



Les émetteurs sur le marché financier français, 1800-1840

Pierre-Cyrille Hautcoeur, Carine Romey

► **To cite this version:**

Pierre-Cyrille Hautcoeur, Carine Romey. Les émetteurs sur le marché financier français, 1800-1840. PSE Working Papers n°2006-41. 2006. <halshs-00589154>

HAL Id: halshs-00589154

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00589154>

Submitted on 27 Apr 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



PARIS-JOURDAN SCIENCES ECONOMIQUES

48, Bd JOURDAN – E.N.S. – 75014 PARIS
TEL. : 33(0) 1 43 13 63 00 – FAX : 33 (0) 1 43 13 63 10
www.pse.ens.fr

WORKING PAPER N° 2006 - 41

**Les émetteurs sur le marché financier français,
1800-1840**

Pierre-Cyrille Hautcœur

Carine Romey

Codes JEL : N 23

**Mots-clés : système financier, Bourse, émissions,
titres privés, emprunts étrangers**

LES ÉMETTEURS SUR LE MARCHÉ FINANCIER, 1800-1840

Pierre-Cyrille HAUTCOEUR (EHESS-PSE)

Carine ROMÉY (AMF)

Ce texte constitue le chapitre 5 de l'ouvrage *Le marché financier français au XIX^e siècle*, sous la direction de G. Gallais-Hamonne et P.-C. Hautcoeur, à paraître, Publications de la Sorbonne, 2007

LES ÉMETTEURS SUR LE MARCHÉ FINANCIER, 1800-1840

Même si elle domine longtemps le marché de manière écrasante, la rente française n'est pas l'unique valeur mobilière à circuler et bientôt à nécessiter une cotation boursière. Très tôt des États étrangers, des collectivités publiques françaises et certaines entreprises s'adressent au marché des capitaux pour se procurer les ressources dont ils ont besoin. Dans ce cas, la cotation en Bourse devient rapidement une nécessité pour permettre aux acquéreurs d'être assuré d'une liquidité pour des placements qu'ils ne souhaitent pas engager de manière permanente.

I. LES ÉMETTEURS FRANÇAIS PRIVÉS

A. LES MODES DE FINANCEMENT TRADITIONNEL DES ENTREPRISES

Parmi les entreprises privées, c'est moins l'industrie que les services ou les transports qui voient d'abord se développer les appels aux concours financiers externes. En effet, jusqu'à la fin du XIXe siècle, les entreprises industrielles se développent surtout grâce à des capitaux d'origine familiale ou de proximité. Le textile qui est de loin l'industrie la plus importante, les industries de la papeterie ou du cuir, la métallurgie et même la sidérurgie de base, ne font qu'exceptionnellement appel à des concours extérieurs au cercle des relations familiales ou personnelles de leurs dirigeants.

Comment expliquer cette situation ? On doit certainement mettre en avant le caractère relativement continu de l'industrialisation et l'absence de solution de continuité qui, dans bien des cas, préside au passage d'activités encore liées à l'artisanat à un stade plus « usinier » de la production des entreprises. Une grande partie des machines, pour les moins sophistiquées d'entre elles, sont tout ou partie fabriquées par les industriels eux-mêmes. Lorsqu'il est nécessaire d'acheter les équipements, le coût est souvent limité. Dans les firmes établies de longue date, les frais de « premier » établissement correspondant à l'acquisition de nouveaux outillages sont peu importants. Les machines employées, peu coûteuses, peuvent se compléter à l'unité, au fur et à mesure de la croissance des disponibilités financières et, de plus, les entrepreneurs n'hésitent pas à recourir au marché de l'occasion.

Cependant, avec le progrès technique et la mécanisation, le capital initial devient plus important dans certains secteurs. En 1827, le coût d'une forge anglaise est estimé à 500 000 francs. Un maître de forge, à moins d'appartenir aux milieux les plus aisés, doit désormais recourir à des concours externes. Au crédit notarial en déclin après la Révolution, et au crédit interentreprises (essentiellement commercial) s'ajoutent des soutiens bancaires dans des

proportions variables suivant les secteurs et les modèles régionaux de financement. Le crédit interentreprises s'accompagne parfois de concours plus purement financiers, et peut jouer un rôle essentiel. C'est le cas de l'aide apportée par les constructeurs de machines comme Schlumberger livrant à crédit le matériel nécessaire aux filatures de Luxeuil (1838) ou d'André Koechlin avançant 225 000 F pour permettre la modernisation de la filature de Bischwiler. Ailleurs, ce sont les négociants en coton, en amont, ou en aval des commerçants en filés, qui aident au financement des filatures par des crédits que garantissent des hypothèques prises sur les usines. Dans le Dauphiné, les maisons de gros ou de commission alimentent en fonds les industriels. En fait, jusque vers le milieu du siècle, l'initiative industrielle appartient encore souvent au grand négoce qui bénéficie de l'importance de ses capitaux et de sa connaissance des marchés. Parfois, il arrive qu'un négociant passe directement à l'activité industrielle (les Agache à Lille), mais souvent l'évolution mène à l'industrie à travers le capitalisme commercial. Le glissement progressif du marchand fabricant à l'industriel s'effectue alors par l'intensification de la fabrication, au détriment de l'activité commerciale.

Les transferts d'hommes et de capitaux, à partir du commerce ou, à l'intérieur de l'industrie, des branches traditionnelles vers des activités plus modernes se produisent moins à l'échelle d'une génération qu'au fil des générations. Les soutiens financiers d'un secteur à l'autre ne sont d'ailleurs pas toujours calqués sur des liaisons fonctionnelles. Ils passent aussi par des liens de proximité. Ainsi peut s'expliquer l'investissement de capitaux d'origine foncière ou en provenance de la bourgeoisie urbaine dans certaines entreprises industrielles.

