

Aux origines de l'évaluation financière

Une histoire de l'évaluation avant la finance moderne

Par David Le Bris, Sébastien Pouget, Ronan Tallec

www.institutmessine.fr

Fiche de synthèse

Quelle est la valeur d'une entreprise ou d'un actif financier ? Pour répondre à cette question, fondamentale en économie et plus particulièrement dans la vie des entreprises, les praticiens de l'évaluation ont longtemps pu recourir à des méthodologies variées. Mais, depuis quelques années, l'approche DCF ("*Discounted Cash Flow*" en anglais ; flux de trésorerie actualisés en français) s'est imposée comme la plus prévalente et les normes internationales d'évaluation de l'International Valuation Standards Council (IVSC) préconisent de la privilégier. **Elle consiste à considérer que la valeur d'un actif dépend de ce qu'il est susceptible de rapporter à son détenteur et qu'elle varie à ce titre en fonction de trois paramètres : les flux financiers générés, leur étalement dans le temps et le taux de rentabilité espéré par l'investisseur compte tenu du risque.**

Bien qu'il ne soit **pas toujours facile d'estimer à l'avance chacun de ces paramètres**, cette méthodologie, longtemps l'apanage de la finance de marché, tend à se généraliser dans la vie économique sous l'influence des enseignements universitaires financiers et de la diffusion des outils informatiques qui facilitent sa mise en œuvre.

Certains actifs échappent certes à son empire, (par exemple dans le monde digital où il n'est pas rare que des valorisations élevées soient constatées alors qu'il n'y a aucun flux de revenu attendu avant longtemps), mais la plupart d'entre eux sont aujourd'hui valorisés principalement à partir de la DCF.

Un observateur extérieur pourrait penser qu'il n'y a rien de comparable entre cette méthode sophistiquée de l'évaluation financière contemporaine et les techniques antérieures, fatalement bien plus frustes. **L'idée est même bien ancrée que l'évaluation rigoureuse ne serait née qu'au xx^e siècle avec, justement, la mise en œuvre de la DCF, toute méthode l'ayant précédée lui étant considérée comme inférieure.**

Nous montrons dans cette *Note* que **cette impression d'une rupture majeure introduite par la DCF est trompeuse**. En dépit du perfectionnement des techniques modernes d'évaluation, il existe en effet une longue continuité dans l'histoire de la finance, dont les mathématiques financières modernes, et notamment les DCF, ne constituent qu'une extrémité.

Nous montrons que **les fondements de ces concepts sont anciens et qu'ils sont mobilisés dans la pratique depuis au moins le xvi^e siècle.**

L'originalité de cette *Note* réside dans le fait qu'une place centrale est accordée aux déterminants sociaux de cette histoire. Elle démontre que ce ne sont pas des avancées conceptuelles qui expliquent la généralisation de l'approche DCF, mais davantage le consensus actuel existant sur les déterminants de cette méthodologie.

Cette *Note* expose ainsi, dans un cadre chronologique et à grand renfort d'exemples d'application, 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.

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

Bien qu'il soit très difficile de proposer une histoire précise de l'évaluation avant le Moyen-Âge et ses riches archives, les historiens qui étudient les origines de la finance moderne observent que **des concepts clés de l'évaluation sont connus et mis en œuvre dès l'Antiquité**. Même s'ils sont lacunaires et d'une interprétation malaisée, de nombreux documents archéologiques ont ainsi permis d'établir que la connaissance de **la technique de l'intérêt composé remontait au moins à l'époque babylonienne** (vers 1800-1600 av. J.-C.).

Sous la Rome Antique, des évaluations à caractère fiscal témoignent à la fois d'une bonne compréhension des fondements de l'évaluation ainsi que de l'opérationnalisation de ces concepts. Ainsi, sous l'empereur Auguste, l'État romain accroît ses ressources fiscales directes afin de déployer une administration et une armée professionnelle dans les provinces de son empire. Sur des provinces entières, de nombreux biens fonciers ont alors été encadrés et leurs revenus régulièrement mis à jour afin de disposer d'évaluations des capacités contributives des citoyens aussi précises que possible et parvenir à une répartition optimale de l'impôt à prélever.

