

Emmanuel VIDAL

LA
BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES

ORGANISATION, MODE DE FONCTIONNEMENT
LE RÔLE TENU PENDANT LA GUERRE. L'INTERNATIONALISME .
DE LA FINANCE ET DE LA BOURSE

PRÉFACE

DE

CH. LYON-CAEN

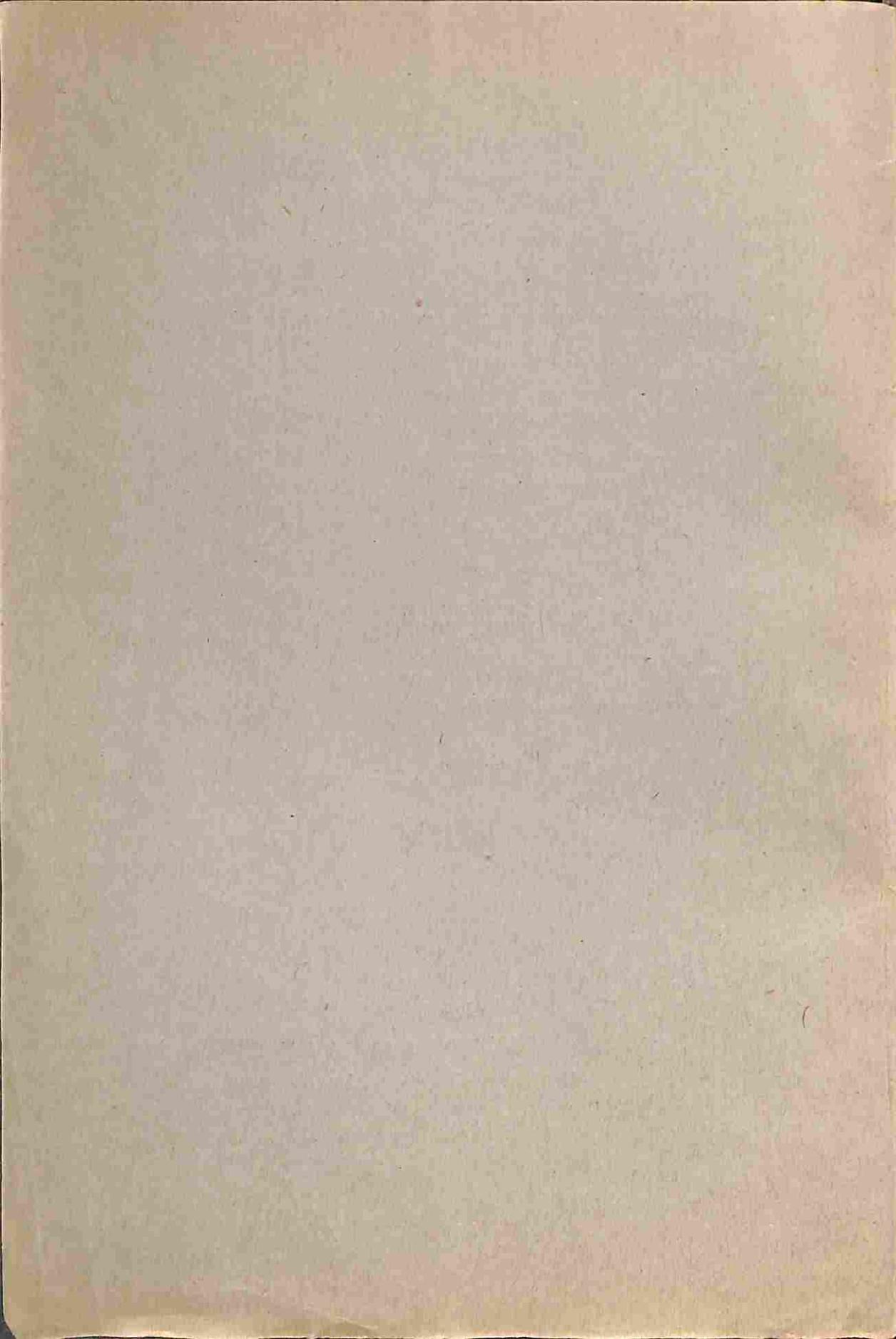
Membre de l'Institut, Professeur à la Faculté de droit de Paris

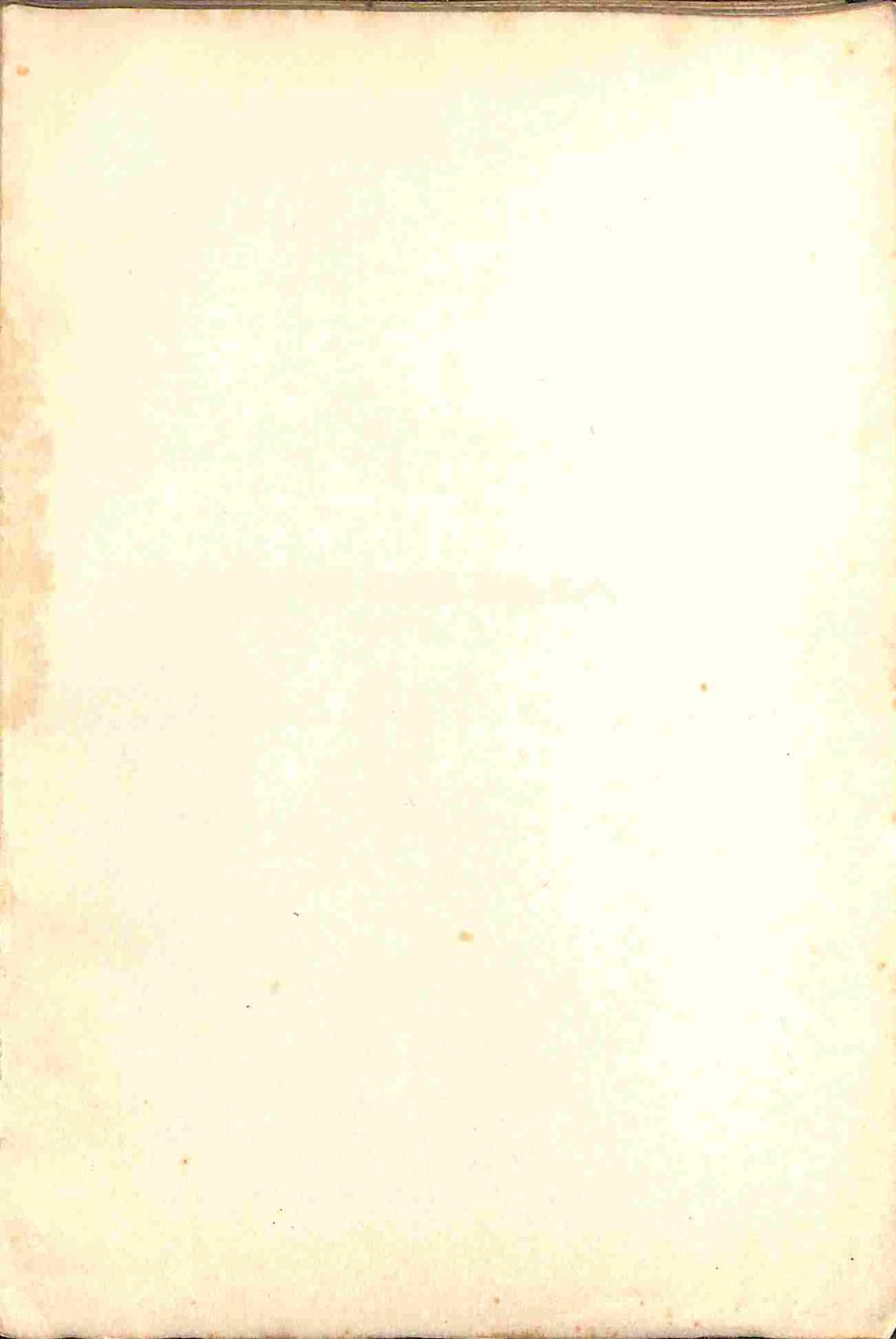
PARIS

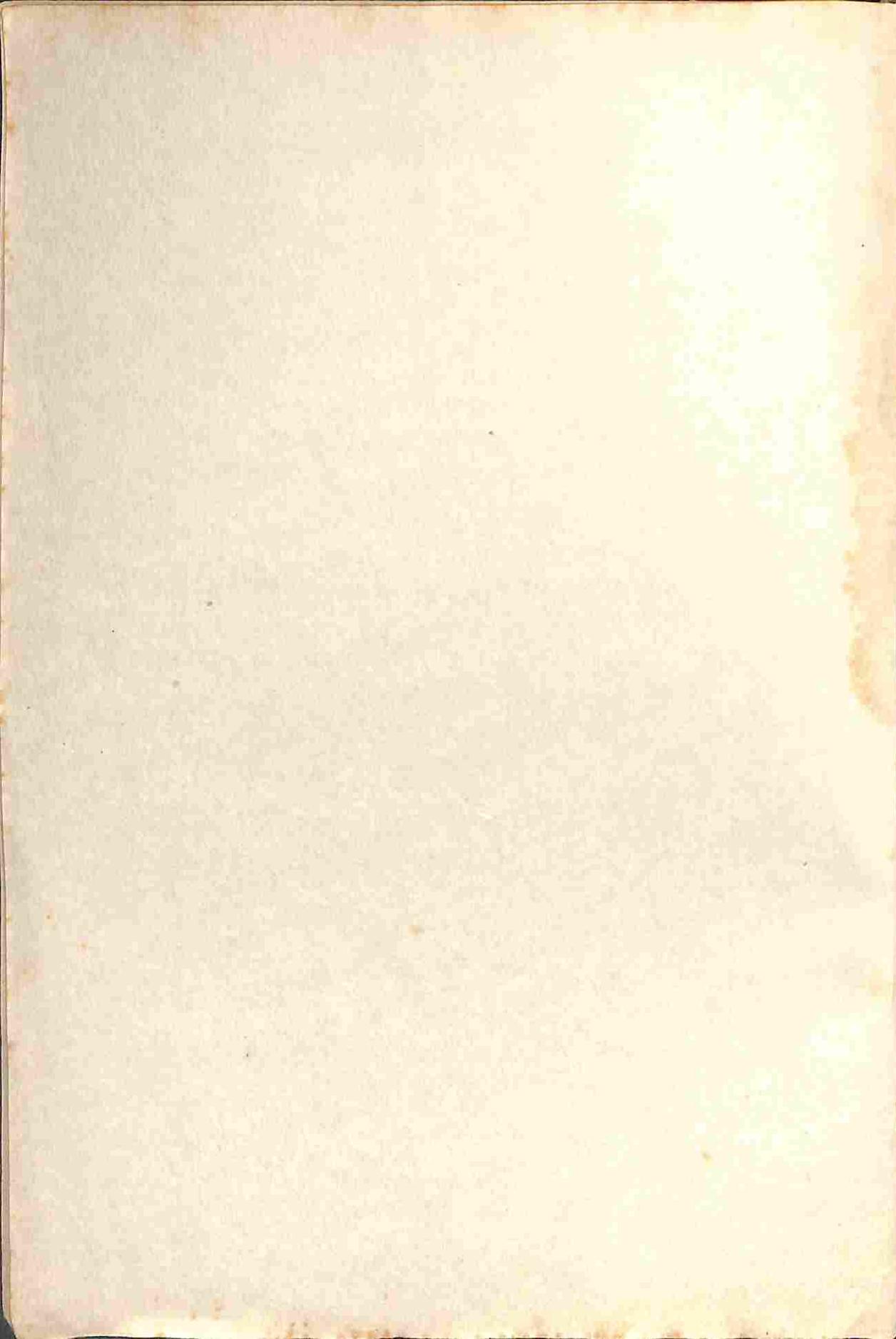
COTE DE LA BOURSE ET DE LA BANQUE

1 ET 3, PLACE DE LA BOURSE, 1 ET 3

1917







LA BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES

THE UNIVERSITY OF CHICAGO

Emmanuel VIDAL

LA
BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES

ORGANISATION, MODE DE FONCTIONNEMENT
LE RÔLE TENU PENDANT LA GUERRE. L'INTERNATIONALISME
DE LA FINANCE ET DE LA BOURSE

PRÉFACE

DE

CH. LYON-CAEN

Membre de l'Institut, Professeur à la Faculté de droit de Paris

PARIS

COTE DE LA BOURSE ET DE LA BANQUE

1 ET 3, PLACE DE LA BOURSE, 1 ET 3

—
1917

FRANÇOIS VIDAL

COUP D'ŒIL SUR L'ÉTAT DE LA FRANCE

PAR M. VIDAL, AVOCAT A LA COUR ROYALE DE BORDEAUX.

PARIS

DE LA LIBRAIRIE DE M. LEBLANC

Quai de la Harpe, n. 222, vis-à-vis le Palais National.

PARIS

DE LA LIBRAIRIE DE M. LEBLANC

Quai de la Harpe, n. 222, vis-à-vis le Palais National.

1817

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
PRÉFACE	ix
I. — La Bourse. Définition. Objet. Effets publics, effets privés. Lettre de change et billets. Nature du contrat boursier. Fonction économique de la Bourse	2
II. — Utilité des Bourses. Le marché public assure au crédit public et privé son maximum de développement. Comment les Bourses se sont établies. Marchés et foires. <i>Loggias, lonjas</i> , loges, bourses, estrades, conventions	6
III. — La Bourse de Paris. Son organisation actuelle : agents de change. Attributions. Article 76 du Code de commerce. Commentaire. Le monopole des négociations d'effets publics et du courtage de change. Dispositions diverses : La solidarité. Tarif des courtages. La cote officielle. Infractions au monopole. Sanctions.	
La coulisse. Marché en banque, libre. Groupes et syndicats. Coulissiers à la rente. Coulissiers opérant à terme sur valeurs non cotées. Coulissiers opérant au comptant. Cotes du marché en banque. Courtiers de changes. Tarif des courtages du marché libre.	
Impôt sur les opérations de Bourse	10
IV. — Opérations de Bourse. Au comptant ; délais de livraison. Règlements. A terme ; liquidations. Opérations ferme et à prime. Marchés se résolvant par une différence. La vente à découvert. Bonaparte et Mollien. Napoléon et le syndic des agents de change. Exemples récapitulatifs. Comptes de liquidation. Le report. Définition, mécanisme. Le report n'est pas un prêt sur titres. Comptes de report. Le déport. Marchés différentiels et exception de jeu. La loi de 1885. M. Charles Lyon-Caen. M. Alfred Naquet.	22
V. — La cote des changes. Explication de la cote de Paris. Cotes étrangères. Le certain et l'incertain (<i>en note</i>). Quelques principes. Cote des métaux précieux	36

VI. — La Bourse de Paris pendant la guerre.	
A. — Le marché des valeurs mobilières. Le 25 juillet 1914. Ajournement de la liquidation, Fermeture de la Bourse. Décret du 27 septembre 1914. La réouverture. Mesures restrictives. La question de l'emprunt 3 1/2 %. Les Bons et Obligations de la Défense nationale. La liquidation des opérations en juillet 1914. Décret du 15 septembre 1915. La Bourse et les Emprunts	
	42
B. Le marché des changes. Suspension de la cote. La baisse des changes. Revirement. La hausse. Réunion des banquiers (1 ^{er} juillet 1915). La Banque de France. Rachat d'obligations américaines par l'Etat. Prêt des titres des pays neutres. Revue des changes.	
	61
VII. — La finance internationale et le marché de l'or. Le commerce international et la finance internationale sont fonction l'un de l'autre. La Bourse est nécessairement internationale. Le rôle des valeurs étrangères au marché de Paris pendant la guerre. Le phénomène n'est pas nouveau. La Bourse et les étrangers	
	74

PRÉFACE

Le sujet traité par M. Emmanuel Vidal est généralement considéré comme l'un des plus complexes et, en certaines parties, comme l'un des plus malaisés à comprendre de la législation commerciale. Nul lecteur ne trouvera cette appréciation exacte en lisant l'étude que M. Emmanuel Vidal y a consacrée. Il y apparaît, au contraire, comme un sujet à la fois simple et clair. A ce point de vue, l'auteur rend par cette publication un réel service.

S'il a pu parvenir à ce résultat qui surprendra bien des spécialistes, c'est qu'il possède admirablement son sujet. Il en connaît l'ensemble et tous les détails, la théorie ne lui échappe pas plus que la pratique. De plus, il ne s'est pas borné, comme beaucoup d'hommes mêlés aux affaires, à constater l'existence d'usages ou de règles contenues dans les lois, les décrets et les règlements ; il s'est efforcé d'en pénétrer les motifs.

Ce volume renferme condensées en 80 pages, plus de notions exactes, précises et claires que n'en contiennent certains ouvrages très développés. En réalité, rien de ce qui, de près ou de loin, touche aux bourses de valeurs mobilières n'y est passé sous silence. L'auteur y parle de l'origine historique des bourses, de l'utilité qu'elles présentent, de leur organisation en France, des

opérations qui s'y font, des valeurs qu'elles ont pour objet, des intermédiaires qu'on y emploie, du rôle qu'ils jouent, de la place faite au marché libre et de l'étendue du marché officiel. A propos des différentes opérations conclues dans les bourses, il insiste sur les marchés à terme, fermes ou à prime et sur les reports. Il explique très nettement en quoi consistent la liquidation centrale et le cours de compensation. Il montre la grande utilité des reports et en détermine la nature. En passant, il s'arrête sur les difficultés auxquelles ont pendant si longtemps donné lieu les marchés à terme et rend un hommage très juste à la loi du 28 mars 1885, qui a mis fin à ces difficultés en reconnaissant la solidité de ces marchés et en excluant l'acceptation de jeu.

Bien que le plus grand nombre des opérations de bourse portent sur des valeurs mobilières (effets publics et privés), il se fait dans les bourses des négociations de lettres de change sur les pays étrangers. Des faits récents se rattachant à la guerre ont montré de quelle importance sont ces négociations et le cours du change qu'elles servent à fixer. Aussi l'auteur ne manque-t-il pas de parler de ces négociations et d'expliquer comment se constate le cours du change et la signification des expressions techniques dont on se sert quand, à propos de ce cours, on parle du pays qui donne le certain et l'incertain.

Le but principal de M. Emmanuel Vidal a été d'exposer le fonctionnement des bourses de valeurs mobilières en temps normal et d'en montrer toute l'utilité et toute l'importance. Mais il a fait à l'actualité une certaine part qui ne manque pas d'intérêt.

Il étudie les bourses des valeurs mobilières pendant la guerre actuelle. Il montre le désarroi du marché financier dans les derniers jours du mois de juillet 1914, après la notification de l'ultimatum de l'Autriche-Hongrie à la Serbie, il mentionne la suspension de la liquidation de fin juillet 1914, la fermeture des bourses pendant une année, leur réouverture en septembre 1915, les mesures prises pour assurer la liquidation de fin juillet 1914 sur le marché officiel et sur le marché libre. Il ne manque pas non plus de parler du marché du change qui passe d'ordinaire inaperçu et qui a tant attiré l'attention pendant la guerre à raison des énormes variations du cours du change.

Enfin, l'auteur combat des idées étroites et fausses qui régnaient en France avant la guerre et qui, si elles triomphaient jamais, porteraient le plus grave préjudice au marché financier français. On attaquait très vivement la participation des étrangers aux opérations faites dans les bourses françaises. M. Emmanuel Vidal explique admirablement qu'un grand marché, comme l'a été la Bourse de Paris et comme il est à souhaiter qu'elle le redevienne, ne peut exister et se développer qu'autant que des étrangers prennent une assez large part aux opérations, que tout ce qu'on doit concéder à une opinion publique en partie mal éclairée c'est que des étrangers n'aient pas la direction des bourses.

En lisant cette étude excellente, on éprouve un seul regret, c'est que M. Emmanuel Vidal l'ait limitée aux bourses françaises. Mais, s'il était sorti de cette limite, il aurait dû donner à son travail une étendue beaucoup

plus grande. Un travail du même genre consacré aux bourses de valeurs mobilières dans les principaux pays, surtout dans ceux avec lesquels la France a des relations développées, rendrait de grands services. Nul plus que M. Emmanuel Vidal, grâce à ses connaissances variées, n'est à même de remplir avec un plein succès ce programme. Il faut espérer que l'auteur de cette remarquable étude sur les bourses de valeurs mobilières françaises, ne tardera pas à donner satisfaction à ce vœu.

CH. LYON-CAEN,

Membre de l'Institut, Professeur à la Faculté de
Droit de Paris, Doyen honoraire.

LA BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES

ORGANISATION, MODE DE FONCTIONNEMENT
LE RÔLE TENU PENDANT LA GUERRE. L'INTERNATIONALISME
DE LA FINANCE ET DE LA BOURSE

La majeure partie de cette étude a fait l'objet d'une conférence à la Sorbonne, prononcée le 10 mai 1916, sous les auspices de la *Société pour la propagation des langues étrangères en France*. M. Charles Lyon-Caen, membre de l'Institut, doyen honoraire de la Faculté de droit, présidait la séance.

Quelques considérations ont été ajoutées : toute la partie consacrée au rôle de la Bourse de Paris et au rôle du marché des changes, pendant la guerre actuelle, ainsi que quelques observations à titre complémentaire sur l'internationalisme de la finance. Tous ces éléments ont été réunis dans une étude publiée par la *Revue Internationale du Commerce, de l'Industrie et de la Banque*, numéro du 30 novembre. Le présent volume est un tirage à part de l'étude parue dans la *Revue*.

I

La Bourse : Définition. Objet. Effets publics, effets privés. Lettres de change et billets. Nature du contrat boursier. Fonction économique de la Bourse.

Les Bourses des valeurs mobilières sont des marchés publics où ces sortes d'effets sont négociés.

Observons cependant que les marchés se distinguent des bourses en ce sens, notamment, que, dans les marchés, les objets en vente sont exposés ou s'y trouvent, tandis que, dans les « Bourses », achats et ventes sont contractés sans qu'il y ait exposition, sans même que la vente suppose la possession immédiate des objets par le vendeur. D'une part, on s'engage à livrer, à remettre ; d'autre part, on s'engage à payer. Livraison, paiement, en d'autres termes, les règlements, ou plutôt encore les liquidations, s'effectuent chez les négociateurs, hors la Bourse proprement dite, où les engagements, seuls, ont été pris.

Il importe de désigner les valeurs de bourse, car tous les biens étant ou meubles ou immeubles, on pourrait être assez logiquement amené à considérer comme valeurs mobilières tous les biens meubles. Celles qu'on négocie en Bourse sont des valeurs *fiduciaires*, des valeurs de crédit public et privé, autrement dit : les effets publics et privés. Les effets publics sont des documents attestant titres de créances sur les Etats, sur les villes, sur certaines circonscriptions territoriales ayant faculté d'emprunter, comme les départements chez nous, comme certains Etats à l'étranger liés par le lien fédéral. Les effets privés sont des documents attestant d'un droit d'associé, de participant, de prêteur dans les compagnies ou sociétés par actions.

Les titres de créances sur les Etats sont appelés *Titres de rente*, quand leur service comporte paiement d'arrérages, ou *Bons*, dans le cas contraire (*bons du Trésor*, *bons de la Défense nationale*). Quelquefois, ils affectent exactement la forme des *obligations* des entreprises privées (*obligations de la Défense nationale*). Les dettes des Etats résultant des emprunts sont, ou *perpétuelles*, en ce sens qu'on ne peut exiger le remboursement du capital, (que l'Etat est maître de rembourser à son gré, à moins qu'il se soit engagé à ne pas rembourser avant telle date) ou *amortissables*, c'est-à-dire remboursables dans des conditions énoncées lors des émissions, et généralement imprimées au dos des titres remis aux prêteurs.

Les titres constatant emprunts faits par des municipalités et quelquefois les départements, dont les intérêts sont payables à époques fixes, et qui sont *toujours remboursables* dans un certain délai, sont appelés « Obligations ». Les municipalités et départements émettent aussi parfois des « Bons ».

Les titres émis par les sociétés par actions sont des *actions*, quand leur possession ne confère qu'un droit d'associé ; quelques sociétés émettent des actions ayant des droits différents, auquel cas il y a des *actions privilégiées* et des actions ordinaires. Certains avantages sont parfois représentés par des *parts bénéficiaires*, quand leur possession ne confère qu'un droit de participation aux bénéfices. Les sociétés par actions émettent aussi des *bons* et des *obligations*, conférant au porteur ou au titulaire un droit de créancier d'une dette à échéance.