Autofinancement et appel à l'épargne de « proximité » étaient donc le cas général. Cependant peu à peu le rôle des banques s'est accru.

B. LE ROLE DES BANQUIERS DANS LE DEVELOPPEMENT D'UN MARCHE DES TITRES PRIVES

Par « haute banque », on désigne sous la Restauration un groupe de maisons anciennes souvent d'origine étrangère (allemandes ou suisses) qui se sont introduites à Paris depuis la fin du XVIII^e siècle. Les Mallet, Neuflyze, Hottinguer, Mirabaud, Rothschild sont, la plupart du temps, des sociétés en nom collectif. Leur rôle est important sur le marché des valeurs mobilières, soit par leur participation active à la création et au développement des sociétés, soit par le placement des titres. Elles jouent alors le rôle de véritables « marchands » de titres. À cette époque où l'étroitesse du marché financier entraîne une très grande difficulté pour placer des titres privés, les banques et leur clientèle jouent un rôle décisif en apportant leur concours aux entreprises.

Après 1830, la haute banque qui s'est déjà lancée dans le domaine des assurances et des canaux se tourne vers les industries qui ont de gros besoins de capitaux comme les mines et la métallurgie. Des membres de la haute banque parisienne ainsi que des banquiers suisses et rhénans entrent en contact actif avec l'industrie, encouragés par leur clientèle qui s'est

détournée des emprunts d'État du fait de la baisse de leur rendement et dans un souci de diversification de leurs avoirs. Ils y jouent un rôle de financiers, de promoteurs et de souscripteurs de titres. Certains de ces banquiers bénéficient d'une familiarité initiale avec le négoce ou l'activité industrielle dont ils sont parfois issus et, localement ils peuvent jouer un rôle important. Dans le textile de l'Est, la banque bâloise, strasbourgeoise ou lyonnaise prend ainsi le relais des négociants dans le financement des filatures de coton dont le caractère concentré exige de grosses immobilisations. Dans le Nord, les banquiers Decroix et Scalbert commanditent les firmes locales. La haute banque parisienne, moins présente que la banque régionale apparaît cependant dans quelques grandes entreprises, filature de coton de Ronvalles-Doullens où le capital de 2 millions de francs est fourni en 1822 par un groupe de banquiers où l'on retrouve Laffitte, Hottinguer, Odier et Rothschild. La banque finance aussi de grandes filatures de lin modernes.

Dans la sidérurgie et les mines de charbon, les banquiers apportent aussi un concours actif. Qu'ils soient représentatifs de la finance locale, comme dans la région lyonnaise où des maisons de banque comme Delahante, Galline ou Morin-Pons se retrouvent dans la Compagnie des Mines de la Loire (1846), dans les houillères de Saint-Étienne ou les ateliers d'Oullins, ou qu'ils soient issus ailleurs de la haute banque comme les Rothschild à la Grand-Combe ou dans le Nord où, avec les Davillier, ils se taillent un domaine réservé à partir de 1835 dans les secteurs essentiels de l'industrie lourde, les banquiers se retrouvent souvent dans le capital initial des grandes firmes qui se constituent au début du dix-neuvième siècle. C'est en particulier le cas dans la sidérurgie moderne comme à Decazeville dès 1824.

À côté de ces branches spécifiques de l'industrie, deux autres secteurs paraissaient offrir aux banques des perspectives de profit intéressantes : les travaux d'infrastructure, en particulier les transports, et les sociétés financières, principalement les compagnies d'assurance. Les économies budgétaires des années 1820 conduisent en effet à confier des travaux publics (canaux, routes, ponts) ou des services à caractère partiellement publics comme les messageries à des sociétés privées animées par des banques. Ces sociétés anonymes ne sont en réalité que le support d'opérations destinées à financer des travaux de l'État, la forme juridique s'imposant en raison des coûts des investissements.

Cette participation bancaire à l'industrialisation suscite le développement de nouveaux procédés de financement. À côté des méthodes anciennes comme les avances de caisse, consenties à titre exceptionnel, des ouvertures de crédit pour un montant et une durée limités, de rares acceptations de découvert, c'est la commandite qui, à partir des années 1830, est la forme la plus usitée par les banques qui participent au financement de l'industrie. En effet, cette technique permet d'espérer de retrouver une liquidité progressivement par placement des titres en Bourse. La haute banque, composée de véritables sociétés financières, possède ainsi des participations financières dans les principales sociétés dont les titres font l'objet de

fréquentes négociations à la Bourse, négociations qui lui permettent d'alléger leur portefeuille au profit de nouvelles participations¹.

C. CODE DE COMMERCE ET CROISSANCE DU MARCHÉ

Le code de commerce de 1807 réforme et codifie le droit commercial français. Il ouvre la voie à un développement du marché financier en permettant la création de sociétés par actions sans autorisation gouvernementale préalable et en créant la société anonyme.

Le code crée 3 types de sociétés. Dans les sociétés en nom collectif (SNC), qui peuvent être créées par deux personnes ou plus sur simple déclaration, la responsabilité des associés est illimitée. Ces sociétés représentent jusque dans les années 1840 entre les trois quarts et les quatre cinquièmes du total des sociétés créées. Les sociétés en commandite représentent une deuxième catégorie ; aux associés-gérants, qui dirigent la société et sont responsables de la gestion sur leur fortune personnelle s'ajoutent des commanditaires qui apportent des capitaux sans avoir le droit de participer à la gestion ni en porter la responsabilité au-delà de leur apport. Elles fournissent un cadre satisfaisant pour le développement de la plupart des sociétés. Dans l'esprit du législateur, elles doivent convenir aux petites et moyennes entreprises. Elles restent proches des sociétés en nom collectif et donc fragiles dans la mesure où, sauf procédure spécifiée dans les statuts, la démission ou la mort de l'un des associés entraîne de droit la réorganisation ou la dissolution de la société.

