodité, on luy discontera à raison de 17 pour 100 par an : assavoir combien il luy faudroit pour payer argent contant ? »

68. Voir les éditions successives de cet ouvrage, par exemple : *L'Arithmétique de Jean Trenchant revue et augmentée, tant de plusieurs règles et articles, par l'auteur, que d'une Table des poids de vingt-deux provinces*, Lyon, 1602 chez Pillehote.

Ces exercices sont parfois explicitement consacrés à donner une valeur actuelle à un actif à la manière des DCF modernes :

« Quelqu'un veut vendre les usufruits d'une maison pour 5 ans, laquelle loue 80 livres par an & rabattre les intérêts à raison de 16 pour 100 par an : assavoir combien il recevra en argent contant ? »

Jean Trenchant introduit également les expressions de « multiplicande » et de « dividende » dans une démarche prospective. Avec le premier terme, il exprime l'idée que la variation du montant d'une dépense peut avoir un effet multiplicateur sur le revenu futur des capitaux par l'intermédiaire d'entraînements successifs. Avec le second, il rend compte de la restitution numéraire du capital. En intégrant dynamiquement la valeur que prend l'argent à travers le temps, Trenchant souligne que le « dividende » peut varier à la hausse comme à la baisse. Par conséquent, un actif ne peut être évalué que sur la base d'une comparaison de ses coûts et de ses bénéfices futurs⁶⁹.

Simon Stevin, un administrateur hollandais contemporain de Trenchant, publiera lui aussi en 1582 une *Arithmétique* où les intérêts simples et composés sont également définis afin d'illustrer et de résoudre des problèmes commerciaux dans une finalité didactique. Dans une annexe de cet ouvrage consacrée aux prêts, Stevin décrit « une règle générale pour trouver laquelle est la plus rentable de deux ou plusieurs conditions, et de combien l'une est plus rentable que l'autre ». Il propose de calculer la valeur actualisée de deux opportunités d'investissement en les rapportant à un taux d'intérêt commun. Il calcule dans un second temps la différence entre ces deux valorisations. La différence de rapport est utilisée en tant que critère de choix entre plusieurs investissements alternatifs de même risque.

Cette définition se rapproche de celle de la « valeur actuelle nette », qui est aujourd'hui la manière privilégiée de mesure de la rentabilité d'un investissement calculée comme la somme des flux de trésorerie qu'il engendre. Si le taux d'actualisation est choisi convenablement, l'investissement est considéré comme rentable lorsque cette somme est positive⁷⁰.

69. R.H. Parker, Discounted Cash Flow in Historical Perspective. *Journal of Accounting Research*, 1968, 6(1), p. 58.

70. R.H. Parker, *op.cit.* pp. 59-60.

Dès le ^{xvi}^e siècle, les outils conceptuels de la finance moderne sont donc largement compris et déployés pour valoriser des flux complexes. Les problématiques de valorisation prennent une ampleur encore plus massive avec le développement de la dette publique des États en construction. Ce rôle de la dette publique dans le développement de la finance est tel que le terme « financier » désignera jusqu'au ^{xix}^e siècle les auteurs qui s'y consacrent⁷¹.

Il faut relativiser l'idée, qui remonte aux premiers débats sur les origines du capitalisme, selon laquelle, c'est la diffusion des comptabilités en partie-double qui aurait promu, outre l'objectivité comptable, les pratiques modernes d'évaluation. La comptabilité en partie-double, qui enregistre l'origine des fonds et leur destination, peut en effet permettre de définir la variation de valeur d'une entreprise, en suivant la variation des soldes de ses comptes dans une logique de flux durant une période donnée. De ce point de vue, les travaux de Luca Pacioli, considéré comme le principal formalisateur de cette technique comptable, font figure de repère commode pour dater le décollage d'une « mentalité capitaliste »⁷². Pourtant, les manuels de marchands ont principalement contribué à la diffusion d'un modèle de comptabilité caractérisé par la tenue de comptes d'opérations en continu et la présentation de résultats partiels d'activité. Et il est plus rare que les compagnies – financières et industrielles – clôturent leurs résultats avec régularité sous la forme de bilan. La comptabilité en partie double est surtout cruciale pour suivre une activité de crédit qui, par nature, ne peut être seulement enregistrée dans un compte de résultat. Le développement de la partie-double est donc un sujet à distinguer de celui de l'évaluation des actifs.

Une étude est récemment revenue sur ce débat en analysant les comptabilités des Salviati, des financiers basés à Florence et à Rome au ^{xvi}^e siècle. Celles-ci étaient tenues en partie-double et semblent préfigurer les modèles contemporains⁷³. Nadia Matringe, l'historienne auteur de l'étude, constate qu'il est difficile de calculer le simple profit commercial de ces sociétés à l'aide des comptabilités qui sont pourtant tenues en partie-double. Les facteurs d'accroissement et de dépréciation du

71. Le financier, selon *l'Encyclopédie* (édition de 1763), est « l'homme qui manie des finances, c'est-à-dire les deniers du Roi... On donne ce nom à toute personne connue pour être intéressée dans les fermes, régies, entreprises ou affaires qui concernent les revenus du Roi ».

72. Luca Pacioli (environ 1446-1517) est un religieux franciscain mathématicien, auteur de la *Summa de arithmetica, geometria, de proportioni et de propotionalita* (1494), considéré comme l'ouvrage fondateur des sciences comptables. Il est aussi considéré comme le père involontaire de la notion de « profitabilité », voir Michael J. Fischer, Luca Pacioli on Business Profits, *Journal of Business Ethics*, 2000, 25(4), pp. 299-312.

73. Nadia Matringe, *La Banque en Renaissance. Les Salviati et la place de Lyon au milieu du ^{xvi}^e siècle*, Rennes : Presses universitaires de Rennes, 2016.

capital sont en effet constamment parasités par des considérations perturbant l'ordonnancement comptable. Par exemple, les marchands ont l'habitude d'enregistrer à l'avance les recettes et les dépenses attendues sur les opérations de change et d'échanges de marchandises. Le profit escompté sur les arbitrages est parfois préalablement intégré au bilan de résultat. Les frais de commission sur les opérations peuvent également être débités à l'avance. Lorsque ces prévisions sont démenties par le cours des affaires et que les objectifs n'ont pas été atteints, alors les comptables corrigent les comptes. Dans ces conditions, il serait téméraire de pouvoir prétendre réaliser une évaluation objective de la société en se référant à ces documents comptables. La présentation est trop éloignée d'un ordonnancement sous forme d'un bilan financier et le profit trop imparfaitement mesuré.

Les pratiques comptables se structureront progressivement. L'ordonnance du commerce de 1673 impose les premières contraintes comptables dont l'objectif est d'instaurer un climat de confiance propice aux affaires. La comptabilité de l'entreprise servait de preuve devant les tribunaux en cas de suspicion de banqueroute frauduleuse. Un certain niveau de connaissances comptables était formellement requis.

Ainsi, l'article 4 du titre I disposait que *« l'aspirant à la maîtrise sera interrogé sur les livres et registres à partie double et à partie simple, sur les lettres et billets de change, sur les règles d'arithmétique, sur la partie de l'aulne, sur la livre et poids de marc, sur les mesures et les qualités de la marchandise, autant qu'il conviendra pour le commerce dont il entend se mêler. »* L'article 1 du titre III précisait en outre que *« les négociants et marchands tant en gros qu'en détail auront un livre qui contiendra tout leur négoce, leurs lettres de change, leurs dettes actives et passives ; et les deniers employez à la dépense de leur maison »*. L'article 11 du titre XI portant sur les faillites et les banqueroutes précise que *« les négociants et les marchands, tant en gros qu'en détail, et les banquiers, qui lors de leur faillite, ne représenteront pas leurs registres et journaux signez et paraphez comme nous avons ordonné ci-dessus, pourront estre réputez banqueroutiers frauduleux »*. La peine de mort était requise pour les banqueroutiers frauduleux dans l'article 12 : *« les banqueroutiers frauduleux seront poursuivis extraordinairement et punis de mort »*.

Ce souci affiché d'honnêteté comptable ne facilite pas pour autant la réalisation d'évaluations. Étudiant les comptabilités des grandes entreprises françaises sous l'Ancien Régime, Yannick Lemarchand constate que l'écriture de dotation aux amortissements parasite considérablement la tenue des comptabilités telles qu'elles sont définies dans les ordonnances de commerce⁷⁴. Cette fois encore, l'auteur observe

74. Yannick Lemarchand, *Du dépérissement à l'amortissement. Enquête sur l'histoire d'un concept et sa traduction comptable*, Nantes : Ouest Éditions, 1993.

que le formalisme de la tenue des comptes est perturbé par la prise en compte de considérations économiques extérieures à la comptabilité. Revenant sur les pratiques antérieures, il avance l'hypothèse que les comptabilités servaient dans ce cas moins à évaluer la valeur de l'entreprise et le partage des résultats de son activité qu'à contrôler l'activité des filiales par la maison mère de l'entreprise. Il conseille plutôt de se reporter aux écritures extracomptables, comme les inventaires, pour observer les premières formes d'évaluation comptable.

Les inventaires sont des actes de prise en compte (acte d'estimation) généralement réalisés à la suite de modifications de partenariat dans une société. Armando Saporì a trouvé des preuves de l'existence de telles évaluations en étudiant la compagnie du florentin Francesco del Bene, un importateur de laines flamandes dont la compagnie fondée en septembre 1318 est dissoute en août 1322⁷⁵. Il a étudié et comparé les inventaires dressés en 1321 à l'occasion du départ de l'un des associés et de la liquidation définitive de la société. Les trois premières années d'exploitation sont prises en compte dans le compte de résultat définitif et diminuent la valeur des meubles et du matériel, ce qui montre que les associés tentent de calculer la valeur réelle de l'entreprise afin de déterminer la valeur de reprise de la société. Selon Yannick Lemarchand, « *on ne procède pas autrement aujourd'hui lorsqu'une entreprise change de statut juridique, qu'il s'agisse du passage de la forme individuelle à la forme sociétaire, ou d'une catégorie de société à une autre* »⁷⁶.

Qu'elles soient sous forme de commandite ou de *societas*, ces associations impliquent de fréquentes réécritures des contrats d'associations. Tout changement d'associé (retrait, entrée, décès) impose en effet la signature d'un nouveau contrat. Ces nouveaux contrats impliquent une forme d'évaluation de la valeur de l'entreprise afin de définir les conditions d'entrée et de sortie. Ces évaluations ne peuvent être réalisées uniquement sur la base d'éléments comptables du passé car des profits (ou des pertes) non-encore encaissés existent souvent. Il est nécessaire de prendre en compte, non seulement la valeur des apports du passé, mais aussi leur importance exacte dans la part des profits à venir. Cette situation implique de réaliser une évaluation d'entreprise avec une approche prospective.

Imaginons par exemple le cas du décès d'un associé peu de temps après le lancement d'une activité très profitable ou l'entrée d'un partenaire supplémentaire aux fins de financer une extension de l'activité. Dans les deux cas, il est nécessaire d'intégrer de manière prospective les résultats à venir tels qu'observables au

75. Armando Saporì, *Una compagnia di calimala ai primi del trecento*, Florence: Olschki, 1932.

76. Lemarchand, *op. cit.*, p. 36.

moment du départ – ou de l'arrivée – de l'actionnaire afin de répartir le plus exactement possible la part de bénéfice qui leur revient dans la nouvelle société.

Raymond de Roover, qui a étudié les archives commerciales des Médicis au ^{xv}^e siècle, a montré qu'en effet ceux-ci recourraient à des évaluations lorsqu'ils projetaient d'investir dans de nouvelles sociétés⁷⁷. Son étude repose sur l'exploitation d'un nombre important de contrats de sociétés (166 contrats), de la correspondance commerciale de la firme et de leurs livres de comptes.