On négocie, aussi dans les Bourses, des lettres de change ou billets, des effets appelés dans la pratique *effets de commerce* (sur l'étranger, car, en France, nous n'avons pas de change intérieur). On négocie ces effets sous un régime spécial.

Il est de principe que, dans les Bourses de commerce, on négocie des choses *fungibles*, c'est-à-dire des objets que l'on pèse, que l'on compte ou que l'on mesure, et qui peuvent tenir lieu les uns des autres. Telle mesure de blé, de

telle qualité, de tel poids spécifique en vaut une autre, répondant aux mêmes conditions.

Dans les Bourses de valeurs mobilières, bien que les effets ne soient guère appelés « choses fongibles » par les juristes, les valeurs mobilières de même nature tiennent lieu les unes des autres : une action de la Banque de France vaut une autre action de la Banque de France ; une action de la Compagnie du Canal de Suez en vaut une autre de la même Compagnie. Aussi ne vend-on pas tel titre portant tel numéro, mais une action de telle Société, une action *in genere*, comme on dit à l'École de droit ; en genre !

Cependant, pour les effets de commerce, il n'en peut être ainsi ; chaque lettre de change a sa condition propre. Il faut considérer d'abord le débiteur ; il faut ensuite considérer l'échéance, parfois le tireur, l'endosseur. Bien plus : dans le cas où il s'agit d'un même débiteur, tel effet tiré sur lui est différent de tel autre. On peut, certes, arriver à « fongibiliser », si l'on peut dire ce mot, le change, dans une certaine mesure, en considérant que les négociations porteront sur tels effets émanant de telles ou telles personnes désignées dans une commune acception, sur telles ou telles autres ; mais, en somme, dans la plupart des cas, les effets de commerce ne peuvent tenir lieu les uns des autres. Aussi faut-il parfois exhiber le document, et la négociation, bien qu'effectuée dans une Bourse, a-t-elle exactement le caractère d'une affaire habituellement traitée en local privé.

Une simple question s'impose alors : pourquoi négocie-t-on ces effets dans les Bourses ?

Parce qu'il existe un certain intérêt à ce qu'on connaisse le cours du change, et puis, aussi, par la force de l'habitude. Historiquement, la négociation des lettres de change a précédé la négociation des autres valeurs mobilières et la Bourse des valeurs mobilières est un dérivé du marché où s'opérait la négociation des lettres de change. Au demeurant, ce n'est point, en général, *parce que* les contrats porteront sur choses fongibles ou valeurs en genre qu'ils seront traités en bourse. On se rend en bourse pour prendre les engagements nécessaires à la bonne condition de ses

propres affaires et les gens les traitent en choses tenant lieu les unes des autres, en genre, pour leurs commodités. Le marché des changes, où les valeurs ne tiennent pas lieu les unes des autres, se passe à la Bourse parce que c'est surtout là qu'un courtier trouvera le plus aisément la contre-partie dont il a besoin, cette contre-partie serait-elle un autre courtier, un banquier, voire un simple spéculateur.

II

Utilité des bourses. Le marché public assure au crédit public et privé son maximum de développement. Comment les Bourses se sont établies. Marchés et foires. *Loggias, lonjas*, loges, bourses, estrades, conventions.

Par cela même qu'on connaît, par définition, la Bourse et ce qu'on y négocie, on comprend l'utilité de cette institution. Cependant la négociabilité d'un objet quelconque, fût-elle une valeur fiduciaire, ne fait pas rigoureusement naître l'idée de la nécessité d'un marché public.

Aussi cette nécessité n'apparaîtra-t-elle que lorsqu'on aura réfléchi un instant à cette circonstance que les besoins des Etats, des villes, des sociétés sont considérables et que, plus la négociabilité des titres se trouve assurée, plus le crédit de ces gigantesques consommateurs de capitaux pourra recevoir satisfaction. Sans doute, dans la plupart des cas, ce n'est pas à la Bourse même qu'on demande les capitaux. La Bourse est un marché, un hall couvert et fermé, mais c'est une place publique. On s'adresse aux capitalistes le plus souvent par appels dits *émissions* (1). Seulement, il faut que ceux qui sont susceptibles d'y répondre sachent que le jour où ils voudront se faire du numéraire ils n'auront qu'à vendre leurs titres au marché. Il faut donc aux emprunteurs un instrument de grande négociabilité. Dès lors, la Bourse n'intéressera pas seulement les acheteurs et les vendeurs, les demandeurs de capitaux et les capitalistes. Son existence, sa prospérité devront intéresser tout le monde, même ceux qui ne paraissent pas appelés à utiliser ses services, parce que l'Etat, parce que

(1) Les procédés usuels sont au nombre de quatre : *l'émission proprement dite, l'introduction au marché*, par l'admission à la cote accompagnée d'un appel au public auquel répondra un intermédiaire de bourse chargé de servir les demandes ; *la mise en vente ; l'exposition*. On peut y joindre un cinquième, plus ou moins justement critiqué : le placement par démarcheurs.

l'action de l'Etat, quand il arme, quand il est amené à entreprendre de grands travaux publics, bref quand il doit avoir recours à des actes dont le coût ne peut être couvert par l'impôt, mais doit l'être par l'emprunt, rend service à tout le monde. Il en est de même pour les grandes Compagnies, pour les sociétés par actions, en raison de leur objet dont la poursuite importe à la prospérité publique, mais, toutefois, à un degré qui peut être moindre.

La Bourse met donc en œuvre le crédit public et le crédit privé parce qu'il assure à l'un et à l'autre son maximum de développement. Pendant que nos soldats sont au front, que les hommes maintenus par leur âge à l'arrière concourent à assurer à la production son maximum d'intensité, ou donnent, selon leur condition, tous leurs efforts au maintien de la vie normale, pendant que les femmes françaises, par leur activité sous des formes multiples, par leurs hautes vertus, égalent et dépassent les fières Romaines de l'antiquité, qui pourtant détestaient la guerre — un vers d'Horace le dit — pendant que notre gigantesque effort commun s'exerce de mille manières, la forme *crédit public* agit, de par l'appel de l'Etat, et de par la réponse de ceux auxquels il est fait appel. Elle fournit des munitions à la Défense nationale et concourt, elle aussi, à l'action diplomatique et militaire, comme elle concourra à la solution d'autres questions nées de la guerre qui nous est imposée.

Les Bourses déterminent les prix et les unifient à travers le monde. Ce sont des agents de circulation des capitaux, de véritables appareils de diffusion des marchandises, de valeurs mobilières, et des transporteurs d'espèces. Voilà leur utilité, voilà leur rôle économique.

Les Bourses ne sont pas une création spontanée des hommes, à tel ou tel moment délibérément choisi, pour faire éclore des spéculations; elles ont toujours répondu à des besoins exacts. Aux premiers temps envisagés par les historiens du commerce, l'engagement de livrer se substitue vite au troc immédiat, voire à la vente d'une chose exposée contre paiement. L'engagement de livrer contracté en

place publique, en concurrence, sera le contrat boursier.

Les Bourses de commerce ont été les compléments des marchés et des foires qui ont été établis, dès les plus lointaines époques, en des centres d'agglomération ; mais le marché, plus ou moins périodique et qui tendra à devenir permanent, sera « local ». Au contraire, la foire, toujours périodique, restera longtemps le phénomène caractéristique du commerce international.

Or, les marchés et les foires qui étaient les grands facteurs de la circulation de marchandises n'étaient pas, non plus, des phénomènes spontanés. Elles pouvaient suffire seulement à quelques besoins immédiats. Donc, à l'endroit d'où partiront les marchandises, puis à l'endroit où elles seront exposées, en vue de leur direction vers des centres de consommation, des tractations se feront quelque part, chez un riche marchand ou sur la place publique. On s'engagera à livrer, à recevoir ; on conviendra de modalités de paiements. Là même, ou non loin de là, se tiendront les changeurs, les prêteurs d'argent, de véritables trafiquants de créances. Là, des gens s'entremettront et réuniront des commerçants qui se cherchaient et ne se connaissaient point. Là donc se trouveront marchands, négociants, banquiers, courtiers. En vérité, voilà la Bourse !

Les changeurs, les prêteurs d'argent, les trafiquants de créances sont les ancêtres de nos grands banquiers. Les gens qui s'entremettent entre marchands, ou entre marchands et banquiers, ou entre banquiers et banquiers seront les ancêtres de nos courtiers de commerce et de change. Commerce et Finance ont longtemps marché de pair. La séparation se produira peu à peu, au fur et à mesure que la finance se développera et que la loi économique de la division du travail agira sur les commerçants. Les courtiers de commerce, qui auront été longtemps courtiers de change en même temps, s'occuperont, quand cette séparation s'opèrera, des marchandises proprement dites ; ils laisseront le change à d'autres courtiers.

Les courtiers de change deviendront, chez nous, des agents de change. En France, cette séparation du courtage des

marchandises et du courtage de change fut consacrée par un texte : l'arrêt du Conseil du 17 octobre 1720 ; elle s'accroît en 1784 (arrêt du Conseil du 2 septembre). Elle est nettement accusée dans le droit moderne.

Nous nous abstenons, pour abrégé, de parler de l'histoire des Bourses. Elle est cependant passionnante. Nous ne parlerons ni des *loggias*, des villes italiennes, ni des *lonjas* espagnoles, de nos *loges*, *estrades*, *conventions*, ni des *Bourses* des Flandres, mais, en raison de ces trois derniers mots, rappelons que c'est à Bruges, au xvi^e siècle, que la réunion des marchands fut appelée « Bourse », du nom de la maison du banquier Van der Burse, laquelle portait trois bourses sculptées sur son pignon. Cette maison existerait encore, paraît-il... Nous disons « existerait » car les Allemands occupent encore le territoire de Belgique, il nous est impossible d'affirmer l'existence, en Belgique de quelque chose, ou de quelqu'un.

Nous traiterons donc de la Bourse de Paris, nous la montrerons telle qu'elle est, en temps normal, puis nous exposerons l'état de crise dont elle a souffert au début de la guerre et dont elle se remet. Nous verrons, après, comment le phénomène du ressaisissement s'est produit. Nous exposerons en quelque sorte la physiologie du phénomène.

III

La Bourse de Paris. Son organisation actuelle : Agents de change. Attributions. Article 76 du Code de commerce. Commentaire. Le monopole des négociations d'effets publics et du courtage du change. Dispositions diverses : La solidarité. Tarif des courtages. La Cote officielle. Infractions au monopole des agents de change. Sanctions.

La coulisse : Marché en banque, libre. Groupes et syndicats. Coulissiers à la rente. Coulissiers opérant à terme sur valeurs non cotées. Coulissiers opérant au comptant. Cotes du marché en banque. Courtiers de changes. Courtages au marché libre.

Impôt sur les opérations de bourse.

A la Bourse de Paris, opèrent des courtiers appelés « agents de change ». Ils ont été établis, (ou plutôt rétablis, après avoir été supprimés pendant l'époque révolutionnaire), en vertu de la loi du 28 ventôse an IX. Leurs attributions sont fixées, régies, réglementées, protégées, par ce dernier texte, par l'arrêté du 27 prairial an X, par le Code de Commerce, par le décret du 27 octobre 1890 et par un règlement particulier, approuvé par le ministre des Finances.

Voilà bien des textes. Il y en a cependant beaucoup d'autres, dont nous ne donnons pas ci-dessous toute l'énumération. Occupons-nous des attributions des agents de change. De même que lorsqu'on montre les rouages d'une machine, on met à même celui qui l'étudie d'en comprendre vite le fonctionnement, de même, quand on aura montré les intermédiaires divers et leurs attributions, le lecteur aura vite fait de comprendre le mécanisme des opérations de Bourse. Alors, il paraîtra tout simple.

Les agents de change ont seuls le droit de négocier des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, aux termes de l'article 76 du Code de commerce. Cette disposition importante donne la clé de l'organisation de la bourse.

Article 76 du Code de commerce : « Les agents de change,

« constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le
 « droit de faire les négociations des effets publics et autres
 « susceptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'au-
 « trui les négociations des lettres de change ou billets, et
 « de tous papiers commercables et d'en constater le cours.

« Les agents de change pourront faire, concurremment
 « avec les courtiers de marchandises, les négociations et le
 « courtage des ventes ou achats de matières métalliques.
 « Ils ont seuls le droit d'en constater le cours. »

Ainsi dit le texte. Reprenons-le :

Les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations d'effets publics... On sait ce qu'il faut entendre par « effets publics ». Aucune explication nouvelle n'est donc nécessaire...

les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés... Ne semble-t-il pas que ces derniers mots sont bien vagues ?

Étant donné que les agents de change ont seuls le droit de négocier, c'est bien le moins qu'on précise la portée d'un monopole, qu'on le limite, qu'on dise, en quelque sorte, à ceux qui en sont investis : « Vous n'irez pas plus loin ! » Étant donné que l'immixtion dans les fonctions est réprimée, et sévèrement, il faudrait être fixé. Or, on est aujourd'hui fixé par la jurisprudence, depuis 1885 (1). Le monopole s'exerce sur les valeurs que les chambres syndicales des agents de change ont décidé de faire figurer à leur cote. Cette jurisprudence est, à vrai dire, assez critiquée; on lui reconnaît tout au moins un sérieux avantage pratique. Au surplus, la loi du 13 avril 1898 a ratifié le système adopté en 1885 par la Cour de Cassation. *C'est donc la cote officielle des agents de change qui marque la frontière du monopole des agents de change.*

Poursuivons l'examen de l'article 76 du Code de commerce :

Les agents de change... ont seuls le droit de faire, pour

(1) Cour de Cassation, 1^{er} juillet 1885. *Recueil de Sirey*. 1885.1.257.

le compte d'autrui, les négociations des lettres de change ou billets et de tous les papiers commercables et d'en constater le cours.

Remarquons ceci : Il y a une différence de texte au sujet du monopole de négociation des effets publics et au sujet du monopole de négociation des lettres de change ou billets. Le texte dit, pour ces dernières : *Pour compte d'autrui !*

Pourquoi ces mots ?

Il importe de se rappeler que les effets publics et privés peuvent tenir lieu les uns des autres, mais que les lettres de change ne sont pas dans ce cas. Aussi, pour les premiers, le vendeur et l'acheteur n'auront pas à se connaître. A quoi bon ? En principe, chacun tient *au secret* de ses affaires. Les parties, l'intermédiaire les dissimule comme un écran, il traite pour l'une et l'autre, *en son propre nom*, comme si c'était pour son propre compte. Mais pour les seconds, pour les effets de commerce, l'acheteur connaîtra le cédant. Aussi l'intermédiaire ne traite pas en son nom, il traite seulement *pour compte d'autrui*. Donc il ne dissimulera pas les parties. Point n'est besoin de les dissimuler. Il laissera donc paraître *autrui*.

C'est ce qui explique que les agents de change ont renoncé, en fait, au monopole du courtage des lettres de change. La poursuite pour infraction est malaisée, parce que l'infraction est presque insaisissable, parce que la négociation ne laisse, pour ainsi dire, aucune trace ; tandis que lorsque l'intermédiaire traite entre les parties *en son propre nom*, il y a une succession d'opérations entre le commissionnaire et les contractants, opérations qui laissent des traces et rendent la poursuite saisissable. En tous cas, la constatation de l'infraction est infiniment plus facile qu'en matière de courtage du change, c'est-à-dire là où le courtier n'est pas opérateur et disparaît, une fois la négociation conclue.

Mais alors, demandera-t-on, pourquoi les agents de change publient-ils la cote des changes ? C'est que les courtiers libres leur donnent les éléments qui leur permettent de la

publier. Ces courtiers, peu nombreux, d'ailleurs, sont connus des agents de change ; ils leur inspirent toute confiance, et, au surplus, une réclamation serait vite instruite. Il advient, dans la plupart des cas, que les agents de change reçoivent, des courtiers de change, la cote toute faite.

Une dernière considération relative à l'article 76 du Code de commerce :

Les agents de change partagent avec les courtiers en marchandises les négociations et le courtage de matières métalliques ; mais le monopole des courtiers en marchandises a été supprimé par la loi du 18 juillet 1866, en sorte que les négociations des matières métalliques sont libres et échappent au monopole des agents de change. Le texte leur maintient, cependant, le droit de les coter. Ils les cotent d'habitude, mais pas en ce moment, parce que, en raison des événements actuels, le marché des matières métalliques se trouve suspendu.

La Compagnie des agents de change de Paris est formée de soixante-dix membres. Une chambre syndicale élue, présidée par un syndic, élu lui-même par tous les membres de la Compagnie, veille au bon fonctionnement du marché, aux détails d'exécution des décisions prises, établit les cours d'après les négociations, et exerce ses pouvoirs disciplinaires sous l'autorité du ministre des Finances, car les agents de change sont nommés par décret. Nous n'entrons pas dans les détails. Il en est de même pour les Bourses de Lyon, de Marseille, de Bordeaux, de Lille, de Toulouse, de Nantes où il y a des Bourses pourvues *de parquets*, c'est-à-dire, d'un endroit exhaussé et séparé du public (et non hors la vue du public), où les agents de change peuvent travailler. Les autres bourses départementales sont des bourses sans parquet. Les agents de change nommés pour opérer en ces dernières bourses relèvent du ministère du Commerce.

On dit généralement que les agents de change sont solidaires. Ce n'est pas tout à fait exact ; cela est vrai, en partie, pour les agents de change de Paris ; encore cette solidarité est-elle limitée à une somme évaluée d'après la valeur totale des offices, d'après le fonds commun des agents de

change, et d'après leur cautionnement. Cela fait une somme assez considérable, mais on ne peut en parler comme de la solidarité dans le sens donné juridiquement à ce mot. Cette solidarité ne peut être mise en jeu que pour l'exécution d'un marché. Telle personne a acheté. Son agent ne lui livre pas ; elle demande à la Chambre syndicale d'agir et celle-ci agit d'elle-même. Elle rachète la marchandise ou plutôt la valeur achetée jusqu'à la concurrence de la somme que je viens de vous dire, plus que suffisante évidemment pour les cas particuliers, les cas isolés, sauf recours bien entendu, contre l'agent de change défaillant. Même cas, lorsque le vendeur, qui a livré, n'a pas reçu les fonds.

Cette sorte de solidarité a été établie par l'article 55 du décret du 29 juin 1898. La légalité de cette disposition est assez contestée, un décret ne pouvant que compléter une loi. Or, la solidarité des débiteurs ne peut relever ou que de conventions expresses ou de la loi. Ainsi dit l'article 1202 du Code civil. Le décret paraît donc innover. Mais que la solidarité soit légale ou non, elle est acceptée, tout au moins par le silence des agents de change à cet égard, et il importe de dire que, bien avant 1898, et depuis, les agents de change ont fait de très lourds sacrifices lorsque des défaillances se sont produites au sein de leur corporation. Le fait a été relativement rare, dans les cinquante dernières années.

Aux termes de l'article 89 du Code de commerce, tout agent de change déclaré en faillite, doit être poursuivi comme banqueroutier.

Les agents de change sont officiers ministériels, mais commerçants. Ils prêtent serment, et sont tenus au secret professionnel.

Les agents de change ne peuvent, à peine d'amende et de destitution, faire des affaires pour leur propre compte : ainsi disent les articles 85 et 87 du Code de commerce. Les agents de change prêtent leur ministère moyennant une rémunération appelée droit de courtage, lequel est fixé par le ministre compétent : des Finances ou du Commerce, selon le cas, ainsi que nous l'avons dit plus haut.

Le tarif, actuellement en vigueur, pour les agents de change de Paris, date du 13 août 1916. Il est : pour les opérations au comptant de 0,10 % du montant de la négociation sur les rentes françaises, de 0,125 sur les emprunts des départements et communes, obligations de chemin de fer français et du Crédit Foncier (minimum 0,50 par bordereau). Sur les autres titres français ou étrangers, 0,10 par titre au-dessous de 50 francs, 0,20 par titre au-dessus. Enfin, sur tous les autres titres, 0,20 % du montant de la négociation avec minimum de 1 franc. Pour les opérations à terme, il est de 12,50 pour les plus petites quantités se négociant à terme sur les rentes françaises, de 25 francs pour la plus petite quantité de rentes étrangères ; sur les autres titres : de 0,25 par titre pour les valeurs au-dessous de 250 francs, de 0,50 par titre pour les valeurs de 250 à 500 francs et de 0,10 % du montant de la négociation pour les valeurs au-dessus de 500 francs.

Le droit est de 0,25 % pour les négociations relevant de pièces contentieuses ou d'actes notariés. Il existe un tarif spécial pour les opérations de report sur des achats ou ventes à terme, de l'échéance à terme nouveau ; les rentes, 12 fr. 50 pour la plus petite quantité se négociant à terme ; mais 0,05 % pour les valeurs à deux liquidations par mois ; 0,0833 % pour les valeurs à une liquidation par mois. Pour les fonds d'Etats étrangers et les valeurs négociées en *tant pour cent*, lorsque le cours est supérieur à 60 francs, le droit de courtage est de 15 francs (1).

(1) Le tarif en vigueur sur les opérations à terme est celui du 10 février 1904. Le décret du 13 août 1916 permet aux agents de change de le modifier ; cependant ces officiers ministériels ont décidé de n'appliquer le nouveau tarif autorisé qu'après cessation des hostilités. Le voici : Rentes françaises : 0,04 par 3 francs de rente 3 % ou 3,50 de rente 3 1/2 % ; Rentes étrangères : 0,05 par 4 francs de rente 4 % ou 4,50 de rente 4 1/2 % ; 0,06 p. 100 du capital lorsque le cours est inférieur à 60 francs, 0,10 du montant de la négociation dans les autres cas. Pour les valeurs, actions et obligations 0,025 par titre au-dessous de 200 francs ; 0,50 par titre coté entre 200 et 400 francs, 0,125 p. 100 du montant de la négociation pour les titres cotés au-dessus. Reports : Rentes françaises, 0,04 comme pour les opérations originaires. Rentes étrangères, comme pour les opérations originaires. Sur les autres valeurs, 1,80 % l'an du montant de la valeur sur le cours de compensation, et 1,20 % l'an si l'opération comporte emploi de capitaux en report (*distinction assez subtile*).

Les agents de change arrêtent les cours (conformément à l'art. 72 du Code de commerce) ; ils doivent prendre pour base de leurs cotations les négociations effectivement faites. La publication relatant ces cours est dite *Cote officielle*. Elle contient une deuxième partie appelée, inexactement d'ailleurs, *partie non officielle*, et qui se distingue de l'autre en ce sens que la mention des titres n'est pas permanente. La mention de la valeur à cette place ne figure à la *partie non officielle* que le jour où il y a eu une ou plusieurs négociations.

Les sanctions aux infractions du monopole des agents de change sont graves : les personnes qui s'immiscent dans les fonctions réservées aux agents de change encourent une peine correctionnelle, laquelle est assez lourde puisqu'il s'agit d'une amende allant du douzième au sixième du cautionnement des agents (1). Or le cautionnement des agents de change de Paris n'est pas moindre de 250.000 fr.

Il y a aussi une sanction civile : c'est la nullité des opérations. Il existe enfin une troisième sanction, celle-là d'ordre fiscal : un léger impôt a été établi en 1893 sur les opérations de bourse, bien augmenté depuis. Or une loi du 13 avril 1898 n'a permis qu'aux agents de change d'en verser le montant à l'administration quand il s'agit d'une valeur cotée par eux, dont ils ont, par conséquent, le monopole. Une personne qui verserait l'impôt sur une négociation de valeurs cotées, sans être agent de change, en la faisant figurer sur les extraits de répertoire remis à l'administration pour appuyer les versements, encourrait une grave amende fiscale, et, *à fortiori* l'encourrait-elle si elle dissimulait l'opération sans acquitter les droits (2).

Quelque opinion qu'on puisse professer à l'égard du monopole des agents de change (il existe une controverse

(1) Art. 8 de la loi du 28 ventôse an IX.