Il existe deux formes de sociétés en commandite : la *commandite simple*, dans laquelle les commanditaires ne peuvent transférer leurs droits (même si leur retrait peut être prévu), et la *commandite par actions* où les parts des partenaires sont transférables, selon l'article 38 « *le capital des sociétés en commandite par actions pourra être divisé en actions, sans aucune dérogation aux règles établies pour ce genre de société* ». Cette réglementation, qui n'est d'ailleurs qu'une codification des règles et des pratiques antérieures, ouvre une brèche importante qui permet de fonder des sociétés par actions sans aucun contrôle réglementaire et sans protection spécifique des actionnaires et des créanciers.

Enfin, la *société anonyme* constitue une troisième catégories. Elle ne comporte pas d'associés-gérants, et la responsabilité est limitée pour tous les associés ou actionnaires. Elle est anonyme dans le sens où des noms des personnes ne peuvent pas figurer dans le nom officiel de la société, ce qui serait compris comme engageant leur responsabilité. Elle est adaptée aux besoins de la grande entreprise. Mais le législateur, par crainte des abus et parce

¹ G. Duchène, *L'empire industriel, histoire critique des concessions financières et industrielles du Second Empire*, Paris, 1869, p. 52. Dupont Ferrier, en dépouillant la composition des conseils des sociétés décrites dans le manuel des fonds publics et sociétés financières de Courtois (1864), a relevé la puissance financière de cette haute banque et ses relations étroites avec les sociétés industrielles. On peut citer, à titre d'exemple : en 1857, 11 personnes se trouvent diriger les intérêts de presque toutes les compagnies, la première en administre 22, la seconde 19, les deux suivantes 14, etc. En 1863, les actions des banques, sociétés de crédit, chemins de fer, grandes usines et assurances, etc. sont aux mains de 183 financiers.

qu'il considère devoir protéger l'épargnant, soumet ce type de société à autorisation, selon une longue procédure qui, en fait, donne au Conseil d'État le pouvoir de décision.

La réglementation de sociétés anonymes telle qu'elle est définie par le Code de commerce entre en vigueur le 1^{er} janvier 1808 ; neufs articles du code lui sont consacrés (les articles 29 à 37 et les articles 40 et 45). L'article 37 est consacré à l'autorisation gouvernementale qui domine le droit des sociétés anonymes jusqu'à sa disparition en 1867. « L'autorisation de Sa Majesté n'est point un privilège (...) elle se donne à cause de la forme de la société anonyme et non en raison de la branche d'industrie qu'on se propose d'exploiter » : à elle seule, cette citation extraite de l'instruction ministérielle illustre parfaitement le changement intervenu depuis l'Ancien Régime dans l'attitude du pouvoir à l'égard des sociétés anonymes. L'esprit de cette loi est alors celui d'éviter que ces sociétés ne prennent trop de pouvoir, pouvoir facilité par l'absence de responsabilité personnelle.

Le code s'imposant rétroactivement aux sociétés existantes, toutes les « anciennes » sociétés anonymes doivent s'y soumettre et sont obligées de demander leur conversion. Dans la pratique, cette conversion est difficile à obtenir, plusieurs exemples le montrent : la *Société des canaux* en fait la demande en 1808 et elle ne devient société anonyme qu'en 1829 ; Saint-Gobain ne l'obtient qu'en 1830. Sous l'Empire, moins de vingt sociétés sont autorisées à exercer sous la forme anonyme. La première société à obtenir l'autorisation, en 1808, est l'Entreprise générale de Messageries de Paris.

Pour aménager cette phase de transition qui va de la constitution à l'autorisation, les sociétés commencent le plus souvent sous forme de société en commandite par actions. Dès la Monarchie de Juillet, cette solution devient de plus en plus fréquente et triomphe sous l'Empire. Il est à noter que cette solution est possible sauf pour certaines sociétés astreintes à des autorisations supplémentaires. Ainsi, les sociétés d'assurance ne sont autorisées à se constituer en société anonyme qu'à la condition de déposer un cinquième de leur capital à la Caisse des dépôts et consignation. Cette contrainte remonte à 1842 pour les sociétés d'assurance vie et s'étend à tout le secteur en 1855.

La société anonyme, qui s'adresse à la grande entreprise, est soumise à une longue procédure pour recevoir l'agrément de l'administration. Outre la régularité des statuts, on vérifie l'objet de la société. Tout le capital doit être souscrit préalablement à la demande d'autorisation. Des conditions spécifiques règlent la pratique des réserves et la distribution des dividendes. Après de longs débats sur la légitimité de l'autorisation préalable, la libéralisation a lieu en deux étapes : loi de 1863 sur les SARL qui libéralise la constitution de sociétés anonymes jusqu'à vingt millions de francs de capital, puis la loi de 1867 qui supprime cette restriction.

Du fait de la lourdeur de la procédure d'autorisation, mais aussi du goût pour le contrôle personnel qui va avec le statut d'associé-gérant des commandites, la société anonyme se rencontre dans les secteurs où les besoins financiers sont considérables et le recours à un

grand nombre d'actionnaires indispensable. Son adoption au début du XIX^e siècle est surtout le fait d'entreprises d'assurances, de canaux ou des compagnies de chemins de fer dans lesquelles les capitaux nécessaires à l'exploitation sont souvent très importants et peuvent difficilement être accumulés progressivement. De ce fait, le capital social moyen des premières sociétés anonymes approche les dix millions de francs.