À la différence d'autres compagnies, l'actionnariat de la Banque Médicis est resté relativement concentré – quelques membres de la famille associés au directeur général de la compagnie. En examinant la structure de la banque, de Roover a montré que celle-ci était composée de partenariats tous contrôlés par les mêmes associés principaux, appelés les *maggiori*, qui étaient en fait les détenteurs familiaux de la firme florentine. Cet arrangement, que de Roover assimile à une société de portefeuille moderne, avait le grand avantage d'éviter que les difficultés d'une branche ne mettent en péril l'ensemble de la structure mais aussi de maximiser l'ampleur de ses activités. La société mère s'associait à des capitaux locaux mais possédait une participation majoritaire dans toutes les succursales. Classiquement, les constitutions de sociétés étaient très nombreuses car tout changement d'associé impliquait l'établissement d'un nouveau contrat de société. Ces constitutions multiples ont donné lieu à des inventaires qui permettaient de valoriser d'une façon concrète les flux générés par les capitaux des Médicis à la tête de la « holding ». Les directeurs-associés dans les succursales devaient généralement clôturer leurs comptabilités une fois par an – le 24 mars le plus souvent – et envoyer au siège une copie du solde avec un état des profits et pertes. La Banque Médicis, qui a tenu à diverses époques pas moins de douze succursales, dont six hors d'Italie, semble ainsi procéder à des décisions d'investissements fondées sur des évaluations utilisant les résultats financiers réels et projetés.

Le Moyen-Âge regorge de nombreux cas concrets d'évaluation d'entreprise qui attestent bien la pratique de cette activité. Par exemple, la société des moulins du Bazacle, située à Toulouse, a procédé à une évaluation des actifs de l'entreprise préalablement à sa réorganisation en 1372. Plusieurs moulins, détenus chacun par différents actionnaires devaient fusionner pour former une seule entité. Mais ces différents moulins n'étant pas de même nature, la question des modalités financières de ce rapprochement se posa. Des experts, dont l'identité n'est malheureu-

77. Raymond de Roover, *The rise and decline of the Medici Bank, 1397-1494*, Cambridge, Massachusetts : Harvard University Press, 1963.

sement pas indiquée dans les archives, furent désignés pour évaluer chacun de ces moulins. Ainsi, les propriétaires de moulins dont la valeur était inférieure à la moyenne devaient compenser en espèce ceux qui acceptaient d'apporter leurs moulins mieux valorisés. À l'issue de ce complexe exercice de valorisation, cette compensation a permis à la centaine d'actionnaires des différents moulins de devenir propriétaire de parts équivalentes dans la nouvelle société issue de la fusion. Cette ingénierie légale et financière est exposée en détails dans un long parchemin⁷⁸. La notion de valeur est également très présente dans le statut de 1417 d'une autre compagnie toulousaine, les moulins du château narbonnais. L'article 4 demande ainsi aux dirigeants de veiller à ce qu'aucun actionnaire n'accumule de dette envers la compagnie qui se monte à « *aytant o plus que no val la part que an en los ditz molis* »⁷⁹. Les dirigeants devaient donc en permanence évaluer la valeur des actions.

L'historien Pierre Jeannin a utilisé un ouvrage propédeutique destiné à l'apprentissage du métier de marchand conservé dans les fonds d'une firme allemande du xvi^e siècle pour comprendre comment, dans la pratique, cet enseignement était transmis⁸⁰. Il ressort clairement de la confrontation entre cet imprimé et d'autres opuscules manuscrits conservés dans l'entreprise que ces ouvrages didactiques étaient utilisés pour analyser et exploiter les informations internes. Plus précisément, les exercices mathématiques proposés par le manuel étaient reproduits à des fins de simulations étudiant les implications de variations éventuelles sur les prix d'achats et les calculs prévisionnels. Bien que ces simulations ne permettent pas d'apprécier comment les calculs prévisionnels orientaient effectivement les décisions des agents économiques dans la réalité, il ne fait guère de doute, selon lui, que ces exercices d'évaluation puissent témoigner d'anticipations aussi rationnelles que possible⁸¹.

C'est ce dont témoignent précisément les données de dividendes et de prix d'échange des parts de la compagnie des moulins du Bazacle. Le Bris, Goetzmann et Pouget montrent en effet que la série de prix des parts de la compagnie correspond bien, sur la période allant de 1441 à 1946 (la date de sa nationalisation), à la

78. Conservé aux archives départementales de la Haute-Garonne.

79. Voir David Le Bris, William N. Goetzmann, et Sébastien Pouget, Testing Asset Pricing Theory on Six Hundred Years of Stock Returns: Prices and Dividends for the Bazacle Company from 1372 to 1946, *Journal of Financial Economics*, 2019, 132 (1), pp. 248-265.

80. Manuel publié par Hermann Kellenbenz (éd.), Das Meder'sche Handelsbuch und die Welser'schen Nachträge. Handelsbräuche des 16. Jahrhunderts, Wiesbaden, 1974 (Deutsche Handelsbücher des Mittelalters und der Neuzeit; 15).

81. Pierre Jeannin, Informations et calculs dans le commerce allemand au xvi^e siècle, *Annales Économies Sciences Sociales*, 1976, p. 1059.

valeur actualisée des dividendes futurs tels qu'ils peuvent être anticipés au moment des échanges. La finesse et la sophistication des prévisions de ces acteurs étaient donc réelles lorsqu'ils tentaient d'optimiser leurs projets d'investissements⁸².

Pour José Gentil da Silva qui a étudié des tentatives similaires à Lisbonne à la fin du xvi^e siècle, les marchands tiraient les informations nécessaires à leurs projets d'investissements d'une tenue rigoureuse de leurs comptes mais aussi des correspondances étroites qu'ils entretenaient avec des partenaires disséminés sur toutes les places d'affaires en Europe et en Amérique du Sud⁸³. Analysant les lettres marchandes du réseau des Veiga, des marchands trafiquant sur la place de Lisbonne, il montre que ceux-ci avaient élaboré un authentique « diagnostic de prévision » sur lequel reposait leurs arbitrages.

B – Successions, fermes et mises aux enchères : les évaluations du quotidien

À l'époque moderne, ces pratiques d'évaluation apparaissent plus largement diffusées en dehors des sphères commerciales. Elles sont, par exemple, parfaitement banales dans les successions impliquant des situations de transfert de patrimoine pour lesquelles le droit privé, et en premier lieu le droit coutumier de l'époque, fait peser sur chaque héritier, personnellement et en proportion de sa part d'héritage, les dettes successorales⁸⁴.

Des actes spécialement rédigés, les inventaires après-décès, contiennent les estimations de ces successions⁸⁵. Ils sont rédigés à la demande des héritiers ou des créanciers et contiennent le nom des experts requis pour l'estimation (*la prisée*) des biens. Le projet et la date de l'inventaire doivent être annoncés plusieurs jours à l'avance. On retrouve dans le corps de l'inventaire, la description et les estimations, pièce à pièce, de tous les objets de l'habitation. On y retrouve également le montant de l'argent liquide ainsi qu'un inventaire des objets précieux (argent, or, diamant), une indication des dettes et l'évaluation totale de la succession en fin de document.

82. David Le Bris, William N. Goetzmann, et Sébastien Pouget, Testing Asset Pricing Theory on Six Hundred Years of Stock Returns: Prices and Dividends for the Bazacle Company from 1372 to 1946, *Journal of Financial Economics*, 2019, 132(1), pp. 248-265.

83. José Gentil da Silva, *Stratégie des Affaires à Lisbonne entre 1595 et 1607. Lettres marchandes des Rodrigues d'Evora et Veiga*, Paris : Armand Colin, 1956.

84. Les coutumes sont rédigées en France à partir du xv^e siècle pour exposer les multiples pratiques des différentes zones du pays et préciser l'état du droit alors que la notion de loi tend à se définir sous l'impulsion du pouvoir royal.

85. Jean Yver, *Égalité entre héritiers et exclusion des enfants dotés, Essai de géographie coutumière*, Paris : Sirey, 1996.

L'évaluation des biens, qui se rapproche donc de notre sujet, est réalisée par des priseurs plus aptes à estimer les actifs spécifiques à une activité. Ces évaluations, souvent sommaires, sont faites sur la base des prix du marché et non du prix d'achat initial. Les estimateurs tiennent compte des composantes intrinsèques des biens.

Certains actifs à évaluer impliquaient la connaissance des cours de référence des principaux produits agricoles. Ces derniers sont compilés depuis le bas Moyen-Âge dans des mercuriales qui, sous la forme de liste de prix, reportaient régulièrement les cours observés sur les marchés. Pour certains historiens, le développement des mercuriales s'explique par leur usage. Celles-ci servaient à contrôler les pics de variation des prix de marché et à déclencher la mise en œuvre de politiques annuaires en soutien aux populations nécessiteuses. Elles étaient également utilisées par les pouvoirs judiciaires pour convertir en argent les clauses de contrats qui comportaient des intérêts stipulés en nature. Elles servaient donc à conduire des évaluations rétrospectives, à actualiser les dettes de contrats passés en cas conflit⁸⁶. Ainsi, lorsque les estimateurs devaient valoriser des contrats de dettes, des constitutions de rente ou autre, ils disposaient d'une source fiable d'information sur le comportement des prix de référence.

Sous l'Ancien Régime, le plus souvent, les revenus étaient capitalisés au taux standard de 5 % (le denier 20, du nom d'un multiple de la principale monnaie de compte en activité, la livre tournoi). Un actif était valorisé 20 fois ses revenus. Étrangement, ce taux est longtemps resté une référence : c'était le taux d'intérêt légal dans le droit de Justinien et sera aussi repris dans le Code Civil sans que des raisons fondamentales ne puissent l'expliquer. L'acceptation d'un tel multiple fixe dans des contextes différents offre un autre témoignage du rôle de la convention sociale dans les pratiques d'évaluation. Vingt années d'intérêt, estimait-on alors, devaient permettre de reconstituer le capital initial en tenant compte à la fois de l'inflation et des dépréciations. Toutefois, les multiples comptables utilisés au Moyen-Âge paraissent avoir été plus bas et être plus variables aussi, on retrouve fréquemment des multiples de 10, 12 ou 16 impliquant donc des taux d'actualisation supérieurs à 5 %⁸⁷. L'utilisation d'un multiple d'intérêt permettait, comme aujourd'hui avec la méthode des multiples comptables, de calculer la valeur d'un actif économique en le rapportant à une évaluation moyenne de son revenu.

86. Jean Meuvret, L'histoire des prix des céréales en France dans la seconde moitié du XVIII^e siècle, *Mélanges d'histoire sociale*, 1944, 5, pp. 27-44.

87. Jean-Pierre Leguay, La propriété et le marché de l'immobilier à la fin du Moyen Âge dans le royaume de France et dans les grands fiefs périphériques, *Dans D'une ville à l'autre. Structures matérielles et organisation de l'espace dans les villes européennes (XIII^e-XV^e siècle)*, Rome : École française de Rome, 1989, p. 170.

Cette méthode était couramment employée dans les évaluations et avait une valeur judiciaire probatoire. Une évaluation de ce type servait de base pour qu'un bien soit taxé par l'État, vendu aux enchères ou tout simplement négocié sur le marché sur la base d'une valeur économique certifiée qui avait l'avantage de sécuriser les transactions d'un point de vue juridique. Il y avait peu de possibilité de contestation lorsqu'une vente était réalisée à la suite d'une estimation d'expert.

Les ventes publiques de biens saisis, dites à l'encan, qui étaient organisées par les autorités municipales depuis le Moyen-Âge, s'appuyaient sur de telles garanties. Aux ^{xiv}^e et ^{xv}^e siècles, à Toulouse, des *encanteurs* publics (*inquantatores publici*) étaient employés par la ville afin d'annoncer la tenue de ces ventes au mieux-disant. Les officiers publics étaient chargés de la mise en vente de biens estimés qualitativement dans des inventaires préalables. Les adjudications qui livrent les prix auxquels ces mêmes biens ont été acquis, montrent que les hiérarchies de valeur entre les deux estimations, celle de l'évaluation de l'expert et celle de l'acheteur, concordent en dépit du contexte particulier des enchères et des pressions sociales dues au caractère contraint des ventes⁸⁸.