(2) L'inexactitude ou l'omission est punie d'une amende du vingtième des valeurs, avec minimum de 3.000 francs. Tout autre infraction à la loi ou au règlement d'administration publique en exécution de cette loi est punie d'une amende de 100 à 5.000 francs (art. 32 de la loi du 28 avril 1893).

De 1893 à 1898, l'impôt était versé par le professionnel qu'il fût agent de change ou non.

d'ordre économique dans laquelle nous n'avons pas à entrer), il faut convenir que le monopole est sévèrement gardé.

Nous en avons terminé avec les agents de change. Là où le monopole n'exerce plus son empire, à la limite de ce monopole, commence le domaine de la liberté du commerce des valeurs mobilières.

Dans ce champ d'action agissent des intermédiaires libres, qu'on désigne globalement sous le nom de « coulissiers ». Groupés ou non, les coulissiers ne jouissent d'aucun privilège. Est courtier qui veut, mais le monde des courtiers libres, dits « coulissiers », n'est pas sans cohésion. En fait, des groupes se sont formés, qui ne sauraient prétendre à quoi que ce soit qui ressemble à un monopole, et qui ont pris la forme du Syndicat professionnel, dans les termes de la loi de 1884. D'autres groupes n'ont pu prendre une forme légale en raison de telles et telles conditions particulières.

On sait que le syndicat professionnel se distingue de la corporation d'autrefois en ce sens que, dans le système moderne, tout le monde est libre d'exercer telle profession, et que peuvent se réunir ceux de la profession qui veulent défendre en commun leurs intérêts; tandis que, dans le régime corporatif, on ne pouvait exercer telle profession qu'à condition de faire partie de la corporation.

Les coulissiers à la rente, eux, ne forment point d'association légale. Il existe, en leur faveur, une dérogation, *de fait seulement*, au monopole des agents de change, que ces derniers n'acceptent pas. Ils la subissent, mais le Pouvoir la leur impose. Les Gouvernements successifs, depuis de longues années, depuis plus d'un siècle, ont cru devoir tolérer l'existence d'un marché libre, en sorte que les agents de change voient leur monopole battu en brèche sur ce point seulement. Assurément, en pure logique, c'est sur les effets publics par excellence, sur les rentes françaises, que le monopole devrait s'exercer, parce que c'est pour la négociation des effets publics nationaux qu'on a établi les agents de change, mais certaines nécessités ont imposé cet illo-

gisme. Quoi qu'il en soit, les courtiers libres, quand ils négocient de la rente française, ne peuvent point, puisque leur objet est contraire à un texte formel, former d'association ou de syndicat.

Le groupe libre des coulissiers à la rente est dénommé *Chambre de compensation des rentes françaises*, appellation absolument inexacte puisque la compensation n'est qu'un mode de règlement des opérations conclues. Le tarif de courtage est de 12 fr. 50 pour la plus petite quantité négociée à terme. Il en est de même pour les reports.

Si la coulisse des rentes n'a pu former d'association légale, en raison de ce que l'objet des négociations de rentes est réservé par la loi uniquement aux agents de change, il en est différemment des banquiers libres, dits « coulissiers », quand ils négocient les valeurs *qui ne sont point cotées par les agents de change*, et dont le monopole n'appartient, par conséquent, ni à ces officiers ministériels, ni *d'ailleurs, à personne.*

Les coulissiers en valeurs, opérant à terme, se sont réunis en syndicat professionnel. Son appellation est « Syndicat des Banquiers en valeurs »; on l'appelait autrefois « Syndicat des banquiers en valeurs à terme ». Ces deux derniers mots ont été retirés, en 1913, parce que, alors, le syndicat avait tenté une fusion avec un autre syndicat, celui du Comptant, laquelle fusion n'a pas été acceptée. L'appellation actuelle est donc incomplète. Le syndicat a été formé en 1898.

Les coulissiers opérant à terme, (le syndicat des banquiers en valeurs...) opèrent moyennant un courtage de 12,50 pour les fonds d'Etats cotés jusqu'à 50 francs, de 1 ‰ pour les autres. Pour les valeurs, le tarif est de 0,12 1/2 par titre jusqu'à 12,50 inclusivement; de 0,25 par titre coté de 12,50 à 50 francs; de 0,50, par titre de 50 à 250 francs; de 0,75 par titre de 250 à 500 francs; de 1 franc par titre de 500 à 750 francs; de 1 fr. 50 par titre de 750 à 1.000 fr. Au-dessus de 1.000 francs, 2 ‰. Ce tarif s'applique également aux reports.

Les coulissiers en valeurs au comptant ont formé, eux aussi, un syndicat professionnel, le « Syndicat des banquiers en valeurs au comptant » ; il a été fondé en 1898 également.

Le tarif des courtages du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant est de 0,25 % pour les valeurs se négociant en %. Pour les autres valeurs, il est de 0,12 1/2 par titre cotés au-dessous de 12,50, de 0,25 par titre pour les titres de 12,50 à 50 francs, de 0,50 par titre de 50 à 100 fr., de 1 franc (de 100 à 250), 1,50 de 250 à 500 ; 2 francs de 500 à 750, 2,50 de 750 à 1.000 francs ; de 3 ‰ au-dessus. Minimum par bordereau : 1 franc.

Les syndicats des banquiers opérant à terme et au comptant publient *une cote*.

Nous avons dit, il y a un instant, que là où le monopole des agents de change cessait, autrement dit à la frontière du monopole, commençait le domaine de la liberté des transactions. Les valeurs non cotées par les agents de change sont un certain nombre de valeurs françaises qui ne sont pas susceptibles, d'après eux, de faire l'objet de transactions suffisantes, même pour être placées à la partie non permanente de la cote officielle (1). En outre, les agents de change *ne peuvent* pas coter certaines valeurs étrangères, lorsqu'elles ne sont pas assujetties à un régime fiscal, dit *de l'abonnement* (2) non plus que celles dont la condition est contraire aux dispositions majeures de notre loi sur les sociétés. Ainsi notre loi du 24 juillet 1867, modifiée sur le point qui nous occupe par la loi du 1^{er} août 1893, autorise l'action d'un capital nominal minimum de 100 francs, sauf certaines exceptions. A l'étranger, notamment en Angleterre, la loi ne fixe pas de minimum, et c'est ce qui explique qu'un certain nombre de valeurs minières

(1) Quand ces valeurs sont acclimatées, les agents de change, parfois, les admettent à leur cote, permanente ou non, selon la circonstance, ce qui confère monopole, *ipso facto* à ces officiers ministériels.

(2) Les valeurs non abonnées ne sont point dispensées des impôts français, mais le droit de timbre est perçu une fois pour toutes, *au comptant*.

anglaises, d'un capital nominal de 25 francs, sont négociées exclusivement en banque.

C'est dans cette masse de titres — cependant peu considérable — que les syndicats puisent pour la confection de leur cote. Encore en laissent-ils, dont les cotes libres, publications privées, donnent les cours.

Ces dernières publications, les *cotes libres*, portent les cours de toutes valeurs libres, c'est-à-dire : et des valeurs dont les cours sont relevés par les syndicats (sans avoir égard à une appropriation quelconque qui n'existe pas), et des autres valeurs libres. En ce dernier cas, les négociations se sont produites sous les yeux des préposés aux publications, ou bien les négociations sont signalées par les opérateurs à ces préposés. Bien entendu, cette inscription qui est, en somme, une information, une sorte d'acte de reportage, une attestation, si l'on aime mieux, du fait du publicateur, n'est sincère qu'autant qu'elle ne rencontre pas *d'oppositions* résultant d'autres négociations à des cours différents, ou de contestations en raison d'offres à des cours inférieurs ou de demandes à des cours supérieurs demeurées vaines.

Les courtiers de change ne sont point réunis en compagnie, syndicat ou association. Ils se trouvent, au point de vue de la légalité de leur profession, dans le même cas que les coulissiers à la rente.

Quant au droit de courtage sur les opérations de change, il est fixé par les courtiers et clients de gré à gré, et varie, dans la pratique, de un quart de centime à un demi centime calculé sur le cours du change, payé en sus par l'acheteur, perçu en moins par le vendeur.

Un impôt est établi sur toutes les opérations de bourse : le tarif en est de 0 fr. 15 par 1.000 francs ou fraction calculée sur le montant de la négociation. Cet impôt a été établi en 1893 ; il était alors de 0 fr. 05 % ; il a donc triplé.

Ce droit est réduit au quart (donc des $\frac{3}{4}$) pour les reports 0,0315 %.

Sur la rente française, le droit est de un quart de centime ‰ (0,0125) et de un huitième de centime sur les reports (0,00625). Il est à la fois minime et fort gênant alors que les transactions sur les fonds nationaux devraient être faciles.

IV

Opérations de bourse : Au comptant, délais de livraison. Règlements. A terme : Liquidations. Opérations ferme. Opérations à prime. Marchés se résolvant par une différence. La vente à découvert. Bonaparte et Mollien. Napoléon et le syndic des agents de change. Exemples récapitulatifs. Comptes de liquidation. Le report. Définition, mécanisme. Le report n'est pas un prêt sur titres. Compte de report. Le déport. Marchés différentiels et exception de jeu. La loi de 1885. M. Charles Lyon-Caen. M. Alfred Naquet.

Occupons-nous maintenant des opérations de Bourse.

Quoi qu'on dise, on peut les comprendre aisément. Elles terrifient souvent ceux qui en abordent l'étude. Il importe, pour se guérir de cette impression, de bien se convaincre que les opérations ne sont, après tout, que des opérations ordinaires du commerce effectuées dans un marché et que, à la Bourse, on ne connaît que des achats et des ventes. *On n'y connaît pas autre chose.*

Pour en comprendre le mécanisme, il faut imaginer comme un vaste bassin dans lequel les courtiers vont puiser pour acheter, vont jeter pour vendre.

L'agent de change, qui achète pour le compte d'un donneur d'ordres, achète d'un autre agent de change, qui dissimule, lui aussi, un donneur d'ordre, mais un *donneur d'ordre vendeur*. Les donneurs d'ordres sont sans rapports entre eux, et tout se passe comme si l'agent de change d'un acheteur avait puisé dans le bassin ce qu'un agent de change est venu jeter, pour son client vendeur.

Pierre acheteur, a fait demander par A, agent de change des titres de telle société. Paul vendeur, en fait offrir par B, autre agent de change. Tous les agents de change font groupe. Ceux qui veulent acheter demandent pour *inconnu*, tous ceux qui veulent vendre offrent pour *inconnu*. Mais *Inconnu* Pierre est connu d'A. ; *Inconnu* Paul est connu

de B, et les deux agents de change A et B se connaissent. Ces circonstances suffisent à assurer la tractation de l'affaire et sa bonne exécution.

Dans les groupes de la coulisse, il en est de même.

Les achats et ventes des intermédiaires en bourse sont contractés de vive voix. Chaque affaire, accord ayant été conclu, est inscrite par les contractants sur leurs propres carnets. Les tractations de vive voix n'ont jamais, de mémoire de boursier, donné lieu à la moindre contestation (du moins sur l'existence de la négociation, car on peut concevoir une erreur de chiffre ou de quantité), et l'on comprend pourquoi. La dénégation d'une affaire conclue mettrait en jeu le principe fondamental de la Bourse, et celui qui oserait, ayant nié une affaire, revenir au marché et supporter le regard de ses collègues, verrait aussi, devant lui, les carnets se fermer tout seuls. Du reste les conditions de recrutement des agents de change, fixées par la loi, rendent la survenance d'incidents de ce genre bien improbable, en tous temps. Et quant aux banquiers libres, la force des choses agit toute seule.

Les achats et ventes, chez les agents de change, chez les coulissiers, sont ou au comptant ou à terme : *aliàs* : ou à *maintenant* ou à *plus tard*, comme dans toutes les opérations commerciales.

- Les intermédiaires de bourse, officiels ou libres, les agents de change ou les coulissiers ne sont obligés à faire crédit à personne. Quand on a établi à nouveau les agents de change, en l'an IX de la République, l'arrêté du 27 prairial an X, (art. 13) leur faisait une obligation d'avoir reçu, d'avance, l'argent des achats, les titres à vendre. Les nécessités de la pratique ont obligé les agents de change à s'affranchir de cette règle. Le législateur l'a supprimée, en 1885, alors qu'elle était supprimée, en fait, depuis longtemps, peut-être même depuis la première heure.

On comprend aisément que si l'intermédiaire n'est point obligé à faire crédit à qui que ce soit, il se trouve en droit d'exiger des arrhes qui entreront en compte. Ce peuvent être

des espèces, ce peuvent être des titres, dont le produit, après vente, sera porté en compte. La remise de numéraire ou de titres est appelée *couverture*. La jurisprudence donne à la remise d'une couverture le caractère d'un paiement par anticipation (1).

L'achat (ou la vente) au comptant est donc une opération très simple ; mais puisqu'on achète à la Bourse des titres autrement qu'on achète au marché des objets exposés, il faut toujours compter un certain délai. Ce délai est de *dix bourses*. Les titres *au porteur ou transmissibles par endossement* doivent être livrés avant la dixième bourse qui suit celle de la négociation (art. 40 du règlement du 30 janvier 1899). Les titres *nominatifs*, c'est-à-dire qui portent le nom du propriétaire (que l'intermédiaire fait établir par l'Etat débiteur ou par l'Etablissement débiteur au nom du titulaire) sont livrés dans un délai de quatorze bourses. Il faut compter huit *jours* en sus quand les formalités de cette opération sont soumises à l'agrément de l'administration de l'Etablissement débiteur, de par ses statuts. L'inscription d'un titre au nom d'un nouveau titulaire est appelée *transfert*.

Au Syndicat du comptant, le règlement syndical dit que le délai pour la livraison des titres est cinq *bourses*.

Les fonds provenant des ventes doivent être remis aux vendeurs dès le surlendemain de la livraison par ces vendeurs, s'il s'agit de titres au porteur ou transmissibles par endos. Dans le cas où il s'agit de titres nominatifs : dès le surlendemain de la consommation du transfert. (art. 41 et 44 du règlement des agents de change.)

Il en est de même, en pratique, chez les coulissiers. En fait, il advient que les délais de livraison, aussi bien chez les agents de change que chez les coulissiers, sont dépassés. On peut alors se remplacer, par un rachat d'office, en

(1) C'est plutôt un contrat spécial, car si un acheteur *doit*, le vendeur est tenu de *livrer*. Il ne doit pas une somme d'argent. Si le vendeur remet une couverture, il ne peut remettre une somme *en paiement anticipé* puisqu'il sera *créancier* du montant de sa vente.

s'adressant aux chambres syndicales ; mais alors les délais sont les mêmes.

Passons aux marchés à terme.

L'opération à terme est celle qui engage les parties depuis le jour du contrat, mais dont l'exécution est renvoyée à une certaine échéance. Par exemple, Pierre achète le 1^{er} ou le 2 du mois, ou tel autre jour, 100 titres, au 15 courant, à 100 francs. Le 15 du mois, jour de l'échéance, donc du règlement, la liquidation s'effectuera, et Pierre devra, une fois effectués les travaux intérieurs de la liquidation chez les intermédiaires, prendre livraison des 100 titres et payer le prix : 10.000 francs, plus les courtages et impôts.

Paul a-t-il vendu les 100 titres à 100 francs ? Il devra livrer 100 titres et recevoir 10.000 francs, *moins* les courtages et impôts. Ce sont là des opérations *ferme*.

Parmi les opérations à terme, il en est de spéciales qu'on appelle les opérations à *prime*. Ce sont des achats que l'acquéreur se réserve d'abandonner moyennant une somme fixée d'avance. Exemple : Le cours d'une valeur est 100 francs. Pierre achète, au 15 courant, 100 titres à 110 francs dont 5 francs, c'est-à-dire : *dont 5 francs seront payés par lui, s'il abandonne le marché*.

En règle générale, les cours des opérations à prime sont plus élevés que ceux des opérations ferme, vous venez de le voir, et ils seront d'autant plus élevés que la somme à abandonner sera petite.

Ainsi, nous avons imaginé le cours de 110 francs pour le « *dont 5* » ; imaginons maintenant le cours de 115 francs pour le « *dont 2 fr. 50* » ;

Et, plus cher encore, le cours de 120 francs pour le « *dont 1 franc* ».

A la Bourse de Paris, on ne pratique que des opérations à primes que l'acheteur peut abandonner. On ne pratique point d'opérations à primes donnant au vendeur la faculté de livrer ou de ne pas livrer. Il en est autrement à la Bourse de commerce, et au sein des marchés étrangers, notamment à Londres. On traite cependant, à Paris, mais rarement, des

opérations dites *stellages*, par lesquelles l'acheteur de *stelage* a faculté, à une certaine date, de se déclarer *soit acheteur, soit vendeur*, mais avec obligation de se déclarer l'un ou l'autre. Ainsi, tel jour, une valeur vaut 100 francs, par exemple : L'acheteur d'un *stelage* devra se déclarer au plus tard tel autre jour, acheteur à 110 ou vendeur à 90, et le cours du *stelage* sera : 90-110.

Le jour où les opérations à prime sont l'objet d'une déclaration, est la veille du premier jour de la liquidation. On l'appelle jour de *réponse des primes*.

Les opérations ferme ou à prime sont faites à deux liquidations ou à une liquidation par mois : à quinzaine, ou à *fin courant*. Chez les agents de change, la liquidation de quinzaine est de règle, sauf pour les rentes françaises, les actions de la Banque de France, du Crédit foncier et des grandes compagnies de chemins de fer. Au marché en banque, en coulisse, la liquidation mensuelle est de règle.

Quelquefois, on fait certaines opérations à échéance lointaine, soit ferme, soit à prime, au 15 prochain, à fin prochain, en sautant une ou deux liquidations. Le prix en est plus élevé, naturellement.

Revenons maintenant aux opérations ferme, car il faut traiter maintenant, sommairement toujours, des opérations liquidées par des contre-opérations, c'est-à-dire des achats liquidés par des ventes, et inversement, et qui engendrent, en compte, une différence à payer ou à recevoir.

Nous avons, il y a un instant, parlé de Pierre, qui devait prendre livraison de 100 litres, moyennant 10.000 francs. Supposons qu'il n'ait pas les moyens, présentement, *de les lever* — c'est le terme consacré — et qu'il ne veuille pas continuer son opération. Il revendra, en liquidation au plus tard, et sera créancier ou débiteur d'une différence.

Supposons, à l'inverse, que Paul, qui a vendu, ne soit pas en mesure de *livrer*. Il ne veut pas continuer son opération. Il rachètera, et sera débiteur ou créancier d'une différence. Il est possible qu'il ait eu les titres. Il est possible qu'il ne les ait pas eus. On n'en sait *jamais rien*. On

dit de Paul, vendeur qui rachète, qu'il a été un vendeur à découvert.

Le vendeur à découvert est considéré comme une sorte d'ennemi, comme... un oiseau de mauvaise augure. Aussi, — sauf le cas où il aura payé une sorte de prime pour ne pas livrer, — l'acheteur aura contre lui la *faculté d'escompte* (1), c'est-à-dire qu'il pourra offrir au vendeur l'argent avant l'échéance, et cela, pour l'obliger à *se racheter* et à livrer aussitôt.

Le comte Mollien raconte, dans ses *Mémoires d'un ministre du Trésor*, que Napoléon, alors qu'il était Premier Consul, considérait comme un ennemi de l'Etat celui qui vendait de la rente à découvert, parce qu'il escomptait une diminution du crédit de la nation. A cela Mollien aurait répondu que ce n'est pas cela qui fait arriver l'événement, et que ce qui ferait baisser la rente, ce serait tel ou tel acte auquel la baisse serait imputable (2). Ajoutons, sans prétendre compléter Mollien par nous-mêmes, mais en nous emparant de faits positifs, qui se passent tous les jours sous nos yeux, que lorsque la baisse attendue ne se produit pas, le vendeur est en assez mauvaise posture. Il faut qu'il rachète ! Le cas de cet imprudent est indiqué en termes pittoresques, dans le vocabulaire boursier. On dit du vendeur qu'il est « étranglé », lorsqu'il est obligé de se racheter, et de faire ainsi la hausse par ses propres demandes.

Que Mollien ait répondu ou non à Bonaparte ce qu'il dit lui avoir répondu, le fait est que Bonaparte resta longtemps dans les mêmes idées, car un mémoire des agents de change, publié en 1843, fait allusion à une conversation entre Napoléon (cette fois, c'était Napoléon) et le syndic des agents de change, M. Boscary de Villeplaine. L'Em-

(1) Art. 63 du décret du 7 octobre 1890. Cette faculté existait antérieurement dans les règlements des agents de change et elle remonte assez loin. Il y est fait allusion dans l'arrêt du Conseil d'Etat du 7 août 1785.

(2) M. Lanza de Laborie (Paris sous Napoléon. *Le monde des affaires et du travail*, 1910, p. 215) conteste, non la thèse, mais que Mollien ait pu répondre de la sorte au Premier Consul :

Déjà Napoléon perçait sous Bonaparte.

pereur, à l'époque de l'élaboration du Code Pénal (qui date de 1810), voulait faire considérer comme un délinquant le vendeur de rentes qui n'était point détenteur des effets au moment de la vente. Le syndic lui dit, d'après ce mémoire : « Sire, mon porteur d'eau est à ma porte ; commettrait-il un stellionat en me vendant deux tonneaux d'eau au lieu d'un qu'il a ? Non certainement, puisqu'il est toujours certain de trouver à la rivière celui qui lui manque. Eh bien, Sire, il y a à la Bourse une rivière de rentes. »

Cette fois Napoléon aurait été convaincu, et la rédaction de l'article 422 du Code Pénal, article d'ailleurs abrogé aujourd'hui, en aurait été la preuve.

La justification du marché à découvert est-elle nécessaire à présent ? Elle ne devrait pas l'être, car tant de précisions sont données sur les opérations de bourse que les idées devraient être fixées à ce sujet. Et cependant les diatribes contre les vendeurs à découvert ne manquent pas de nos jours. Il n'est point d'entreprise dont les dirigeants, coupables de maladresses ayant entraîné la ruine de telles ou telles sociétés ne se disent victimes des vendeurs. Les coupables, ce ne sont jamais eux : Ce sont les vendeurs à découvert !

Ce que l'on peut répondre à ce sujet, c'est que *tous* les marchés de bourse à terme, sans exception, sont des marchés à découvert car ils sont contractés indépendamment de l'existence de la chose dans les magasins ou dans les bureaux du vendeur, et même sans l'existence des disponibilités en argent, du côté de l'acheteur. On a vu cependant des écrivains contemporains traiter des choses de bourse et dire : « On ne peut vendre ce qu'on n'a pas ! » Pardon ; le marché à terme est, par définition, un marché dans lequel la question de possession ou de propriété ne se pose pas.

La vente à découvert est le contrepoids nécessaire à la hausse exagérée. On a vu des spéculateurs audacieux imprimer à une marchandise une hausse excessive que les événements ne justifiaient pas. Pour les combattre, on s'engage à livrer à terme. Il se produit aussi, parfois, lors de certaines baisses précipitées, que les vendeurs à découvert,

portent par leurs rachats un élément de soutien des cours. Enfin il est pratiquement impossible d'établir des marchés à terme de quelque ampleur en dispensant l'acheteur d'avoir l'argent, mais en obligeant le vendeur à avoir les titres.

Nous ferons maintenant passer sous les yeux du lecteur divers comptes très simples, (sans courtages ni impôts), qui résumeront ce qui a été dit et des marchés liquidés par livraison, et des marchés liquidés par des opérations en sens contraire. Dans les deux premiers comptes, on verra la situation de l'acheteur qui *lève* et du vendeur qui *livre*. Dans les deux autres on verra la situation d'un acheteur qui a revendu et celle d'un vendeur qui a racheté.

A) Marchés liquidés par livraison

Pierre, achète et prend livraison

	DÉBIT	CRÉDIT
2 mai :	—	—
100 titres à 100 fr.	10.000 »	
Solde débiteur.	<u>10.000 »</u>	
Lève 100 titres.		

Compte de Paul, qui vend et livre

DÉBIT		CRÉDIT
—	2 mai :	—
	100 titres à 100 fr.	10.000 »
	Solde créditeur.	<u>10.000 »</u>
	Livre 100 titres.	