On considère en général que seule la société anonyme permet l'accès au marché financier et la cotation en Bourse. De fait, les grands secteurs qui se développent en s'appuyant sur le marché financier pendant la première moitié du siècle adoptent souvent cette forme. Cependant, cette pratique est loin d'être une nécessité. Sur la période 1815-1820, seules 32 sociétés anonymes sont autorisées, toutes dans les secteurs des assurances, des banques et de la métallurgie², et toutes ne sont pas cotées ou réellement négociées. En revanche, en réponse à la sévérité des autorisations du Conseil d'État, la société en commandite se développe également afin de permettre d'accéder au financement par émission et placement externe de titres. Nous examinons ces points ci-dessous pour les cas particuliers des assurances, des canaux puis de l'industrie.

D. LES PREMIERES SOCIETES COTEES

1. Les compagnies d'assurances³

Avant le secteur ferroviaire, puis à ses côtés, le secteur des assurances a joué un rôle stimulant, bien que moindre, dans l'essor des valeurs mobilières privées. Dans ce secteur, le débat sur la meilleure forme juridique à adopter, société de personnes ou société de capitaux, fut assez vif. Tandis que les mutuelles qui avaient la faveur des gouvernements restèrent attachées à la forme de la société de personnes, les compagnies d'assurance à prime fixe optèrent pour la forme de la société anonyme. En 1815, aucune compagnie d'assurance n'existait plus en France⁴. C'est dans l'assurance maritime que fut obtenue en 1816 la première autorisation royale de société anonyme. La création de la Compagnie Royale maritime fut suivie en 1818 par celle de la Compagnie générale d'assurances maritimes. Le succès des premières compagnies entraîna la création de la Compagnie du Phénix (1819) et de la Compagnie d'assurance royale sur la vie (1820). Plusieurs autres compagnies étaient cependant créées durant la même période, lesquelles n'obtinrent pas ou ne demandèrent pas ce statut ; cela ne les empêchait pas nécessairement d'être admises à la cote de la Bourse, puisqu'on trouve en 1820 six compagnies d'assurance cotées.

² Ch. E. Freedeman, *Joint-stock enterprise in France (1807-1867): from privileged company to modern corporation*. University of North Carolina Press, 1979, p. 25 *sqq.*

³ Cf. la partie thématique (partie II) pour plus de renseignements sur le secteur des assurances.

⁴ Les assurances créées entre 1786-1787 ont disparu sous la Révolution.

Après une interruption de huit années, 1828 vit le retour des créations des assurances à primes fixes : l'Union (1828), suivie de la Compagnie du Soleil (1829). Entre 1834 et 1846, 36 Compagnies furent créées. Le nombre des créations était très variable d'une branche de l'assurance à l'autre : une vingtaine dans la branche incendie, moins dans la branche vie. Dans l'assurance maritime dont la prospérité remontait à la Restauration, le nombre de créations se maintint durant la Monarchie de Juillet avec l'apparition de nouvelles sociétés à Paris comme en province : la Sécurité en 1836, l'Océan en 1837.

Or, sur les soixante-six compagnies d'assurance existantes, seules sept compagnies d'assurance sur la vie étaient cotées à la Bourse de Paris en 1846. En fait la plupart des actions restaient aux mains des banquiers parisiens et n'étaient échangées qu'occasionnellement. Les actions émises par les sociétés d'assurances étaient, dans leur quasi-totalité, nominatives et faisaient donc l'objet d'une inscription dans le registre des sociétés. Parmi les compagnies d'assurance cotées à Paris, seules, la Compagnie du Phénix et la Compagnie générale d'assurance avaient émis des titres au porteur. Comme initialement dans le cas des compagnies de chemins de fer, le capital social était souvent divisé en actions d'un montant nominal élevé et, de plus, la négociation des titres subissait de nombreuses restrictions comme la clause d'agrément imposée à l'actionnaire qui désirait vendre. Une autre particularité boursière du secteur est son mode de cotation : au lieu d'être cotées en francs, les actions des Compagnies d'assurance étaient cotées en « pourcentage de bénéfice ou de perte » du capital nominal. Ainsi, la Nationale à 64 % de bénéfices voulait dire que l'action de 5 000 francs était au cours de 8 200 francs ($5\,000 + 64\% \text{ de } 5\,000$) ; à 20 % de perte le cours correspondait à 4 000 francs.

Au total, il est clair que le secteur de l'assurance fut un pionnier du marché financier tout en restant très éloigné. Une petite comparaison avec le reste du secteur financier est instructive de la variété des choix possibles.

Dans le même temps où apparaissaient les premières compagnies d'assurance, trois banques départementales recevaient l'autorisation à Rouen, Nantes et Bordeaux, et la Caisse hypothécaire était autorisée en 1820. Mais aucune d'elles ne fut cotée ; on ne trouve en effet alors à la cote, hormis les compagnies d'assurance déjà citées, que les actions de la Banque de France et celles des Trois ponts sur la Seine qui y étaient déjà cotées avant la promulgation du Code de commerce.

Les caisses d'épargne qui se constituèrent sous la Restauration adoptèrent aussi la forme de la société anonyme : c'est le cas de la Caisse d'épargne de Paris en 1818. Fin 1833, 37 caisses d'épargnes avaient été créées, mais aucune n'était cotée sur le marché boursier.

La loi de 1835 qui élevait les caisses d'épargne au rang « d'établissements d'utilité publique » entérina cette situation en interdisant aux caisses d'épargne d'opter pour la forme anonyme. Cela conduisit à souligner que les pouvoirs publics liaient la forme anonyme à l'activité commerciale plus que financière.

2. Les canaux

La révolution dans les transports fut d'abord symbolisée par la multiplication des constructions de canaux sous la Restauration. Celle-ci se traduisit par exemple par leur part dans le total des sociétés anonymes créées entre 1821 et 1833 (24 % de l'ensemble), ou dans la capitalisation totale des valeurs privées en Bourse, proche de 54 %, selon l'estimation de Freedeman⁵. À titre comparatif, le secteur métallurgique puis la banque prenaient la seconde et la troisième place en nombre et en montant de capitalisation.