Les contrats d'affermage que les pouvoirs publics des temps anciens étaient amenés à conclure dans le cadre du déploiement des politiques publiques ont également nécessité de bonne heure la mise en place de pratiques d'évaluation au sens moderne du terme. Celles-ci sont particulièrement intéressantes car elles permettent une appréhension concrète de cette notion selon trois points de vue potentiellement divergents : celui du pouvoir politique qui a en premier lieu la responsabilité de l'intérêt général ; celui des administrés, simples particuliers, dont les intérêts privés peuvent heurter les intérêts publics ; et celui du pouvoir judiciaire, chargé de dire et de faire respecter le droit, et qui va être à l'origine de l'édiction des premières normes contraignantes d'évaluation.

La concession des services publics sous la forme de fermes, une forme de gestion déléguée caractéristique de l'Ancien Régime, permet d'observer la constitution de normes d'évaluation autour de quelques principes fondamentaux qui demeurent, aujourd'hui encore, d'actualité. L'affermage est une technique de gestion financière dans laquelle la gestion d'un flux de revenus variable est concédé moyennant le versement de loyers fixes au détenteur du flux. L'exemple le plus connu sous

88. Véronique Lamazou-Duplan, Valeur et prix dans les inventaires et ventes à l'encan à Toulouse du milieu du ^{xiv}^e siècle au début du ^{xv}^e siècle (1356-1416), Dans *Sources sérielles et prix au Moyen-Âge* (pp. 291-316), Toulouse : Presses universitaires du Midi, 2009.

L'Ancien Régime est celui de la Ferme générale créée à l'initiative de Colbert en 1680 et qui avait vocation à prendre en charge la totalité des recettes des impôts indirects, des droits de douane, des droits d'enregistrement et des produits domaniaux. En contrepartie d'un montant déterminé versé à l'État, la Ferme obtenait un droit exclusif de perception durant toute la durée du contrat. Ces concessions avaient le grand avantage de permettre à l'État de disposer de revenus stables et réguliers – et souvent même de négocier une avance – moyennant le transfert du risque d'exploitation à un particulier ou une société.

À cette époque, la pratique était générale et de nombreux services publics du quotidien y avaient recours (y compris des boucheries, des boulangeries, des routes, etc.). Cette délégation avait un intérêt majeur pour l'État, celui de percevoir immédiatement les revenus futurs associés à un service public. L'inconvénient résidait dans la perte d'autonomie vis-à-vis des commettants qui pouvaient chercher à se rémunérer très chèrement sur les populations qu'ils administraient. Le principe même d'une ferme impliquait donc d'évaluer correctement les flux futurs produits pendant la durée du contrat afin de fixer le juste prix de la concession. Sous la pression des événements, et notamment des guerres, le gouvernement, qui avait conscience des risques d'une telle technique, était cependant contraint d'y recourir⁸⁹.

De plus, ces évaluations étaient faites sous le contrôle d'un juge qui intervenait lorsqu'un contrat d'affermage était rompu ou rendu inexécutable. Lors d'expropriations ou de dommages constatés dans le cadre de la mise en œuvre de politiques d'aménagement reconnues d'utilité publique, l'indemnisation du préjudice implique aussi une évaluation. Ceci est constaté à partir du XVIII^e siècle au moins. Le montant de l'indemnité que doit verser l'acteur public au particulier lorsqu'il est exproprié ou lésé doit être égal à la valeur exacte de son actif ou de son préjudice.

Chaque fois que cela est possible, il est recherché un accord entre le propriétaire de l'actif et l'administration. La victime présente dans ce cas les titres qui justifient de ses revenus et adresse lui-même une estimation du préjudice. Lorsque l'administration conteste l'évaluation du particulier, le Conseil d'État tranche sur la base de rapports d'experts désignés par les juges qui doivent fournir toutes les appréciations prises en compte pour parvenir à la valorisation. La jurisprudence énonce

89. Par exemple, dans le cadre de la vénalité des offices, Colbert avait conscience que la hausse du prix des charges concédées par le roi résultait d'un calcul coût-bénéfice, selon ce que les titulaires « se persuadent ce que leur charge vaut », et que cette valorisation pouvait dégrader la qualité du service judiciaire si elle était mal conduite (William Doyle, Colbert et les offices, *Histoire Économie et Société*, 2000, 19(4), pp. 469-480).

clairement que l'évaluation doit être conduite aussi précisément que possible en tenant compte des composantes intrinsèques des actifs. Lorsque cela n'est pas possible, elle préconise alors de déterminer le revenu potentiel d'un actif de même nature et d'appliquer à ce montant le fameux multiplicateur de 20 pour déterminer sa valeur en capital⁹⁰. Une fois le jugement établi, une date maximum est fixée afin de tenir compte des dépréciations qui pourraient résulter d'un refus d'exécuter. Les juges, là encore, prennent en compte le fait que l'évaluation résulte d'une projection actualisée et que cette valeur est encore susceptible d'évoluer si le jugement est mis en surséance.

C – Un modèle d'évaluation transformé : l'influence de la société par action

Les évaluations comptables et les évaluations financières vont demeurer largement distinctes jusqu'à la fin du XVIII^e siècle. Le développement de la société par actions introduit deux innovations pour les évaluations : ces sociétés, qui regroupent de multiples petits propriétaires, doivent fournir des informations comptables améliorées et un prix de marché des participations, librement cessibles, peut désormais être constaté.

En théorie, le développement des sociétés par actions et la dissociation de plus en plus importante entre la propriété du capital et la gestion de la société aurait dû accélérer la mise au point de bilans généraux avec, en filigrane, la définition précise de normes d'évaluation. Ceci est un effet indirect lié au passage de la commandite, une société créée pour une opération commerciale déterminée avec un commandité responsable sur ses fonds propres, à une forme perpétuelle gérée par des dirigeants non responsables. En même temps que l'accroissement des durées de constitution de société et que la séparation entre la propriété et la direction s'approfondissaient, il semblait indispensable de disposer de résultats d'exploitation fiables afin de répartir entre les actionnaires les bénéfices de leurs participations avant le terme de la société. Disposer de bilan devait aussi aider à valoriser les parts de chacun. La prise en compte des immobilisations et des investissements nécessaires à la poursuite de l'activité devait également être réalisée dès lors qu'il s'agissait de ne distribuer que des profits effectifs.

90. François Monnier, *Les marchés de travaux publics dans la généralité de Paris au XVIII^e siècle*, Paris : Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1984, p. 342.

Dans la réalité, les choses ont été plus compliquées. L'absence de transparence envers les actionnaires de la Compagnie Hollandaise des Indes Occidentales (VOC), le modèle à succès hollandais de la société française éponyme, est fameuse mais n'empêche pas sa réussite. De 1602 à 1694, la VOC ne dressa ainsi jamais un seul bilan général alors que ses statuts prévoyaient des clôtures régulières de comptes. C'est cette difficulté à exercer un contrôle de la part des actionnaires sur la valeur de leur investissement qui justifiait à l'époque que les sociétés anonymes soient restées strictement contrôlées par l'État jusqu'en 1867. Comme l'indique le juriconsulte Troplong dans son commentaire du contrat de société : « *la société en commandite offre des garanties personnelles que ne présente jamais la société anonyme. Voilà le point capital de différence ; voilà pourquoi il a fallu faire intervenir l'autorité publique pour suppléer, par sa surveillance, à l'impossibilité où se trouvent les tiers de savoir à qui ils ont affaire dans une société anonyme.* »⁹¹.

Ce délicat contrôle est illustré par le cas de la Manufacture royale de glaces de miroirs empêtrée au XVIII^e siècle dans la réalisation de ses bilans comptables et financiers et qui va alors pressentir l'existence d'un modèle plus simple d'évaluation en prenant directement le marché comme référence.

Cette manufacture est à l'origine de la Compagnie de Saint-Gobain. Elle a été créée en 1665, sous le ministère de Colbert, pour accélérer la diffusion des glaces en France et a, dès son origine, bénéficié d'un monopole de production pour favoriser son développement (les importations n'étaient pas prohibées). Elle a produit les miroirs de la galerie des Glaces du château de Versailles de Louis XIV mais a aussi été continuellement en difficulté financière en dépit des avances consenties par l'État.

En 1702, à la suite d'une faillite, un groupe de financiers genevois conduit par Jacques Buisson et la famille Saladin prend le contrôle de la Manufacture. Celle-ci reçoit de nouveaux statuts qui règlent avec précision les relations entre ses actionnaires, la répartition du bénéfice et l'administration des affaires. Fait nouveau, les parts de la société peuvent être vendues sur le marché. Son privilège est renouvelé sous contrôle jusqu'à la Révolution. Les statuts de la société de 1702 prévoient de dresser des bilans comptables réguliers qui détaillent, en même temps et le plus précisément possible, les actifs de l'entreprise afin de rémunérer les actionnaires. Les actionnaires conviennent en outre de dresser « *toutes les années un nouvel inventaire général de tous les effets de la présente société à chaque mois de juin à*

91. Raymond Théodore Troplong, *Du contrat de société civile et commerciale, ou Commentaire du titre IX du livre III du Code civil*, Paris : Hingray, 1843, p. 89.

commencer de l'année 1704, au bas duquel seront faites des évaluations des actions ». Il ne s'agit plus de la logique de liquidation qui dominait quand la durée de vie prévisible était courte puisque la société, au moment de sa constitution, bénéficie d'une reconduction de son privilège de fabrication de glaces en France pour 30 ans au moins.

L'observation se rapporte donc à la possibilité nouvelle de vendre les actions sur le marché qui impose, en théorie, une actualisation presque continue de la valeur de l'entreprise. À Saint-Gobain, les administrateurs successifs envisagent ainsi des procédures d'évaluation de plus en plus précises et tatillonnes des actifs immobilisés qui devaient combiner la rareté des matières premières, le coût de la main-d'œuvre à des taux de dépréciation usuels et exceptionnels. Les prises de compte tiennent parfois compte d'éventuels bris de glace entre le moment de l'évaluation dans les dépôts et les livraisons sur site. Et, comme dans toutes les sociétés d'importance, il ne fait guère de doute que les évaluations sont conduites avec rigueur dans de nombreux domaines. Ces évaluations comptables ont clairement un objectif financier, mais, comme nous l'avons vu, elles sont concrètement très difficiles à réaliser.

En 1770, la question est pourtant reposée à l'occasion de l'adoption de nouvelles normes comptables. Cette redéfinition va permettre à un administrateur genevois de la Compagnie, Jean-François Sellon, d'exprimer un point de vue original sur le sujet. Selon lui, ces évaluations, bien que précises, sont fictives car il faudrait, dans l'idéal, attendre la dissolution de la compagnie pour pouvoir réaliser une évaluation au prix du marché. Elles sont en outre coûteuses à la société en raison « *de l'étendue des écritures pour la manutention d'un commerce de fabrique, (...) on trouvera dans cet examen une multiplication immense de travail et la source d'une plus grande obscurité* ». Les comptabilités en partie double provoquent même « *le désordre (...) pour la connaissance des affaires, si tous les livres n'étaient pas à jour, et pour les administrateurs qui ne sont pas accoutumés à cette manière de compter* ».

Fataliste, Saladin, un autre associé genevois, consent à l'amélioration de la tenue des comptes car la loi le prescrit. En outre, en tant qu'associé de la Compagnie des Indes, il a pu constater que des évaluations semblables étaient conduites au sein de cette dernière⁹². Mais Sellon va plus loin et précise son point de vue. Selon lui, la connaissance de l'actif de la compagnie est secondaire pour apprécier le bénéfice de l'entreprise puisque « *le principal avoir de la Compagnie c'est le privilège, c'est lui qui fait que quand il n'y aurait que pour trois millions d'effets, la chose en vaut*

⁹². Yannick Lemarchand, *Du dépérissement à l'amortissement. Enquête sur l'histoire d'un concept et sa traduction comptable*, Nantes : Ouest Éditions, 1993, p. 184.

plus de six, l'activité de la fabrique et de la consommation multiplie les fonds et fait une principale valeur, aucun intéressé ne donnerait son action pour la part qu'il aurait dans le montant de l'inventaire ».

