

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

A. GAUTHIER-NUGUE

Les conditions dans lesquelles vivent et circulent en France les valeurs mobilières

Journal de la société statistique de Paris, tome 75 (1934), p. 4-19

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1934__75__4_0

© Société de statistique de Paris, 1934, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

II

LES CONDITIONS DANS LESQUELLES VIVENT ET CIRCULENT EN FRANCE LES VALEURS MOBILIÈRES

L'importance des capitaux remployés en actions ou en obligations depuis un siècle, la diffusion rapide de ces dernières dans toutes les classes de la Société, ont pris de telles proportions que nos législateurs, distancés, en sont à chercher la solution des problèmes posés par ce développement.

Nos pères avaient légiféré pour un marché de quelques centaines de titres et leurs lois se révèlent aujourd'hui insuffisantes.

Vous aurez une idée de la rapidité avec laquelle s'est imposée la forme titres des Sociétés Anonymes ou en Commandite par actions, quand je vous aurai dit qu'au commencement du siècle dernier, en l'année 1800, 10 valeurs seulement étaient cotées au marché officiel des agents de change; qu'en 1805, nous n'en trouvons plus que 5, pour arriver à 20 en 1815.

Aujourd'hui le nombre des valeurs cotées, pour toute la France, s'élève à 5.196.

Paris compte dans ce chiffre pour 3.745 (2.581 inscriptions au Parquet et 1.164 en Coulisse) et les Parquets de province pour 1.451.

C'est surtout, vous le voyez, pendant les premières années de notre siècle que ce marché s'est accru, et comme nombre et comme importance. Mais les chiffres que je viens de donner ne concernent que les valeurs cotées; combien de Sociétés sont nées, ont vécu et vivent qui n'ont pas pu ou n'ont pas voulu se faire inscrire. Pour ces valeurs, dont les profanes ne soupçonnent ni le nombre ni l'importance, le droit commun seul les régit, et le législateur ne s'en est occupé qu'au point de vue fiscal : ce n'est pas suffisant.

En attendant, l'épargne risque de faire les frais de ce désordre.

Vous verrez au surplus que si le mal est grave, le remède existe.

Vous entendez bien que je ne veux pas discuter la question du Monopole des agents de change, pas plus que celle de la Coulisse. Le statut actuel de nos Bourses, s'il peut, comme toutes choses, être amélioré, suffit à nos besoins et nous offre des garanties qui manquent, il faut le dire, aux systèmes proposés par les novateurs.

Au surplus, les partisans du marché libre seraient fatalement amenés à édicter un règlement quelconque. Quand ils l'auraient conçu, ce règlement, aussi libéral, aussi « commercial » que celui qui régit la Bourse de Londres, ils ne sauraient mieux faire.

Or, nous verrons plus loin que si le public est, en Angleterre, mieux renseigné, le fonctionnement intérieur du Stock Exchange et les cotes qu'il publie, n'y sont pour rien. Le marché libre de Londres est aussi fermé, aussi limité, plus rigoureux peut-être que celui de Paris.

Avant de vous donner des chiffres qui, j'espère, auront votre attention, permettez une digression.

Comparons deux capitalistes, deux épargnants :

Le premier a acheté un immeuble, terre ou maison, le second a acheté des titres.

Le propriétaire immobilier peut voir la terre ou la maison qu'il vient d'acquérir, il en peut mesurer l'étendue, en constater les confins, l'aspect, la nature. Il sait où est son bien, il le peut toucher de sa main, le voir de ses yeux, et ceci a bien son importance.

S'il veut en savoir davantage, car il est des qualités qui ne tombent pas sous les sens, il peut à loisir relire son acte de vente; il y trouvera tous les renseignements que le notaire a dû y enfermer pour obéir à la loi, à la jurisprudence et à la tradition notariale.

Notons que ce contrôle, ces constatations, il a pu les faire avant d'acquérir l'immeuble, et nous ne serons pas contredits quand nous affirmerons qu'il n'est pas un acte de vente urbain ou rural, qui ait été signé sans que l'acheteur n'ait étudié, expertisé, la terre ou la maison, et avec quels soins!

Cet acheteur a pu se décider en connaissance de cause. On ne lui a demandé à aucun moment de s'en rapporter à autrui et de faire un acte de foi, si petit soit-il.

Toute autre est la situation du propriétaire de valeurs mobilières : après ou avant l'achat, il n'est, au surplus, pas mieux placé.

Il va, cet acheteur de valeurs mobilières, être dans la nécessité de faire un acte de foi et de se décider, non pas d'après ce qu'il aura vu, mais d'après ce que des tiers lui auront dit, et ces tiers auront eu parfois un intérêt personnel à le voir acheter un titre plutôt qu'un autre. Je n'insiste pas.

Vous voyez quels dangers court ce capitaliste. Et quand ses conseillers seraient parfaitement honnêtes et parfaitement désintéressés, il reste qu'ils ne peuvent pas tout savoir et surtout le savoir au moment opportun.

On le voit, c'est bien un acte de foi que doit faire le capitaliste qui donne un ordre ou signe un bordereau d'achat.

Oh! il verra son titre, il constatera qu'il est vert, rouge ou bleu, que le frontispice en est admirablement gravé et qu'il reste à la souche nombre de coupons. Ces coupons, qui restent à la souche, sont tout son espoir, mais il ne peut qu'espérer que les administrateurs administreront bien, que les directeurs dirigeront bien, car, et c'est encore un des points dignes de votre attention, il ne peut rien, absolument rien, ce propriétaire, pour l'avenir et pour la bonne gestion de l'affaire dans laquelle il est entré. Il est prisonnier à peu près complètement, la loi de 1867 l'a voulu ainsi. Parfois même, en raison des statuts, il ne pourra pas assister aux Assemblées générales; et, quand il le pourra, il sait qu'une intervention, si sage soit-elle, est inefficace quand elle ne peut être faite qu'une fois par an. Or, ce n'est qu'une fois par an, qu'en l'état actuel des choses, il a le droit d'intervenir et de donner son avis.