Le système des compagnies privées qui avait prévalu sous l'Ancien Régime (canal de Briare, canal du Midi) fut adopté par l'Empire (canal de Beaucaire, canal de Saint-Quentin) et la Restauration. En échange du prêt des fonds nécessaires, l'État qui gardait la direction des travaux, payait un intérêt et partageait les bénéfices pendant un certain temps. Comme pour les emprunts publics, les banquiers soumissionnaires avaient formé des compagnies. Les sociétés d'emprunt que ces banquiers avaient constituées émirent deux sortes de titres, actions d'emprunt qui bénéficiaient de l'intérêt payé par l'État et de l'amortissement en cas de bénéfices, et actions de jouissance rétribuées par le partage des bénéfices. Certaines de ces sociétés correspondaient à une concession, d'autres, comme la société des « Trois canaux » de Greffulhe et Sartoris, regroupaient plusieurs concessions. L'écoulement des titres de canaux fut difficile et ces opérations se terminèrent pour les banquiers sur des échecs sensibles. Entre 1825 et 1830, la plupart des sociétés anonymes créées, furent dissoutes après des pertes considérables de leurs actionnaires, ce qui ne fit que renforcer une attitude déjà restrictive en ce qui concerne leurs autorisations. Avec le temps cependant, du fait des garanties publiques dont elles bénéficiaient et de la stabilisation de leur activité, les titres de ces sociétés finirent par se classer, et se retrouvèrent finalement dans les portefeuilles d'institutions peu enclines au risque comme les congrégations religieuses.

Les techniques financières mises en place pour l'organisation des sociétés ainsi que pour l'organisation et le placement des émissions dans le secteur des canaux jouèrent un rôle fondamental dans le développement des chemins de fer qui commença dans les années 1830 (cf. chapitre suivant) : création de syndicats pour obtenir les concessions, prise de participation dans le capital social en vue d'une revente future avec bénéfice ou pour le maintien d'un contrôle, surveillance voire manipulation des cours en Bourse. Ces pratiques furent alors apprises à petite échelle avant d'être utilisés en gros pour l'affaire financière du siècle que furent les chemins de fer.

3. Le succès des commandites par actions

Par comparaison avec le système de l'autorisation qui limitait le développement de la société anonyme, la liberté d'organisation de la commandite par actions en faisait une forme beaucoup plus souple. Elle devint rapidement la forme sociétaire la plus répandue pour de

⁵ Ch. E. Freedeman, *op. cit.*, p. 28.

nombreuses entreprises industrielles et financières alors que les sociétés de capitaux n'avaient encore qu'un développement modeste.

Cette forme de sociétés constitua, à partir des années 1830, le cadre normal de développement du capitalisme industriel : explosion de créations, véritable « fièvre de commandites » selon l'expression de Bertrand Gille⁶. Ch. E. Freedeman a recensé pour l'ensemble de la France 1 779 créations de sociétés en commandites par actions de 1826 à 1837, dont 1 106 à Paris, mais 393 d'entre elles (22 %) le furent durant la seule année 1837, année qui marque une véritable rupture dans l'évolution.

L'explosion du nombre des commandites par actions en 1837 entraîna de vives réactions : la Banque de France demanda au ministre des Finances en juillet 1837 qu'il agît contre « l'invasion des commandites par actions qui ont été déviées de leur véritable but » ; le gouvernement considérait que cette avalanche de commandites pouvait entraîner la faiblesse du marché des rentes ; de même certains agents de change désiraient la suppression des commandites pour éviter la concurrence sur le marché des rentes et sur celui des actions des sociétés anonymes cotées en Bourse. Certains membres du gouvernement proposaient alors l'abrogation de l'article 38 autorisant l'émission d'actions au porteur, d'autres voulaient mettre à parité les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions en ce qui concerne l'autorisation. Toutefois les sociétés en commandite par actions étaient trop importantes pour être éliminées, d'autant qu'à cause de la lourdeur de la procédure de l'autorisation la société anonyme ne pouvait la remplacer. C'est pourquoi le gouvernement se contenta finalement d'interdire, par la loi du 6 mars 1838, la négociation des promesses d'actions, interdiction qui, venant après la crise, n'avait plus guère d'effet immédiat, et qui serait violée dès la hausse suivante.

Ces réactions hostiles arguaient du développement d'une spéculation incontrôlée sur les actions des sociétés en commandite (essentiellement à Paris). D'ailleurs, la modification de l'orientation sectorielle des sociétés créées donnait quelque argument en ce sens. Alors que jusque dans les années 1835, l'imprimerie et l'édition concentraient la moitié des créations et la plus grande part de la capitalisation, en 1837, c'est le secteur financier, banques et assurances qui devint central (34 % contre 6% dans le secteur imprimerie, publication), trait de spéculation qui allait devenir traditionnel. La plupart des actions émises par ces sociétés étaient au porteur.

Pourtant, quelle que fût l'importance des crises et de la spéculation purement financière, c'est bien sous la forme de la commandite par actions que se fit alors le développement des entreprises des secteurs industriels qui requéraient de lourdes immobilisations de capitaux. La comparaison de l'indice de la production industrielle avec celui du nombre de créations des sociétés en commandite par actions, montre qu'en période de poussée des investissements

⁶ B. Gille, *Recherches sur la formation de la grande entreprise capitaliste*. Paris, S.E.V.P.E.N., 1959.

industriels, les flux de créations des commandites augmentaient : 1823-1835 ; 1835-1838 ; 1845-1847 ; 1852-1856.