Cet extrait montre explicitement que les investisseurs avaient bien conscience des limites d'une évaluation comptable des actifs et que ceux-ci se devaient de prendre en compte le futur pour déterminer leur véritable valeur. La valorisation de la société peut donc être laissée à l'appréciation du marché qui fournit une indication actualisée : le cours de l'action. Cette appréciation est partagée par les actionnaires depuis le milieu du XVIII^e siècle. Le cours de l'action est en effet reconnu comme l'élément clé d'une évaluation correcte puisque les associés y recourent dans les actes légaux pour estimer la valeur de leur participation dans l'entreprise !

Madame Geoffrin, une actionnaire emblématique de la Compagnie, proche des économistes physiocrates et du Tout-Paris littéraire de l'époque, ne s'y prend pas autrement. En 1740, sa constitution de dot estime le denier (l'action) de la société avec une prime de 100 % ; il s'agissait de la manière de coter par rapport à la valeur nominale de l'action. Cette manière d'évaluer est reprise en 1748 dans la dot de Mademoiselle d'Orceau. Ce contrat de mariage évalue l'action de la société avec une prime de 56 %. En 1751, la succession de Lefèvre de Nandy, un autre actionnaire de la société, assume une prime de 75 %⁹³. Ici, l'information prise en compte pour l'évaluation de la compagnie n'est donc pas le bilan financier actualisé de l'entreprise mais le cours auquel l'action s'échange.

L'évaluation comptable était rendue difficile par le rôle du privilège (monopole) de production. Le terme du privilège est considéré comme un élément clé de la valorisation de l'entreprise. Au début du XVIII^e siècle, celui-ci est déjà évalué à 1 500 000 livres tournois par les inspecteurs qui l'ajoutent aux résultats du bilan comptable réalisé au même moment. Lors d'une inspection conduite en 1757 destinée à vérifier la légalité du monopole, Montaran, un inspecteur du Conseil de Commerce, évalue la compagnie en rapportant le profit comptable de la société à la valeur de marché du privilège. Son évaluation prend à la fois en compte les résultats de l'entreprise et l'appréciation du marché.

À la même période, l'abbé Morellet, un économiste libéral, réaménage les composantes du principe d'évaluation par le marché au cours d'une polémique publique inédite pour l'époque. Alors que le débat sur le renouvellement du privilège de la

⁹³. Claude Pris, *La manufacture royale des glaces 1665-1830. Une grande entreprise sous l'Ancien Régime*, Paris : Atelier Nationale de Reproduction des Thèses, 1975, p. 891.

Compagnie des Indes fait rage dans le public, Morellet publie le cours des actions de l'entreprise. Le raisonnement est là encore le même que chez Sellon et Montaran. Selon lui, la valorisation de l'entreprise par le marché reflète la valeur intrinsèque de l'entreprise, pourvu que les comptes publiés soient sincères et les dividendes objectifs. Mais Morellet va plus loin. Pour lui, puisque les bilans sont faux et que le bénéfice par action est fictif, le prix élevé de l'action reflète autre-chose que la valeur réelle de l'entreprise : celle du versement illégitime d'un dividende obtenu en recourant à des emprunts réalisés par Necker, l'administrateur de l'époque. Une pratique courante de la Compagnie selon lui, bien qu'elle soit formellement interdite par les statuts de l'entreprise.

« ... d'une diminution de leur capital et de leur revenu libre, qu'ils ne paraissent pas avoir pu ignorer. (II) montre que les Actionnaires eux-mêmes n'ont jamais bien connu leur véritable situation. (II) assigne les causes de cette ignorance dans la forme de leurs bilans et la fixation arbitraire du dividende attaché à l'action. (II) fait voir que la forme des bilans a toujours été vicieuse, en ce qu'on y a présenté comme capitaux de commerce les fonds morts, et qu'on n'en a pas distrait le principal, des rentes viagères : ce vice dans la forme des bilans est prouvé... »

Cette situation contient des éléments qui continuent de poser aujourd'hui question. Les économistes doutent encore de la capacité des comptes à bien transcrire les résultats économiques d'une entreprise et de la possibilité d'une valorisation relativement efficiente par le cours des actions de bourse. Morellet disposait des états financiers de la compagnie qui lui avaient été remis par le contrôleur général des finances en personne. Il était alors certainement commandé par des partisans de la liberté du commerce qui souhaitaient abattre le monopole dont disposait la compagnie. En raisonnant par l'absurde, et à l'aide de l'hypothèse d'une évaluation par le marché cohérente avec la réalité, il réussit à porter le coup de grâce à la Compagnie des Indes. À la différence de la Manufacture des glaces, la Compagnie des Indes verra son monopole supprimé sous les coups de butoir de l'abbé (Dulac, 1994).

Si la bourse permet bien de valoriser une entreprise en se référant au prix côté de ses actions, elle n'en révèle pas moins en filigrane une difficulté supplémentaire, celle de la cohérence de cette évaluation avec les dividendes versés par l'entreprise. Cette relation est très bien comprise des acteurs comme en témoigne un pamphlet anglais de 1720 : *« Le principe essentiel sur lequel repose toute la science de la vente d'actions est celui-ci, à savoir que le bénéfice d'un dividende doit toujours être*

estimé en fonction du taux qu'il représente par rapport au prix de l'action [note : rendement du dividende], parce que l'acheteur est censé comparer ce taux avec les profits qu'il pourrait réaliser avec de l'argent, s'il était employé autrement »⁹⁴.

Le débat sur la pertinence des évaluations ne s'est cependant pas arrêté au marché boursier⁹⁵. Dans un ouvrage paru en 1757, *le Financier Citoyen*, Jean-Baptiste Naveau, un ancien employé de la Ferme générale, pose la question du discrédit qui touchait les financiers du royaume. Ces intermédiaires étaient chargés d'alimenter le Trésor royal des fonds dont le gouvernement avait besoin pour payer ses dépenses et constituaient un groupe social particulièrement honni. Anticipant la chute des fermiers généraux sous la Révolution, celui-ci paraît opposer schématiquement le commerçant honnête au financier avide et constater que « *Plus le financier a de crédit, moins le négociant en a ; plus le financier a d'argent, moins on en voit sur la place ; plus le financier fait de gros gains, plus les charges et les biens-fonds s'avilissent ; plus l'intérêt de l'argent est haut, plus notre commerce perd vis-à-vis de l'étranger, chez qui l'intérêt de l'argent est bas* »⁹⁶. Mais ses considérations sur l'enrichissement des financiers ont cependant un autre objectif qui est de présenter un vaste programme de réformes économiques reposant sur la découverte d'une « *relation aussi nécessaire que sensible, entre l'étendue du Royaume, le nombre des hommes qu'il nourrit, les espèces d'or et d'argent qu'il possède, l'objet du commerce qu'il fait, tant des denrées du cru que des marchandises de fabrique ; le produit de tous les impôts levés au profit du roi, compris les bénéfices et frais de régie des Fermiers Généraux* ».

Selon Naveau, une partie des difficultés financières françaises provient notamment de ce que le gouvernement ne dispose pas des outils comptables qui lui permettraient d'évaluer la richesse produite annuellement par la Nation afin, notamment, à de porter « *à leur vraie valeur* » le prix des fermes concédées. Faute d'indicateurs adéquats, rien ne permet en effet de prouver que les financiers s'enrichissent aux dépens de l'intérêt général car « *rien n'est plus licite que le bénéfice qu'une compa-*

94. A pamphlet of 1720 cité par Janette Rutterford, From dividend yield to cash flow: A history of US and UK equity valuation techniques. *Accounting, Business and Financial History*, 2004, 14, p. 122 ; David Le Bris et Pierre Hautcoeur, A Challenge to Triumphant Optimists? A Blue Chips Index for the Paris Stock-Exchange (1854-2007), *Financial History Review*, 2017, 17(2), pp. 141-183.

95. Yves Durand, Négociants et financiers en France au XVIII^e siècle. Dans *La Fiscalité et ses implications sociales en Italie et en France aux XVI^e et XVIII^e siècles*. Actes du colloque de Florence (5-6 décembre 1978) (pp. 95-110), Rome : École française de Rome, 1980.

96. Jean-Baptiste Naveau, *Le financier citoyen*. Paris, 1757, p. 111.

gnie de Financiers fait sur une ferme qu'elle entreprend à ses risques »⁹⁷. Il remarque cependant que les Fermiers généraux sont soupçonnés de détourner les recettes fiscales du royaume à leur profit et que pour mettre fin à cette suspicion, il est nécessaire d'établir « à Paris un Bureau pour la vérification des produits des Fermes et Soufermes », afin de disposer d'un état des bénéfices revenant aux fermiers par rapport à la richesse nationale produite :

« Un pareil Bureau, dans les mains d'un homme capable et fidèle, serait un flambeau perpétuel, qui éclairerait les opérations des Fermiers et Sous-fermiers, qui ont eu le secret de s'envelopper de telle manière jusqu'à présent, qu'il n'a pas encore été possible au Ministère, avec toute la vigilance et toute la pénétration imaginable de toucher au but, tant la comptabilité des Fermes est compliquée. »

À l'aide de tels états comptables actualisés, le gouvernement pourrait « arbitrer le bénéfice qu'une compagnie doit faire. L'arbitrage doit porter non seulement sur les produits connus, mais encore sur les produits possibles, résultants d'une meilleure administration, et d'un accroissement de commerce et de consommation future, que le Ministre doit voir mieux que personne ».

Bien que les enjeux de l'évaluation soient ici posés en termes de politique publique afin de rationaliser l'action et la réforme de l'État, l'objectif reste, comme dans tout processus d'évaluation, d'interroger la prise de décision au regard de ses conséquences. L'appel de Naveau a été entendu et l'administration dispose désormais de tous les indicateurs nécessaires à la conduite de telles opérations financières.

Néanmoins, les débats sur la détermination de la juste valeur d'un actif ne se sont pas éteints. Ils ont, par exemple, été vifs au moment de la concession par l'État (on pourrait toujours dire affermer) de l'exploitation des autoroutes du pays en 2005. De ce point de vue, les pratiques anciennes d'évaluation témoignent une fois encore qu'il n'y a pas, dans ce domaine, de différence de nature entre le passé et le présent.

⁹⁷. Voir Naveau, *op. cit.*, tome 1, p. 427.

Conclusion

Les pratiques financières sont à distinguer de la théorie de la finance contemporaine exprimée sous une forme académique. Celle-ci, née dans les années 1950, est sans nul doute à l'origine de l'hégémonie de la méthodologie DCF parmi les méthodes de valorisation des actifs financiers. Notre contribution montre cependant que la compréhension des principes de la méthode DCF est ancienne et que l'estimation de flux futurs, tout comme les techniques d'actualisation et la recherche de taux pertinents, sont des concepts qui ont été largement diffusés dans les sphères commerciales avant le ^{xx}^e siècle.

Un spécialiste de la valorisation financière, pédagogue de référence, peut ainsi constater que l'idée que la valeur d'un actif corresponde à la valeur actualisée des flux de trésorerie que celui-ci produit « *n'est ni nouvelle ni révolutionnaire* »⁹⁸ et que les hommes cherchent d'évidence à évaluer leurs projets d'investissements.

Quelques-uns des éléments que nous avons présentés dans cette Note appuient fortement cette thèse. Par exemple, les notions de valorisation par les flux et par les stocks sont présentes dès le Code de Justinien. Les techniques d'actualisation des flux futurs sont exposées dans le détail dans des manuels pédagogiques à partir du ^{xvi}^e siècle. Des évaluations très sophistiquées sont mises en œuvre pour valoriser des contrats d'assurance ou des modalités particulièrement complexes d'endettement.

D'autres analyses ont aussi montré que les évaluations financières du passé étaient souvent remarquables, et ce, bien avant l'apparition de places financières sous une acception moderne⁹⁹, et que les formes décentralisées d'intermédiation du crédit, notamment par les notaires, dans la France du ^{xviii}^e siècle étaient particulièrement efficaces¹⁰⁰. Bien d'autres exemples sommeillent encore dans les archives qui permettraient sans doute d'étendre et de conforter cette lecture.