Nous avons opposé le propriétaire immobilier au propriétaire mobilier. Dans la pratique, le même individu revêt le plus souvent ces deux qualités.

Et l'on reste confondu qu'un même homme montre tant de curiosité et prenne tant de peine quand il s'agit d'acheter terres ou maisons, et se montre si confiant, si crédule quand il s'agit d'acheter actions ou obligations.

Mystère et contradiction de la nature humaine?

Non pas. Le capitaliste qui a montré tant de méfiance quand il a acheté un immeuble, a, au fond de lui-même, une égale méfiance quand il s'agit de titres mobiliers; il est aussi inquiet pour le remploi en Bourse que pour le remploi chez le notaire.

Mais, la nature humaine est ainsi faite qu'on ne tente pas l'impossible et comme l'acheteur de titres sait fort bien qu'il ne pourra pas obtenir les renseignements dont il a besoin, comme il veut d'autre part mettre une partie de sa fortune en titres mobiliers, il fera comme les autres capitalistes, il se résignera. Il fera un acte de foi en faveur de son conseil ou de son journal financiers.

Au surplus, il a souvenance, et cela lui donne courage, que si certains placements se révélèrent lamentables, d'aucuns furent singulièrement heureux.

Il courra sa chance, lui aussi.

Mais, dira-t-on, il existe des Statuts, des Comptes de Profits et Pertes, des Comptes rendus d'assemblées générales. Voilà ce que doit et peut exiger le capitaliste avant l'achat, voilà ce qu'il doit consulter quand il a mis le titre en portefeuille. Avec ces documents il a pu et peut se faire une opinion sur les valeurs mobilières qu'il veut acquérir ou qu'il possède, aussi bien qu'il a pu se faire une opinion sur l'immeuble ou sur la terre qu'il voulait acheter. Il n'a qu'à les demander, ces documents, il en a le droit.

Il en a le droit, c'est incontestable, mais les moyens pratiques d'obtenir ces documents font défaut.

Et l'acheteur le sait si bien qu'il n'est pas d'exemple qu'un agent de change, un coulissier, un guichetier de banque ait reçu pareille demande.

Hélas! le métier de la Bourse ne saurait s'accommoder de tant de curiosité; le client qui demanderait à un guichet les statuts, les bilans et les comptes rendus d'assemblées générales, avant de passer un ordre, risquerait d'abord de n'être pas servi et ensuite de passer pour un fou. Je n'exagère pas : il est des gestes qui sont admis, d'autres ne le sont pas, car le temps presse, le temps presse toujours hélas! en matière de Bourse.

Et voilà pourquoi une opération de 100.000 francs, par exemple, demande deux mois chez un notaire et deux heures chez un agent de change.

Mais, dira-t-on, le capitaliste, au lieu de se décider si vite et au petit bonheur, aurait peut-être pu faire lui-même, par ses propres moyens, en vue de son achat de titres, un travail équivalent au travail qu'il s'impose lorsqu'il achète un immeuble. Qui l'empêche, cet homme, de demander aux sociétés elles-mêmes, statuts et bilans, et de n'aller porter son ordre qu'après les avoir lus et étudiés. Il le peut. Théoriquement, oui, mais ici encore nous nous trouvons devant une impossibilité de fait. Une société ne peut pas pratiquement être tenue de répondre à tous les amateurs de statuts, même si on lui offre le franc prévu par la loi, et s'il est théoriquement possible d'en

obtenir un exemplaire, ou d'aller le consulter dans l'un des 416 greffes où sont déposés et dispersés les statuts de toutes les sociétés, notre enquêteur en sera-t-il plus avancé?

Hélas! Non. Quand il aura, à grands frais, et avec quels retards, car les greffes sont lents et souvent mal tenus, trouvé lesdits statuts, sa légitime curiosité ne sera qu'à demi satisfaite : les greffes ne possèdent que les statuts. Il lui faudra encore obtenir les bilans, les comptes de Profits et Pertes et les comptes rendus d'assemblées générales, la liste des administrateurs.

Vous voyez le pèlerinage que devra s'imposer le capitaliste qui a le tort d'être curieux.

Cette situation de fait est d'autant plus regrettable qu'elle crée entre les différents porteurs de titres une injustice criante. La haute Banque, les grandes Sociétés de Crédit, la Finance, en un mot, détiennent ces renseignements que le public n'obtiendra jamais en temps opportun.

On sait l'importance des Services d'Études Financières de nos grandes banques; c'est par milliers que les dossiers sont constitués, nourris et suivis. Encore que nous ayons souci de rester dans le cadre d'une étude théorique, constatons que l'état de choses actuel est bien peu démocratique.

C'est d'ailleurs ce que disait à la tribune de la Chambre, et en termes excellents, M. Chéron, alors ministre des Finances, le 7 juin 1929 :

« La publicité des documents nécessaires au public a le double défaut d'être occasionnelle et d'être éparse. »

Et il ajoutait :

« Il est nécessaire que les épargnants les plus modestes trouvent auprès d'un organisme impartial la documentation nécessaire, indispensable. »

Et M. Chéron rappelait que la Commission pour la Protection de l'Épargne étudiait la création d'un organisme de centralisation et d'information où le public pourrait se documenter sur les statuts des sociétés, sur leurs bilans, comptes rendus d'assemblées générales.

Ce faisant, M. Chéron exposait à la Tribune le projet que j'avais eu l'honneur de lui faire soumettre, en janvier 1929, par le truchement de M. Jacob, Syndic des Agents de Change et dont je vous dirai en quelques mots l'économie.

Mais, avant de vous parler de ce projet, permettez-moi de vous citer quelques chiffres.