4. Les sociétés anonymes : analyse quantitative

Sur la période 1807-1848, quatre secteurs d'activité se détachèrent sensiblement des autres pour ce qui était du nombre de créations de sociétés anonymes: assurances, travaux publics, transports, mines et métallurgie.

On a déjà vu que dans le secteur des assurances la forme de la société anonyme s'imposa rapidement du fait des risques encourus. L'importance des services publics fut un phénomène spécifique à la période de la Restauration et de la Monarchie de Juillet et s'explique en grande partie par le fait que les sociétés anonymes qui se créèrent durant cette période n'étaient que le support d'opérations destinées à financer des travaux de l'État dans les domaines des voies de communication : construction de canaux et de ponts ou aménagement de voies navigables. La société anonyme s'imposait alors en raison du coût des investissements, et la parrainage de l'Etat facilitait l'obtention de l'autorisation. Cependant, à partir de 1835, la répartition sectorielle changea de physionomie et la société anonyme devint l'instrument financier de prédilection du secteur des transports, spécialement les chemins de fer dont la première compagnie avait été créée en 1824.

Enfin, si dans les autres domaines industriels la société anonyme est presque inexistante, certaines sociétés y jouèrent néanmoins un rôle essentiel comme Saint Quirin (1815) puis Saint-Gobain⁷ (1830) dans l'industrie du verre, Baccarat et Saint Louis dans le cristal. Pourtant, le plus grand secteur industriel de l'époque, le textile, se montra presque toujours rebelle vis-à-vis de la forme anonyme. L'explication qu'en donne C. Folhen⁸ est que cette industrie était encore dominée « *par des formes archaïques et traditionnelles du travail, avec en particulier une dépendance étroite à l'égard du milieu rural* ».

Quantitativement, les sociétés anonymes restaient peu nombreuses, et c'est leur taille plus que leur nombre qui fait leur importance. Il se créa plus de commandites par actions entre 1837-1838 que de sociétés anonymes en soixante ans (1807-1867). Mais sur la période 1826-1837, les 15 autorisations de sociétés anonymes portaient sur un capital de 393 millions, soit plus d'un tiers du petit milliard de francs obtenu par 1 039 sociétés en commandite par actions, soit une taille moyenne plus de vingt fois supérieure.

Même si le nombre de créations de sociétés anonymes augmenta un peu (il dépassa la vingtaine en 1837), cette forme resta très restreint, et jusqu'à l'autorisation il ne dépasse la trentaine qu'une fois, en 1854, lors de la transformation des comptoirs d'escompte en sociétés anonymes. Avant 1867, la procédure d'autorisation constitua donc une barrière sérieuse à la

⁷ La manufacture de Saint-Gobain en apporte une excellente illustration. La vieille manufacture des glaces de France, société en commandite par actions depuis la fin de son privilège, devient, en 1830, la société anonyme des glaces de Saint-Gobain. J. Choffel, *Saint-Gobain, du miroir à l'atome*. Paris, 1960, p. 49.

⁸ C. Fohlen, « Sociétés anonymes et développement capitaliste sous la monarchie censitaire », *Histoire des entreprises*, 1960.

création des sociétés anonymes, les conditions d'autorisation étant volontairement très restrictives. On comprend dès lors que la société en commandite ait constitué le cadre normal du développement des sociétés en capitaux.

Conclusion

Dans une première étape, la multiplication des titres mobiliers, à travers les commandites ou les sociétés anonymes ne s'est pas traduite de manière massive dans les portefeuilles des rentiers moyens. Le niveau élevé de la valeur unitaire des titres et le caractère plus risqué par rapport aux titres publics les réservait à une clientèle fortunée, au premier rang de laquelle on trouvait une partie des banquiers. Ceux-ci s'étaient en effet assez rapidement scindés en deux groupes. Si certains s'étaient déjà bien spécialisés dans le commerce des titres pour le public, d'autres combinaient les opérations pour compte de tiers avec la gestion de leur propre patrimoine. Ces derniers sont surtout typiques du premier tiers du siècle, lorsque les valeurs mobilières circulaient encore peu, que prévalait la commandite lourde, non fractionnée. Avec le temps, l'abaissement de la valeur des titres, certains banquiers purent convertir leur clientèle au placement mobilier. De commanditaires des entreprises, ils se transformèrent en animateurs du marché des valeurs, tandis que l'action commençait à pénétrer dans le portefeuille des capitalistes moyens.

II. LES EMETTEURS ETRANGERS

« Le possesseur d'un capital mobilier est citoyen du monde » A. Smith (1776)

Des travaux récents ont montré⁹ qu'il existait déjà une véritable intégration financière internationale dès le milieu du XVIII^e siècle, puisqu'on pouvait observer une évolution similaire des cours des mêmes titres sur les principales places boursières, ainsi qu'une répercussion internationale des crises (1866, 1873 1882), ce qui pouvait avoir lieu sans des mouvements internationaux de capitaux substantiels.

Ces mouvements internationaux de capitaux étaient principalement organisés, au XVIII^e siècle, par des banquiers suisses ou hollandais, qui plaçaient l'épargne de bourgeoisies soucieuses de trouver les meilleurs rendements pour leurs capitaux et de diversifier suffisamment leur patrimoine. La France était un des réceptacles de cette épargne. Le XIX^e siècle consacre cette situation, en lui donnant une tout autre dimension tant quantitativement

⁹ Larry Neal, « Integration of international capital markets... », *Journal of Economic History*, 45 n°2, 1985, pp. 219-26. Pour cet auteur, il y a intégration complète du marché du capital entre Londres et Amsterdam dès 1723, intégration que vient perturber la Révolution française. Pour une information complémentaire se référer à l'étude de M.-T. Boyer-Xambeu, G. Deleplace et G. Gillard « À la recherche d'un âge d'or des marchés financiers : intégration et efficacité au XVIII^e siècle », *Cahier d'économie politique*, 1992, n° 20-21. Ces auteurs livrent la synthèse des travaux existants et en font une évaluation critique, discutant principalement la portée des concepts d'efficacité, d'intégration et d'arbitrage.

que qualitativement. La France va garder en Europe une position financière centrale tout en passant progressivement du statut de débiteur à celui de créateur.