98. Aswath Damodaran, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, 2006.

99. Voir par exemple Benjamin Golez et Peter Koudijs, *Four centuries of return predictability*. *Journal of Financial Economics*, 2018 127(2), pp. 248-263 ; et David Le Bris, William N. Goetzmann, et Sébastien Pouget, *Testing Asset Pricing Theory on Six Hundred Years of Stock Returns: Prices and Dividends for the Bazacle Company from 1372 to 1946*, *Journal of Financial Economics*, 2019, 132(1), pp. 248-265.

100. Philip T. Hoffman, Gilles Postel-Vinay, Jean-Laurent Rosenthal, *Dark Matter Credit: The Development of Peer-to-Peer Lending and Banking in France. How a vast network of shadow credit financed European growth long before the advent of banking*, Princeton : Princeton University Press, 2019.

Au regard de cette description, la question peut se poser des raisons qui ont conduit au triomphe récent des méthodes DCF alors que ses concepts clefs sont connus depuis des siècles. Nous avons vu que les premières formalisations académiques du concept remontent au début du xx^{e} siècle et, de plus en plus, cette approche devient dominante.

Une première explication est d'ordre pratique. L'application de la méthode par DCF impose de disposer de données nombreuses afin de calculer les flux et d'estimer des taux d'actualisation. L'actualisation de nombreux flux est aujourd'hui grandement facilitée par l'introduction des tableurs informatisés. La diffusion des méthodes par DCF est donc concomitante de l'augmentation mécanique de la puissance de calcul des ordinateurs et de la disponibilité de jeux de données indispensables à la prévision. Le renversement historique de cet écueil d'ordre technique ne doit pas être négligé pour expliquer le triomphe récent des DCF.

Une autre explication est relative au contexte institutionnel dans lequel les évaluations sont réalisées. Nous avons ainsi montré à l'aide d'exemples comment le contexte social d'une époque pouvait contribuer à définir les modalités d'évaluation propres à une époque.

Un exemple supplémentaire démontrant l'importance du contexte nous est donné par les prêts hypothécaires. Ils étaient accordés au xix^{e} siècle après une étude mobilisant des techniques de valorisation « plus modernes » que celles qui sont pratiquées aujourd'hui. Le Crédit Foncier de France, qui a financé au xix^{e} siècle les immeubles haussmanniens qui parsèment les centres-villes, ne pouvait statutairement prêter plus de la moitié de la valeur du bien hypothéqué. La banque estimait donc minutieusement chaque immeuble à travers une méthode par les flux et une autre par les stocks. Dès ses débuts, le Foncier s'appuie sur des formulaires d'évaluation. Pour l'approche par les stocks, les surfaces de sols et de bâtiments sont soigneusement détaillées avant d'être multipliées par des valeurs au m^2 tirées de transactions récentes. Pour établir les flux, les analystes doivent déterminer le revenu net potentiel et l'actualiser à un taux qui doit être solidement justifié si celui-ci est inférieur à 5 %. La moyenne des deux évaluations est retenue par la banque (Le Bris, 2016).

Aujourd'hui, un contexte différent a transformé l'étude d'un prêt immobilier en simple mesure de la capacité de remboursement de l'emprunteur avec une règle basique que les charges de remboursement ne doivent dépasser un tiers des revenus. Ce n'est donc pas la technique disponible mais bien le contexte qui explique la mise en œuvre de telle ou telle méthode.

Le contexte joue aussi un rôle déterminant pour expliquer comment le contrôle collectif sur les sociétés par actions évolue. Lorsque l'ordonnance de commerce de

1673 impose les premières contraintes comptables (tenue des livres de comptes à valeur probatoire, connaissance des écritures), son objectif est d'instaurer un climat de confiance propice aux affaires. Ces contraintes légales avaient pour principal objectif d'instaurer un climat de confiance propice au développement des affaires. Cette réglementation est une inflexion majeure puisqu'à compter de cette date, des dispositifs prudentiels vont être progressivement déployés et augmentés afin d'assurer la stabilité des activités économiques

Ils vont même acquérir graduellement une portée légale de plus en plus prégnante. En France, toute une législation se met en place pour protéger les épargnants contre les risques excessifs causés par l'investissement en actions¹⁰¹. Ces principes prudentiels sont au cœur du Code de Commerce de 1807 qui soumet la création de toute société anonyme à une autorisation gouvernementale préalable : *« L'ordre public est intéressé dans toute société qui se forme par actions parce que, trop souvent, ces entreprises ne sont qu'un piège tendu à la crédulité des citoyens ; point de doute qu'une société qui travaille sur ses propres fonds n'ait pas besoin d'autorisation ; mais si elle forme ses fonds par des actions mises sur la place, il faut bien que l'autorité supérieure examine la valeur de ces effets et n'en permette le cours que lorsqu'elle s'est bien convaincue qu'elle ne cache pas de surprise »*.

Devant la nécessité de faciliter la création de ces sociétés anonymes, qui sont les seules capables de réunir des capitaux très importants, l'autorisation préalable est finalement abandonnée en 1867¹⁰². Néanmoins, un nouvel encadrement de la finance est proposé : à la place du contrôle par le Conseil d'État, les commissaires aux comptes, nommés par l'assemblée générale des actionnaires, sont tenus de faire *« un rapport à l'assemblée générale de l'année suivante sur la situation de la société, sur le bilan et comptes présentés par les administrateurs »* avec, pour ce faire, un libre accès aux livres pendant trois mois précédant l'assemblée générale. Dès la fin du XIX^e siècle, le commissaire aux comptes joue un rôle déterminant en certifiant les éléments financiers qui permettent de soutenir les évaluations aux yeux des investisseurs¹⁰³. Le décret-loi de 1935 renforce la compétence et l'indépendance du commissaire aux comptes dont la fonction devient dès lors permanente.

101. Anne Lefebvre-Teillard, *La société anonyme au XIX^e siècle : du Code de commerce à la loi de 1867, histoire d'un instrument juridique du développement capitaliste*, Paris : PUF, 1985.

102. Christine Dattin-Fournes, *Du Code de Commerce de 1807 à la loi de 1966 : la lente émergence du commissariat aux comptes : de la fonction à la profession*, Nantes, 2012.

103. Se reporter aux recommandations IVSC, *op. cit.*, 2001.

De nos jours, la promesse de sécurité économique repose sur la définition de normes comptables aptes à garantir la sincérité, l'homogénéité et la comparabilité des données financières pour lesquelles la garantie de l'indépendance et de la compétence des commissaires aux comptes, appelés à viser les comptes des entreprises, est primordiale. Ces principes généraux ont depuis été renforcés dans le sens de leur implication croissante dans le contrôle des activités des sociétés commerciales. Le principe du contrôle par au moins un commissaire aux comptes est ainsi posé par l'article L. 225-218 du nouveau Code de commerce.

Concernant les modalités de l'évaluation, le contexte joue là encore un rôle clé. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, ce sont des raisons fiscales qui font évoluer les pratiques. La volonté de taxer les bénéfices des entreprises (l'impôt sur les sociétés est introduit en 1948) impose de disposer de normes de comptabilité homogènes afin de rendre la fiscalité équitable. Cette motivation fiscale va susciter la mise au point de nouveaux indicateurs comptables standardisés qui seront vite repris pour valoriser les entreprises.

À l'époque, la finance de marché ne joue plus qu'un rôle marginal dans l'économie. Les capitalisations boursières pèsent moins de 2 % du PIB français des années 1950, l'inflation ayant détruit la valeur réelle des actifs existants. Un tiers de la capitalisation boursière d'avant-guerre a aussi été nationalisé. Au moment du versement d'indemnités issues d'évaluations manifestement biaisées (Le Bris, 2016)¹⁰⁴, Paul Caujolle, le fondateur de l'ordre des experts-comptables (Touchelay, 2013), est conscient de l'importance de ces enjeux et milite pour la prise en compte de critères de mesure sincères. La majeure part de l'épargne disponible est alors redistribuée de manière administrative par l'État, directement ou à travers des circuits spécifiques de financement contrôlés par les banques. À cette époque, trouver des capitaux implique de raisonner comme le gouvernement car c'est, plus ou moins directement, à lui que les entrepreneurs doivent s'adresser. Ce sont donc les indicateurs de l'État qui vont être privilégiés dans les exercices de valorisation.

La finance de marché ne retrouvera que progressivement le rôle important qui était le sien avant-guerre – le ratio capitalisation boursière sur PIB retrouvant son niveau d'avant-guerre à la fin des années 1980 – avant de prendre une place de plus en plus importante dans nos économies¹⁰⁵. C'est dans ce contexte que les approches

¹⁰⁴. Paul Caujolle a accompagné ces opérations au moment de la certification des comptes des entreprises privées regroupées pour constituer EDF et GDF (Helfer, 1987).

¹⁰⁵. David Le Bris et Pierre Hautcoeur, A Challenge to Triumphant Optimists? A Blue Chips Index for the Paris Stock-Exchange (1854-2007), *Financial History Review*, 2017, 17(2), pp. 141-183.

propres à la finance de marché s'imposent. Alors que fut longtemps privilégiée la prudence incarnée par l'enregistrement en valeur historique, les techniques de valorisation qui ont longtemps été l'apanage des seuls marchés financiers ont brusquement débordé sur la plupart des secteurs de l'activité économique. Pêle-mêle, et sans qu'il soit question d'être exhaustif, des techniques financières vont être progressivement introduites en comptabilité allant des approches « *mark to market* » à des techniques de simulation visant à anticiper les conséquences de chocs économiques. Même la gestion de l'État est aujourd'hui gagnée par des réflexions en termes de coût du capital approximé par le CAPM¹⁰⁶ !

Inspirée par la finance de marché, car plaçant au cœur du raisonnement le taux de rentabilité exigé par l'investisseur, l'évaluation par DCF bénéficie d'une solide définition formelle. Elle peut parfois donner l'impression qu'un progrès décisif a été franchi sous l'impulsion de la finance de marché et que celle-ci constitue désormais la norme figée d'une valorisation objective.

Le but de cette Note est de nuancer cette impression en montrant que la méthodologie DCF bénéficierait davantage à être considérée sous l'angle d'un concept, c'est-à-dire de la définition générale et abstraite d'une idée permettant d'ordonner les pratiques de valorisation qui en ont en commun d'actualiser les revenus futurs d'un actif, que sous l'angle d'une formule objectivement définie.

Bien que des progrès considérables aient en effet été accomplis récemment sous l'impulsion de la science économique et de l'ingénierie financière, une approche historique montre que les principes d'actualisation qui commandent aux évaluations sont stables depuis l'origine de la finance. Ce positionnement est particulièrement intéressant dans la mesure où il illustre le fait qu'il est toujours difficile de conjuguer la définition arithmétique ou mathématique de la valeur d'un actif et l'action, éminemment subjective, d'une évaluation qui demeure un jugement sur le futur¹⁰⁷. La tension inhérente à ces deux dimensions explique que les concepts fondamentaux de la finance puissent être stables et connus depuis l'Antiquité, mais aussi qu'ils subissent constamment des reformulations en fonction des avancées des techniques financières, des innovations technologiques ou des transformations du contexte social.

106. Le CAPM, pour « Capital Asset Pricing Model », est une méthodologie d'évaluation des actifs financiers développée dans le cadre des marchés boursiers. L'acronyme français correspondant est « MEDAF ».

107. William Derringer, *Calculated Values. Finance, Politics, and the Quantitative Age*, Harvard University Press, 2018.

Les DCF ne sont pas le simple fruit de l'évolution récente des savoirs et des techniques. Les historiens ont observé le déploiement de méthodologies similaires dans le passé. Bien avant la formalisation des DCF, il est possible de rencontrer des formules qui intègrent explicitement la totalité de ses paramètres. Des historiens de la comptabilité ont ainsi montré l'existence d'une « formulation DCF » complète dans l'industrie minière du nord de l'Angleterre qui avait pour but d'attirer les investisseurs désireux de maximiser leurs investissements et de les séduire par la promesse de gains substantiels lorsque ceux-ci étaient rapportés au coût du capital¹⁰⁸.