Il y a en France huit Bourses possédant un Parquet et publiant une Cote : Paris, Lyon, Lille, Nancy, Marseille, Toulouse, Bordeaux et Nantes. Ajoutons à ces huit marchés celui de la Coulisse de Paris, marché longtemps combattu, puis toléré, enfin accepté par nécessité.

Ce sont donc 9 cotes, dont huit officielles et une officieuse, celle de la Coulisse. Toutes les autres ne sont que des reproductions éditées à titre commercial.

Ces neuf marchés ont inscrit à leurs cotes respectives certaines valeurs émises, soit par des États, soit par des départements, soit par des villes, soit par des sociétés.

D'après les calculs de notre service de Statistique au 31 octobre 1933 :

1.185 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Paris;

292 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Lyon.

167 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Lille;

169 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Nancy.

80 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Marseille.

70 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Toulouse.

30 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Bordeaux;

55 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres au Parquet de Nantes.

Enfin 813 émetteurs, États, départements, villes ou sociétés, ont obtenu la cotation de leurs titres à la Coullisse de Paris.

L'ensemble des États, départements, villes et sociétés, qui ont obtenu la cotation de leurs titres atteint donc le chiffre de 2.861.

Ce chiffre ne concerne que les émetteurs et ne représente pas le nombre des valeurs cotées, car la Ville de Paris, par exemple, qui ne compte que pour une unité comme émetteur, a obtenu la cotation de 23 titres différents; le Crédit Foncier, qui également ne compte que pour une unité, a obtenu la cotation de 27 titres; la Société des Automobiles Peugeot a fait coter en France 7 titres : au Parquet de Paris, elle a obtenu la cotation pour son action, sa part et trois de ses obligations émises respectivement en 1920, 1928 et en 1931, et elle a demandé au Parquet de Nancy de coter ses obligations 4 1/2 % 1910 et 4 1/2 % 1911.

Voilà donc trois personnalités : la Ville de Paris, le Crédit Foncier et la Société des Automobiles Peugeot qui ont fait inscrire, à elles trois, 57 titres différents.

Vous voyez que le nombre des émetteurs, 2.861, est loin de représenter le nombre des titres qu'ils ont fait inscrire.

En effet :

Les 1.185 émetteurs de Paris ont obtenu la cotation de 2.581 titres
292 émetteurs de Lyon ont obtenu la cotation de 519 titres;
167 émetteurs de Lille ont obtenu la cotation de 261 titres;
169 émetteurs de Nancy ont obtenu la cotation de 317 titres;
80 émetteurs de Marseille ont obtenu la cotation de 123 titres;
70 émetteurs de Toulouse ont obtenu la cotation de 93 titres;
30 émetteurs de Bordeaux ont obtenu la cotation de 49 titres;
55 émetteurs de Nantes ont obtenu la cotation de 89 titres.

Enfin, les 813 émetteurs qui se sont adressés à la Coullisse ont obtenu la cotation de 1.164 titres.

Soit en tout 2.861 émetteurs et 5.196 valeurs cotées.

5.196, voilà le chiffre des valeurs cotées en France au 31 octobre 1933.

Nous le voyons, le choix offert au public pour la constitution de son portefeuille est considérable, et les porteurs d'actions, de parts et d'obligations sont presque quotidiennement tenus au courant des variations de leurs titres et de tous les détails qui peuvent les intéresser.

Or, Messieurs, ce serait une singulière erreur de croire que les portefeuilles

français ne sont composés que des 5.196 valeurs dont nous venons de vous parler. Bien rares, en effet, sont ceux qui ne contiennent que des valeurs inscrites. A côté de ces dernières, les portefeuilles contiennent également des valeurs d'une catégorie qui a fait beaucoup parler d'elle ces temps-ci, les valeurs non cotées ou valeurs hors cote.

C'est parmi celles-ci que nous trouvons les exemples des belles escroqueries de ces temps derniers. Les aigrefins, les intermédiaires véreux ont ici beau jeu. Aucune publication officieuse ou officielle ne donne, que lorsque les besoins des placeurs de titres s'en font sentir, de renseignements sur ces valeurs hors cote. Cours, coupons, augmentation ou réduction du capital, création d'obligations, tous ces divers éléments, qu'il faut connaître pour donner à un titre, même très approximativement, sa valeur, restent dispersés dans les différents service administratifs, qui reçoivent chaque année les déclarations des sociétés.

Car, et c'est un des points sur lesquels le législateur pourrait améliorer l'état de choses actuel :

D'une part, les statuts sont déposés dans l'un des 416 greffes des tribunaux de commerce ou des tribunaux civils jugeant commercialement.

D'autre part, la raison sociale, la durée de la Société, son objet, son capital, le nominal des actions, les noms des administrateurs, les noms des gérants, sont déclarés au Registre du Commerce.

Tandis que les bilans, les comptes de Profits et Pertes et les Dividendes, c'est-à-dire les renseignements, qui intéressent vraiment l'épargne, ne sont donnés qu'à l'Enregistrement.

Or, le service de l'Enregistrement, de règle formelle, doit garder secrètes les déclarations qu'il reçoit.

Nos lois permettent à n'importe quelle société de faire appel au public quand il s'agit de souscrire à un capital actions ou obligations, mais ces mêmes lois défendent formellement aux services qui reçoivent les bilans, comptes de Profits et Pertes et Dividendes, de faire connaître ces renseignements aux intéressés. C'est paradoxal!

Ces derniers éléments, oh! combien intéressants, nous pourrions dire les seuls intéressants, les sociétés les publieront ou ne les publieront pas, rien ne les y oblige.

Nos législateurs n'ont voulu connaître les bénéfices de ces sociétés que pour établir l'assiette de l'impôt. Le point de vue fiscal a été le seul auquel on se soit placé. C'est quelque chose; ce n'est pas suffisant pour l'épargnant qui veut surveiller son portefeuille et savoir ce que devient son patrimoine.