Les rapports sur le plan commercial et monétaire entre la France et certains pays européens comme l'Italie, les Provinces-Unies, la Suisse ou l'Allemagne sont fort anciens. La place de Paris jouait déjà au XVIII^e siècle ce rôle de « centre de règlement national et international » en raison d'un réseau multiple et dense d'arbitragistes, les négociants-banquiers, sur les lettres de change, les monnaies et les marchandises. Ce rôle de Paris sera particulièrement observé entre les années 1820 à 1840 pour les règlements internationaux, « le franc est une monnaie internationale parce que les Américains et les Anglais cherchent à se procurer des lettres de change sur Paris afin de payer une partie de leurs achats et parce que les négociants du continent sont tout aussi disposés à s'en remettre aux banquiers parisiens du soin de liquider leurs dettes avec les pays anglo-saxons¹⁰ ». La place de Paris a toujours accueilli de nombreuses banques étrangères comme les Mallet, les Hottinger, les Perregaux qui constitueront la force de frappe de la haute banque parisienne, véritables intermédiaires permettant de mieux internationaliser les opérations financières. Mais à partir de la Restauration, ces banquiers commencent à faire de Paris non seulement un centre de règlement de traites commerciales à court terme, mais aussi un centre financier, organisant des transferts d'épargne entre pays européens.

Au départ, les banquiers français doivent laisser la première place aux banquiers hollandais ou anglais qui permettent à la France de financer les emprunts de libération du territoire ainsi qu'une partie de ses infrastructures en plaçant des titres français sur les marchés des pays presque exclusivement exportateurs de capitaux que sont l'Angleterre, les Provinces-Unies ou la Suisse¹¹. Mais bientôt, et ils observent la capacité d'épargne française (qui se traduit entre autres par le rachat des rentes françaises d'abord placées à l'étranger) et commencent à organiser le placement en France des emprunts de pays plus durablement importateurs de capitaux comme les États-Unis ou certains pays à l'infrastructure financière moins développée comme les pays d'Amérique latine ou d'Europe du sud et de l'est (Espagne, Italie, Russie).

Dès 1825, la France commence à exporter des capitaux : d'abord en rachetant les emprunts de libération du territoire, puis en accueillant un nombre croissant d'émissions étrangères à Paris. De manière générale, l'exportation des capitaux français au XIX^e siècle est passée par des phases de ralentissement (1828-1833 ; 1882-1897) et des phases d'accélération (1835-1838 ; 1852-1856 ; 1878-1881 ; 1910-1913) qui ont abouti à une internationalisation progressive de la place de Paris.

¹⁰ M. Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIX^e siècle*. Paris, PUF, 1964.

¹¹ R. Cameron, *la France et le développement économique de l'Europe de 1800-1914*, Paris, Éd. du Seuil, 1987, p. 91.

Contrairement à ce qui se passe dans de nombreux pays, la France devient très vite un grand prêteur international, un « véritable banquier des pays en mal d'emprunts » selon l'expression de D. Yovovitch¹², alors même qu'elle se trouve à un stade encore peu avancé de son industrialisation. Les capitaux français se répandent, tout au long du XIX^e siècle, dans toute l'Europe et la France devient, de manière paradoxale pour certains, un « véritable centre de liquidation européen et mondial », que l'on pourrait qualifier de second rang, derrière l'Angleterre.

Dès les premières années du XIX^e siècle, selon une tradition qui se perpétue par la suite, la répartition géographique du portefeuille étranger semble largement influencée par la politique étrangère française. Au-delà du véritable pouvoir discrétionnaire sur l'admission des valeurs étrangères à la cote officielle, conféré au pouvoir politique par le droit de veto, les gouvernements successifs savent tour à tour jouer de la carotte financière dans leur stratégie diplomatique. À titre d'exemple, on peut citer dans les années 1830, le mariage de Léopold I^{er} avec Louise d'Orléans « enfantant » en quelque sorte le premier emprunt belge ; en 1853, le mariage de Napoléon III avec Eugénie de Montijo augmente l'intérêt pour les placements espagnols ; l'amitié française envers Mehemet Ali, dans les années 1870, développe les exportations de capitaux en Égypte ; en 1886, le mariage de la fille du comte de Paris avec Don Carlos de Bragança incite la bourgeoisie à acquérir des fonds portugais¹³ ; le fort attrait des fonds russes et, dans une moindre mesure, celui des fonds turcs à la fin du siècle en sont aussi une illustration frappante ; en sens inverse, le renouvellement de la Triple, en 1887, entraîne le déclin des fonds italiens, et l'appréhension d'un conflit en Europe détourne sans doute les exportations de capitaux vers l'Amérique et l'Extrême-Orient. Les exemples de ce genre pourraient se multiplier, même s'ils ne permettent pas d'affirmer avec certitude une causalité de la politique dans les flux de capitaux. Pour M. Aupetit¹⁴ néanmoins, « retracer l'histoire de notre portefeuille étranger serait presque écrire celle de nos sympathies politiques, de nos confraternités d'armes, de nos rapprochements sentimentaux dont le capitaliste français suit beaucoup plus l'influence qu'il n'écoute parfois le froid calcul de ses intérêts ».