B) Marchés liquidés par opérations contraires

Pierre, achète et revend (il a spéculé à la hausse)

1 ^{er} mai :		DÉBIT	12 mai :		CRÉDIT
100 titres à 100 fr.	10.000 »	—	100 titres à 110.	11.000 »	—
Balance . . .	1.000 »				
	<u>11.000 »</u>			<u>11.000 »</u>	
			Solde créditeur.	<u>1.000 »</u>	

Paul vend et rachète (il a spéculé à la baisse)

12 mai :		DÉBIT	1 ^{er} mai :		CRÉDIT
100 titres à 110.	11.000 »	—	100 titres à 100.	10.000 »	—
Solde débiteur.	<u>1.000 »</u>		Balance . . .	1.000 »	
				<u>11.000 »</u>	

Les marchés à terme différentiels sont souvent critiqués. On oublie que, en général, tout le commerce repose sur la recherche d'une différence. Spécialement pour les marchés de bourse, les cas sont nombreux où les marchés différentiels échappent à toute critique. Tantôt, c'est un acheteur qui n'a pas, à l'échéance, l'argent attendu. Tantôt, c'est un acheteur qui renonce à la valeur, en raison des mécomptes qu'il éprouve sur son achat, à moins qu'il ne revende parce que la hausse a épuisé toute la plus-value dont le titre est susceptible. Tantôt, c'est une banque qui prend des titres qu'un événement déprécie à l'excès pour les revendre... Je m'arrête et, pour la vente, je vous renvoie à ce que je disais, il y a un instant, de la vente à découvert. Sans doute nombre d'opérations sont des opérations de jeu parce que les opérateurs *n'ont jamais eu l'intention* de lever ou de livrer, mais outre que le nombre n'est pas aussi grand que le vulgaire croit, les opérations malsaines sont susceptibles

d'un traitement dont il sera question plus loin, dont nous pouvons dire, tout de suite, qu'il est tout simple : on leur applique, à toutes, les règles des opérations sérieuses. Et, comme on le verra, c'est justice.

Quelques mots sur *les reports*.

On entend par report une opération par laquelle un contrat à *échéance survenue*, est transporté à une *échéance nouvelle*.

Pierre a acheté 100 titres à 100 francs, à échéance du 15 courant.

Le 15 courant, il n'en peut prendre livraison. Il ne peut renoncer au marché (Il ne pourrait y renoncer que s'il avait fait une opération à prime, et encore s'il avait intérêt évident à l'abandonner). Il ne veut ni revendre purement et simplement, ni en finir avec son opération. Au contraire, il voudrait la conserver. Mais l'échéance est survenue. Comment faire ? On le fera reporter, c'est-à-dire qu'on portera l'échéance du 15 au 30 du mois (d'où le mot report) mais par quel moyen ? Pierre revendra en liquidation *courante* et achètera à *une échéance prochaine*. Si le cours en liquidation courante est 90 francs (cours supposé), il revendra donc à 90 francs et il achètera à nouveau, à fin courant, à 90 fr. 25 par exemple. Ces 0 fr. 25 de surplus seront le prix du report.

On comprendra, maintenant, que lorsque Pierre revendra au cours de 90 francs, cours du jour de liquidation, c'est-à-dire au cours des opérations à *échéance survenue*, ce cours en liquidation soit, en quelque sorte, un cours *au comptant*. Le cours à l'échéance suivante, sera un cours à nouveau terme, et ce cours à terme, plus élevé, sera le prix du report. Nous avons imaginé 0 fr. 25, il y a un instant.

On a vu le cas de Pierre, acheteur. Comme il n'y a pas d'achat sans vente, d'acheteur sans vendeur, nous allons voir le cas de Paul, la contre-partie.

Paul avait vendu les titres. Il veut, lui aussi, reporter sa position. Il rachètera donc à *90 francs* et revendra à 90 fr. 25. Le cours de 90 francs sur lequel Pierre et Paul liquident

leur opération au 15 courant est appelé *Cours de compensation*.

Il y aura, dès lors, pour l'une et pour l'autre partie, un compte à faire, en *liquidation* (ce compte fera l'objet d'un règlement dans la liquidation même). Et il y aura un nouveau compte à établir à chacun, à Pierre et à Paul, pour la liquidation prochaine, c'est-à-dire à l'échéance nouvelle.

Ainsi, dans le cas que nous venons de voir, Pierre est devenu acheteur fin du mois ; *il s'est fait reporter*. Paul est vendeur fin du mois, *il a reporté*.

Mais il est bien possible que, en liquidation, Pierre n'ait pas pu prendre livraison, tandis que Paul, lui, voulait livrer. Comment faire ? En ce cas assez complexe en apparence, tout se sera arrangé, car il y a des capitalistes qui épousent les mouvements de la Bourse pour faire des placements temporaires. Ainsi y a-t-il des titres, en quelque sorte *en l'air*, par suite de ce que les vendeurs les livrent tandis que les acheteurs n'en veulent pas faire la levée ? Ces capitalistes les prennent ; ils les « lèvent » de leurs deniers et les revendent immédiatement à l'échéance nouvelle. Autrement dit, ils prennent livraison au cours de compensation, à 90 francs, cours qui a été supposé il y a un instant, et ils revendent immédiatement à l'échéance suivante, à 90 francs + report, c'est-à-dire à 90 fr. 25.

De la sorte Paul aura livré ; son intention aura été respectée, et Pierre acheteur, qui voulait prolonger son opération a un nouveau vendeur, qui sera Jacques, lequel aura acheté en liquidation et vendu à nouvelle échéance !

Ce vendeur, parce que reporteur, a agi *comme s'il* avait fait un prêt sur titres ; mais il a acheté et vendu ; *il n'a pas fait un prêt sur titres*. Certains juristes font du report un contrat spécial. Cela ne nous paraît pas nécessaire. L'achat et la vente se suffisent l'un et l'autre à eux-mêmes. Un reporteur lève des titres qu'il achète. L'opération se uffit. Il vend ces titres ou des titres semblables *à terme*. Il aura à livrer à l'échéance. Il peut entre temps, disposer des titres *ad libitum* car il a vendu des titres *in genere*.

Pour nous résumer sur la question des reports, nous allons exposer quatre comptes : les deux premiers concernent Pierre, acheteur, les deux autres concernent Paul, vendeur.

Pierre se fait reporter; il revend sur son premier compte et rachète à nouvelle échéance (deuxième compte). Paul reporte; il rachète sur son premier compte et revend à nouvelle échéance (deuxième compte). En sorte que, à la nouvelle échéance Pierre et Paul sont, l'un acheteur, l'autre vendeur.

*Premier Compte de Pierre (au 15 courant),
acheteur qui se fait reporter.*

1 ^{er} mai :	DÉBIT	15 mai :	CRÉDIT
100 titres à 100 fr.	10.000 »	100 titres à 90 fr.	—
	<u>10.000 »</u>	Cours de com-	
Solde débiteur.	1.000 »	pensation. . .	9.000 »
		Balance . . .	1.000 »
			<u>10.000 »</u>

*Deuxième Compte de Pierre (fin courant).
Le report est fait.*

15 mai :	DÉBIT	CRÉDIT
100 titres à 90 fr. +	—	—
0,25 prix du re-		
port	9.025 »	

*Premier Compte de Paul (au 15 courant),
vendeur qui reporte.*

15 mai :	DÉBIT	1 ^{er} mai :	CRÉDIT
100 titres à 90 fr.	—	100 titres à 100 .	10.000 »
Cours de com-			<u>10.000 »</u>
pensation. . .	9.000 »	Solde Créditeur.	1.000 »
Balance . . .	1.000 »		
	<u>10.000 »</u>		

Deuxième Compte de Paul (fin courant). Le report est fait.

DÉBIT		CRÉDIT
—	15 mai :	—
	100 titres à 90 fr.	
	+ 0,25. . . .	9.025 »

Si Pierre, en liquidation du 15 courant, a voulu *se faire reporter*, tandis que Paul, vendeur, a voulu *livrer*, l'agent de change de Pierre lui aura trouvé une tierce personne, Jacques, qui prendra livraison des titres au cours de compensation et les revendra fin courant, achetant ainsi à l'échéance survenue et revendant à l'échéance nouvelle.

Paul vendeur livrera donc ses titres, et son compte au lieu de comporter un rachat comme on le voit à son premier compte, le fera ressortir *livreur*.

Et Pierre se sera fait reporter, mais son reporteur sera Jacques. Cette tierce personne, Jacques, aura deux comptes : Le premier, *en liquidation du 15*, le portant acheteur à 90 francs cours de compensation, *levant les titres* ; et le second, à fin courant, le portant vendeur à 90 + 0,25 centimes.

Dans certains cas, d'ailleurs exceptionnels, dans les cas où les vendeurs ne veulent ou ne peuvent pas livrer les titres, alors que les acheteurs sont prêts à en prendre livraison, il advient que les vendeurs paient une *somme pour ne pas livrer*. Il n'y a pas, dans ce cas, *prix de report* ; il y aura *déport*. Ainsi Paul vendeur de 100 titres à 100 francs au 15 courant, alors que le titre vaut 90, rachètera à 90 et revendra *moins cher*, 89 fr.75 par exemple, à la liquidation prochaine.

Ce sera un bénéfice pour l'acheteur qui se sera fait reporter. Il bénéficiera du déport (1).

(1) L'acheteur n'aura plus durant la liquidation suivante la faculté d'es-compte, puisqu'il aura touché une somme pour faire délai au vendeur (art. 63, § 2, Décret du 7 octobre 1890).

Les opérations différentielles ont été longtemps considérées comme des opérations de jeu, alors que, dans bien des cas, elles pouvaient, même dans l'intention de leurs auteurs, être parfaitement sérieuses. Jusqu'à une date qui n'est pas très éloignée, de 1823 à 1885, les spéculateurs ont pu invoquer, devant les tribunaux, l'article 1965 du Code civil, aux termes duquel la loi n'accorde aucune action pour le paiement d'une dette de jeu ou d'un pari. La recherche de l'intention des opérateurs s'est exercée chez les juges au moyen d'indices divers, d'une sûreté relative, et souvent les magistrats ont dû changer de criterium, ce qui indiquait manifestement que le précédent ne valait pas grand'chose. Le plus clair de tout cela, c'est que l'admission de l'exception de jeu produisait de véritables scandales. A la suite des nombreux procès qui se sont déroulés lors du krach de 1882 provoqué par les spéculations dont furent l'objet les actions de l'*Union générale*, une commission extra-parlementaire fut nommée pour l'étude de la question soulevée par les solutions données aux procès, et une loi — la loi du 29 mars 1885 — défend à toute personne de se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, à l'occasion de marchés à terme ou à livrer, lors même qu'ils se résoudraient par une différence. Le rapporteur à la commission extra-parlementaire de cette œuvre de justice, de moralité publique fut M. Charles Lyon-Caen, alors jeune professeur, aujourd'hui doyen honoraire de la Faculté de droit de Paris, membre de l'Institut: un grand nom de la science juridique française.

Le rapporteur au Parlement fut M. Alfred Naquet dont l'œuvre féconde ne peut être enregistrée ici qu'au point de vue financier. Elle fut éminemment utile.

On ne saurait avoir, dans le monde des affaires, trop de reconnaissance envers ceux qui ont conçu et mené à bien cette œuvre si nécessaire, dont le résultat a, en outre, été de faire rentrer les opérations de bourse dans le giron des opérations ordinaires du commerce.

V

La Cote des changes. Explication. Quelques principes. Cote des métaux.

Nous mettrons, tout d'abord, une cote sous les yeux du lecteur :

PARIS

Cours du 8 mai 1916

Londres.	28 24 1/2 à 28 29 1/2
Danemark	179 » 1/2 à 183 » 1/2
Italie.	92 » 1/2 à 94 » 1/2
Espagne.	584 » à 590 »
Hollande	240 » à 244 »
New-York	590 » 1/2 à 596 » 1/2
Norvège.	180 » 1/2 à 184 » 1/2
Suède.	180 » à 184 »
Suisse.	113 » à 115 »
Pétrograd	178 » 1/2 à 184 » 1/2
Portugal.	400 » à 420 »

Reprenons tous ces termes :

Londres : 28,24 1/2 à 28,29 1/2. C'est le prix de la livre sterling, dont le pair est de 25,221.

Danemark : 179 1/2 à 183 1/2. C'est le prix de 100 couronnes. Le pair de la couronne est de 1,389.

Italie : 92 1/2 à 94 1/2. C'est le prix de 100 lire. Le pair de la lire est 1 franc.

Espagne : 584 à 590. C'est le prix de 500 pesetas. Le pair de la peseta est 1 franc.

Hollande : 240 à 244. C'est le prix de 100 florins. Le florin vaut 2,083 au pair.

New-York : 590 1/2 à 596 1/2. C'est le prix de 100 dollars. Le dollar vaut 5,1813 au pair.

Norvège : 180 $\frac{1}{2}$ à 184 $\frac{1}{2}$. C'est le prix de 100 couronnes. Le pair de la couronne est de 1,387.

Même cas pour la Suède.

Suisse : 113 à 115. C'est le prix de 100 francs. Le franc suisse vaut au pair le nôtre.

Petrograd : 178 $\frac{1}{2}$ à 184 $\frac{1}{2}$. C'est le prix de 100 roubles. Le rouble vaut 2,6666.

Portugal : 400 à 420. C'est le prix de 100 escudos ou de 1.000 reis (l'escudos vaut au pair 5,60 (1).

Depuis la guerre, on ne cote plus les 100 marks d'Allemagne, le mark valant au pair 1,235; ni les 100 couronnes d'Autriche, la couronne valant au pair 1,05.

Les lettres de change sont cotées et négociées à vue. Il en résulte que, lorsqu'on négocie du papier à échéance, le prix à vue doit être diminué de l'intérêt jusqu'au jour de l'échéance réelle. Cet intérêt est celui de la banque d'émission du pays d'origine.

Prenons maintenant une cote quelconque des changes à l'étranger telle que je l'ai relevée dans une feuille d'agences, telle que bien des journaux viennent de la reproduire.

New-York 6 mai	}	sur Paris	5 94
		sur Londres, câble	4 76
		sur Berlin	76 $\frac{1}{4}$
Londres 6 mai	}	sur Paris	28 30 $\frac{1}{4}$
		sur New-York.	4 76 $\frac{3}{8}$
Rome 6 mai	}	sur Paris	106 70
		sur Suisse	121 50
		sur Londres	30 14
Genève 6 mai	}	sur Paris	87 70
		sur Londres	24 78
		sur Berlin	97 50
		sur Vienne	67 65
		sur Italie	82 10

(1) Il est à remarquer qu'à Lisbonne, la cote donne la valeur de 3.000 reis. Pour établir la parité avec la cote de Paris, il faut donc diviser par 3 le cours de Lisbonne.

Pétrograd 5 mai	}	sur Paris	53 »
		sur Londres	149 »
		sur Stockholm.	96 »
		sur New-York.	3 13
Madrid 6 mai	}	sur Paris	85 25
		sur Londres	24 07
Buenos-Aires 6 mai	}	sur Londres (piastres or argentine).	49 7/16 d
Valparaiso 6 mai	}	sur Londres 90 j. (peso chilien).	8 5/8 d.
Rio de Janeiro 6 mai	}	sur Londres 90 j. (milreis).	11 21/32 d.

Deux mots d'explications :

New-York	}	sur Paris, 5,94 = 5 fr. 94 pour un dollar.
		sur Londres, 4,76 = 4 dollars 76 cent. pour une liv. st.
		76 cents (centièmes de dollars) pour 4 marks de 1 fr. 235.
Londres	}	sur Paris 28,30 1/4 = 28 fr. 30 1/4 pour une liv. st.
		sur New-York, 4,76 3/8 = 4 doll. 76 3/8 pour une liv. st.
Rome	}	sur Paris, 106,70 = 106 lire pour 100 fr.
		sur Suisse, 121,50 = 121 lire 1/2 pour 100 francs suisses.
		sur Londres, 30,14 = 30 lire 14 pour 1 liv. st.
Genève	}	sur Paris, 87,70 = 87 fr. 70 suisses pour 100 fr. de France.
		sur Londres, 24,78 = 24 fr. 78 pour une liv. st.
		sur Berlin, 97,50 = 97 fr. 50 pour 100 marks.
		sur Vienne, 67,65 = 67 fr. 65 pour 100 couronnes.
		sur Italie, 82,10 = 82 fr. 10 pour 100 liras.

Pétrograd	}	sur Paris, 53 = 53 roubles pour 100 fr.
		sur Londres, 149 = 149 roubles pour 10 liv. st.
		sur Stockholm, 96 = 96 roubles pour 100 couronnes.
	}	sur New-York, 3,13 = 3 roubles 13 pour 1 dollar.
Madrid		sur Paris, 85,25 = 85 pesetas 25 pour 100 francs.
	}	sur Londres, 24,07 = 24 pesetas 07 pour une liv. st.
Buenos-Aires (1)	}	sur Londres, 49 $\frac{7}{16}$ d. = 49 deniers (pence) $\frac{7}{16}$ pour un piastre or.
Valparaiso (1)	}	sur Londres, 8 $\frac{5}{8}$ d. = 8 deniers (pence) $\frac{5}{8}$ pour un peso.
Riode Janeiro (1)	}	sur Londres, 11,21/32 d. = 11 deniers (pence) 21/32 pour un milrei.

Observons ceci : A Paris, la livre sterling est cotée 28,24 $\frac{1}{2}$ à 28,29 $\frac{1}{2}$.

A Londres, on cote le « Paris » à 28,30 $\frac{1}{4}$ pour une livre. Le cours est à peu près le même à Londres qu'à Paris, mais la manière de coter est différente. A Paris, on cote en monnaie française. En Angleterre, on cote en monnaie étrangère, laquelle monnaie étrangère se trouve être la nôtre. A Paris, on donne l'incertain ; à Londres on donne le certain (2).

(1) Il s'agit de valeurs à trois mois de date.

(2) On dit d'une place qu'elle *donne le certain*, quand le cours variable énoncé, indique le prix en monnaie étrangère à la place où s'établit la cote.

On dit d'une place qu'elle *donne l'incertain*, quand le cours variable énoncé indique le prix en monnaie nationale, du pays où la cote est établie.

Prenons la cote à Paris sur New-York : En France, nous cotons par exemple 590 $\frac{1}{2}$, c'est-à-dire 590 fr. 50 les 100 dollars ou 5,905 le dollar. Nous cotons en monnaie nationale du pays où la cote est établie. *Paris donne l'incertain.*

Prenons la cote à New-York, du change sur Paris : 5,94 c'est-à-dire 5 fr. 94

Même observation pour le dollar. Nous l'inscrivons 5,90 1/2 à 5,96 1/2. On cote le dollar 5 fr. 94 c. à New-York.

Les cours sont correspondants.

Cette correspondance des cours, cette corrélativité est un phénomène sur lequel il importe de s'arrêter un instant. La hausse des changes a pour cause la demande; la baisse a pour cause l'offre. La loi de l'offre et de la demande régit le marché des changes comme elle régit tous les marchés, quels que soient leurs objets.

A tel moment, dans tout pays qui aura *plus acheté* de marchandises que vendu à un autre pays, il y aura plus de demandes que d'offres de traites sur cet autre pays. (*En d'autres termes, si par exemple, on a, en France, plus acheté aux États-Unis qu'on ne leur a vendu, il y aura, en France, plus de demandes de dollars en traites que d'offres.*)

A l'inverse, dans le pays vendeur de marchandises, il y aura *moins* de traites en demandes que de traites offertes. (*En d'autres termes, pour suivre sur l'exemple donné, aux États-Unis, on demandera moins de traites libellées en francs qu'on n'en offrira.*)

Donc, dans le pays acheteur, la traite sur l'étranger *montera* (*en d'autres termes : hausse du dollar*). Et dans le pays vendeur, la traite sur l'étranger baissera (*en d'autres termes : baisse du franc*).

La hausse dans un pays (le fait vient d'être montré il y a un instant) sera corrélativité à la baisse dans l'autre, comme agirait deux plateaux d'une balance. Certes, des accidents peuvent empêcher le phénomène de se produire dans une corrélation absolue, mais dès que se manifestera un écart

pour un dollar. On cote en francs, en monnaie étrangère à la place où la cote s'établit. *New-York donne le certain.*

Continuons la lecture de la cote de New-York : on cote sur Londres 4,76 ; ce qui veut dire 4 dollars 76 pour 1 liv. st. La cote énonce la monnaie nationale du pays coteur. Donc New-York donne l'*incertain* sur Londres.

De même, on cote à New-York 76 1/4 le change sur Berlin, cela veut dire 76 cent. 1/4 pour 4 marks. La cote énonce la monnaie nationale. Donc New-York donne l'*incertain* sur Berlin.

Ainsi, tandis que Paris donne l'*incertain* sur toutes les places, d'autres places donnent les unes le certain, les autres l'*incertain*, tantôt le certain sur quelques valeurs, l'*incertain* sur d'autres.

sensible, des opérations se produiront tendant à rétablir la corrélation logique. Ainsi nous imaginons qu'à Paris, le dollar vaut 5,92 1/2, et qu'à New-York on cote, non pas un cours approchant mais, par exemple 5,25 (ce qui veut dire que pour 5 fr. 25 on a un dollar). Les débiteurs français auront tout avantage à acheter du dollar à New-York pour 5,25, au lieu de les acheter 5,93 1/2 à Paris. Leur demande de dollar à New-York le fera monter là-bas, tandis que leur absence de demande à Paris tendra à l'y faire baisser. L'équilibre se produira donc.

En pratique, les débiteurs achèteront des dollars à New-York par le procédé suivant : ils prieront leurs créanciers de faire sur eux des traites *en francs*, lesquelles, négociées à New-York, leur procureront les dollars dont ils ont besoin. Ils auront, en fait, *acheté des dollars*, en faisant disposer sur eux. En somme, la balance commerciale agit sur les changes des pays, dans une proportion corrélatrice, et si, par accident, la corrélation cesse de se produire, les opérations des négociants, spéculateurs, banquiers, arbitragistes, tendent à la rétablir.

Deux mots sur la cote des matières métalliques :

L'or et l'argent se traitent en barres au titre de 1.000/1.000, c'est-à-dire absolument purs de tout alliage.

Or. — Les cours se cotent en tant pour mille de prime ou de perte et sont basés sur la valeur en monnaie d'un kilogramme d'or, déduction faite des frais de frappe, soit net 3.437 francs pour un kilogramme.

Argent. — Depuis le 2 janvier 1901, les cours se cotent en francs, c'est-à-dire que la cote officielle exprime en francs et centimes le prix du kilogramme d'argent fin.

VI

La Bourse de Paris pendant la guerre.

a) Le marché des valeurs mobilières. b) Le marché des changes.

Bien que nous nous soyons proposé de traiter la présente étude d'après le mode didactique, et sans avoir égard aux contingences, nous ne résistons pas au désir d'examiner le rôle de la Bourse pendant la guerre, tellement cette question brûle, pour ainsi dire, notre sujet. Mais nous ferons une réserve à cet égard : la guerre n'étant pas finie, force nous est de nous limiter à l'époque où nous écrivons (15 novembre 1916). Encore doit-on admettre que plus d'un événement rapporté recevra, par le recul du temps et grâce à la sagacité de ceux qui nous compléteront, sa pleine et entière signification.