A la vérité, il peut, cet épargnant, recommencer son pèlerinage et aller s'enquérir aux différents guichets de sa ville, mais il se verra toujours faire la même réponse : « Nous ne connaissons pas cette Société, c'est une valeur non cotée, donnez-nous l'adresse du Siège social, nous écrirons et nous vous ferons parvenir la réponse. » Et si le Siège social est changé, ou s'il ne répond pas, car il a parfois intérêt à ne pas répondre, le porteur de titres restera sans renseignements.

Et voilà, Messieurs, pourquoi les titres hors cote ou non cotés ne jouissent pas d'une excellente presse dans le public, et pourquoi ce dernier, très souvent, ne veut faire ses remplois que chez l'Agent de Change ou chez le Coulissier.

Les conséquences de cet ostracisme sont graves. La valeur non cotée est émise presque toujours par la petite ou la moyenne industrie et, de ce fait, celle-ci voit ses émissions difficiles.

Pourquoi placer son argent dans une valeur dont on ne saura jamais rien, puisqu'on peut le remployer en valeurs cotées?

Je le répète, l'industrie et le commerce, trouvent de ce fait, beaucoup plus difficilement les capitaux dont ils ont besoin.

Il s'ensuit également qu'au moment où les remplois se présentent importants et nombreux, la loi de l'offre et de la demande est faussée, non point dans son jeu, mais en ceci que la matière sur laquelle elle s'exerce a subi une sélection préalable. Le choix des acheteurs porterait sur une masse beaucoup plus considérable s'il pouvait, avec facilité et sûreté, atteindre les valeurs hors cote en même temps que les valeurs cotées.

A ceux qui pourraient penser, et ils sont nombreux, même parmi les praticiens de la Bourse et de la Banque, à ceux qui pourraient penser, dis-je, que cette catégorie des valeurs non cotées est négligeable et ne mérite pas l'attention du législateur, nous révélerons que s'il y a 5.196 titres cotés dans les différentes Bourses de France, émis par 2.800 sociétés, environ, il existe en France 48.655 sociétés dont les titres sont répartis dans le portefeuille français, chiffre arrêté au 31 décembre 1932.

J'ai bien dit. 48.655 sociétés
tant anonymes qu'en commandite par actions.

Or, nous avons vu que 2.861 de ces sociétés
ont fait coter leurs titres.

Il en reste donc 45.794 dont les

titres ne sont jamais offerts ou demandés que sous le manteau. Le contrôle manquant, les prix pratiqués ne correspondant que rarement à la valeur réelle : ce n'est plus la loi de l'offre et de la demande qui joue, ce ne sont plus les besoins des vendeurs qui s'affrontent avec ceux des acheteurs, tout se réduit à un duel entre la cupidité et la crédulité.

J'ai dit les *prix* pratiqués, évitant à dessein d'employer le mot *cours*. Car nous nous refusons à employer le mot « cours » en matière de valeurs hors cote. Nous verrons dans quelques instants que ce détail de terminologie a son importance. Le mot « cours » ne peut être employé que s'il y a eu contrôle et si la loi de l'offre et de la demande s'est exercée, comme l'a voulu le législateur, *en public* et à *la criée*. La criée est exigée par la loi. Si vous l'ignoriez, vous saurez dorénavant pourquoi les corbeilles et les gradins de la Bourse sont si bruyants; c'est la loi qui veut qu'on crie. Il vous suffira de passer rue du 4-septembre entre midi et 15 heures pour constater que ladite loi est ici parfaitement obéie.

Ces offres et ces demandes bruyantes sont au surplus une des caractéristiques du Marché de Paris. A Londres, il en va tout autrement : et d'abord la Bourse n'est pas ouverte au public et seuls y pénètrent les Brokers et les Jobbers; les premiers offrent ou demandent pour le compte de leurs clients, ce sont des mandataires; les seconds achètent ou vendent pour leur compte et font la contre-partie des brokers.

Et c'est ainsi que la contre-partie constitue une escroquerie en France quand elle est pratiquée par un professionnel, agent ou coulissier, qui ne peut être que mandataire, tandis qu'elle est la règle à la Bourse de Londres; un jobber fait toujours et ne fait jamais que la contre-partie des affaires qu'on lui apporte.

D'autre part, tandis que la Bourse de Paris compte 70 agents de change et 117 Coulissiers (28 au Marché du comptant et 89 au marché du terme), soit en tout 187 professionnels ayant le droit d'offrir et de demander, l'ensemble des brokers et des jobbers qui se partagent les opérations à Londres atteint le chiffre de 2.690.

Le public en est-il mieux servi? Cela n'est pas certain.

Cependant, le nombre des professionnels étant à Londres beaucoup plus considérable, il a fallu élever les courtages, et les élever dans des proportions dont le profane en France n'a aucune idée.

Ces différences sont telles qu'il nous a paru intéressant de les préciser.

Nous avons pris une journée *réelle* à la Bourse de Paris, au marché du comptant et à celui du terme. Bous avons tenu compte des différents éléments qui ont composé l'ensemble des transactions, et nous avons appliqué, en les opposant à ceux de Paris, les tarifs du Stock-Exchange.

Or, tandis que le Parquet de Paris encaisse un courtage de 1, le Stock Exchange, pour le même volume et le même genre d'affaires exige un courtage de 3,78.

Pour les affaires à terme, la différence est encore plus grande : quand Paris demande 1, Londres demande 4,07.

Ces calculs ont été faits au 31 octobre 1933 en tenant compte de la valeur de la livre à cette date.

Faut-il penser que cette élévation des courtages est la rançon exigée par les professionnels de la Bourse dès que les Pouvoirs publics cessent de les réglementer? Je ne sais, mais il est remarquable que tous les marchés libres pratiquent des prix très élevés.