Le droit romain porte la trace de ces évaluations. Il préconise de conduire le recensement des biens-fonds et des personnes selon une procédure déclarative et estimative. **L'évaluation fournie par le propriétaire doit être accompagnée d'une déclaration du produit des biens sur les dix années précédentes ainsi que d'un dénombrement détaillé du contenu** de celui-ci afin d'estimer sa valeur en tenant compte des flux de revenu observés sur la période et de ses composantes intrinsèques (par exemple, le nombre de pieds de vigne ou la taille des parcelles). **Une double évaluation par les flux de revenus et par les stocks est donc déjà la règle dans la Rome Antique**. Les Romains ont aussi l'habitude de **donner une valeur à des flux très lointains** en fixant la valeur d'une nue-propriété pour des biens dont les usufruitiers sont encore jeunes.

La postérité de ces méthodes traversera les siècles puisque le **Code de Justinien** qui les détaille sera la référence légale de la plus grande partie de l'Europe à partir du Moyen-Âge et cela jusqu'au XIX^e siècle. **Tout étudiant en droit aura donc été au contact de ces méthodes**.

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

Au Moyen-Âge, l'essor des activités économiques va aiguillonner le perfectionnement des techniques financières tandis que les préoccupations morales des acteurs sont également prises en compte. **Le commerce des lettres de change entre les places commerciales européennes témoigne de pratique**

d'arbitrage autour de différentes estimations de valeurs. Dès la fin du **xiv^e** siècle, l'endossement des lettres devient courant et certains banquiers-changeurs se spécialisent dans le commerce de purs objets financiers déconnectés du commerce des marchandises. Par ailleurs, **l'absence de continuité de la grande majorité des sociétés** – les contrats d'association étant d'une durée limitée – **impose de renouveler les contrats à chaque changement d'associé et donc de procéder à des évaluations fines de la valeur des actifs.** Ces exemples attestent d'une maîtrise probabiliste des flux futurs intégrant des risques variés.

La connaissance des techniques d'évaluation est longtemps restée circonscrite aux cercles d'affaires spécialisés. Jusqu'au **xvi^e** siècle, c'est par l'intermédiaire des tables d'intérêts composées manuscrites et d'autres « *Pratica della mercatura* » que les méthodes de l'évaluation se sont diffusées. Le plus célèbre de ces traités est le *Liber abaci*, **un ouvrage du mathématicien italien Leonardo Fibonacci rédigé au début du xiii^e siècle qui formalise pour la première fois en Europe le principe d'actualisation de flux étalés dans le temps.**

Des considérations théologiques et morales vont également favoriser la diffusion des formes d'évaluation commerciales pratiquées par les marchands **dans des sphères plus larges de la société.**

L'évaluation d'un bien apparaît d'autant plus légitime que **Dieu lui-même évalue les actes des individus au moment de leur décès afin de juger leurs péchés terrestres** et qu'il est **possible individuellement de participer au rachat de son salut** (naissance du Purgatoire au **xiii^e** siècle). La définition **d'équivalences entre les péchés et des montants monétaires nécessaires à leur rachat** est une autre indication que **les pratiques d'évaluation se sont alors répandues.**

Par ailleurs, le droit comme la religion s'accordent pour légitimer des gains économiques qui récompensent des investissements lorsque ces décisions sont prises librement. Ceci justifie que, lors de la conclusion d'un prêt à intérêt, le prêteur soit en droit de toucher une part du bénéfice de l'opération car il est associé à la prise de risque et que l'utilité de l'association est laissée à l'appréciation des volontés humaines, témoignant ainsi du libre-arbitre voulu par Dieu (Thomas d'Aquin). Sous ces conditions, seules les opérations réalisées dans des conditions de sujétion sont expressément interdites.