Au XIX^e siècle, les forestiers allemands confrontés au développement des exploitations agricoles perfectionnèrent successivement des méthodes DCF pour évaluer la valeur réelle des forêts qui étaient menacées d'expropriation¹⁰⁹. Ceux-ci s'inspiraient eux-mêmes d'écrits antérieurs de forestiers français qui tentaient de déterminer les moyens de parvenir à maximiser la quantité de bois produite en un temps donné. Pour Varenne de Fenille, un agronome français du XVIII^e siècle, il fallait ainsi exploiter une forêt lorsque son accroissement moyen devenait égal à son accroissement courant. Ce raisonnement à la marge devait permettre de déterminer s'il était rentable de conserver une année supplémentaire de pousse¹¹⁰. Toutes ces formulations étaient conceptuellement abouties mais souffraient en revanche de la lourdeur de leur mise en œuvre qui aboutissaient à des imprécisions ou des erreurs de calculs¹¹¹.

L'inverse est également vrai. Les bases théoriques de la méthodologie DCF ne sont pas suffisantes pour présumer de l'importance de cette innovation académique. Celle-ci peut souffrir de faiblesses fondamentales quand on s'interroge sur la détermination du taux d'actualisation à utiliser ; le taux retenu permet souvent de réintroduire une très forte subjectivité dans les évaluations DCF. Il peut également être reproché aux DCF une simplification excessive à ne considérer qu'un taux unique quel que soit le terme du flux à actualiser (i.e. il est tout à fait probable que ce taux ne soit pas le même pour des flux très proches que pour d'autres bien plus éloignés).

108. Susie Brackenborough, Tom McLean, David Oldroyd, The emergence of discounted cash flow analysis in the Tyneside coal industry, c.1700-1820. *British Accounting Review*, 2001, 33, pp. 137-155.

109. Jean-Luc Peyron, Jean-Philippe Terreaux, Philippe Calvet, et Bin Guo, Principaux critères économiques de gestion des forêts : analyse critique et comparative. *Annales des sciences forestières*, 1998, 55(5), pp. 523-551.

110. Jean-Luc Peyron, Jacques Maheut, Les fondements de l'économie forestière moderne : le rôle capital de Faustmann, il y a 150 ans, et celui de quelques-uns de ses précurseurs et successeurs, *Revue forestière française*, 1999, pp. 679-698.

111. Susie Brackenborough, Tom McLean, David Oldroyd, *op. cit.*, p. 153.

La diffusion de la méthode DCF n'a d'ailleurs pas été immédiate. Ainsi, bien qu'elle ait été incorporée dans les méthodes de budgétisation des investissements de nombreuses grandes entreprises et agences publiques, l'utilisation explicite de la valeur actualisée des flux de revenus était encore à peu près complètement évitée par près de la moitié des grandes entreprises interrogées dans une enquête de 1978¹¹².

La place hégémonique accordée aux DCF est probablement amenée à évoluer. Aujourd'hui, la contrainte du contexte impose aux évaluateurs de prendre en compte de nouvelles considérations sociétales et environnementales. La montée en puissance des investisseurs qui se revendiquent « socialement responsables », qui constituent dès maintenant une composante significative des marchés financiers internationaux¹¹³, enjoint de modifier les modèles de valorisations financières traditionnels afin de disposer de critères d'investissement appropriés. Des indicateurs complémentaires, comme des notations, ont donc vu le jour. Au-delà de ces ajouts, de nouveaux modèles sont développés et cherchent à étendre les méthodes d'évaluation purement financières afin de prendre en compte l'impact sociétal des entreprises¹¹⁴. Les demandes sociales évoluent et pèsent donc sur la forme prise par les techniques d'évaluation, dont les principes demeurent néanmoins constants.

Nous concluons cette *Note* en rappelant qu'une valorisation n'est pas objective en soi et que sa justesse ne dépend pas uniquement de la complexité des outils financiers mobilisés par les évaluateurs pour y parvenir. Cette démarche est fondamentalement subjective. En revanche, l'exposition des principes mobilisés dans le cadre d'une telle expertise est nécessaire pour juger de sa pertinence, comme dans tout processus d'objectivation. Aujourd'hui encore, prévoir le futur demeure un exercice délicat et par nature incertain.

112. Lawrence Schall, Gary L. Sundem, William R. Geijsbeek, Survey and Analysis of Capital Budgeting Method. *Journal of Finance*, 1978, 33(1), pp. 281-287 cité par Baumol *et al.*, 1974, p. 585.

113. Voir le rapport 2018 du *Global Sustainable Investment Review*, http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf

114. Robert Heinkel, Alan Kraus, et Josef Zechner, The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 2001, 36(4), pp. 431-449; Lasse Pedersen, Shaun Fitzgibbons and Lukasz Pomorski, Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 2021, 142(2), pp. 572-597 ; Christian Gollier et Sébastien Pouget, *Investment Strategies and Corporate Behaviour with Socially Responsible Investors: A Theory of Active Ownership*, Economica, 2022, volume 89, pp. 997-1023.

Bibliographie

ACEMOGLU, D., LAIBSON, D., & LIST, J. (2018 (seconde édition)). *Economics*. New-York: Pearson Education.

ALLEN, D. W. (2012). *The Institutional Revolution*. University of Chicago Press.

ANDREAU, J. (1987). *La vie financière dans le monde romain. Les métiers de manieurs d'argent (IV^e siècle av. J.-C. – III^e siècle apr. J.-C.)*. Rome : École française de Rome.

ANDREAU, J. (1974). *Les Affaires de Monsieur Jucundus* (Vol. 19). Rome : École Française de Rome.

ANDREAU, J. (1997). *Patrimoine, échanges et prêts d'argent : l'économie romaine* (Vol. 12). Rome : L'Erma di Bretschneider.

ANDREAU, J. (2001). *Banque et affaires dans le monde romain*. Paris : Seuil.

ANDREAU, J. (2021). *Économie de la Rome antique. Histoire et historiographie*. (536, Éd.) Pessac : Ausonius.

ANSART, P. (1972). *Le règlement des dettes successorales dans les coutumes rédigées*. La Haye : De Gruyter Mouton.

ARROW, K. (1964). The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing. *Review of Economic Studies*, 31(2), pp. 91-96.

BALDWIN, J. W. (1959). *The Medieval Theories of the Just Price* (Vol. 49). Philadelphie: The American Philosophical Society.

BENSADON, D. (2005). Analyse longitudinale de la consolidation des comptes dans les revues comptables professionnelles (1954-1985). *Comptabilité Contrôle Audit*, 11(3), pp. 105-128.

BERNAL, A.-M. (1992). *La financiación de la Carrera de Indias. Dinero y crédito en el comercio colonial español con América*. Séville : Fundación el Monte.

BLAUG, M. (2001). No History of Ideas, Please, We're Economists. *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), pp. 145-164.

BOITEUX, L. A. (1968). *La fortune de mer. Le besoin de sécurité et les débuts de l'assurance maritime*. Paris : SEVPEN.

BOTTIN, J. (2008). Le marché hispano-américain, Rouen et l'Europe du Nord-Ouest. Dans *L'information économique XVI^e-XIX^e siècle* (pp. 37-61). Paris : Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

BOULIER, J.-F., & GOURIÉROUX, C. (1995). Des mathématiques financières à la finance quantitative : Évolution récente des modèles mathématiques utilisés par les financiers. *Revue d'économie financière*, 32, pp. 167-182.

BOYER, M. (2008). Une brève histoire des assurances au Moyen-Age. *Assurance et gestion des risques*, 76(3), pp. 83-97.

BRACKENBOROUGH, S., MCLEAN, T., & OLDROYD, D. (2001). The emergence of discounted cash flow analysis in the Tyneside coal industry, c.1700-1820. *British Accounting Review*, 33, pp. 137-155.

BROWN, P. (1967). The Later Roman Empire. *The Economic History Review*, 20(2), pp. 327-343.

CARRIÈRE, C. (1973). *Négociants marseillais au XVIII^e siècle. Contribution à l'étude des économies maritimes*. Marseille : Institut historique de Provence.

CAVIGNAC, J. (1967). *Jean Pellet, commerçant de gros 1694-1772. Contribution à l'étude du négoce bordelais au XVIII^e siècle*. Paris : SEVPEN.

CHARPIN, D. (s.d.). The Status of the Code of Hammurabi. Dans *Writing, Law and Kingship in Old Babylonian Mesopotamia* (pp. 71-83). Chicago: University of Chicago Press.

CHIFFOLEAU, J. (1980). *La comptabilité de l'Au-Delà : les hommes, la mort et la religion dans la région d'Avignon à la fin du Moyen-Age (vers 1320-vers 1480)*. Rome : École Française de Rome.

CROW, M., GIBBS, A. K., & HARMS, T. W. (2001). *Valuation for Impairment Testing – The Finance and Accounting Professional's Guide to Valuing Reporting Units for Compliance with SFAS 142*. Peabody Publishing.

DAMODARAN, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*.

DATTIN-FOURNES, C. (2012). *Du Code de Commerce de 1807 à la loi de 1966 : la lente émergence du commissariat aux comptes : de la fonction à la profession*. Nantes.

DAVIS, J. (2012). *Medieval Market Morality. Life, Law and Ethics in the English Marketplace, 1200-1500*. Cambridge: Cambridge University Press.

DE ROOVER, F. (1945). Early Examples of Marine Insurance. *The Journal of Economic History*, 5(2), pp. 172-200.

DE ROOVER, R. (1953). L'Évolution de la Lettre de Change XIV^e-XVIII^e siècles. Paris : SEVPEN.

DE ROOVER, R. (1956). The Development of Accounting prior to Luca Pacioli. Dans A. C. Littleton, & B. S. Yamey, *Studies in the History of Accounting* (pp. 114-174). Londres : Sweet and Maxwell.

DE ROOVER, R. (1958). The Concept of the Just Price: Theory and Economic Policy. *Journal of Economic History*, 18(4), pp. 418-434.

DE ROOVER, R. (1963). *The rise and decline of the Medici Bank, 1397-1494*. Cambridge, Massachussets: Harvard University Press.

DEBAX, H. (2012). *La seigneurie collective : pairs, pariers, paratge : les coseigneurs du XI^e au XIII^e siècle*. Rennes : Presses universitaires de Rennes.

DERCKSEN, G. (1999). *Trade and Finance in Ancient Mesopotamia. Proceedings of the first MOS Symposium, Leiden, 1997* (Vol. MOS Studies 1, 1999). Leyde.

DERRINGER, W. (2018). *Calculated Values. Finance, Politics, and the Quantitative Age*. Harvard University Press.

DOUCET, R. (1933). Le Grand parti de Lyon au XVI^e siècle. *Revue Historique*, 171(3), pp. 473-513.

DOYLE, W. (2000). Colbert et les offices. *Histoire Économie et Société*, 19(4), pp. 469-480.

DUPÂQUIER, J. (1973). Sur une table (prétendument) florentine d'espérance de vie. *Annales. Économies, sociétés, civilisations*, 28(4), pp. 1066-1070.

DUPÂQUIER, J. (1985). Le mémoire de Jean de Witt sur la valeur des rentes viagères. *Annales de Démographie Historique*, pp. 335-394.

DUPONT, A. (1931). *Quelques documents et quelques ouvrages français antérieurs au règne de Louis XIII, ayant trait à la morale, à la doctrine et à la comptabilité commerciales*. Paris : Publications de la Société de Comptabilité de France.

DURAND, Y. (1980). Négociants et financiers en France au XVIII^e siècle. Dans *La Fiscalité et ses implications sociales en Italie et en France aux XVII^e et XVIII^e siècles. Actes du colloque de Florence (5-6 décembre 1978)* (pp. 95-110). Rome : École Française de Rome.

EGE, R. (2014). La question de l'interdicton de l'intérêt dans l'histoire européenne. Un essai d'analyse institutionnelle. *Revue économique*, 65, pp. 391-417.

EHRENBERG, R. (1955). *Le Siècle des Fugger*. Paris : SEVPEN.

FAMA, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.

FAULHABER, G. R., & BAUMOL, WILLIAM J. (1988). Economists as Innovators: Practical Products of Theoretical Research. *Journal of Economic Literature*, 26(2), pp. 577-600.

FELLER, L. (2011). Sur la formation des prix dans l'économie du haut Moyen-Âge. *Annales. Histoire, Sciences sociales*, 66(3), pp. 627-661.