Appliquant la même méthode à la Bourse de New-York et aux Bourses suisses, nous avons pu dresser le tableau suivant, compte tenu de la valeur des monnaies respectives, au 31 octobre 1933.

<i>Au comptant.</i>	Quand le Parquet de Paris réclame	1
	les Banques suisses réclament	1,53
	New-York réclame	3
	et Londres.	3,78
<i>A terme.</i>	Paris demandant	1
	les Bourses suisses demandent.	2,01
	New-York	3,28
	et Londres.	4,07

Nous le voyons, Londres est environ quatre fois plus cher que Paris.

A d'autres de dire si Londres est trop cher et Paris trop bon marché.

Il était intéressant de constater combien les rémunérations varient pour des services identiques.

Le processus, à Londres, est le suivant : le broker donne le nom de la valeur qu'il veut traiter, sans révéler s'il est acheteur ou vendeur; si le jobber répond : non, le broker passe; si le jobber répond : oui, il doit faire suivre son oui de deux

chiffres, celui auquel il prend et celui auquel il donne. Le broker précise alors la quantité. Ceci explique le silence relatif dans lequel se font les transactions à la Bourse de Londres. A Paris, plus la criée sera faite haute et impérative, plus elle aura de chance d'être entendue. Et comme dans ce salon qu'est la Bourse tout le monde parle à la fois, c'est à qui possédera la voix la plus perçante et le larynx le plus solide. Le procédé doit avoir sa valeur puisque nous l'avons conservé : il reste, convenons-en, d'allure un peu barbare.

Nous venons de voir combien le fonctionnement intérieur de la Bourse de Londres est différent de celui de la Bourse de Paris.

Il est très curieux de constater, que la différence s'arrête au fonctionnement intérieur et que Londres et Paris se rejoignent quand il s'agit de s'adresser au public. C'est à ce point qu'on pourrait croire que l'une de ces deux places a copié l'autre, si l'histoire du Stock Exchange et celle de la Bourse de Paris n'étaient pas là pour démontrer que ces deux Bourses en sont arrivées aux mêmes gestes parce que ces gestes étaient les seuls possibles.

La Bourse de Londres publie deux cotes que nous dénommerons d'après leur couleur : la cote blanche et la cote jaune. La cote blanche, dite cote officielle, parallèle à la cote des agents de change de Paris, donne, comme cette dernière, une liste *limitative* des valeurs négociables en Bourse.

Mais il a fallu, à Londres comme à Paris, créer à côté de la cote officielle, une cote de conception plus souple, une façon de supplément. C'est à Londres la cote jaune. Elle correspond à la cote de la Coullisse de Paris.

Ici encore les faits se sont imposés, et ces deux publications accessoires, conçues et créées pour corriger ce que les cotes officielles avaient de trop rigoureux, ont fini toutes les deux, la cote jaune à Londres et la cote de la Coullisse à Paris, par se montrer aussi fermées, aussi inaccessibles : l'énumération de ces deux cotes supplémentaires est à Londres et à Paris également limitative.

Résumons : à Londres et à Paris, jobbers, brokers, agents de change et coullissiers ont fait ce qu'ils ont pu et pas davantage. Et il n'est pas possible, l'événement l'a prouvé, d'aller plus avant. Un marché où pourrait pratiquement jouer la loi de l'offre et de la demande pour les 50.000 valeurs existant en France n'est pas concevable.

La pratique a démontré jusqu'où pouvait aller une réglementation de la loi de l'offre et de la demande.

Conséquence : la valeur non cotée est à Londres comme à Paris, comme dans toutes les Bourses du monde, plus difficile à négocier.

Mais ce n'est qu'à Paris que les usagers sont dans l'impossibilité d'avoir des renseignements sur les titres hors Bourse.

A Londres un « Companies Registration Office » existe, véritable état civil de toutes les sociétés anglaises. Son achalandage démontre à lui seul son utilité : c'est un des organismes le plus souvent consultés.

Vous excuserez cette digression.

Les valeurs inscrites ont donc, en bon français, des cours et les valeurs non cotées des prix. Et il est nécessaire de parler un bon français quand il s'agit de s'entendre et de conclure. Ce détail de terminologie, nous l'avons dit, a son importance, car l'emploi involontaire ou intentionnel du mot « cours » peut prêter à des confusions fâcheuses. Le démarcheur, le placeur de titres

qui, parlant d'une valeur hors cote, emploie ces mots : le dernier cours... donne à penser que ce chiffre a été débattu en public. « Si d'autres ont acheté à ce chiffre, se dit le client relancé, pourquoi n'achèterais-je pas ? » C'est une des petites malices du métier.

La loi de l'offre et de la demande s'exerce dans les Bourses de Paris et de Province correctement et librement, aux jours et heures fixés par les règlements, sous le contrôle des Chambres Syndicales des Agents de Change. Pour le Marché de la Coulisse de Paris, c'est la Chambre Syndicale des Banquiers, dits Banquiers inscrits, qui assume ce contrôle.

A côté de ces deux Marchés, l'un officiel, l'autre reconnu, il en existe un troisième, dont la seule dénomination révèle le désordre qu'une nouvelle réglementation devrait faire cesser. Il existe, en effet, sous les colonnades de la Bourse de Paris, un marché des Valeurs Hors Cote. Et ce Marché publie une feuille, oh ! combien officieuse ! qui logiquement doit être dénommée : Cote des Valeurs non cotées. La logique et la grammaire ne sont pas seules à en souffrir, car ce Marché n'est contrôlé que par les professionnels, vendeurs pour leur compte et non mandataires. Et ce contrôle ne s'exerce, vous le pensez bien, que sur le plan des intérêts particuliers de ces professionnels. En réalité ils se contrôlent entre eux, mais ne sont pas contrôlés. Et comme les transactions se font toutes sous la forme de ventes directes, elles restent inattaquables quels que soient les prix pratiqués. Le public s' imagine trouver là des mandataires, il n'y trouve que des contre-partistes, agissant très légalement, au surplus ; mais ses intérêts ne sont pas défendus.