III. L'évaluation aux Temps Modernes

À l'époque moderne, les **pratiques d'évaluation vont largement se diffuser en dehors des sphères commerciales.**

Elles sont, par exemple, parfaitement banales dans les successions impliquant des situations de transfert de patrimoine. **Les inventaires après-décès contiennent ainsi des estimations de successions qui sont rédigées par des experts spécialisés** dans ces techniques, comme les notaires. Dans les régions du sud de la France où le droit écrit s'applique, les contrats de mariage procèdent également à de telles évaluations et celles-ci peuvent même prendre la forme d'anticipation sur les gains à venir des parents des mariés.

Les techniques financières se diffusent plus largement encore avec l'imprimerie. C'est à Lyon et à Anvers, deux des plus grandes places financières européennes du **xvi^e** siècle, que des tables d'intérêt sont imprimées pour la première fois. Celles-ci permettent de faciliter des calculs financiers.

L'ouvrage de Jean Trenchant, publié en 1558, propose différents exercices de calculs de valeurs actualisées de flux futurs avec « discounts des intérêts à chef de terme ». D'autres ouvrages

proposent des calculs de valeurs actualisées lorsque plusieurs opportunités d'investissement se présentent en les rapportant à des taux d'intérêt (Simon Stevin, 1582). Cette formulation est proche de la définition contemporaine de la « valeur actuelle nette », qui est aujourd'hui la manière privilégiée de mesurer de la pertinence d'un investissement. À cette époque, ces exercices étaient associés à la **tenue rigoureuse de livres comptables** nécessaires pour la conduite des affaires. Ils **permettaient aux marchands de réaliser de véritables diagnostics de prévision en lien avec des réseaux d'informateurs disséminés aux quatre coins de l'Europe commerciale**.

À partir du XVII^e siècle, le développement des formes de société par actions va induire deux innovations majeures qui vont permettre aux évaluations de se perfectionner : la production d'informations comptables améliorées à destination des actionnaires et la formation d'un prix de marché des participations.

Attestées depuis le Moyen-Âge, **comme la société des Moulins du Bazacle à Toulouse en témoigne, les sociétés par actions permettent de réunir des sommes importantes. Afin d'attirer des investisseurs soucieux de rentabiliser leurs investissements dans des sociétés où la dissociation entre la propriété du capital et la gestion de la société est importante, il est indispensable de disposer d'informations régulièrement actualisées.** Les bilans comptables de ces sociétés tendent dès lors à intégrer ces paramètres financiers le plus précisément possible.

Les investisseurs ont cependant conscience des limites d'une évaluation des actifs en termes comptables car celle-ci n'appréhende pas la valeur future de l'entreprise. À compter du XVIII^e siècle, l'exemple de la Compagnie de Saint-Gobain montre que les investisseurs se réfèrent en priorité aux prix de marché des actions pour calculer la valeur financière d'une entreprise. Ils ont désormais conscience que la valorisation d'un actif peut être laissée à l'appréciation du marché capable de fournir une évaluation au travers du cours de l'action.

Par ailleurs, dès cette époque, les **contrats d'affermage conclus dans le cadre du déploiement des politiques publiques ont nécessité la mise en place d'un contrôle des pratiques d'évaluation sous le regard de l'État.** L'affermage est une technique financière dans laquelle la gestion d'un flux de revenus variable est concédée contre le paiement de loyers fixes au détenteur du flux. Bien que les enjeux de l'évaluation aient été posés en vue de rationaliser l'action de l'État, l'objectif était, comme dans tout processus d'évaluation, d'interroger la prise de décision au regard de ses conséquences dans le futur afin de susciter la confiance dans des investissements.

Conclusion

Comme le suggèrent les exemples historiques présentés dans cette *Note*, **les pratiques financières sont à distinguer de la théorie académique de la finance contemporaine. Les techniques d'actualisation et la recherche de taux pertinents sont des concepts diffusés dans les sphères commerciales dès le Moyen-Âge et leur perfectionnement a été continu jusqu'au XX^e siècle.**

L'idée que la valeur d'un actif corresponde à la valeur actualisée des flux de trésorerie est ancienne et les acteurs de la vie économique ont toujours cherché à évaluer leurs projets d'investissements en plaçant au cœur de leur raisonnement le taux de rentabilité attendu par l'investisseur. Les concepts financiers à la base des DCF sont ainsi aussi anciens que la pratique de la finance.