Les événements qui, dès le 23 juillet 1914, semblaient annoncer la guerre, trouvèrent la Bourse en assez mauvaises dispositions. En raison de nos difficultés politiques intérieures, de la situation budgétaire considérée comme très obscure par tous les financiers, des après discussions à l'occasion de mise en vigueur prochaine de l'impôt sur le revenu, des armements de l'Allemagne à laquelle on avait répondu en France par le vote de la loi militaire de trois ans, de l'ajournement, en décembre 1913, d'un projet d'emprunt de 1.300 millions auquel il venait d'être insuffisamment remédié par un emprunt de 805 millions 3 1/2 % amortissable, dont les arrérages seraient soumis à l'impôt, le marché de nos fonds publics avait assez mauvaise allure. La rente de 3 % continuait sa marche descendante : Alors qu'en fin 1912, elle était aux environs de 90 francs, en fin 1913 à 85,50, elle avait été cotée, le mercredi 22 juillet, 81,45, tombant, de jour en jour, du cours de compensation fin juin, 83,05. Le jeudi 23 juillet, le gouvernement austro-hongrois envoyait son ultimatum à la Serbie et les esprits étaient cependant assez éloignés de l'idée de guerre. La rente

	Cours de compensation 30 juin 1914	Derniers cours 25 juillet 1914
Parquet		
3 % Français.	83 05	78 »
Extérieure Espagnole.	88 65	85 28
Italien	96 60	93 50
Turc Unifié 4 %/o.	80 75	78 »
Serbe 4 %/o.	80 50	71 »
Russe consol. 4 %/o.	88 25	82 50
Banque de France	4.575 »	4.549 »
Crédit Foncier	890 »	864 »
Banque de Paris	1.510 »	1.225 »
Crédit Lyonnais.	1.590 »	1.432 »
Société Générale	766 »	680 »
Comptoir d'Escompte.	1.030 »	942 »
Crédit Mobilier	518 »	440 »
Banque russo-asiatique	650 »	612 »
Canal de Suez	4.980 »	4.500 »
Thomson-Houston	677 »	605 »
Omnibus	555 »	470 »
Métropolitain.	512 »	458 »
Electricité de Paris.	602 »	548 »
Ateliers Jeumont	394 »	360 »
Rio Tinto.	1.700 »	1.604 »
Boléo	665 »	622 »
Penarroya.	1.415 »	1.300 »
Coulisse		
Banque Centrale Mexicaine.	95 »	89 »
Balia Karaïdin	445 »	329 »
Butte and Superior.	203 »	190 »
Chino Copper	203 »	191 »
Maltzoff	685 »	628 »
Toula	1.000 »	815 »
Estrellas	159 »	145 50
Cape Copper.	75 »	67 50
Utah Copper.	291 »	275 »
Bakou	1.665 »	1.525 »
Rand Mines	151 »	138 50
Sosnowice (Tubes).	676 »	521 »

fléchit cependant quelque peu, mais le 27 juillet l'inquiétude fut grande et la rente tomba à 78. Encore l'intervention du syndic des agents de change s'exerça-t-elle dans un sens modérateur des offres. Le 28 juillet on cotait 77,25 seul cours.

Le tableau à la page suivante montrera quels étaient les cours le 25 juillet sur les principales valeurs, c'est-à-dire la veille du jour où tous les esprits considérèrent la guerre comme imminente. On sait que, en effet, le 28 juillet, l'Autriche déclarait la guerre à la Serbie.

Donc le 28 juillet, la guerre européenne était imminente et, les cours s'affaiblissant, il devint évident que la liquidation du 31 juillet serait désastreuse. Et si les événements se précipitaient, si les cours s'aggravaient, si les acheteurs perdaient des sommes dépassant ce qu'un capitaliste moyen peut perdre en bourse sans encourir la ruine, si les vendeurs livraient les titres, si les reporteurs, qui étaient des vendeurs de titres (puisque les reports avaient naturellement pour origine des achats en *liquidation précédente* suivis d'une revente en *liquidation courante*) voulaient leur argent, si des capitalistes nouveaux ne se présentaient pas, comment la liquidation pourrait-elle être effectuée ?

Or toutes ces hypothèses n'étaient point nées de l'imagination pessimiste des dirigeants de la Bourse (1). Quand se produit une violente crise, les acheteurs ruinés se dérobent ; ceux qui ne se dérobent pas veulent se faire reporter, mais les reporteurs, placeurs temporaires d'argent, qui ont choisi le report comme procédé de placement précisément pour avoir leur argent à la première alerte, ne veulent plus continuer leurs opérations. Quant à d'autres reporteurs bénévoles se présentant en crise ou à l'heure d'une menace de guerre, il faut qu'ils aient une singulière audace pour tenter l'aventure. Il ne s'en présente pas. Donc une incalculable débâcle était à craindre.

(1) V. Tchernoff, avocat à la Cour. La liquidation à la Bourse. *Journal des Économistes* du 15 février 1916.

Le 28 juillet, le syndic des agents de change, M. Rochet, se rendait chez M. Noulens, ministre des Finances, pour le mettre au courant de la situation. Les représentants de la coulisse furent reçus aussitôt après. On pouvait évaluer les livraisons de titres au Parquet des agents de change à 600 millions dont 400 millions provenant des reports (alors qu'au moment d'Agadir, la somme était de 1.600 millions). Les engagements de la coulisse représentaient environ 160 millions (1). Dès le lendemain, deux réunions des principaux banquiers eurent lieu au ministère. Mais ceux-ci étaient reporteurs, ils avaient besoin de leurs capitaux. Eventuellement soumis à une ruée des déposants, alors que, vraisemblablement, des décrets moratoires allaient paralyser leurs rentrées, comment pouvaient-ils venir en aide au marché financier autrement qu'en consentant à l'ajournement du règlement de leurs propres reports ? Et quant à la Banque de France, si la guerre éclatait, elle aurait à faire face à de lourdes charges nouvelles... Aucun refus péremptoire n'était opposé, mais dans le présent, le mieux paraissait d'ajourner la liquidation (2).

Mais le moyen ?... On eut recours à un expédient. Les agents de change prirent une décision renvoyant à fin août les opérations à fin juillet et le ministre des Finances l'homologa. Assurément le procédé n'était pas régulier. Les agents de change ne pouvaient ni modifier l'échéance des contrats, ni s'abstenir de prendre livraison par eux-mêmes, faute par les acheteurs de lever les titres, et le ministre, qui a le droit d'homologuer, sans doute, les règlements des agents de change sur des points spécifiés à

(1) Voir. Exposé des motifs du projet de loi sur les douzièmes provisoires de 1915. (*Le Temps* du 19 décembre 1914 l'a reproduit *in extenso*.) V. également Discours de M. Ribot. Interpellation de Monzie. *Journal officiel* du 24 septembre 1915.

(2) Georges Lachapelle. *Nos finances pendant la guerre*. Armand Colin, éditeur, p. 118.

La France n'est pas le seul pays où la principale Bourse des valeurs ait été fermée et la liquidation ajournée. Presque partout, à Londres, à New-York, il y a eu comme chez nous un ajournement sans date de la liquidation des opérations à terme. (Exposé des motifs du projet de loi sur les premiers douzièmes provisoires de 1915, présenté par M. Ribot, ministre des Finances.)

l'article 82 du décret du 7 octobre 1890, n'avait point pouvoir d'homologuer une telle décision qui ne rentrait pas dans les cas prévus. Pour comble, les coulissiers que la décision homologuée ne concernait pas, se prévalurent de l'assentiment ministériel et ajournèrent, eux aussi, la liquidation de juillet. Il n'y eut point de report des positions de juillet à août, point rétablissement de compte de liquidation faisant ressortir les différences à payer et à recevoir, les acheteurs fin juillet, les vendeurs fin juillet conservaient leurs positions « en l'air » (1), et la situation diplomatique et militaire alla s'aggravant au point que les protestations des intéressés ne purent même pas se faire entendre dans le pays dominé par d'autres préoccupations.

On sait ce qu'il advint : Le 1^{er} août, l'Allemagne déclarait la guerre à la Russie ; ce même jour, la France mobilisait. Le 2 août, l'Allemagne violait la frontière du Luxembourg et présentait la sommation à la Belgique d'avoir à lui ouvrir la sienne, à laquelle la noble nation répondait par un refus. Le 3, l'Allemagne déclarait la guerre à la France. Le 4, l'Angleterre, garante comme la France, la Russie — et la Prusse même — de la neutralité belge, déclarait la guerre à l'Allemagne... En même temps, dans le domaine économique furent prises, en France, les mesures destinées à pallier les effets des exigibilités de certaines créances.

Dès le 30 juillet, lendemain de la décision ajournant la liquidation, un décret avait limité à 50 francs par déposant et par quinzaine les remboursements à effectuer par les Caisses d'Épargne. Un décret du 1^{er} août prorogea les échéances des effets de commerce. Il fallut alors accorder moratorium aux sociétés de crédit. Le même jour, un décret les astreignit seulement à un premier versement de 250 francs augmenté de 5 % du montant des soldes créditeurs ; une loi du 5 août autorisa « le Gouvernement à

(1) La décision du 24 juillet 1914 dit inexactement que toutes les opérations étaient *reportées* au 31 août. En termes de bourse le *report* suppose une contre-opération au cours de compensation et une opération nouvelle à échéance suivante.

prendre dans l'intérêt général, par décret en Conseil des ministres, toutes les mesures nécessaires pour faciliter l'exécution ou suspendre les effets des obligations commerciales et civiles... », et quant à la Bourse, elle restait en état de suspension, sans marché à terme, désemparée, privée de ses auxiliaires appelés sous les drapeaux. Le 26 août, une seconde décision des agents de change, semblable à la première et tout aussi irrégulière, suivie de la même décision des coulissiers, ajourna à fin septembre la liquidation d'août.

Mais quand fin septembre arriva, la Bourse étant fermée, depuis le 3 du même mois, les pouvoirs publics, le siège principal de la Banque de France, étaient transférés à Bordeaux! Et le 27 septembre 1914 un décret, régulier celui-là, signé par M. Ribot ministre des Finances, qui avait succédé à M. Noulens, avait été rendu, conformément aux pouvoirs que détenait le Gouvernement, de la loi du 5 août 1914.

Le décret du 27 septembre 1914 est ainsi conçu :

Sont provisoirement suspendues toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats à terme antérieurs au 4 août 1914, de rentes, fonds d'Etat et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant.

Les sommes dues à raison de ces ventes, achats et reports seront augmentées d'un intérêt moratoire de 5 % l'an.

Les Bourses départementales continuèrent à fonctionner comme par le passé, mais leurs opérations à terme, d'ailleurs peu importantes et pour la plupart tributaires de celles de Paris, restèrent en suspens et furent liquidées, plus tard, en même temps que celles de Paris, par les mêmes procédés.

La victoire de la Marne, l'acte prodigieux de rétablissement que fit l'armée française, en sauvant Paris, permit de vastes espoirs. Le transfert à Bordeaux des pouvoirs publics, assurément précaire dans la pensée de ceux qui avaient dû s'y résigner, en fut encore écourté. Mais, pen-

dant même que la Bourse était suspendue, les questions posées par la suspension de la Bourse ne sommeillèrent point. Le ministre des Finances, M. Ribot, tint de nombreuses conférences avec M. Rochet, syndic des agents de change, M. Pallain, gouverneur de la Banque de France, les représentants des grands établissements de crédit, les coulisses des rentes et des valeurs ; et, pour simples que puissent paraître aujourd'hui les solutions qui furent adoptées plus tard, l'enfantement fut laborieux. Un grand nombre de combinaisons furent examinées, fouillées, puis écartées.

En attendant la réouverture de la Bourse, la Banque de France consentit, en novembre, d'avancer 200 millions aux agents de change, sous leur garantie solidaire par le procédé suivant : Les titres ayant fait l'objet des ventes des reporteurs seraient remis à la Banque de France, et cet établissement avancerait 40 % de la valeur à 5 % l'an, en sorte que la Banque aurait et la garantie des titres et celle des agents de change. *Encore* fallait-il que les titres fussent de la catégorie de ceux sur lesquels la Banque de France était autorisée à faire des avances. Bref, l'agent de change, considéré comme l'acheteur des titres vendus par les reporteurs, emprunterait, avec l'autorisation de ces reporteurs, à la Banque de France, puis avec le montant de l'avance, paierait un acompte au vendeur reporteur qui resterait créancier de la différence et bénéficierait des 5 % d'intérêts dus sur sa créance en vertu du décret du 27 septembre 1914 (1). La coulisse ne put bénéficier de la mesure en raison du caractère de valeurs de spéculation plus prononcé des titres négociés par son entremise, et puis, parce que son organisation sous forme de syndicat professionnel ne lui permettait pas un engagement distinct de la personnalité de ses membres. Il fut convenu encore que, lors de la réouverture de la Bourse, la clientèle des acheteurs serait sollicitée de lever la plus grande quantité de titres pos-

(1) La combinaison fut considérée comme trop compliquée. Peu de reporteurs la mirent à profit. Lors de la liquidation du 30 septembre 1915, les titres furent dégagés et l'avance de la Banque de France aux agents de change portée à 250 millions.

sible afin de dégager la masse des opérations en suspens.

Mais quand aurait-elle lieu, la réouverture de la Bourse? Le caractère offensif de la défensive de nos soldats, la promesse des établissements de crédit qu'ils renonceraient, au plus tard à la fin de l'année, à se prévaloir du moratorium facultatif des dépôts, grâce auquel ils avaient limité leurs rembourseurs, d'abord à 5 %, puis par échelons jusqu'à 75 %; l'éventualité du prochain rétablissement à Paris du siège de la Banque de France (il eut lieu effectivement le 31 décembre) permirent de fixer au 7 décembre 1914 la réouverture de la Bourse de Paris.

A midi, le 7 décembre 1914, le coup de cloche réglementaire annonça la réouverture de la Bourse. Peu de monde. Combien étaient partis, combien déjà étaient tombés au champ d'honneur! Autour de la corbeille déserte des agents de change consacrée à la tractation des opérations à terme, de rares habitués, dont quelques-uns en deuil, dont quelques autres, dans le costume désormais légendaire du poilu, se serrèrent les mains silencieusement, l'œil brillant. Les allées circulaires de la colonnade intérieure, un peu obscures, le long desquelles semblaient glisser quelques ombres, faisaient songer — on s'excuse du rapprochement — à quelque cloître, et, de la salle du fond, s'élevait, de temps en temps, résonnant dans le vide du monument, la voix triste et chevrotante d'un teneur de carnet formulant sa demande. Ici quelqu'un, doucement, contait sa peine; là quelque combattant de Charleroi ou de la Marne, disait ce qu'il avait vu, taisait ce qu'il avait fait, tandis que plus loin quelque fier-à-bras en jaquette menaçait un boche imaginaire... La cote fut quasiment nulle, contenant une centaine de cours, nominaux pour la plupart, alors que, jadis, il y en avait deux mille et davantage. Un seul cours fut coté sur la rente française, 72,50. Le dernier, 75 francs, remontait au 27 août. Il y eut une vingtaine de cours au marché en banque.

Mais peu à peu, lors des jours suivants, les opérations prirent un certain développement. Cependant le marché à terme ne fut pas rouvert; le marché au comptant seul fut

le siège de quelques négociations, raréfiées par de nombreuses mesures prises en vue de paralyser les négociations intéressant l'ennemi, qui pouvaient être proposées au marché français par la voie des pays neutres, qui, notamment, pouvaient avoir pour objet des titres volés au cours des pillages, qui pouvaient, même, émaner des nationaux plus ou moins légitimement désireux de procéder à des réalisations à n'importe quel prix.

Arrêtons-nous un instant à ce phénomène.

La restriction du marché a eu pour conséquence d'en entraver le libre jeu. Si, dans un marché large, les donneurs d'ordre peuvent compter sur un réglage en quelque sorte automatique résultant du concours des offres et des demandes, il n'en est pas de même quand les ordres sont peu nombreux, et surtout quand leur exécution doit être soumise à une surveillance d'ordre public. Et c'est pourquoi la Chambre syndicale des agents de change, — confirmant les avertissements donnés dès le début par les agents à leur clientèle, — a fait figurer en tête de la Cote officielle un avis aux termes duquel « l'exécution des ordres limités et non limités n'est pas garantie », ce qui exclut pour le donneur d'ordre la faculté de réclamer contre une non-exécution dans une séance où les cours cotés eussent en temps normal impliqué l'exécution nécessaire. Ajoutons que les Chambres syndicales des banquiers de la coulisse ont, sur ce point, suivi les mêmes errements que la Chambre syndicale des agents de change.

Cependant la surveillance du marché n'a pas eu seulement pour objet la tenue même des cours, nous l'avons dit. Pour des raisons de haute nécessité, elle a surtout assuré la mise en œuvre des restrictions concernant les titres émanant de l'étranger ou portant un timbre étranger (circulaire de la Chambre syndicale du 8 janvier 1916 amendée par celle du 14 du même mois).

On peut encore rattacher aux restrictions apportées à la négociation des valeurs mobilières la loi du 4 avril 1915, destinée à empêcher la vente des titres dont le propriétaire a été dépossédé par suite des faits de guerre; une

simple lettre recommandée adressée à l'établissement débiteur et au syndicat des agents de change suffira pour produire les effets des oppositions à paiement et à négociation, sauf aux intéressés à régulariser après la conclusion de la paix. Une mesure analogue fut prise en faveur des titulaires de polices d'assurances sur la vie à ordre ou au porteur, de bons de capitalisations et d'épargne, à cette différence près que l'opposition par simple lettre n'est qu'une opposition à paiement, et non pas une opposition à négociation, puisque les valeurs ne sont pas négociées à la Bourse (loi du 1^{er} août 1916).

Le respect de l'ordre chronologique nous obligerait, sans doute, à aborder maintenant la liquidation du 30 septembre 1915, mais, pour rester dans le sujet immédiat, c'est-à-dire dans la question des mesures qui devaient contrarier l'essor de la Bourse, force nous est de mentionner une disposition qui lui interdit de bénéficier de l'afflux de valeurs nouvelles.

Il fallait évidemment s'attendre à ce que le Gouvernement qui exerçait, pour les besoins de l'Etat, sa main-mise sur toutes les forces vives du pays, s'attribuât la surveillance étroite des appels au crédit, dans le but ou de les réserver à son usage propre ou de ne les permettre qu'en faveur des industries de la défense nationale. De là la loi du 31 mai 1916, publiée au *Journal officiel* du 1^{er} juin, sauf dérogation à autoriser par arrêté ministériel, qui interdit : « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France » de toutes espèces de valeurs françaises ou étrangères. La défense est édictée jusqu'à une date à fixer par décret en conseil des ministres après la cessation des hostilités. Empressons-nous d'ajouter que l'autorisation gouvernementale fut accordée sans peine à des industries qui purent justifier d'un intérêt évident. Les sociétés empruntèrent par voie d'augmentation de capital ou par émission d'obligations (1).

Toutes ces mesures ont eu, somme toute, pour effet de

(1) Consulter collection du *Bulletin des annonces légales obligatoires* à la charge des sociétés financières.

le siège de quelques négociations, raréfiées par de nombreuses mesures prises en vue de paralyser les négociations intéressant l'ennemi, qui pouvaient être proposées au marché français par la voie des pays neutres, qui, notamment, pouvaient avoir pour objet des titres volés au cours des pillages, qui pouvaient, même, émaner des nationaux plus ou moins légitimement désireux de procéder à des réalisations à n'importe quel prix.

Arrêtons-nous un instant à ce phénomène.

La restriction du marché a eu pour conséquence d'en entraver le libre jeu. Si, dans un marché large, les donneurs d'ordre peuvent compter sur un réglage en quelque sorte automatique résultant du concours des offres et des demandes, il n'en est pas de même quand les ordres sont peu nombreux, et surtout quand leur exécution doit être soumise à une surveillance d'ordre public. Et c'est pourquoi la Chambre syndicale des agents de change, — confirmant les avertissements donnés dès le début par les agents à leur clientèle, — a fait figurer en tête de la Cote officielle un avis aux termes duquel « l'exécution des ordres limités et non limités n'est pas garantie », ce qui exclut pour le donneur d'ordre la faculté de réclamer contre une non-exécution dans une séance où les cours cotés eussent en temps normal impliqué l'exécution nécessaire. Ajoutons que les Chambres syndicales des banquiers de la coulisse ont, sur ce point, suivi les mêmes errements que la Chambre syndicale des agents de change.

Cependant la surveillance du marché n'a pas eu seulement pour objet la tenue même des cours, nous l'avons dit. Pour des raisons de haute nécessité, elle a surtout assuré la mise en œuvre des restrictions concernant les titres émanant de l'étranger ou portant un timbre étranger (circulaire de la Chambre syndicale du 8 janvier 1916 amendée par celle du 14 du même mois).

On peut encore rattacher aux restrictions apportées à la négociation des valeurs mobilières la loi du 4 avril 1915, destinée à empêcher la vente des titres dont le propriétaire a été dépossédé par suite des faits de guerre; une

simple lettre recommandée adressée à l'établissement débiteur et au syndicat des agents de change suffira pour produire les effets des oppositions à paiement et à négociation, sauf aux intéressés à régulariser après la conclusion de la paix. Une mesure analogue fut prise en faveur des titulaires de polices d'assurances sur la vie à ordre ou au porteur, de bons de capitalisations et d'épargne, à cette différence près que l'opposition par simple lettre n'est qu'une opposition à paiement, et non pas une opposition à négociation, puisque les valeurs ne sont pas négociées à la Bourse (loi du 1^{er} août 1916).

Le respect de l'ordre chronologique nous obligerait, sans doute, à aborder maintenant la liquidation du 30 septembre 1915, mais, pour rester dans le sujet immédiat, c'est-à-dire dans la question des mesures qui devaient contrarier l'essor de la Bourse, force nous est de mentionner une disposition qui lui interdit de bénéficier de l'afflux de valeurs nouvelles.

Il fallait évidemment s'attendre à ce que le Gouvernement qui exerçait, pour les besoins de l'Etat, sa main-mise sur toutes les forces vives du pays, s'attribuât la surveillance étroite des appels au crédit, dans le but ou de les réserver à son usage propre ou de ne les permettre qu'en faveur des industries de la défense nationale. De là la loi du 31 mai 1916, publiée au *Journal officiel* du 1^{er} juin, sauf dérogation à autoriser par arrêté ministériel, qui interdit : « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France » de toutes espèces de valeurs françaises ou étrangères. La défense est édictée jusqu'à une date à fixer par décret en conseil des ministres après la cessation des hostilités. Empressons-nous d'ajouter que l'autorisation gouvernementale fut accordée sans peine à des industries qui purent justifier d'un intérêt évident. Les sociétés empruntèrent par voie d'augmentation de capital ou par émission d'obligations (1).

Toutes ces mesures ont eu, somme toute, pour effet de

(1) Consulter collection du *Bulletin des annonces légales* obligatoires à la charge des sociétés financières.

restreindre les opérations, cependant sur le terrain déblayé, de nouvelles opérations ont pu préparer utilement le retour à la vie normale du marché.

Parmi les mesures qui opérèrent un déblayage salutaire, il faut citer le retrait du marché financier de la majeure partie des titres de l'emprunt 3 1/2 % amortissable. On sait qu'un emprunt de 805 millions de francs avait été émis le 7 juillet 1914, en rentes 3 1/2 % amortissables, au prix de 91 francs. Un premier quart devait être versé le 7 juillet, un second le 17 juillet, c'est-à-dire à la répartition, les deux autres quarts les 16 septembre et 16 novembre 1914. Comment assurer les versements des souscripteurs ? Si les acheteurs à terme ne prenaient pas livraison, les vendeurs qui avaient souscrit une quantité plus considérable qu'ils ne pouvaient garder et, à cause de cela, avaient vendu en Bourse, pourraient-ils libérer leurs titres ?

Un décret du 11 décembre 1914 établit que les porteurs qui, au 31 janvier 1915, auraient libéré leurs souscriptions, auraient droit de les porter aux emprunts futurs au prix d'émission de 91 francs.

Cette solution, élégante et nécessairement un peu coûteuse, aplanit toutes les difficultés. Les acheteurs levèrent peu à peu ; les vendeurs libérèrent puisque, à supposer les pires défaillances, ils auraient en mains des titres à l'état virtuel des nouveaux emprunts. La Banque de France facilita l'opération en consentant des avances en vue de la libération à 6 %. Effectivement les titres de rente 3 1/2 % amortissables ont été admis aux emprunts 5 % de la Défense nationale.

Cependant la liquidation des opérations de juillet était depuis longtemps réclamée. Posée, il est vrai, dès la première heure, elle semblait ne pas vouloir aboutir ; les pointages, l'examen de multiples projets venus d'un peu partout, les négociations avec les établissements de crédit et la Banque de France prenaient un temps considérable, et certaines résistances qui se manifestaient compliquaient le problème. Le syndic des agents de change, M. Rochet, dont la santé, bien avant la guerre, avait été ébranlée par un

accident de voiture, résigna ses fonctions, trahi par ses forces physiques, après avoir fourni un labeur écrasant, et peu après, le président de la coulisse, M. Gaston Dreyfus, épuisé, mourrait à la tâche, des suites d'une congestion pulmonaire. Ses collègues lui donnèrent M. Paureau pour successeur.