On reste étonné, pour ne pas dire davantage, que les Pouvoirs publics, qui ont entouré les transactions immobilières de tant de précautions, et qui exercent une surveillance presque quotidienne sur les Marchés des 5.196 valeurs inscrites, se désintéressent des titres émis par les 45.794 sociétés qui n'ont pas fait coter leurs titres. Pourtant ces 45.794 sociétés existent bel et bien et leurs titres sont dans nos portefeuilles.

J'en ai assez dit sur les modalités des transactions boursières. Voyons comment pourraient être améliorées les conditions dans lesquelles les capitalistes et les épargnants font leur choix et composent leurs portefeuilles.

Il faudrait, et c'est chose relativement facile, que soient centralisés les documents que le public a besoin de connaître et que ces documents soient mis à sa disposition, rapidement et sans frais.

Le plus humble des citoyens français a son état civil et doit porter sur lui ses papiers. C'est la règle, depuis que la loi du 18 germinal anX a établi l'état civil et a confié aux municipalités le soin d'en dresser et d'en contrôler les actes.

Comment admettre que des milliers de sociétés puissent rester éparses et hors d'atteinte, poursuivant une vie d'autant plus secrète qu'elles redoutent le contrôle des porteurs de leurs titres ?

Le démarcheur véreux y trouve son compte. Il arrive qu'un titre, qui ne vaut que 20 francs, soit vendu dix et vingt fois ce prix. Voilà pourquoi le titre hors cote a mauvaise presse.

La lacune que je viens de signaler est grave à trois points de vue.

Et d'abord, il est matériellement impossible de suivre l'existence de ces

Sociétés, tant au point de vue moral, qu'au point de vue matériel. La justice répressive ne suffit pas, et c'est intervenir trop tard que d'intervenir quand un scandale a éclaté, ou qu'une escroquerie a été commise. Le Parquet lui-même a besoin de renseignements qui manquent totalement à l'heure actuelle à la Section financière.

D'autre part, cette lacune rend impossible tout contrôle des faits et gestes des sociétés.

Enfin, cette lacune est grave surtout au point de vue possibilité de négociation. Le capitaliste qui aura souscrit une valeur non cotée ne s'en défera que très difficilement, pour cette raison que personne en dehors des administrateurs de cette Société ne connaît sa vie, sa marche, son avenir. Et ces administrateurs, où les trouver? Et quand on les connaîtrait, vous soupçonnez bien que les prix qu'ils offriront seront des prix de famine.

J'ai tenté personnellement, en 1920, de combler ladite lacune en créant une *Liste alphabétique des valeurs non cotées*, mais, après treize ans d'existence, ma dernière édition ne contient en tout et pour tout que 9.000 valeurs environ. Si ma future édition de mars 1934 en contiendra comme je l'espère 12.000, ma documentation, vous le voyez, reste insuffisante. En cette matière, il convient d'être complet.

L'indifférence des sociétés qui ne répondent pas aux demandes, l'impossibilité d'atteindre certaines autres qui ont changé leur siège social, nombreuses sont les raisons qui ne m'ont pas permis de faire mieux.

Cependant il reste que 35.000 valeurs environ existent dans le portefeuille français, sur lesquelles ni agents de change, ni coulissiers, ni banquiers, n'ont aucun moyen pratique d'être renseignés.

En janvier 1929, M. Jacob, Syndic des agents de change, voulut bien, je vous l'ai déjà dit, porter au ministère des Finances, le projet que j'avais conçu, sur le modèle du *Companies Registration Office* de Londres, de créer un organisme de centralisation, une sorte de Bibliothèque Nationale des Sociétés.

Ce projet attend encore d'être réalisé. Son économie est la suivante :

Autant de dossiers que de Sociétés existantes (48.655) seraient créés, qui recevraient chacun :

- 1° Les Statuts;
- 2° Les Bilans annuels;
- 3° Les Comptes de Profits et Pertes;
- 4° Les noms et adresses des administrateurs;
- 5° Les procès-verbaux des Assemblées générales.

Chaque année ces documents seraient mis à jour.

Le public trouverait là les moyens de satisfaire sa légitime curiosité.

Une publication pourrait alors être éditée chaque année, sous le contrôle de l'Administration; elle serait dans ces conditions complète et exacte.

Deux tomes ont été prévus.

Le premier donnerait la liste des sociétés en exercice avec un minimum de renseignements permettant au public de se diriger dans ses recherches. Il suffirait de faire suivre le nom de chaque société de son adresse, de son capital, du nominal de ses actions, de la date de l'inscription de la Société au *Bulletin*

des Annonces légales obligatoires (B. A. L. O.) et du numéro d'inscription au Registre du Commerce.

Le second tome donnerait la liste des sociétés en faillite ou en liquidation avec les noms et adresses des Syndics ou Liquidateurs.

Ce second tome ne serait pas moins intéressant que le premier. Ces deux volumes, mis à la disposition du public aux guichets de toutes les Banques, permettraient aux usagers de contrôler, vite et sans frais, les boniments des démarcheurs et les articles de certaine presse financière.

Ce qui rend facile l'exécution de ce projet, c'est qu'il n'est qu'une centralisation des documents qu'ont l'habitude de donner chaque année les sociétés. Il convient, en matière économique, de troubler le moins possible le public dans ses habitudes et de ne pas innover trop souvent.

Le projet dont je viens de parler ne lui demande rien de nouveau à ce public ; il ne demande qu'à l'Administration de centraliser les documents qu'elle reçoit, mais qu'elle laisse épars dans ses différents services, et de les publier.