FELLONI, G. (1969). Il debito consolidato della repubblica di Genova nel secolo XVIII e la sua liquidazione. Dans *Scritti in onore di Giordano dell'Amore* (pp. 965-100). Milan.

FISCHER, I. (1911). *De la nature du capital et du revenu*. Paris : V. Giard et E. Brière.

FISCHER, M.-J. (2000). Luca Pacioli on Business Profits. *Journal of Business Ethics*, 25(4), pp. 299-312.

FRANCE, J. (2009). L'impôt provincial dans l'Occident romain à travers l'exemple de l'Aquitaine et de l'Hispanie septentrionale. Dans F. Hurlet, *Rome et l'Occident : Gouverner l'Empire (III^e siècle av. J.-C. – I^{er} siècle ap. J.-C.* Rennes : Presses universitaires de Rennes.

FRIER, B. (1982). Roman life expectancy: Ulpian's evidence. *Harvard Studies in Classical Philology*, 86, pp. 213-251.

GALLAIS-HAMONNO, G. (2006). L'extraordinaire modernité technique du « Grand Parti de Lyon » de 1555. *Colloque AFFI*. Poitiers.

GALLAIS-HAMONNO, G., & BERTHON, J. (2008). *Les emprunts tontiniers de l'Ancien Régime. Un exemple d'ingénierie financière au XVIII^e siècle*. Paris : Publications de la Sorbonne.

GELDERBLOM, O., & JONKER, JOOST. (2004). Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1596-1612. *The Journal of Economic History*, 64(3), pp. 641-672.

GENTIL DA SILVA, J. (1956). *Stratégie des Affaires à Lisbonne entre 1595 et 1607. Lettres marchandes des Rodrigues d'Evora et Veiga*. Paris : Armand Colin.

GIOFFRÈ, D. (1966). *Il debito pubblico genovese. Inventorie delle compere anteriori a San Giorgio o non consolidate nel Banco (Sec. XIV-XIX)*. Gênes : Giuffrè.

GOETZMANN, W. N. (2004). Fibonacci and the Financial Revolution. *NBER Working Paper 10352*.

GOETZMANN, W. N. (2016). *Money changes everything. How finance made civilization possible*. Princeton: Princeton University Press.

GOETZMANN, W. N., & ROUWENHORST, K. (2005). *The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets*. Oxford: Oxford University Press.

GOLEZ, B., & KOUDIJS, P. (2018). Four centuries of return predictability. *Journal of Financial Economics*, 127(2), pp. 248-263.

GOLLIER, C., & POUGET, Sébastien. (2021). *Investment Strategies and Corporate Behaviour with Socially Responsible Investors: A Theory of Active Ownership*, *Economica*, 2022, volume 89, pp. 997-1023.

GRASLIN, L. (2006). Les modes de régulations mésopotamiens au premier millénaire avant J.-C. Dans *Les régulations sociales dans l'Antiquité*. Rennes.

GREY, H.-M. (1922). *Lloyd's: Yesterday and Today*. Londres : Syren and Shipping Edition.

GRINBERG, M. (2006). *Écrire les coutumes*. Paris : Presses universitaires de France.

HAYEZ, J. (2004). Avvison, informazion, novella, nuova : la notion de l'information dans les correspondances toscanes vers 1400. Dans *Information et société en Occident à la fin du Moyen-Âge* (pp. 113-134). Paris : Publications de la Sorbonne.

HELFER, P. (1987) Les premières années d'Électricité De France et de Gaz De France. Les services comptables et financiers Bulletin d'histoire de l'électricité.

HEERS, J. (1961). *Gênes au xv^e siècle. Activité économique et problèmes sociaux*. Paris : SEVPEN.

HEINKEL, R., KRAUS, A., & ZECHNER, J. (2001). The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 36(4), pp. 431-449.

HERLIHY, D., & KLAPISCH-ZUBER, C. (1978). *Les Toscans et leurs familles. Une étude du Catasto Florentin de 1427*. Paris : Presses de la Fondation nationale des Sciences Politiques – EHESS.

HOFFMAN, P. T., POSTEL-VINAY, G., & ROSENTHAL, J.-L. (2019). *Dark Matter Credit: The Development of Peer-to-Peer Lending and Banking in France. How a vast network of shadow credit financed European growth long before the advent of banking*. Princeton: Princeton University Press.

HUDSON, M. (1992). *Trade, Development and Foreign Debt: A history of theories of polarization and convergence in the international economy*. Londres : Pluto Press.

IVSC. (2001). *International Valuation Standards*. Londres : International Valuation Standards Committee.

JEANNIN, P. (1976). Informations et calculs dans le commerce allemand au xvi^e siècle. *Annales Économies Sciences Sociales*, pp. 1052-1060.

JEANNIN, P., & HOOCK, Jochen. (1992-2001). *Ars Mercatoria. Handbücher und Traktata für den Gebrauch des Kaufmanns. Manuels de Traités à l'usage des marchands, 1470-1820. Eine analytische Bibliographie*. Paderborn: Schöningh.

JOVANOVIĆ, F. (2001). Does God practice a random walk? The "financial physics" of a 19th century forerunner, Jules Regnault. *European Journal of the History of Economic Thought*, 8(3), pp. 323-362.

JOVANOVIĆ, F. (2002). *Le modèle de marché aléatoire dans la théorie financière quantitative : fondements historiques, théoriques et épistémologiques*. Paris : Thèse, Université Paris I.

JOVANOVIĆ, F. (2006). Economic instruments and theory in the construction of Henri Lefèvre's science of the stock market. *Pioneers of Financial Economics*, 1, pp. 169-190.

KELLENBENZ, H. (1974). *Deutsche Handelsbücher des Mittelalters und der Neuzeit* (Vol. 15).

KIM, M., & RITTER, J. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 53(3), pp. 409-437.

LAMAZOU-DUPLAN, V. (2009). Valeur et prix dans les inventaires et ventes à l'encan à Toulouse du milieu du ^{xiv}^e siècle au début du ^{xv}^e siècle (1356-1416). Dans *Sources sérielles et prix au Moyen-Âge* (pp. 291-316). Toulouse : Presses universitaires du Midi.

LE BRIS, D. (2011). Les actions françaises depuis 1854 : analyses et découvertes (Doctoral dissertation, Université d'Orléans).

LE BRIS, D. (2016). Comment donner une valeur à l'immobilier ? L'efficacité des méthodes du Crédit Foncier de France au ^{xix}^e siècle. *Histoire et mesure*, 31(1), pp. 43-59.

LE BRIS, D., & HAUTCOEUR, P.-C. (2017). A Challenge to Triumphant Optimists? A Blue Chips Index for the Paris Stock-Exchange (1854-2007). *Financial History Review*, 17(2), pp. 141-183.

LE BRIS, D., GOETZMANN, W. N., & POUGET, S. (2019). Testing Asset Pricing Theory on Six Hundred Years of Stock Returns: Prices and Dividends for the Bazacle Company from 1372 to 1946. *Journal of Financial Economics*, 132(1), pp. 248-265.

LE GOFF, J. (1981). *La naissance du Purgatoire*. Paris : Gallimard.

LEFEBVRE-TEILLARD, A. (1985). *La société anonyme au ^{xix}^e siècle : du Code de commerce à la loi de 1867, histoire d'un instrument juridique du développement capitaliste*. Paris : PUF.

LEGUAY, J.-P. (1989). La propriété et le marché de l'immobilier à la fin du Moyen-Âge dans le royaume de France et dans les grands fiefs périphériques. Dans *D'une ville à l'autre. Structures matérielles et organisation de l'espace dans les villes européennes (^{xiii}^e-^{xvi}^e siècle)* (pp. 135-199). Rome : École Française de Rome.

LEMARCHAND, Y. (1993). *Du dépérissement à l'amortissement. Enquête sur l'histoire d'un concept et sa traduction comptable*. Nantes : Ouest Éditions.

LOPEZ, R.-S., & Raymond, I.-W. (1955). *Medieval Trade in the Mediterranean World*. New-York : Norton – Columbia University Press.

MARKOWITZ, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), pp. 77-91.

MARROU, H.-I. (1978). *La décadence de l'antiquité classique*. Rome : Publications de l'École Française de Rome, 35(1), pp. 31-47.

MARSHALL, A. (1920). *Principles of Economics*. Londres : The MacMillan Co.

MARTINAT, M. (2004). *Le juste marché. Le système annonaire romain aux ^{xvi}^e et ^{xvii}^e siècles*. Rome : Publications de l'École française de Rome.

MATRINGE, N. (2016). *La Banque en Renaissance. Les Salviati et la place de Lyon au milieu du ^{xvi}^e siècle*. Rennes : Presses universitaires de Rennes.

MAUCOURANT, J. (2007). Karl Polanyi, une biographie intellectuelle. *Revue du MAUSS*, pp. 35-62.

MCCUSKER, J. J., & GRAVESTEIJN, C. (1991). *The Beginnings of Commercial and Financial Journalism: The Commodity Price Currents, Exchange Rate Currents, and Money Currents of Early Modern Europe*. Amsterdam : Nederlandsch Economisch-Historisch Archief.

MELIS, F. (1950). *Storia della ragioneria*. Bologne.

MENUET, M., & PIATECKI, C. (2015). *Identification of an Idea of Genius : The invention of the present value in 1202*. Orléans : Working Paper.

MEUNIER, F. (2017). *Comprendre et évaluer les entreprises du numériques*. Paris : Institut Messine, Eyrolles.

MEUVRET, J. (1944). L'histoire des prix des céréales en France dans la seconde moitié du ^{xvii}^e siècle. *Mélanges d'histoire sociale*, 5, pp. 27-44.

MICHAUD-QUANTIN, P. (1970). *Universitas. Expressions du mouvement communautaire dans le Moyen-Âge latin*. Paris : Vrin.

MILLER, P. (2018). Accounting Innovation Beyond the Enterprise : Problematizing Investment Decisions and Programming Economic Growth in the United Kingdom in the 1960s. *Accounting, Organizations and Society*, 16(8), pp. 733-762.

MOMMSEN, T. (1877). Die Pompeianischen Quittungstafeln des L. Caecilius Lucundus. *Hermes*, 12, pp. 88-141.

MONNIER, F. (1984). *Les marchés de travaux publics dans la généralité de Paris au ^{xviii}^e siècle*. Paris : Librairie générale de droit et de jurisprudence.

MORINEAU, M. (1985). *Incroyables gazettes et fabuleux métaux. Les retours des trésors américains d'après les gazettes hollandaises (xvi^e-xviii^e siècles)*. Paris : Cambridge University Press – Éditions de la Maison des Sciences de l'Homme.

MOUCHOT, C. (1994). *Les théories de la valeur*. Paris : Economica.

NAVEAU, J.-B. (1757). *Le financier citoyen*. Paris.

NEAL, L. (1990). *The Rise of Financial Capitalism*. Cambridge et New-York : Cambridge University Press.

NICOLO, S., & PETSCHOW, H. (1960). *Babylonische Rechtsurkunden aus dem 6. Jahrhundert V. Chr.* (Vol. 51). Munich : Bayerische Akademie des Wissenschaften.

NOONAN, J. T. (1957). *The Scholastic Analysis of Usury*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

PARKER, R.-H. (1968). Discounted Cash Flow in Historical Perspective. *Journal of Accounting Research*, 6(1), pp. 58-71.

PEDERSEN, L.-H., FITZGIBBONS, S., & POMORSKI, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), pp. 572-597.

PEYRON, J.-L., & MAHEUT, J. (1999). Les fondements de l'économie forestière moderne : le rôle capital de Faustmann, il y a 150 ans, et celui de quelques-uns de ses précurseurs et successeurs. *Revue forestière française*, pp. 679-698.

PEYRON, J.-L., TERREAUX, J.-P., CALVET, P., & GUO, B. (1998). Principaux critères économiques de gestion des forêts : analyse critique et comparative. *Annales des sciences forestières*, 55(5), pp. 523-551.

PINTO, J.-E., ROBINSON, T., & STOWE, J. (2019). Equity Valuation: A Survey of Professional Practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), pp. 219-233.