La démission de M. Rochet, syndic des agents de change, date du 29 juin 1915. Le nouveau syndic, M. P. Deseilligny, apporta à l'élaboration d'une combinaison, qui d'ailleurs aboutit, une activité nouvelle. Dans le courant d'août, la liquidation était décidée. Elle était, d'ailleurs, voulue en haut lieu non moins énergiquement.

Car la nécessité d'un grand emprunt se faisait sentir. Le gouvernement avait eu recours jusqu'à présent à la Banque de France, aux émissions de Bons et d'Obligations de la Défense — dont les titres ne sont pas cotés en Bourse — mais qu'il importait de consolider dans une proportion donnant de l'aise à notre Trésorerie. Il fallait aussi se procurer des ressources nouvelles non remboursables à plus ou moins bref délai. Sans doute, il faudrait coter à la Bourse les titres du nouvel emprunt pour offrir aux souscripteurs ayant besoin d'argent, quelque jour, la faculté de réaliser facilement les titres. Mais comment leur donner ce moyen si la situation des intermédiaires était en suspens, si les débiteurs qui avaient termes indéfinis, mais pouvant prendre fin à plus ou moins brève échéance, étaient, par là-même, dans l'impossibilité de souscrire, et si les reporteurs ne rentraient pas dans leur argent ?

L'imminence de la liquidation rendit aux agents de change la confiance publique un instant ébranlée. Le monopole plusieurs fois séculaire de ces intermédiaires avait été violemment critiqué.

En 1898, ce monopole avait été renforcé par un procédé faisant du coulissier, qui eût désormais négocié les valeurs admises au parquet, un contrevenant fiscal ; le tarif des courtages avait été, sans doute, abaissé, mais la solidarité des agents de change avait été proclamée par un décret, — celui du 29 juin 1898 — et il avait semblé alors que ce ren-

forcement faisait à la Bourse des valeurs une armature à toute épreuve. Quoi donc ? La forteresse financière ne tenait pas au premier choc ?... Les critiques avaient été amères, et, chose curieuse, elles étaient parties de ceux-là même qui avaient pris parti, jadis, pour la modification de 1898, inexactement appelée d'ailleurs « réorganisation du marché financier », tandis que certains publicistes adversaires de la mesure, avaient fait taire leurs critiques d'autrefois, en se demandant quelle organisation aurait pu résister au choc formidable causé par une guerre qui menaçait de bouleverser toute l'Europe et devait avoir des répercussions mondiales. Le ministre des Finances, M. Ribot, qui, lorsqu'il était président du Conseil, en 1893, avait préconisé des mesures favorables au monopole des agents de change, (celles qui ne furent réalisées qu'en 1898, sous le ministère de M. Méline, par le ministre des Finances, M. Cochery), avait adressé, en 1914, aux agents de change, quelques jours après la réouverture de la Bourse, quelques paroles menaçantes. Dans l'exposé des motifs du projet de loi sur les premiers douzièmes provisoires de 1915, il s'était exprimé comme suit : « Nous aurons à examiner plus tard quelles mesures seront à prendre pour rendre à ce marché toute l'ampleur qu'il doit avoir par une modification bien étudiée de son organisation qui n'est plus — tout le monde le reconnaît — en rapport avec les nécessités présentes. » L'imminence de la liquidation fit oublier tout cela. Les critiques s'évanouirent, et l'union sacrée sur le terrain financier ne fut plus obscurcie, à part quelques rares manifestations de partisans de systèmes de liquidation différents de celui qui aboutit et fut réalisé.

La liquidation fut fixée au 30 septembre 1915. Elle avait pour condition une certaine modification du moratorium de la Bourse. Etant donné que, chez M. X, agent de change ou coulissier, M. A est acheteur et que M. B est vendeur, que l'agent intermédiaire X ne peut faire prendre livraison des titres par A, tandis que B ne peut obliger M. X à prendre livraison aux lieu et place de M. A, et cela parce qu'un moratorium s'y oppose, il va de soi que la liquida-

tion qui se traduira, soit par des livraisons, soit par des reports successifs des parties avec paiements des différences, aura pour condition quelque modification de la mesure qui faisait obstacle à toute demande en justice d'exécution des contrats.

Donc le 15 septembre 1915 le décret suivant fut rendu :

Article premier. — Les intérêts moratoires dus à raison des opérations à terme effectuées dans les bourses de valeurs et dont le règlement a été ajourné, seront exigibles à partir du 4 octobre prochain.

Art. 2. — Les différences dues à la suite de la liquidation qui aura lieu à la fin du présent mois seront payables, savoir :

10 % le jour des règlements de ladite liquidation, et

10 % les jours des règlements des liquidations de fin octobre 1915 à fin juin 1916.

Quant aux différences qui seront dues à la suite des liquidations postérieures à celles de la fin de septembre, elles seront exigibles lors de ces liquidations conformément aux règlements en vigueur.

Art. 3. — Les débiteurs pourront, conformément à l'article 1244, paragraphe 2, du Code civil, obtenir des délais supplémentaires. Le président du tribunal civil statuera par ordonnance de référé, exécutoire nonobstant appel.

Art. 4. — Les sommes dues de la fin d'octobre 1915 à la fin de juin 1916, ainsi que celles pour lesquelles des délais supplémentaires auront été accordés par le président du tribunal civil, seront augmentées d'intérêts moratoires à raison de 6 % par an.

Art. 5. — Les dispositions de l'article 69 du décret du 7 octobre 1890 seront applicables aux débiteurs qui n'auront pas rempli les obligations résultant des articles ci-dessus.

Art. 6. — Sont suspendues provisoirement toutes demandes de paiement à l'égard des débiteurs présents sous les drapeaux ou habitant des portions du territoire envahi.

Art. 7. — Sous réserve des dispositions ci-dessus concernant le paiement des intérêts moratoires et les différences, demeurent provisoirement suspendues, sauf à l'égard des sujets des nations ennemies, toutes demandes de paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats antérieurs à la publication du présent décret, de rentes, fonds d'Etat et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant.

Peu d'explications seront maintenant nécessaires : Le moratorium n'est pas levé. L'acheteur ne peut être contraint de prendre livraison. Le vendeur ne peut obliger ni l'acheteur, ni l'intermédiaire, à exécuter le contrat à défaut de l'acheteur ; mais comme les différences seront dues et devront être payées à telles et telles conditions (faute de quoi l'acheteur, s'il n'est mobilisé, pourra être exécuté), les achats et par conséquent les ventes, feront l'objet nécessairement de reports successifs, faisant apparaître ces différences.

Les agents de change ne profitèrent pas du moratorium. En d'autres termes, dispensés provisoirement de prendre livraison, puisque le moratorium était non levé, mais modifié seulement, ils empruntèrent 75 millions par bons 6 %, remboursables en vingt ans, ils obtinrent de la Banque de France que le crédit de novembre 1914 fût porté à 250 millions ; ils obtinrent en outre du Trésor (1) une aide importante et purent lever les titres des reporteurs. D'accord avec le ministre des Finances qui voulait témoigner au marché libre de la coulisse une sollicitude qui n'était qu'un juste hommage rendu aux services rendus par cet élément au crédit public, la Compagnie des agents de change prêta 35 millions au Syndicat des banquiers en valeurs (2) qui devait lui-même en prêter 5 à la coulisse des rentes. Malheureusement les 35 millions ne permettaient pas à la coulisse de prendre livraison des titres livrés par les reporteurs. En coulisse, acheteurs et vendeurs furent reportés de mois en mois, et les 35 millions prêtés au Syndicat des valeurs lui permirent de payer les différences dues aux créditeurs. Pour lui permettre de lever les titres il lui eût fallu environ 160 millions. Or, sur les 35 millions, d'ailleurs

(1) J'ai pris l'engagement de remettre des bons du Trésor sans intérêts pour une somme peu considérable, 50 millions et 35 millions d'autre part, à condition qu'ils seraient renouvelés tous les trois mois pendant deux ans. Je n'aurai pas un centime à décaisser. C'est une garantie sous une forme tout à fait comptable que le Trésor donne pour faciliter l'opération (Discours de M. Ribot, 23 septembre 1914. Interpellation de Monzie).

(2) Les inconvénients nés du défaut de personnalité juridique de la coulisse furent solutionnés par la création d'une caisse de règlements sous forme de société anonyme.

insuffisants, il lui fallait remettre, ainsi qu'il avait été convenu, environ 5 millions à la coulisse des rentes (exactement 4.300.000).

Cette dernière somme était elle-même insuffisante à la coulisse des rentes pour le paiement intégral des différences qui lui étaient dues. La clientèle acheteur à des cours variant de 83,50 à 81 et débitrice en sus d'intérêts de retard, ne pouvait être légalement contrainte de payer ses dettes, puisque l'exercice de la profession de coulissiers en rentes est contraire à la loi, puisque la coulisse des rentes est seulement *tolérée*. Or un acheteur (au cours, supposé ici, de 82,50) de 3.000 francs de rente 3 %, c'est-à-dire d'une unité de spéculation, perdait, déduction faite des coupons à porter à son crédit, mais imputation faite à son débit des intérêts moratoires, s'il était liquidé au cours de compensation de 66,50 (décidé d'avance par le parquet des agents de change), *la somme considérable de 27.812 francs!* Comment payer les crédateurs, si les clients débiteurs ne payaient pas!... Les coulissiers furent donc obligés de fixer un cours de compensation faisant ressortir des différences égales au montant exact de ce qu'ils pouvaient payer; le cours fut 79 fr. 85. Les malheureux coulissiers à la rente encouragés depuis plus d'un siècle à exercer leur profession, parce qu'il y avait intérêt à ce que le marché des rentes fût large et même fût libre, ces gens à qui la loi cependant n'accordait aucune action contre leur clientèle, tandis qu'ils resteraient exposés à des peines sévères pour exercice d'une profession qu'il importait paraît-il au crédit public de tolérer, furent réduits à cet expédient. On ne saurait refuser aux agents de change venus à leur secours parce qu'on était venu au leur, le bénéfice moral de leur avance, mais, au point de vue doctrinal, en tant qu'on s'appuie sur les faits, on ne saurait conclure contre le principe d'un marché libre réglementé ou non, en raison des mécomptes engendrés par la pratique d'un tel système, alors qu'on le réduit à la pire des conditions.

La différence des cours de compensation fixés au Parquet et en coulisse pour la liquidation des rentes françaises

a eu des conséquences évidemment singulières. Les spéculateurs qui avaient acheté au Parquet et vendu en coulisse dans les séances qui ont précédé la guerre se sont trouvés dans la situation suivante : ayant fait leurs deux opérations aux environs du cours de 82 francs par exemple, ils se sont vu liquider au Parquet par une revente au cours de 66,50, d'où une perte de 15 fr. 50 par 3 francs de rente, tandis qu'en coulisse on les liquidait par un rachat à 79,85, cours de compensation fixé par la coulisse, soit un écart de 2 fr. 15 seulement. Perte sèche : 13 fr. 35. Pour des donneurs d'ordre qui avaient acheté et vendu au même cours, la déception était forte, et le résultat, il faut le reconnaître, d'aspect un peu contradictoire.

Contre ce résultat donc, certains se sont insurgés, et ils ont porté leur querelle devant les tribunaux, en assignant le coulissier qui les avait ainsi liquidés à un cours arbitraire. Mais, ainsi que nous l'avions fait prévoir (1), ils n'avaient guère chance de gagner leur procès : l'article 76 du Code de commerce, qui confère aux agents de change le monopole des négociations, établit, comme sanction de la règle, le refus d'action opposé à quiconque l'a enfreinte : pas d'accès au prétoire pour aucune des deux parties, — banquier ou donneur d'ordre — qui ont empiété sur le monopole ! Et c'est pourquoi le Tribunal de Commerce a jugé comme il devait juger : il a écarté la réclamation formulée contre la liquidation effectuée par le coulissier en rente française (2).

Le résultat peut choquer l'équité ; mais il est de ceux qu'implique toute solution empirique, surtout quand elle intervient dans un régime lui-même empirique tel que celui qui régit présentement le marché.

Les reports n'eurent plus lieu en coulisse des rentes. Le cours de compensation fut un cours de liquidation. Au contraire, ainsi qu'il a été expliqué (3), les reports se sont

(1) *Cote de la Bourse et de la Banque* du 27 octobre 1915.

(2) Jugement du 11 janvier 1916 ; v. *Cote de la Bourse et de la Banque* du 14 janvier.

(3) Voici les principaux cours de compensation (à rapprocher du cours exposé, *suprà*, peu avant la déclaration de guerre) : 3 % au parquet : 66,50.

effectués de mois en mois en coulisse des valeurs, de quinzaine en quinzaine ou de mois en mois suivant les cas, au Parquet des agents de change. Cependant il importe de considérer que les agents de change ayant levé les titres des reporteurs, sont, pour ces mêmes titres, reporteurs de leurs clients. La Chambre syndicale des agents de change, faisant office d'un agent de change supplémentaire, est reporteur de l'agent de change, lui-même reporteur de son client, cela pour sauvegarder la défense légale faite à l'agent de change de faire la contre-partie de sa clientèle (1).

En somme, la liquidation du 20 septembre 1915 fut œuvre utile. A chaque liquidation postérieure, les positions se sont quelque peu dégagées.

La Bourse a repris sensiblement ; nombre de valeurs ont atteint un cours égal ou supérieur au cours d'avant la guerre ; il est vrai que ce sont des valeurs de guerre françaises et russes, quelques valeurs minières sud-africaines, et, à ce sujet, la question s'est posée avec une certaine vivacité dans la presse financière, de savoir si les spéculateurs qui ont récupéré leurs pertes — d'aucuns se sont même trouvés en bénéfice — ne pouvaient être contraints, par les intermédiaires, à liquider leur situation, afin de déblayer les positions à terme, de faire à cet égard place nette, en vue des jours où les intermédiaires seraient conviés à de nouveaux efforts. La négative semblant prévaloir, un décret est sollicité.

Les agents de change, les coulissiers ont donné le concours le plus large aux opérations de crédit entreprises par l'Etat, ils se sont entremis avec empressement au place-

Extérieure : 87,70. Italien : 79. Turc Unifié : 60. Serbe 4 % : 68,70. Russe Consol. : 70,95. Banque de France : 41,65. Crédit foncier : 629. Banque de Paris : 805. Société générale : 490. Comptoir national d'Escompte : 655. Crédit mobilier : 337. Banque Russo-asiatique : 395. Suez : 4.000. Thomson-Houston : 525. Omnibus : 420. Métropolitain : 393. Electricité de Paris : 445. Jeumont : 225. Rio-Tinto : 1480. Boléo : 563. Penarroya : 1305.

En coulisse. Banque centrale mexicaine : 74. Balia : 304. Butte and Superior : 420. Chino Copper : 260. Maltzoff : 466. Tola : 1.040. Estrellas : 118. Cape Copper : 72. Utah : 390. Bakou : 1200. Rand Mines : 116. Sosnowica (Tubes) : 348.

(1) Art. 85 du Code de Commerce.

ment des Bons et des obligations de la Défense nationale, aux souscriptions, aux emprunts, aux opérations de prêts à l'Etat des titres étrangers des pays neutres. Le 13 août 1916, un décret a autorisé les agents de change à élever le tarif de leurs courtages, et s'il est vrai que cette mesure n'a pas rencontré une approbation unanime (on peut voir au rapport au Président de la République qui sert d'exposé des motifs au décret (1) que la Chambre de Commerce a émis le vœu, que le Conseil d'Etat a émis l'avis que le nouveau tarif fût provisoire), le rapport de M. Ribot sur la mesure contient, sur le rôle de la Bourse dans la reprise générale, les lignes suivantes :

Déjà, la liquidation du 30 septembre 1915 a dénoué la plus terrible crise que la Bourse ait jamais connue, la cotation des valeurs s'effectue en toute sincérité, alors qu'ailleurs toute cotation même est supprimée; la Bourse donne son concours aux opérations de crédit de l'Etat et son activité renaissante est entretenue de la plus heureuse manière par les transactions qui ont lieu sur les titres du grand Emprunt national. La moyenne journalière des opérations au comptant se chiffre actuellement par une somme d'environ 14 millions de francs. Elle était, avant la guerre, d'environ 23 millions. Sur ce chiffre de 14 millions, la part afférente aux négociations sur la rente 5 % dépasse chaque jour 6 millions de francs.

Les souscriptions portées par les grandes banques et par les organes de la Bourse à l'emprunt 5 % de 1915 furent considérables. Voici les principales, en millions de francs :

Banque de France	2.963.570
Crédit Lyonnais	1.657.526
Société Générale.	879.824
Comptoir national d'Escompte	786.762
Crédit Industriel et Commercial. . . .	343.910
Société des Banques de provinces . . .	281.554
Crédit Foncier	136.405

(1) *Journal officiel* du 13 août 1916.

La Chambre syndicale des agents de change a apporté à la souscription une somme totale de 937.706.600 fr. (1). Quant au marché libre, il aurait apporté, par les souscriptions faites chez les membres des trois syndicats, 75 millions dont 70 par le Syndicat des banquiers en valeurs qui concourut pour 127 millions au placement des *Bons*, pour 129 millions aux *obligations* de la Défense nationale.

Au second emprunt, effectué en octobre 1916, à peine clos au moment où nous écrivons, les souscriptions faites par les soins des agents de change se sont élevées à 481 millions, et celles faites par le Syndicat des Banquiers en valeurs ont atteint 50 millions. Les membres du Syndicat des Banquiers au comptant ont souscrit sans passer par l'intermédiaire de leur syndicat.

*
* *

Le marché des changes, d'essence absolument internationale, devait, plus encore que celui des valeurs de Bourse (actions, obligations, parts, etc...) être touché par la grande guerre européenne.

Et, de fait, dès l'ouverture des hostilités, le désarroi qui se produisit au sein des Bourses de valeurs des diverses places et la fermeture presque immédiate de ces établissements paralysèrent complètement le marché des changes.

Comment, en effet, négociier des devises sur l'étranger au milieu du tumulte de la mobilisation, en l'absence de toute indication sérieuse étrangère (les arbitrages se trouvant suspendus); comment les acquérir dans l'ignorance où l'on se trouvait des possibilités d'utilisation, ces devises devant être transportées à l'étranger et transformées en numéraire dans un délai qui excède rarement trois mois?

Dès le 30 juillet 1914, les négociations furent suspendues et la cote officielle cessa d'être publiée (2). Ce n'est que

(1) Les chiffres précédents sont extraits d'un rapport à la Chambre des députés présenté le 14 mars 1916, cité par M. G. Cerfberr de Médelsheim : *Le nerf de la guerre*, les ressources de la Défense nationale. Berger-Levrault, édition 1916. Les chiffres du marché libre nous ont été fournis par les organes des syndicats.

(2) Les cours furent publiés à titre de renseignements par tous les journaux, sans posséder la sanction de l'inscription à la cote officielle.

le 26 juillet 1915, presque un an après la déclaration de guerre, que la cote officielle reprit la publication des cours des changes.

Cependant la clarté ne tarda pas à se faire dans les esprits. Sans doute on ne songea pas à acquérir des devises sur les pays ennemis, notamment sur l'Allemagne et sur l'Autriche, mais les commerçants, les industriels, les particuliers qui avaient des règlements à effectuer en Angleterre, en Espagne, aux Etats-Unis furent bien obligés de chercher le moyen de payer leurs dettes, faute de quoi ils eussent perdu tout crédit.

Au surplus, nos troupes, dans un sursaut splendide, venaient d'arrêter sur la Marne et devant Paris l'envahisseur formidablement armé. Après la stupeur et l'émoi, l'espérance du succès final des Alliés fut renforcée. Aussi le marché des changes, virtuellement suspendu pendant tout le mois d'août 1914 et le début de septembre, se réveilla-t-il vivement.

Malgré la suspension de la Cote Officielle, les négociations des changes reprirent sur une large échelle. Fait digne de remarque, d'octobre 1914 à février 1915, tous les changes nous furent favorables, sauf celui d'Amsterdam, en légère prime.

Mais à partir de ce moment, un revirement se produisit. En haut lieu, les lacunes de notre organisation, les insuffisances de nos approvisionnements et de notre armement apparurent en même temps que s'affirma la nécessité de recourir très largement à l'étranger, c'est-à-dire aux pays neutres ou amis. Il fallut pratiquer au dehors de gros achats de vivres, de matières premières, d'outillage, d'armes, de munitions; toutes choses qui se traduisent par des règlements à effectuer à l'étranger, et, par conséquent, par la recherche de devises étrangères.

Comme le faisait remarquer, en mai 1915, à la tribune de la Chambre, le ministre des Finances, la situation se modifiait du tout au tout. En temps normal, nous payions facilement nos dettes à l'étranger car, bien que les importations dépassent en France notablement les exportations,

la balance était en réalité en notre faveur, parce que nous avions sur l'étranger des créances importantes résultant de nos placements, et parce qu'aussi beaucoup d'étrangers venant dans notre pays y laissaient des sommes considérables. Or ces éléments favorables aux changes disparaissant, et il fallut faire face à un excédent de paiements à effectuer au dehors qui atteignait mensuellement 250 millions de francs et qui allait continuer de s'élever jusqu'à près de 600 millions par mois.

Aussi, nos changes montèrent-ils presque sans arrêt. Leur tension commença à inquiéter vivement tous ceux, fort nombreux, qui avaient des règlements à effectuer à l'étranger.

A ce moment, des écrivains n'hésitèrent pas à faire appel au Gouvernement pour qu'il prît en mains le marché des devises et qu'il fixât les cours. Certains allèrent même jusqu'à préconiser la réquisition des changes, car la hausse, selon eux, n'était que le fait de la spéculation...

Les banquiers ayant voulu s'enfermer dans la salle où s'effectuent leurs négociations, particulières il est vrai, mais où est confectionnée la cote des changes, de vives protestations s'élevèrent. Quelques boursiers n'hésitèrent pas à prétendre qu'ils interdisaient au public l'entrée de leur salle pour mieux arranger les cours à leur façon... Évidemment les courtiers avaient tort de s'enfermer, puisque le marché doit être public. Ils le comprirent et rouvrirent leur porte, mais les cours ne fléchirent point pour cela.

Pressé de réglementer les cours et, au besoin, de centraliser en quelques mains les changes, le Gouvernement, se rendant compte que le singulier remède qu'on préconisait serait sans portée et sans efficacité, résista énergiquement, parce que, en matière de change, il n'appartient pas à tel ou tel pays de fixer des cours qui, au même moment, doivent s'établir normalement à la *parité* sur les deux places intéressées.

Au surplus, les représentants de la haute banque et de nos grands établissements de crédit, réunis en juillet 1915 sous la présidence du baron de Rothschild, lui avaient adressé le mémoire suivant que nous reproduisons *in extenso*.

Le 1^{er} juillet 1915.

Le baron Edouard de Rothschild qui préside la réunion en expose le but.

Le ministre des Finances se préoccupe de la hausse désordonnée des changes. Après onze mois de guerre, alors que nos exportations ont diminué d'une façon considérable, que les étrangers s'abstiennent de visiter la France, que bon nombre de coupons extérieurs dus aux Français ne sont plus payés et que, d'autre part, nos importations augmentent tous les jours d'importance, il n'est pas étonnant que notre change se déprécie. Mais les sautes brusques qui se sont produites ces temps derniers et qui peuvent causer la panique et la spéculation, si elles n'en sont pas déjà l'effet, ne pourraient-elles pas être évitées par un meilleur emploi des ressources dont on dispose ?

A cet égard, le ministre des Finances a suggéré l'idée de la création d'un bureau de change qui centraliserait les ressources et contrôlerait les ventes de manière à éviter certains abus possibles, la spéculation et les exportations de capitaux.