Je vous ai dit, il y a quelques instants, que les statuts des différentes Sociétés créées en France étaient déposés au greffe du Tribunal de Commerce de Paris ou dans les 415 autres greffes des tribunaux de commerce de province. Prenons le cas d'une recherche faite à Paris. Si Paris répond négativement, il faut, on le voit, en l'état actuel des choses, écrire 415 lettres, une lettre à chaque greffe de province.

Car il arrive fréquemment que les titres émis par une société ne portent pas l'adresse du Siège social, ou que ce siège social a changé d'adresse et que la nouvelle adresse n'est pas connue. Et il arrive plus fréquemment encore que le capitaliste a besoin de renseignements avant d'acheter le titre ; il ne peut donc pas connaître l'adresse du siège social, même si cette adresse est portée sur le titre. C'est le cas le plus fréquent ; le capitaliste enquête généralement sur une valeur mobilière avant de l'acheter.

Le Registre du Commerce, tel qu'il a été institué en France, se complèterait très heureusement et suffirait à tout s'il centralisait et classait les différents documents dont nous venons de parler. Son programme a d'ailleurs prévu cette centralisation. Il existe en effet au Registre du Commerce de Paris une section B, dite Section des Sociétés Commerciales. Elle possède nombre de renseignements utiles sur les Sociétés, mais il y manque les indications relatives aux Bilans, aux Comptes de Profits et Pertes, aux Assemblées générales.

D'autre part, la centralisation fait défaut. Tous ces documents sont dispersés dans les 416 Registres du Commerce de France.

Enfin, il faudrait, pour que cette centralisation servît à autre chose qu'à constituer de nouveaux bureaux inutiles, que cette documentation fût mise à la disposition du public d'une façon plus pratique que ne l'a prévu la loi du 18 mars 1919.

Les deux volumes dont nous venons de parler répondent à ce besoin.

Le Registre du Commerce aurait peut être alors une raison d'être et, ainsi complété, il rendrait les services en vue desquels il a été créé.

Ajoutons qu'il serait hors de sens de créer un nouvel organisme. Le Registre du Commerce a demandé comme travail et comme temps des efforts considérables. Il ne s'agit que de compléter la Section B, qui avait, au 31 décembre

1932, reçu 48.655 déclarations, émanant tant de Sociétés Anonymes que de Sociétés en Commandite par actions, et ouvert un nombre égal de dossiers.

La sélection est faite entre les commerçants ordinaires et les Sociétés commerciales; le législateur n'a plus qu'à ordonner que soient transmis à cette Section et classés dans les 48.655 dossiers les documents que nous avons dits : Statuts, Bilans, Comptes de Profits et Pertes, Comptes rendus d'Assemblées générales.

Ces 48.655 Sociétés ont fait, comme la loi l'exige, leurs déclarations dans l'un des 416 Registres du Commerce de France.

Il nous a paru intéressant de rechercher le nombre de Sociétés inscrites à chacun des 416 Registres du Commerce. Nous n'avons pu mener ce travail à bien que pour 9 places seulement. 9 sur 416, c'est peu, mais ce sont les 9 places les plus importantes de France.

Nous avons établi, qu'au 31 décembre 1932 :

Paris	avait reçu	25.299	déclarations de Sociétés, tant anonymes qu'en commandite par actions.		
Lyon	—	1.604		—	—
Lille	—	639		—	—
Nancy	—	384		—	—
Marseille	—	1.543		—	—
Toulouse	—	299		—	—
Bordeaux	—	852		—	—
Nantes	—	324		—	—
Rouen	—	357		—	—

Le chiffre global est, nous l'avons vu, de 48.655. Paris, dans ce chiffre, compte pour 25.299 unités.

Nous avons vu d'autre part qu'il existe 416 Registres du Commerce. Paris déduit, il reste donc que 23.356 Sociétés se sont fait inscrire aux 415 Registres de province. Vous voyez combien une centralisation est nécessaire : la province groupe près de la moitié des Sociétés. Au cours d'une recherche, il y a presque une chance sur deux que Paris ne pourra pas répondre.

Je peux vous donner ces chiffres comme certains au 31 décembre 1932. Il a été tenu compte des radiations intervenues.

Il serait intéressant de connaître en détail le nombre des inscriptions à chacun des 416 Registres de France. Cette statistique démontrerait que certains Registres sont inutiles et pourraient être rattachés, que de nouveaux pourraient être créés.

Nous espérons pouvoir établir et donner l'an prochain à votre Bibliothèque, cette statistique complète et détaillée.

A. GAUTHIER-NUGUE.

DISCUSSION

M. le Président remercie M. GAUTHIER-NUGUE de sa communication si intéressante et si documentée, exposée avec une clarté remarquable et avec beaucoup d'humour.

Les solutions qui y sont suggérées seraient utiles tant à l'épargne qu'à la bonne renommée de la Bourse et des opérations financières.

Le nombre des valeurs portées sur la cote est très faible par rapport au nombre total de valeurs existant en France. L'épargnant ayant bien des difficultés pour agir en connaissance de cause, il y aurait intérêt à ce qu'une documentation complète fût réunie sur ces valeurs.

M. MICHEL considère que les actes notariés, et, à plus forte raison, les bilans de Sociétés, ne sont pas toujours compris de la majorité du public. D'ailleurs, quelle importance peut-on attacher au poste immeubles tel qu'il figure dans la plupart des bilans ?

La seule valeur qui doit figurer dans ce poste est la valeur vénale, et non le prix de revient ou la valeur intrinsèque. Or, la valeur vénale est essentiellement variable et il importe que la révision de cette évaluation soit faite au moins tous les cinq ans. A l'appui du bilan, devrait être donnée la liste des immeubles figurant à l'actif : désignation, situation, superficie, origine de propriété, prix de revient, etc., revenu brut, revenu cadastral et valeur vénale ; cette dernière étant fixée par un expert immobilier avec indication du nom de l'expert et de la date du rapport.