PIRON, S. (1997). Marchands et confesseurs. Le Traité des contrats d'Olivi dans son contexte (Narbonne, fin xiii^e-début xiv^e siècle). Dans *L'argent au Moyen-Âge* (pp. 289-308). Clermont-Ferrand : Société des historiens médiévistes de l'enseignement supérieur public.

POITRAS, G. (2000). *The early history of financial economics, 1478-1776*. Elgar.

POITRAS, G. (2011). *Valuation of equity securities. History, Theory and Application*. Danvers: World Scientific.

PRADIER, P.-C. (2016). *The debt of the Hôtel-Dieu de Paris from 1660 to 1690: a testbed for sovereign default*. Paris : Documents de Travail du Centre d'Économie de la Sorbonne.

PRICE, J. (1954). Notes on Some London Price-Currents, 1667-1715. *Economic History Review*.

PRIS, C. (1975). *La manufacture royale des glaces 1665-1830. Une grande entreprise sous l'Ancien Régime*. Paris : Atelier Nationale de Reproduction des Thèses.

RUTTERFORD, J. (2004). From dividend yield to cash flow: A history of US and UK equity valuation techniques. *Accounting, Business and Financial History*, 14, pp. 115-149.

SALES, F.-M. (1996). Prices in Neo-Assyrian Sources. *SAAB*, X(1), pp. 11-35.

SAPORI, A. (1932). *Una compagnia di calimala ai primi del trecento*. Florence : Olschki.

SAPORI, A. (1952). *Le Marchand Italien au Moyen-Âge*. Paris : SEVPEN.

SAYOUZ, A. (1929). Les transformations des méthodes commerciales dans l'Italie médiévale. *Annales d'histoire économique et sociale*, 1(2), pp. 161-176.

SAYOUZ, A. (1934). Le rôle du capital dans la vie locale et le commerce extérieur de Venise entre 1050 et 1150. *Revue belge de philologie et d'histoire*, 13(3-4), pp. 657-696.

SCHÄFER, H.-B., & WULF, A. (2014). Jurists, Clerics, and Merchants: The Rise of Learned Law in Medieval Europe and its Impact on Economic Growth. *Journal of Empirical Legal Studies*, 11(2), pp. 266-300.

SCHALL, L., SUNDEM, G., & GEIJSBEEK, W. (1978). Survey and Analysis of Capital Budgeting Method. *Journal of Finance*, 33(1), pp. 281-287.

SHEFRIN, H., & STATMAN, M. (2003). The contributions of Daniel Kahneman and Amos Tversky. *The Journal of Behavioral Finance*, 4(2), 54-58.

SCHILLER, R. (2002). *Finance and the Good Society*. Princeton: Princeton University Press.

SCHNAPPER, B. (1957). La fixation du denier des rentes et l'opinion parlementaire au XVI^e siècle. *Revue d'histoire moderne et contemporaine*, 4(3), pp. 161-170.

SCHNAPPER, B. (1957). Les Rentes au XVI^e siècle. Histoire d'un instrument de crédit. Paris : SEVPEN.

SCHULZE, M.-S., FEDERICA, G., & VOLCKART, O. (2021). European Goods Market Integration in the Very Long Run: From the Black Death to the First World War. *Journal of Economic History*, 81(1), pp. 276-308.

SILVER, M. (1983). Karl Polanyi and Markets in the Ancien Near East: The Challenge of the Evidence. *Journal of Economic History*, 43, pp. 785-820.

SILVER, M. (2001). Finding the Roman Empire's disappeared deposit banking. *Historia*, 52(4), pp. 301-327.

SILVER, S. (1995). *Economic structures of antiquity*. Westport: Greenwood Press.

SINTOMER, Y. (2009). De Leonardo Bruni à Francesco Guicciardini : actualité de l'humanisme civique ? *Raisons politiques*, 36, pp. 5-23.

SLOTSKY, A. (1992). *The Bourse of Babylon: Market Quotations in the Astronomical Diaries of Babylonia*. PhD Thesis.

SMITH, W. (1984). The Function of Commercial Centers in the Modernization of Européan Capitalism: Amsterdam as an Information Exchange in the Seventeenth Century. *The Journal of Economic History*, 44(4), pp. 985-1005.

SOMBART, W. (1902-1916-1928). *Der moderne Kapitalismus*. Munich et Leipzig : Duncker&Humbolt.

STIGLER, G.-J. (1968). *The Organization of Industry*. Homewood, Illinois.

TEMIN, P. (2002). Price Behavior in Ancient Babylon. *Explorations in Economic History*, 39, pp. 46-60.

TOUCHELAY, B. (2013) Les soixante-dix ans de l'Ordre des experts comptables Entretien avec Édouard Salustro, Paris, 17 février 2012. *Comptabilité(s)* 5

TROPLONG, R.-T. (1843). *Du contrat de société civile et commerciale, ou Commentaire du titre IX du livre III du Code civil*. Paris : Hingray.

VAN DILLE, J.-G. (s.d.). Isaac Le Maire et le commerce des actions de la Compagnie des Indes Orientales. *Revue d'histoire Moderne*, 10(16 et 17), pp. 5-21 et 121-137.

VON BÖHM-BAWERK, E. (1903). *Recent Literature on Interest*. London: The MacMillan Co.

WAERDEN, V.-D. (1961). *Science Awaeking*. Leyde.

WALKER, J.-T. (2009). *National Income in Domesday England*. Reading: Working Paper, Henley Business School, University of Reading.

WERVEKE, H. (1936). Les origines des bourses commerciales (Faut-il abandonner la thèse Guichardin-Ehrenberg ?). *15*(1), pp. 133-141.

WIEACKER, F. (1981). The importance of Roman law for western civilization and western legal thought. *BC Int'l & Comp. L. Rev.*, 4, pp. 257-281.

WOOD, D. (2002). *Medieval Economic Thought*. Cambridge: Cambridge University Press.

YVER, J. (1966). *Égalité entre héritiers et exclusion des enfants dotés. Essai de géographie coutumière*. Paris : Sirey.

ZAWADZKI, S. (2018). *The Rental of Houses in the Neo-Baylonion Period (VI-V Centuries BC)*. Varsovie : Agade Bis.

Les autres publications de l'Institut Messine

- **Quelles réformes engager en priorité ?**

Octobre 2022, *Contribution au débat public*

- **La confiance à l'ère du numérique : cinq problématiques, six regards**

Mars 2022, *Recueil* – sous la direction de Marianne Fougère (Maître de conférences, Plume)

- **Éclipse ou crépuscule ? Pourquoi les Bourses n'ont plus la cote**

Février 2021, *Note* – par Catherine Lubochinsky (Économiste), avec Philippe Manière

- **Comment l'État se défait-il sur les entreprises : Neuf regards**

Juin 2020, *Recueil* – sous la direction d'Anne de Guigné

- **Les patrons des PME et d'ETI françaises vendent-ils trop tôt et pourquoi ?**

Mars 2019, *Rapport* – sous la présidence de Baudouin d'Hérouville (Capital Investisseur)

- **Le lanceur d'alerte dans tous ses états – Guide pratique et théorique**

Novembre 2018, *Rapport* – sous la présidence de Pascale Lagesse
(Avocat, spécialiste du droit social, Associée, cabinet Bredin Prat)

- **Repenser le travail et faire converger les protections pour réconcilier tous les actifs**

Novembre 2017, *Rapport* – sous la présidence d'Emmanuelle Barbara
(Avocat, Associé-Gérant d'August Debouzy, Spécialiste en droit du travail,
de la sécurité sociale et de la protection sociale)

- **Comprendre et évaluer les entreprises du numérique**

Octobre 2017, *Livre co-édité avec Eyrolles* – par François Meunier

- **Les chiffres dans le débat public : vérités et mensonges**

Décembre 2016, *Note* – par Jean-Marc Daniel
(Statisticien, Professeur d'économie à ESCP-Europe-Paris)

- **Taux d'intérêt négatifs – Douze regards**

Janvier 2016, *Recueil* – sous la direction de Natacha Valla

- **Norme et Jugement sont-ils compatibles ?**

Juillet 2015, *Note* – par Sophie Chassat

- **L'excès d'information financière nuit-il à l'information financière ?**

Juin 2015, *Rapport* – sous la présidence d'Hervé Philippe (Directeur Financier
et membre du Directoire de Vivendi)

- **Fiscalité et politiques publiques : Peut-on vraiment orienter le comportement des entreprises par l'impôt ?**

Mars 2015, *Rapport* – sous la présidence de Gauthier Blanluet (Avocat associé de
Sullivan & Cromwell)

Retrouvez toutes nos publications sur notre site internet : www.institutmessine.fr

Gouvernance

Les opinions exprimées dans la présente Note n'engagent ni les personnes citées, ni les organisations qu'elles représentent.

Président

Michel LÉGER

Commissaire aux comptes, ancien Président de BDO France.

Comité Directeur

Philippe AUDOUIN

Directeur Général Finances, Membre du Directoire d'Eurazeo.

Jean BOUQUOT

Commissaire aux comptes, Président d'honneur de la CNCC.

Dominique CARLAC'H

Présidente de D&C ; Vice-Présidente et Porte-parole du MEDEF.

Jean-Marc ESPALIOUX

Associé - Executive Chairman de Montefiore Investment.

François HUREL

Président et Fondateur de l'Union des Auto-Entrepreneurs.

Denis LESPRIT

Commissaire aux comptes, Associé fondateur d'AEC ;
Président d'honneur de la CNCC.

Monique MILLOT-PERNIN

Commissaire aux comptes, Dirigeante et fondatrice du Cabinet Millot-Pernin.

Yves NICOLAS

Commissaire aux comptes, ancien Associé de PwC ;
Président d'honneur de la CNCC.

Yannick OLLIVIER

Commissaire aux comptes, Président du Groupe FITECO ;
Président de la CNCC.

Pascale PARQUET

Directeur au sein du Secrétariat Général du Groupe BPCE ;
Membre de la Commission nationale des sanctions.

Helman LE PAS DE SÉCHEVAL

Secrétaire général et Membre du Comité exécutif de Veolia ;
Membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers.

Didier-Yves RACAPÉ

Commissaire aux comptes, Associé fondateur du Groupe Volentis ;
Ancien Président de la Compagnie Régionale
des Commissaires aux Comptes de Paris.

Conseil d'Orientation

Philippe BILGER

Magistrat honoraire ; Président de l'Institut de la parole.

Gauthier BLANLUET

Avocat, Managing Partner de Sullivan & Cromwell en France ;
Professeur de droit fiscal des affaires à l'Université de Paris II.

Francis CHARHON

Directeur général de Scala Mécénat ;
ancien Directeur Général de la Fondation de France.

Geneviève FÉRONE-CREUZET

Fondatrice et Présidente de Casabee ; Cofondatrice et Associée de Prophil.

Yves GÉRARD

Médiateur auprès de Société Générale et du groupe Crédit du Nord ;
Président du Cercle des médiateurs bancaires.

Antoine GOSSET-GRAINVILLE

Avocat, Co-fondateur et Associés de BDGS Associés.

Anne-Marie IDRAC

Présidente de France Logistique ; ancienne Secrétaire d'État
au Commerce extérieur et aux Transports ; Administratrice de sociétés.
Président de la Fondation Jean-Jaurès ; ancien ministre de la Justice.

Henri NALLET

Directrice de la Recherche et de la Stratégie ESG et membre du comité
de direction chez Groupama AM ; Présidente de la commission Finance
durable de l'Association Française de la Gestion financière ;
Membre du Comité du Label ISR.

Marie-Pierre PEILLON

Guylaine SAUCIER

Administratrice de sociétés ; Fellow de l'Ordre des Comptables Agréés
du Québec ; ancienne PDG du Groupe Gérard Saucier Ltée.

Natacha VALLA

Doyenne de l'École du Management et de l'Innovation de Sciences-Po ;
ancienne Directrice Générale Adjointe de la politique monétaire
à la Banque centrale européenne.

Jean-Marc VITTORI

Éditorialiste, *Les Échos*.



www.institutmessine.fr