La question ainsi posée donne lieu à une longue discussion dont les conclusions peuvent être ainsi résumées :

Tout d'abord, il me semble, en fait, de monopoliser les ressources à raison de la multiplicité de leurs provenances. Les Banques françaises et étrangères de toute importance : Banques privées, Sociétés, Etablissements de crédit, Changeurs, Remisiers, Coulissiers recueillent les moyens de change sous des formes variées, papier de commerce ou financier, titres, coupons. Certaines grandes firmes commerciales font aussi le commerce du change. Comment obliger l'universalité des collecteurs ou créateurs de change à céder toutes leurs ressources au Bureau de change ? L'établissement de ce Bureau n'empêcherait pas les transactions à côté.

L'expérience du monopole a d'ailleurs été tentée en Russie, elle n'a pas eu de succès.

Mais supposons le Bureau créé. Comment pourrait-il fonctionner ?

Et d'abord que devraient apporter les Banques au Bureau ?

Serait-ce la totalité de leurs ressources et en même temps le total de leurs demandes ? Chaque Banque n'aurait-elle pas au contraire la prétention assez justifiée de servir d'abord sa propre clientèle, autrement dit de faire balance entre ses ressources et ses besoins pour n'apporter au bureau que le solde ? Et puisque la balance économique nous est actuellement défavorable, le Bureau ne recevrait que des demandes, que ferait-il ?

Admettons que, par une opération de crédit, on lui procurât des ressources au jour de sa création, ne serait-il pas obligé de fournir du change à tous ceux qui justifieraient de besoins réels ? et qu'advierait-il une fois que les ressources seraient épuisées ? Ce serait la constatation officielle, publique, d'un excédent certain des besoins sur les ressources et la panique s'ensuivrait.

Il paraît bien clair que toute tentative de ce genre visant au fond au monopole du change, soit vouée à un échec désastreux.

Est-ce à dire qu'il n'y ait rien à faire dans les circonstances présentes pour parer, dans une certaine mesure, aux difficultés de la situation ?

Certains ont émis l'avis que toute mesure restrictive dans une matière où les causes morales ont leur influence ne pouvait avoir qu'un effet fâcheux.

Néanmoins il semble qu'il y ait eu à peu près unanimité pour penser que le ministère des Finances pourrait intervenir auprès des banquiers par l'intermédiaire du Gouverneur de la Banque de France.

Celui-ci devrait faire appel au patriotisme de tous et demander que d'une manière uniforme, pour l'emploi de leurs avoirs à l'étranger, ils s'imposent les restrictions suivantes :

- 1° Eviter de fournir du change aux Gouvernements étrangers sans autorisation du Gouvernement Français ;
- 2° Eviter de donner du change aux Banques étrangères établies en France, sauf justification de besoins commerciaux de leur clientèle française ;
- 3° Refuser absolument du change à ceux qui veulent expatrier des capitaux et spécialement acheter ou souscrire des valeurs mobilières à l'étranger.

En outre le Gouvernement devrait recommander aux Banquiers de faire tous leurs efforts pour se procurer des ressources au dehors par tous les moyens possibles n'engageant pas la Banque de France, ventes de titres, emprunts sur titres, etc...

Les Banquiers redoubleront d'efforts pour surmonter les difficultés énormes résultant de la situation économique. Mais ils font remarquer très respectueusement à Monsieur le Ministre des Finances que leur tâche serait grandement facilitée s'il était possible, sans nuire aux intérêts de la Défense Nationale et notamment en ce qui concerne les dépenses civiles, d'endiguer le flot montant des achats à l'étranger.

Étaient présents :

MM. baron Hottinguer, baron de Neuffize, Mallet, baron de Rothschild, Sergent, G. Heine, Lehideux, les représentants du Crédit Lyonnais, du Comptoir National d'Escompte de Paris, de la Société Générale, du Crédit Industriel et Commercial, de la Banque Française pour le Commerce et l'Industrie, de la Banque de Paris et des Pays-Bas, de la Banque de l'Union Parisienne.

En fait, la Banque de France s'acquitta de sa mission avec le plus grand tact et elle facilita les opérations en mettant quotidiennement à la disposition de nos commerçants et de nos industriels ou de leurs représentants les effets sur l'étranger qu'ils recherchaient. Rien qu'en 1915, c'est plus de 800 millions de francs de devises qu'elle fournit au marché. Elle put le faire grâce aux crédits qu'elle se fit ouvrir au dehors, conjointement avec d'autres Banques, et dont nous allons parler.

Tout d'abord, un emprunt de 500 millions de dollars fut conclu aux Etats-Unis dont la moitié au profit et à la charge de la France. En même temps, des crédits furent ouverts à Londres, au Trésor français, permettant de solder une importante partie du déficit de notre commerce extérieur avec la Grande-Bretagne.

Le gouvernement décida ensuite de racheter un certain nombre d'obligations américaines, placées en France, qu'il négocia aux Etats-Unis, ce qui lui permit de se procurer de nouveaux crédits à New-York, consacrés au même objet. Les titres rachetés furent des obligations Pennsylvania, Chicago, Milwaukee, New-York-New-Haven, Central Pacific, etc...

Mais tous ces crédits ouverts au profit de l'Etat, laissaient dans l'embarras nos industriels et nos commerçants qui essayaient, souvent en vain, de se procurer le change dont ils avaient besoin. Heureusement, par l'entremise et sous le contrôle de la Banque de France, un syndicat de Banques françaises obtint d'un consortium de Banques américaines un certain nombre d'ouvertures de crédits qui devaient être alimentées au moyen de traites tirées sur des établissements de banque des Etats-Unis et réescomp-

tables aux Fédéral Réserve Banks. Ce sont ces ouvertures de crédit qui figurent aux bilans de nos grandes Banques, notamment du *Crédit Lyonnais* et du *Comptoir d'Escompte* sous la désignation « Opérations de change à terme garanties ». Bien entendu, nombre d'autres crédits commerciaux furent obtenus sur des initiatives particulières.

Cependant l'extension prise par nos commandes à l'étranger et les formidables paiements à effectuer au dehors, obligèrent à rechercher de nouveaux moyens destinés à empêcher nos changes de poursuivre leur progression.

Depuis le milieu de 1915, en effet, malgré tous les moyens employés, malgré d'importants envois de métal jaune effectués au dehors pour faciliter les ouvertures de crédit consenties, nos changes marquaient une tendance très nette à accentuer leur tension. C'est alors qu'à l'instar de ce qui avait été fait en Angleterre, le ministère des Finances décida de procéder à une sorte de mobilisation des titres des pays neutres.

Les porteurs français de titres des pays neutres furent invités à prêter à l'Etat leurs titres, en l'autorisant à les affecter à la garantie d'opérations de change. Pour le cas où cependant la réalisation deviendrait nécessaire, le Trésor se réservait la faculté d'acheter les titres à un prix fixé. D'autre part, afin de permettre au prêteur de bénéficier de la plus-value que viendraient à acquérir les titres de la catégorie de ceux qu'il a remis à l'Etat, il fut décidé que la liquidation de sa créance pourrait être faite, à sa demande, non pas sur la base du prix primitivement fixé, mais sur celle du cours le plus haut coté durant le trimestre précédant l'annonce du rachat. Quant aux titres prêtés, ils sont représentés par des certificats négociables, de telle manière que le propriétaire peut, soit les vendre, soit les affecter en garantie d'emprunt.

Le Gouvernement, en renonçant sagement à vouloir monopoliser ou à exercer une réglementation des devises, afin d'en fixer arbitrairement les cours, comme certains le réclamaient, a donc mis véritablement en œuvre tous les

moyens dont il pouvait disposer pour remédier à la fâcheuse dépréciation de notre change, due presque exclusivement à cette rupture d'équilibre entre ce que nous avons à recevoir et ce que nous avons à payer à l'étranger.

Quand on ne peut trouver des changes en quantité suffisante, les cours de ces changes montent. Lorsque la demande est très forte, le gold-point se trouve atteint et même dépassé.

Le remède classique est l'envoi d'or, mais en pleine crise, en présence d'une avalanche de demandes dont on ne peut prévoir la cessation, et devant une contre-partie insignifiante, l'envoi d'or ne suffit plus. Ou du moins, il faudrait que le métal jaune fût envoyé en telle quantité que ce ne pourrait être sans dommage pour la garantie de la circulation fiduciaire intérieure qu'on ne peut perdre de vue.

Il en résulte que la seule conduite rationnelle à tenir c'est de pratiquer des envois d'or limités pour défendre le change dans les limites où la garantie de la circulation fiduciaire ne peut en souffrir sérieusement et à user de son crédit à l'étranger pour contracter des emprunts qui serviront à faire face aux demandes.

Quand, sur un marché, les devises tirées sur des tiers habitant l'étranger pour des créances commerciales et industrielles font défaut, et que, d'autre part, l'envoi d'or n'est pas possible, il faut recourir au papier de crédit, c'est-à-dire à des devises sans origine commerciale ou industrielle, mais simplement tirées sur des banques étrangères qui consentent à ouvrir des crédits aux tireurs. C'est ce qui a été fait.

Le crédit de la France, de l'Angleterre, des Alliés en un mot, est considérable ; nous en avons usé. Les banques des pays neutres auxquels nous passons d'énormes commandes nous ont ouvert des crédits, avec ou sans garanties, suivant les cas, ce qui nous a permis, en tirant sur elles, pour épuiser ce crédit, d'effectuer nos règlements.

Enfin, il convient de remarquer qu'en grande majorité les envois d'or n'ont été effectués qu'à titre temporaire.

Ils ne constituent pas des règlements en métal jaune mais seulement des remises d'or en nantissement de prêts. Cet or reviendra progressivement dans les caves de la Banque de France, à la fin des hostilités. On sait d'ailleurs que ces exportations d'or ont été compensées et au delà, par le public qui s'est empressé d'apporter à la Banque, dès le premier appel, et qui continue de lui apporter, les monnaies d'or qu'il possède.

Ces prêts d'or, pour la plupart faits à la Trésorerie Britannique, étaient indispensables pour permettre à l'Angleterre de conserver, en pleine guerre, la libre convertibilité de ses billets en métal jaune et, partant, lui assurer au dehors, en même temps qu'à tous ses Alliés, des crédits nombreux et importants dans des conditions aussi favorables que possible.

Toutes les mesures prises ont porté leurs fruits et, après deux ans de guerre, malgré les paiements extraordinaires que nous avons effectués à l'étranger, nos changes, du moins les principaux, ne subissent que des dépréciations peu élevées et tendent à s'améliorer à mesure qu'on se rapproche de l'issue du conflit et d'une paix glorieuse pour les Alliés.

Ajoutons que le ministère des Finances, toujours en vue d'améliorer nos changes, a édicté un certain nombre de prohibitions d'importation en vue de restreindre le plus possible l'importance de nos règlements au dehors. Ces prohibitions portent sur des objets de luxe, ou sur des choses non indispensables à la vie courante.

On se rendra un compte plus exact de l'allure du marché de nos changes, en examinant pour chacun d'eux quelle a été l'amplitude des variations qu'ils ont subies.

Notre change sur Londres qui exprime le cours à vue de la *livre sterling* est le plus intéressant, d'abord parce que l'Angleterre a très activement travaillé pour les besoins de notre Défense nationale, ensuite parce que Londres est devenu le clearing des Alliés. C'est en effet par cette place que passent la plupart des règlements effectués. Le cours

de la livre sterling fut dès le début des hostilités assez affecté sur notre place ; pendant presque tout le mois d'août 1914 il demeura au-dessous du pair. Il se releva légèrement en septembre et octobre pour redescendre un peu au-dessous du pair jusqu'en mars 1915. A partir de ce moment, on a assisté à une hausse presque continue de la livre sterling jusqu'en avril 1916, en raison des paiements de plus en plus considérables à effectuer à Londres ou par Londres, malgré les importantes remises du Royaume-Uni en France pour l'entretien de ses troupes. Le cours le plus haut fut pratiqué le 13 avril dernier. Depuis cette époque, grâce aux mesures prises, la livre sterling a fléchi de plus d'un point, à 27,80. Ce cours représente encore 2 points $\frac{1}{2}$ de hausse sur le pair (25,22 $\frac{1}{4}$).

Après le change sur Londres, celui sur New-York, indiqué par le prix à vue de 100 *dollars américains*, se recommande à l'attention en raison des importants envois de matériel effectués par les Etats-Unis, envois qui ont nécessité des paiements directs ou indirects considérables. Chose curieuse, sans raison plausible, les premiers jours de la guerre furent marqués par une réaction du dollar qui tomba, au début d'août 1914, à 4 fr. 75, soit une perte de plus de 8 % sur le pair (5,18). Ce n'est qu'à partir de la fin de 1914 que le prix du dollar put reconquérir le pair, puis s'établir franchement au-dessus du pair, en bénéficiant d'une prime moyenne de 13 %. Le plus haut cours noté fut pratiqué le 13 avril 1916 (607 fr.), ce qui représente une dépréciation maxima de 17,20 % de notre monnaie.

Depuis lors, les cours se sont améliorés, le change américain vaut actuellement 5,85, soit une prime par rapport au pair de 12,93 %.

Cette dépréciation de notre monnaie est à rapprocher de celle du mark aux Etats-Unis qui atteint 26 $\frac{1}{2}$ %.

Notre change sur la Hollande, exprimé par le cours de 100 *florins* à vue, a subi d'importantes fluctuations. Dès le mois d'octobre 1914, le cours du florin s'est établi au-des-

sus du pair (2,08); le plus haut cours a été coté le 11 janvier dernier : 266 1/2 ce qui représente une prime sur notre monnaie de 25 1/2 %.

Depuis les cours se sont sensiblement tassés; ils sont revenus à 237 1/2, soit une perte du franc de 12 1/2 % seulement.

Il est intéressant de constater qu'au même moment le mark subit à Amsterdam une dépréciation de plus de 28 %, soit plus que double de celle de notre monnaie.

Le change espagnol que nous étions depuis si longtemps habitués à voir coté au-dessous du pair s'est vivement relevé dès le début de 1915, en raison des achats et des paiements correspondants que nous faisons en Espagne. Sa progression a été presque continue : le plus haut cours, 610 francs, a été pratiqué le 5 juin dernier : il constitue pour la monnaie espagnole une prime de 22 % sur la nôtre.

Depuis cette date on a observé une certaine détente; on cote maintenant les 500 *pesetas* 585 francs environ.

On s'est quelque peu étonné de la prime que fait le *franc suisse* sur le nôtre et qui a atteint un moment (le 17 avril dernier) 17 %. Elle s'explique par les mêmes raisons que celles de la *peseta*, ou de la livre sterling. D'autre part, nous avons acheté en Suisse passablement de devises sur New-York qui ont obligé, en retour, à des règlements au sein de ce pays. Nous avons, en outre, récemment conclu un emprunt de 50 millions avec un groupe de banques Suisses. Actuellement la détente est sensible puisque la prime cotée n'est que de 9 %. Constatons en passant que le mark subit à Genève une dépréciation supérieure à 25 %.

Les changes scandinaves ont poursuivi leur mouvement de hausse jusqu'au milieu de mai, époque où la *couronne* a coté près de 33 % de prime sur le franc. Depuis, une détente importante s'est effectuée, les divers changes scandinaves ne font maintenant qu'une prime de 17 % et ce, malgré la décision prise par les banques d'émission de ces pays de ne plus accepter d'or en paiement, ce qui prive

les débiteurs d'un mode de règlement susceptible d'amener une baisse du change.

La tenue du *rouble* tranche singulièrement sur celle des principaux changes cotés sur notre place. Alors que ceux-ci sont en prime plus ou moins importante, le rouble subit une dépréciation par rapport au franc qui s'est élevée jusqu'à 35 % au début de cette année. Cette baisse du rouble est motivée par la fermeture des Dardanelles ainsi que par les très grandes difficultés de la navigation dans la Baltique, qui paralysent les exportations de notre Alliée. Et ce, alors précisément que les paiements qu'elle doit effectuer au dehors sont considérables, non seulement en raison du service de sa dette extérieure, mais encore des énormes commandes de matériel de guerre et de munitions qu'elle a dû passer à l'étranger.

Grâce aux crédits que la Russie a pu se faire ouvrir au dehors, le rouble s'est amélioré sur notre place; il s'est rapproché dernièrement du cours de 2 francs, pour se tasser, il est vrai, de nouveau à 1,86, ce qui ramène à 30 % environ sa dépréciation par rapport au franc.

De même que le rouble, la *lire italienne* s'est constamment maintenue au-dessous du pair depuis que les hostilités sont ouvertes.

Sa dépréciation moyenne a été de 8 % environ, mais, au début de cette année, elle s'est élevée jusqu'à 13 % pour redescendre à 7 % sur la base des cours actuels.

Enfin le change portugais, qui représente la valeur de 100 *escudos*, n'a cessé d'accuser une perte sur le nôtre, ainsi que le rouble et la lire. Au cours actuel de 410, la dépréciation de ce change est de 18 %; c'est à peu près sa dépréciation moyenne depuis la guerre.

Telle a été l'allure du marché de nos devises depuis le mois d'août 1914. Dans la défense de notre crédit à l'étranger, la Banque de France a joué un rôle important qui est

tout à son honneur. Il suffit pour s'en convaincre de considérer combien se sont montrés résistants nos changes, malgré les règlements véritablement fantastiques que nous avons dû faire au dehors.

En somme, le marché financier a traduit financièrement les événements qui se sont produits dans les chancelleries et sur les champs de bataille. Il a traduit aussi les conséquences des mesures d'ordre économique et financier causées par la guerre. Le premier choc des armes nous fut défavorable; la poussée des créances, nées des ventes, mit tout d'abord la Bourse en désarroi. Nos armées chassent l'étranger; la Bourse, qui s'est ressaisie, remplit sa fonction pour le bien du crédit public et la Défense nationale... On en peut être sûr, elle remplira son œuvre bienfaisante pendant la paix, à la condition toutefois que les pouvoirs publics, auxquels il n'est pas demandé de protection particulière si ce n'est de ne pas nuire et de ne pas laisser nuire, ne cèdent pas aux préjugés entretenus dans certains milieux contre toutes choses de finance, ces préjugés qui faillirent tant nuire à nos banques et ont affaibli le marché financier, par l'intrusion outrée de l'action gouvernementale dans les émissions. On ne peut développer le crédit public, en affirmant, d'une part, ses besoins, en affaiblissant, d'autre part, les organes qui le mettent en œuvre et en diffusion.

VII

La finance internationale et le marché de l'or. Le commerce international et la finance internationale sont fonction l'un de l'autre. La Bourse est dès lors nécessairement internationale. Le rôle des valeurs étrangères au marché de Paris pendant la guerre. Le phénomène n'est pas nouveau. La Bourse et les étrangers.

Le devoir de nous maintenir dans une certaine limite nous interdit d'examiner toutes les questions que soulève l'existence d'un marché financier et en particulier le marché de Paris. Cependant il en est une qu'on ne peut passer sous silence à raison de l'importance qu'elle a prise avant la guerre et qui, peut-être, après la guerre occupera les esprits avec bien d'autres ; c'est la question de l'internationalisme de la Bourse. Que n'a-t-on pas dit et écrit là contre ? La Bourse est internationale par ses opérations de marché à marché, par les valeurs, objets des opérations, par la présence de nombreux étrangers dans les Bourses. Et la Bourse de Paris, tout spécialement, s'est vue imputer la circonstance à grief, plus particulièrement aux époques où le sentiment national se trouvait surexcité, d'ailleurs à juste titre.

Si c'est à juste titre que le sentiment national se trouvait surexcité, les arguments contre la Bourse Internationale n'en étaient pas meilleurs. Sous l'empire d'un sentiment respectable et nécessaire, le raisonnement d'un homme n'est pas nécessairement juste en tous points, et les foules raisonnent toujours assez mal encore, lorsqu'il est fait appel à certains sentiments hostiles à l'égard des questions d'argent.

Les griefs contre la Bourse de Paris prise en elle-même forment une partie des griefs contre la finance internationale et cosmopolite. Spécialement contre les sociétés de crédit, le reproche de cosmopolitisme a été formulé avec passion sinon avec force, sous deux aspects : ingérence des étrangers dans les Conseils d'Administration, et trop nom-

breuses émissions de valeurs étrangères. A ce dernier point de vue, on est allé très loin, et certains publicistes n'ont pas craint de représenter les sociétés de crédit agissant « contre la Nation ».

Nous ne nous occuperons ici que de la Bourse : force nous est cependant de dire quelques mots du rôle nécessaire de la finance et de son caractère international en vue de la parenté du sujet avec la Bourse même.

Si, par hypothèse, la nature avait donné à des régions déterminées par la limite de ses bienfaits, telle ou telle denrée à l'exclusion des autres régions, ici le charbon, plus loin le pétrole, là, le fer, ailleurs le blé, etc., et si la formation des sociétés et des nations avait pu s'accommoder de cette condition supposée que nous imaginons seulement en vue d'une démonstration, on dirait que tel pays aurait le marché du charbon, tel autre celui du pétrole, tel autre celui du fer, tel autre celui du blé, etc., dans le commerce des nations.

Mais il s'en faut qu'il existe des monopoles naturels aussi absolus, et l'ingéniosité des hommes pourvoit à certains manquements par de nombreuses substitutions. D'autre part, le perfectionnement des moyens de transport diminue l'avantage de certaines prépondérances, étant donnée la rapidité avec laquelle on peut se servir ailleurs. On ne saurait nier toutefois, après avoir fait la part de tous les phénomènes complexes et multiples qui s'opposent à ce que le marché d'une denrée appartienne exclusivement à une nation, qu'il existe une tendance à ce que le pays où cette denrée est en abondance ait le marché de la denrée, sinon à lui seul, du moins en concurrence avec d'autres pays se trouvant dans une condition semblable, ou à peu près. Maintenant, pour aller droit au but, nous dirons que les nations riches en capital numéraire, ont le marché de l'argent. Bien entendu nous disons « argent » dans le sens étendu du mot, sans viser expressément le métal lui-même.

Dès lors, infailliblement, l'argent sera demandé là où existe son marché. Il n'en peut être autrement. Le refuser aux demandes, c'est renoncer à avoir un marché, c'est

obéir à cette idée que l'or est une richesse par lui-même alors qu'il est un véhicule de produits divers dont l'abondance fait seule la richesse ; c'est le garder, mais c'est, en le gardant, l'avilir (1).

C'est l'avilir puisque dans un pays où le numéraire est jalousement gardé pour les besoins intérieurs, le taux de l'intérêt de l'argent y aura tendance à descendre, tandis que dans le pays où il sera vainement demandé, il s'élèvera. Nécessairement alors, les détenteurs d'argent seront en quête d'emploi là où il est demandé, et l'argent s'expatriera ; les capitalistes enverront leur argent là où la rémunération leur paraîtra avantageuse. Ainsi s'expliquent les ruées du capital vers certains pays, comme le fait s'est produit chez nous dans un passé assez récent pour les valeurs Argentines (2), pour les valeurs industrielles russes (3), pour les valeurs transvaaliennes de mines d'or (4). A cet égard, le fait a été significatif. Notre législation interdisait aux Agents de change la cotation des actions de 25 francs étrangères, et la petite épargne était au demeurant assez ignorante des usages du marché de Londres, du système monétaire des poids et mesures britanniques, de l'industrie de l'extraction de l'or. Le marché français ignorait les valeurs... Cependant, peu à peu, les ordres non seulement de riches capitalistes, mais du monde de la petite épargne, affluèrent au marché de Londres. A Paris, on n'entendit plus parler que de livres, deniers, penniweights, onces, ensuite de quoi *la finance française suivit*. Les coulissiers introduisirent les actions de Mines d'or à Paris. Et comme les Banques Anglaises venaient établir des succursales en France, la finance française s'émut et créa des banques minières. Le Syndic des agents de change

(1) V. *International Finance* par M. Hartley Withers (un volume in-8, 1916, London-Smith Elden et C^o). M. Yves Guyot a consacré à ce volume et aux questions qui y sont traitées un excellent article : « Finance internationale » dans le *Journal des Economistes* du 15 août 1916.

(2) En 1888-1890.

(3) V. *Les capitaux étrangers engagés en Russie dans les sociétés industrielles* par M. Verstraete. *Mémoire au Congrès International des valeurs mobilières*. Paris, 1900.