M. DALSACE se demande s'il est vraiment utile de réunir une documentation sur plus de 45.000 Sociétés dont un grand nombre d'actions ne se trouvent pas sur le marché et sont détenues par des membres d'une même famille, qui se les transmettent et ne cherchent nullement à les négocier.

D'ailleurs, les renseignements relatifs aux Sociétés ne se trouvent pas seulement dans les greffes des tribunaux de commerce et aux registres du commerce, mais aussi dans les justices de paix. En outre, en vertu de la loi de 1867, chacun peut se procurer les statuts d'une Société moyennant le versement de la somme d'un franc effectué au siège.

Sans doute, serait-il intéressant de constituer soit des fichiers départementaux, soit des fichiers régionaux, soit encore un fichier central. Mais il ne faut pas perdre de vue que le plus souvent, en France, on achète les actions sans renseignements préalables et pour la simple raison qu'elles se trouvent à la disposition du public.

M. GAUTHIER-NUGUE ne croit pas que ces fichiers seraient consultés par les intéressés ; du reste, pour ce qui concerne la province, particulièrement, une simple liste des administrateurs des Sociétés suffirait à donner confiance.

M. André BERNARD, faisant suite à l'observation de M. MICHEL, fait remarquer que le public serait suffisamment renseigné sur la valeur des immeubles appartenant à une entreprise, s'il avait connaissance de leur situation et de leur superficie. Les bilans des Sociétés d'assurances contrôlées font mention d'indications de cette nature en ce qui concerne les immeubles figurant à leur actif ; les bilans des autres Sociétés ne pourraient-ils être aussi explicites ?

M. GAUTHIER-NUGUE estime qu'il est impossible de se fier à la sincérité de certains bilans, de même qu'aux documents de tous ordres fournis par certaines Sociétés, et que, sur ce point, le mal est sans remède.

M. DALSACE déclare qu'en effet, appelé à consulter des dossiers de nombreuses Sociétés financières, il a eu en mains des dossiers énormes, mais où il n'a pas souvent découvert un seul renseignement intéressant autre que les comptes rendus d'Assemblée.

M. GAUTHIER-NUGUE fait remarquer que les statuts ne sont jamais établis dans la même forme, ce qui ouvre la porte à des irrégularités.

M. DALSACE dit que tel n'est pas son avis. Malgré les très nombreuses occasions qu'il a eues d'étudier des statuts, M. Dalsace n'a presque jamais relevé de dispositions pouvant prêter à équivoque et il lui paraît peu désirable d'imposer un type de statuts pour toutes les Sociétés.

M. NAVACHINE, retenant les chiffres donnés par le conférencier, en conclut qu'il existe en moyenne une Société pour 900 habitants. A part la question des renseignements à fournir sur ces Sociétés, il faut en poser une autre, celle de l'éducation économique des masses, éducation qui devrait être entreprise à l'école, puisque chacun est susceptible de devenir actionnaire.

M. BARRIOL manifeste quelque scepticisme sur la possibilité d'intéresser la jeunesse aux questions économiques. Il sait, par expérience personnelle, que les jeunes gens ne se préoccupent guère de la manière de faire valoir l'argent.

Son avis est partagé par plusieurs collègues, qui, d'une façon générale, estiment que la forme actuelle d'enseignement de cette matière n'est pas assez vivante.

M. NAVACHINE ne peut croire que la jeunesse reste indifférente et insouciante devant les effets de la crise et les ruines qu'elle a entraînées.

Il demeure convaincu que l'éducation organisée pourrait remédier à un état de choses regrettable.

M. DE SAINT-MATHIEU pense que le public, à qui on ne peut demander d'être informé sur les titres, ni de savoir se renseigner par la consultation des dossiers, devrait pouvoir s'adresser à des experts : banquiers, coulissiers, agents de change, de même qu'il a recours à des architectes pour l'acquisition d'immeubles. Ces experts pourraient soit être pourvus personnellement d'une documentation sur les Sociétés, soit trouver tous renseignements désirables dans des centres déterminés.

M. MICHEL s'élève contre l'opinion qui tendrait à attribuer aux architectes en général la qualité d'experts en immeubles. Les architectes évaluent bien le prix de revient d'une construction, de même que le coût des réparations à y effectuer ou la détermination de la valeur intrinsèque, car c'est leur métier, comme, par exemple, dans le cas des expertises à la suite d'incendies; mais il est constant de les voir ignorants de la valeur vénale des immeubles qui n'est pas une évaluation mathématique établie d'après des barèmes de prix de série comme les précédentes, mais dans laquelle entrent divers facteurs d'appréciation qui sont du ressort des spécialistes en expertises immobilières. C'est d'ailleurs la méconnaissance de cette règle qui a été la cause de la déconfiture de nombreuses Sociétés immobilières.

M. GAUTHIER-NUGUE, se rapportant aux remarques émises en ce qui concerne les bilans et le cas qu'il convient d'en faire, considère qu'il y a lieu d'espérer d'heureux résultats d'une surveillance systématique de l'activité des Sociétés et que la sincérité des bilans est surtout affaire de mœurs.

M. le Président remercie tous les collègues qui ont pris part à la discussion, dont il résume les divers aspects et déduit la conclusion suivante. Il serait désirable :

1^o De rassembler une documentation aussi précise et sincère que possible sur l'activité et les bilans des Sociétés;

2^o Qu'on pût exiger dans tous les bilans une mention relative à la consistance des valeurs mobilières et immobilières;

3^o Que l'éducation économique fût réalisée par un enseignement professé de façon attrayante et, par conséquent, susceptible de retenir l'attention des jeunes gens dès l'âge de dix-sept ou dix-huit ans.