(4) En 1894-1895. V. Oudin et Vidal. *L'Organisation du marché libre à la Bourse de Paris. Mémoire au Congrès des valeurs mobilières*. Paris, 1900.

près la Bourse de Paris, l'honorable M. Herbault, donna sa démission pour présider une Banque et organiser des sociétés par actions du type conforme aux lois françaises en vue de leur admission à la *Cote officielle* (1). Observons ce phénomène : *la finance suivit*; la loi économique opérait pour ainsi dire toute seule, et les financiers furent contraints par son fonctionnement — auquel d'ailleurs, ils ne résistèrent pas — à s'asservir à lui. Les erreurs qui ont pu se produire dans l'application pratique, les excès de la spéculation n'enlèvent rien au caractère du phénomène.

La finance, organe du marché de l'argent, ne peut donc pas ne pas obéir à la loi du marché de l'argent à moins de n'être pas.

Nous assistons d'ailleurs à un phénomène qui vient singulièrement illustrer la thèse présentée ici même. L'Amérique, naguère débitrice de l'Europe, se trouve constituée, aujourd'hui, créditrice du monde entier. M. Max Hoeschler vient de faire remarquer dans le *Temps* (2) que loin de vouloir thésauriser l'or d'Europe dans les coffres-forts, comme se le représente un peu naïvement l'opinion répandue, les financiers américains le répandent à l'étranger. Au 1^{er} août 1915, le montant des prêts accordés par les Etats-Unis à l'étranger s'élevait à 307.500.000 dollars. Au 1^{er} août 1916, il atteignait le chiffre formidable de 1.470.450.000 dollars, plus de 7 milliards et demi, en prêts à la France, à la Grande-Bretagne, à la Russie, à la Grèce, à la Norvège, à la Suisse, à l'Italie, à l'Allemagne, au Canada, à la République Argentine, à la Bolivie, à Panama, à la Chine, à Costa Rica, au Chili, à la Nouvelle Zélande, sans compter les capitaux investis dans les entreprises industrielles et commerciales ou prêtés par les succursales des banques américaines à l'étranger. On le voit, la nation qui a l'or a le marché de l'or. Et quand elle a le marché de l'or, elle doit remplir la fonction de marchande de capitaux...

En ce qui concerne notre pays, est-il nécessaire de longs

(1) La Banque Française de l'Afrique du Sud.

(2) 19 septembre 1916.

développements pour montrer que depuis environ trois quarts de siècle, sauf en quelques périodes accidentelles, la France a été le banquier du monde ? Avant la guerre, on disait qu'elle l'était ; d'aucuns lui en faisaient grief, mais ainsi l'attestaient les statistiques annuelles des émissions, celles des mouvements de capitaux, l'activité de notre marché des changes, les services des intérêts des fonds placés au dehors par nos banquiers, les disponibilités de nos banques, la cote de la Bourse (1).

La Finance française a donc rempli sa fonction en procédant aux émissions étrangères. Nous laissons de côté certains griefs particuliers qui ont fait l'objet d'attaques passionnées dans lesquelles les questions de personnes, de partis, voire de confessions, ont pu jouer un rôle. Il n'en est pas moins vrai, d'une façon générale, que la France, pays riche, vieille nation dont le grand outillage était formé et peu susceptible de renouvellement, de transformation subite, en raison des effets du protectionnisme sévissant, pays d'épargne, pays hospitalier où venaient les étrangers faire leurs achats, se trouvait être le banquier du monde, et qu'elle ne pouvait pas, financièrement, se comporter autrement qu'elle n'a fait, à moins de vivre en léthargie.

Les détracteurs systématiques des banques françaises les ont accusées d'avoir travaillé contre la France, mais on cherche vainement des traces sérieuses d'une telle attitude : jamais il n'a été question, quoi qu'on ait dit, de l'introduction des valeurs allemandes à la Bourse de Paris. Quelques transactions sur les actions des charbonnages de Harpen et les actions Geselkirchen qui n'ont pas été patronnées, que nous sachions, par des sociétés de crédit, n'ont pas été des phénomènes bien caractéristiques, et il y eut, d'autre part, avantage pour notre industrie à ce que des capitaux français fussent intéressés dans ces entreprises. (Il pourrait suffire, pour le prouver, de montrer à cet égard la contre-partie de l'argument. Que n'a-t-on pas dit du fait que certaines sociétés industrielles françaises con-

(1) V. Raphaël-Georges Lévy : *Physionomie des principaux marchés financiers. Mémoire au Congrès International des valeurs mobilières*. Paris, 1900.

tenaient des Allemands détenteurs d'actions dans leur Conseil d'Administration?) Les sociétés de crédit ont, d'autre part, secondé ardemment la diplomatie française lors du rapprochement de la Russie et de la France. La quantité de valeurs russes, fonds d'Etat et sociétés industrielles en fait foi. Lors des négociations avec la Bulgarie, on a regretté en haut lieu qu'un emprunt bulgare n'eut pas eu lieu en 1913, mais ce ne sont pas les banques françaises qui s'y étaient alors opposées, c'était le Gouvernement, en raison, d'ailleurs, de la guerre fratricide perpétrée et accomplie par la Bulgarie, contre la Grèce et la Serbie. A l'égard de la Grèce, un emprunt eut lieu en 1910. A l'égard de la Serbie, un emprunt eut lieu en 1913. A l'égard de la Roumanie, un emprunt français, voulu par le Gouvernement en 1913, n'eut pas lieu; on en rejeta la faute sur les sociétés de crédit; cependant il est aujourd'hui avéré que la cause de l'échec des négociations fut, non pas le mauvais vouloir des sociétés de crédit françaises, mais cette circonstance que le représentant de la Roumanie, M. Marghiloman, ayant à choisir entre l'Allemagne et la France, lui préféra l'Allemagne, non seulement parce que l'Allemagne lui avait consenti ses derniers emprunts et que la Roumanie ne voulait pas sacrifier absolument ses relations financières avec l'Allemagne, mais encore parce que, en 1912, un emprunt en bons du Trésor Roumain avait eu lieu en Allemagne, et que les porteurs des bons, rédigés en allemand, avaient un privilège de souscription sur le prochain emprunt.

Enfin les sociétés de crédit ont patronné, il est vrai, un emprunt Ottoman en avril 1914, à la veille de la guerre, mais elles n'en ont pas pris l'initiative, et elles ont agi sur des impulsions d'ordre diplomatique empreintes d'une erreur qui ne saurait être à leur charge.

L'énormité même de la faute qu'eussent commise les sociétés de crédit en contrecarrant l'action diplomatique française, en heurtant le sentiment national, le péril encouru en tel cas — à défaut du patriotisme des dirigeants des établissements, que rien ne permet de suspecter, d'ail-

leurs — eût préservé ces institutions d'actes contraires aux intérêts nationaux. Et c'est tant mieux pour la conscience publique. N'est-il pas agréable à nos cœurs de savoir qu'en France chacun a fait son devoir, et que la Finance française a bien mérité du pays? Tenons-nous tant à nous dénigrer quand même?

L'internationalisme de la Finance étant une nécessité, ainsi que nous croyons l'avoir démontré, on comprendra aisément que les marchés financiers où sont négociées les valeurs étrangères, soient internationaux. Outre que les nations débitrices auront toujours tendance à racheter leurs dettes extérieures, en tous temps, les financiers, les capitalistes d'un pays achèteront ou vendront des valeurs de tous pays aux Bourses où on les négocie; les dirigeants des Bourses auront intérêt à admettre aux négociations les valeurs internationales pour faciliter les transactions, qu'on appelle *les arbitrages*, en langage boursier.

L'internationalisme de la Finance n'est pas seulement causé par les mouvements du marché de l'or, il l'est encore et surtout par les tractations auxquelles donne lieu la circulation des effets engendrés par le Commerce international: par là naissent les négociations de change, et les rapports de finance à cette occasion engendrent encore des opérations qui ont leur répercussion sur le marché des valeurs mobilières.

Si, par exemple, Alfred, de Paris, a acheté des marchandises à Londres, il devra les payer et, pour ce faire, il demandera à un banquier français qui a des crédits en Angleterre des traites à cette fin. Si, à l'inverse, James, de Londres, achète à Paris, il devra s'adresser à un banquier anglais qui lui vendra des traites sur Paris où il a des crédits. Voilà donc deux banquiers de Paris, qui, chacun, sont en rapports avec deux banquiers de Londres.

Quand Alfred aura payé son créancier, quand James aura payé le sien, le banquier de Paris aura quelque jour, à la suite d'opérations semblables, à régler des créanciers anglais, et le même phénomène se produira du côté du

banquier anglais de James vis-à-vis de son créancier français. Par le jeu du marché des effets, le banquier de Paris débiteur sera amené à acheter la créance de son collègue créancier de Londres. Dès lors, il n'y aura point de transport d'espèces, et c'est ce phénomène entre autres qui permet de dire, en économie politique, que des produits s'échaugent contre des produits.

On ne peut donc concevoir de commerce international sans finance internationale. Celle-ci se rattache au commerce international par des liens intimes, et, soit dit en passant, on ne peut que sourire quand on entend — ce qui arrive fréquemment — des gens parler de la nécessité du commerce international et peu après maudire les financiers cosmopolites dans leur action. L'un ne va pas sans l'autre et réciproquement.

Prenons maintenant quelques exemples qui montreront le déversement inévitable des opérations de la finance internationale sur la Bourse. Nous avons parlé des émissions, des cotations aux Bourses des valeurs de tous pays, lesquelles engendrent des opérations d'arbitrage ; faisons vivre un cas où la banque commerciale sera amenée à marier ses opérations à celles du marché des valeurs mobilières.

Un industriel envoie des produits fabriqués à un commerçant habitant l'étranger. Cet étranger a un banquier qui accepte, pour lui, les traites destinées à payer les produits achetés. L'industriel tire donc sur cette banque étrangère et remet l'effet à son banquier. Celui-ci le fera présenter au banquier débiteur. Il y aura donc des relations de paiement et de compensation entre les deux banquiers.

Finance internationale !

Mais ces banquiers, qui ont entre eux des rapports, qui sont amenés à se faire des remises, peuvent avoir à contracter entre eux pour d'autres causes. Ainsi le banquier de l'acheteur peut avoir trop immobilisé par des opérations du genre de celles qu'il a faites avec mon client. Il peut y avoir une crise commerciale dans son pays. Il deman-

dera des capitaux au banquier du vendeur. *Finance internationale!*

Celui-ci n'en enverra-t-il pas ? Soit ! Le banquier étranger *sautera* ; c'est l'expression inélégante, mais usitée. Tant mieux, dira quelqu'un. Pourtant, si l'industriel a envoyé ses produits il peut être mis en péril... Alors le banquier enverra des fonds. S'il en envoie, le banquier étranger du débiteur étranger paiera. Il libérera le débiteur et paiera le créancier.

Jusqu'à présent, on n'a pas vu en quoi cela intéressait la Bourse. Reprenons donc les pourparlers entre les deux banquiers ! Il s'agit, ne l'oublions pas, d'un prêt d'argent que va consentir le banquier du pays du vendeur au banquier du pays de l'acheteur.

Le premier dit au second : Quelles garanties me donnez-vous ? Le second répond. « Je vais vous donner en nantissement des valeurs de mon pays ». Voilà qui est intéressant. Il poursuit : « J'ai des valeurs de mon pays, négociables aux marchés de Londres, de New-York. » Voilà qui est mieux. Il poursuit : « ... négociables aussi au marché de Paris ! » En vérité, voilà qui va tout à fait bien.

Dès lors, les valeurs internationales rendront d'autant plus de services au commerce international qu'elles auront davantage le caractère international.

Autre cas : Un Etat contracte un emprunt de 500 millions (une paille aujourd'hui). Une banque française, une banque étrangère prendront l'emprunt et offriront 250 millions à leurs places financières. Mais un malheur arrive à l'étrangère ; une crise commerciale ou une crise politique. Il lui reste des titres qui l'embarrassent !... Si elle jette les titres sur le marché du pays ou sur le marché français, elle va ternir l'opération, si je puis dire, et compromettre la banque française, qui n'a rien à se reprocher. Celle-ci va donc faire un prêt sur titres à cette banque. Peut-être va-t-elle envoyer des fonds pour prendre en report à la Bourse de là-bas des titres flottants. Ce sera aux yeux de bien des gens l'abomination de la désolation ; Ce sera pour-

tant le seul moyen d'empêcher que la crise se fasse sentir chez nous.

Les relations entre banquiers les amènent donc infailliblement à négocier entre eux, par remise en gage, par avances, par utilisation sous formes diverses, des valeurs mobilières internationales. Et par là, la finance internationale, fonction du commerce international, déverse sur la Bourse.

Au cours de ces dernières années, dans la presse, au sein des sociétés savantes, dans certaines thèses de doctorat, et même au Parlement, on a discuté vivement sur le nombre excessif, disaient certains, de valeurs étrangères qui avaient été émises en France. Les uns ont dit : *Il y en a trop!* D'autres ont répondu : « *Il n'y en a pas trop. Personne n'a dit qu'il n'en fallait pas.* »

C'est que la valeur mobilière étrangère fait du détenteur un créancier de l'étranger. Celui-ci doit capitaux et intérêts. Et tous les ans, à chaque échéance de coupons, c'est une pluie d'or qui tombe sur le pays. Dans les années de crises, le portefeuille étranger est une réserve de change sur le dehors. Ceux qui en ont besoin achètent ce portefeuille et envoient les titres aux Bourses étrangères où la vente produit des espèces. C'est ainsi qu'ils ont du change sur l'étranger.

On nous permettra de citer un extrait du rapport du Conseil d'administration du Crédit Lyonnais à l'assemblée qui a été tenue le 15 avril 1916 :

Jusqu'au début de février 1915, les changes sont restés voisins du pair, et généralement favorables à la France, parce que nos capitalistes et nos banquiers rapatriaient les fonds qu'ils possédaient à l'étranger.

A partir de février, et surtout de mai 1915, les cours ont haussé rapidement.

Le paiement des coupons étrangers a contribué, dans une mesure importante, à réduire les inconvénients de cette situation. Les versements que votre Société a effectués de ce chef en 1915 atteignent un total sensiblement supérieur au montant d'une année normale. Le soin que nous avons toujours apporté dans le choix et les conditions des titres que nous recommandons à notre clientèle explique ce résultat.

Après avoir acheté des obligations américaines placées en France, le Trésor, en les revendant aux États-Unis, s'est procuré une somme importante qui a été consacrée à solder en partie le déficit de notre balance commerciale. Ce furent d'abord les titres $3\frac{3}{4}$ *Pennsylvania* et 4 % *Chicago Milwaukee*, au placement desquels votre Société avait largement contribué. Pour la première fois, nous proposons un rachat à notre clientèle. Elle a répondu avec élan à notre appel. Sur 325.000 obligations *Pennsylvania* rachetées à ce jour, nous en avons fourni plus de 155.000, et sur 311.000 obligations *Chicago Milwaukee*, près de 140.000.

Cette opération fut, par la suite, étendue avec un égal succès aux obligations *New-York*, *New-Haven*, *Central Pacific*, etc...

Et le rapport ajoute...

Combien ne doit-on pas regretter que notre législation fiscale, si compliquée et si rigoureuse, ait pratiquement mis obstacle à l'émission d'un plus grand nombre de bonnes valeurs créées dans les pays neutres, et notamment dans l'Amérique du Nord ?

Il est fait allusion à la politique fiscale. En principe, elle n'est pas injuste. Il faut que les valeurs étrangères paient en France les impôts auxquels sont soumis les valeurs françaises. Mais pour contraindre les sociétés étrangères à s'abonner aux taxes françaises, on a frappé leurs titres de droits de timbre au comptant très lourds, en même temps que certains phénomènes d'introduction devaient être précédés de l'abonnement sous peine d'amende aux contrevenants. Puis l'abonnement obligatoire devait porter sur un nombre *minimum* de titres, calculé sur le nombre total des titres émis.

En raison de ces exigences, les compagnies américaines ont refusé de s'abonner, mais les banquiers français ont alors imaginé de faire faire des *tranches françaises d'émissions d'obligations* et de contracter l'abonnement sur ces titres rédigés en français, négociables sur le marché français exclusivement. La belle avance en vérité !... On disait alors pompeusement que nous avions des titres francisés. Ils n'étaient pas francisés du tout. En quoi donc un

titre américain était-il français parce qu'il était spécial à notre pays? Non seulement cela ne le faisait pas français, mais cela lui enlevait une partie de sa négociabilité. Le gouvernement a pu utiliser, certes, ces titres en Amérique, et, vraisemblablement le cas est prévu où ces valeurs rentreront dans le cas des autres valeurs américaines, mais un citoyen français n'en eût pu rien faire ailleurs qu'à Paris.

On peut voir par cet exemple le rôle des valeurs étrangères. Il importe donc que les valeurs étrangères gardent tous les caractères qui leur assurent la négociabilité à travers le monde.

Donnons un autre exemple : On va voir les valeurs étrangères contribuant à ménager l'encaisse de la Banque de France.

Ce qui suit est une annonce publiée par ses soins pendant l'époque présente.

La *Banque de France* reçoit à Paris (25, rue Radziwill) et dans toutes ses succursales des départements, les ordres de vente sur le marché anglais, de titres demeurés en la possession de Français, depuis le 1^{er} août 1914.

Elle prend à sa charge les frais d'envoi et d'assurance. Dès la réalisation, elle verse au donneur d'ordres, en monnaie française, et sous la seule déduction des frais payés à Londres, le produit de la vente augmenté du bénéfice du change.

Les valeurs susceptibles d'être vendues sont nombreuses, qu'il s'agisse de titres internationaux également cotés en France, ou d'actions et d'obligations négociables seulement sur les marchés étrangers.

Parmi les valeurs ayant donné lieu à des réalisations, on signale notamment les *Fonds d'Etat* des Pays Scandinaves, d'Égypte, de Russie, du Japon, de la Chine, du Siam, du Brésil, de l'Uruguay, de l'Argentine, du Chili, du Venezuela, etc. ; les Consolidés et les fonds des Colonies Britanniques, en particulier du Dominion du Canada : les *Emprunts de Villes* telles que Stockholm, Christiania, Moscou, Bakou, Tokio, Osaka, etc... ; les *Valeurs Industrielles* anglaises, les mines d'or, les valeurs de caoutchouc, la De Beers, le Rio, le Royal Dutch, la Shell Transport, le Lautaro Nitrate, la Banque Agricole d'Égypte, etc..., ainsi que les *Valeurs Américaines*.

Pourquoi la Banque de France agit-elle de la sorte ?

La Banque de France a la garde d'une encaisse considérable. Elle s'adresse aux gens qui ont des valeurs négociables au marché de Londres et qui veulent les réaliser. Chargez-moi de la vente dit-elle. On l'en charge. De Londres, on l'avise que les titres sont vendus. Le vendeur se présente, et on lui donne des billets de banque, son prix, en tenant compte du change. *Des billets sortent.* Vient, ensuite, un acheteur de marchandises anglaises qui lui demande du change sur Londres. La Banque lui vend sa créance sur Londres. L'acheteur paie au cours du change ; *en billets !* Des billets sont sortis, des billets sont rentrés. La Banque a conservé son encaisse. Elle a conservé notre or, ménagé nos munitions... Admirez la simplicité, l'ingéniosité de la combinaison. C'en est une, entre bien d'autres, mises en œuvre par notre admirable Banque de France, dont le gouverneur, M. Georges Pallain, est appelé « *notre Pallain* » dans le monde financier, en raison du profond respect inspiré par sa haute science, toujours en éveil, et par sa grande bienveillance.

Nous avons parlé dans une autre partie de cette étude, des demandes du ministre des finances à nos concitoyens propriétaires de valeurs des pays neutres, nous n'avons pas à y revenir. Mais qu'il nous soit permis de rappeler qu'en 1846, la Banque de France a vendu, à l'Empereur de Russie, 50 millions en rentes françaises qu'elle possédait, pour éviter d'exporter 50 millions en numéraire dus pour achats de céréales, la récolte ayant été désastreuse chez nous. L'Amérique a emprunté, sur titres américains, pendant la guerre de Sécession. Ici la France a aliéné des valeurs françaises, tandis que l'Amérique a engagé des valeurs américaines, mais il est préférable de réaliser, d'engager les titres étrangers que les valeurs belligérantes, parfois discutées à l'étranger pendant les guerres.

On sait que les Allemands nous firent payer après 1870 une indemnité de guerre. Personne n'ignore aujourd'hui que M. Léon Say, a fait un rapport à l'Assemblée nationale

au nom de la Commission du budget de 1875 « sur le paiement de l'indemnité de guerre et sur les opérations de change qui en ont été la conséquence. » Lorsque les espèces furent réunies, elles restèrent chez nous. Avec ces espèces, on acheta des lettres de change, et, pour se procurer des crédits à l'étranger correspondant à ces lettres de change, les banquiers vendirent aux Bourses étrangères leurs valeurs internationales. Les lettres de change sur l'étranger ont représenté quatre milliards !

Enfin il est notoire que, pour préparer la guerre actuelle, les Allemands ont vendu leur portefeuille étranger, des valeurs américaines, et voilà qui vient encore à l'appui de ce que nous avons entrepris de démontrer, pas à notre détriment.

Que dirons-nous maintenant du grief résultant de la présence des étrangers au sein des Bourses et plus particulièrement de la Bourse de Paris ?

En vérité, dans une certaine mesure, on pourrait s'en émouvoir, s'il s'agissait de confier la Bourse aux étrangers, ou même d'admettre les étrangers parmi les agents de change et autres intermédiaires. Mais nul ne peut être agent de change s'il n'est Français. Les syndicats de coulissiers n'admettent plus d'étrangers dans leur sein, et encore, cet élément libre de la Bourse ne se trouvait point si mal, jadis, de la présence d'étrangers qui portaient à la Bourse de Paris le concours de leurs relations. Quoi qu'il en soit, on a cédé, à la coulisse, à certaines protestations. Faut-il aller plus loin ? On doit admettre cependant qu'il se trouve sur notre place des représentants de maisons étrangères, que certaines maisons aient des employés étrangers pour la correspondance, qu'il y ait même des remisiers pour les Bourses étrangères. De même qu'on voyait, dans les foires de jadis, que dans les expositions internationales de nos jours, on voit se coudoyer des gens de tous pays, on voit à la Bourse se coudoyer des gens de toutes nationalités. Si c'est un mal, il est inévitable. Le mal serait autre si celui-là n'existait pas, et cet autre serait

plus grave. Tout ce que l'on peut légitimement chercher, c'est d'éviter de froisser à ce sujet le sentiment public, mais sans trop y céder. En la matière, *il ne doit pas régir la Bourse. On ne fait ni finance, ni banque, ni commerce avec ce sentiment*, un peu factice, suggéré et trop souvent entretenu par des gens qui traitent des questions financières avec une désinvolture qui atteste surtout de la pauvreté de leurs connaissances.

En définitive, à tout envisager, l'internationalisme des Bourses, sauf inconvénients spéciaux, est un phénomène nécessaire; il contribue au mouvement des capitaux à travers le monde, et, par l'enchevêtrement des intérêts, il tend à être un facteur de paix. Ce peut être un grief pour les gens belliqueux, mais si les guerres sont facteurs indirects de civilisation, à raison des transformations qu'elles produisent, la paix est un facteur direct et bien préférable, à condition s'entend, que le régime de paix ne soit pas en contradiction avec l'honneur, avec le sentiment de haute sécurité matérielle et morale dont une nation doit pouvoir s'assurer la pleine jouissance.

Cessons donc de considérer l'internationalisme de la Finance comme un mal. Cela ne veut pas dire que l'étranger doive gouverner nos banques, cela ne veut pas dire que nous devons lui livrer notre place financière. Nous voulons dire qu'il n'est pas possible de considérer un marché financier sans puissants rapports avec les Banques et les Bourses étrangères. Le jour où nos banques devront se consacrer exclusivement aux affaires du pays, nous pourrions, certes, nous réjouir de les voir accomplir ce devoir nécessaire et patriotique, mais il est incontestable, d'autre part, que notre puissance financière ne fera complètement sentir ses effets que le jour où nos banques reprendront leur action dans le marché de l'or, marché que nous avons eu, qu'il ne faut pas perdre, et qu'il nous faudrait reconquérir si, par malheur, nous le perdions.



MAYENNE. IMPRIMERIE CHARLES GOLIN