Le problème de l'estimation des placements étrangers est un problème récurrent chez tous les économistes qui ont étudié les valeurs mobilières étrangères sur notre marché financier. Les données chiffrées dont on dispose sont malheureusement restreintes et très lacunaires surtout à des époques éloignées où la statistique fait souvent défaut. Une des solutions consiste à mesurer l'importance des titres étrangers à la cote officielle, et principalement les

¹² D. Yovovitch, *Les valeurs mobilières étrangères à la Bourse de Paris*. Thèse Paris. Éd. Rousseau et Cie, 1918, p. 11.

¹³ R. G. Lévy, *Revue des deux mondes*, juin 1897 : « Peu de temps après, le Portugal faisait faillite et réduisait les coupons des deux tiers ».

¹⁴ A. Aupetit, L. Brocard, *et al.*, *Les grands marchés financiers, France Londres, Berlin et New York*. Paris, 1912, p. 69.

introductions des valeurs étrangères à la Bourse de Paris, puis de suivre la trace de l'évolution de ces placements. Elle est utile, mais non totalement satisfaisante car les Français ne souscrivent qu'une partie des émissions réalisées en France et les achats et ventes postérieurs sont malaisés à connaître, de sorte qu'à une date donnée ils ne détiennent qu'une proportion inconnue des titres cotés en France. Néanmoins, la cotation indique l'existence d'échanges suffisamment importants pour que ces mesures fournissent au moins des indications utiles.

Les valeurs étrangères ne conquièrent que lentement le marché français. Un arrêt de 1785 prohibait l'inscription des emprunts étrangers à la cote officielle et « faisait défense aux agents de change de coter d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes ». L'ordonnance des 12-18 novembre 1823¹⁵ rompt avec le nationalisme de l'arrêt de 1785, acclimatant ainsi les valeurs étrangères à la Bourse de Paris. Cette ordonnance décide « qu'à l'avenir, les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers seront cotés sur le cours authentique de Paris (...) considérant, dit l'exposé des motifs, que la permission de coter sur le cours authentique de Paris les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers n'implique, de la part de notre gouvernement, ni approbation desdits emprunts, ni obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets qui de leur plein gré y placeraient leurs capitaux (...) et considérant enfin qu'il ne peut être qu'utile de donner un cours légal et authentique aux opérations nombreuses qui se font déjà sur les emprunts étrangers ». En effet, malgré l'interdiction légale, les révolutions, les guerres et l'inflation ont entraîné un recours fréquent aux placements à l'étranger : beaucoup d'emprunts sont déjà négociés hors parquet.

Les titres d'emprunt d'États étrangers sont introduits à la cote officielle avant les titres des sociétés étrangères. Jusqu'en 1806, aucun fonds étranger ne figure à la cote officielle; néanmoins, avant même leur légalisation, certains emprunts, par dispense légale, font leur apparition : un emprunt 6 % du roi de Saxe (1811), un emprunt de 5 % des deux Siciles (1817), un emprunt espagnol (le « Cortès » de 1822), les obligations prussiennes (1823). Selon A. Broder¹⁶, les sympathies politiques entre les gouvernements français et espagnol sont à l'origine d'une nouvelle orientation des emprunts espagnols vers le marché français, emprunts jusqu'alors émis sur le marché d'Amsterdam. Ces emprunts *Cortès* sont placés en France par des banquiers libéraux comme J. Laffitte notamment, à une époque où les Anglais refusent de les accueillir pour des raisons politiques.

Après l'ordonnance de 1823, qui légalise la cotation officielle des emprunts étrangers, en l'espace d'une année la Bourse inscrit des titres émis par l'Espagne et par le Royaume de Naples (quatre emprunts chacun), par l'Autriche (deux emprunts), le duché de Bade, le Portugal et la Prusse. S'y ajoute la Rente napolitaine, pour l'essentiel placée en France, pour

¹⁵ *Manuel des agents de change, op. cit.*, p. 321.

¹⁶ A. Broder, « Les investissements français en Espagne au XIX^e siècle » dans M. Lévy-Leboyer (dir.), *La position internationale de la France*, 1977, p. 16.

laquelle les facteurs politiques et commerciaux¹⁷ ont largement contribué à cette orientation, alors que sur la même période les titres piémontais sont plutôt placés en Suisse (ils sont introduits sur le marché parisien dans les années 1830). L'acclimatation des titres italiens en France se traduit par la convergence de leurs taux d'émission et de leurs rendements vers ceux des titres publics français, bien observée entre 1815 et 1852 par B. Gille¹⁸. Le cas de l'Espagne, pays emprunteur, frappe par la régularité de ces émissions, mais aussi par la régularité moins flatteuse des conversions forcées successives de ces emprunts qui témoignent des difficultés à assurer le service de la dette. Après une période de répudiation des premiers emprunts espagnols et donc de perte de confiance dans ces derniers, s'ouvre, à partir de 1834-1840, une période de libéralisation politique pendant laquelle les banquiers parisiens profitent des nouveaux emprunts pour reclasser une partie de leurs titres anciens ; leur quote-part atteint 190,7 millions de francs sur les 253,2 émis entre 1823 et 1840. Ces titres rapportent entre 5,3 % et 12,5 % ce qui, comparé au rendement des titres français, en particulier des rentes françaises (désormais inférieur à 5 %) était évidemment attirant. Une situation similaire se présente avec les emprunts d'un certain nombre d'états des Etats-Unis, qui empruntent en France entre 1838 et 1841¹⁹ : comme certains d'entre eux manquent bientôt à leurs engagements, les détenteurs français restent ensuite longtemps méfiants à leur égard²⁰.

Les titres de la Banca Romana, la première société étrangère par actions cotée à la Bourse de Paris, apparaissent en 1834, suivis en 1835, par ceux de la Banque de Belgique et de la seconde Banque des États-Unis. Dans les années 1840, les chemins de fer rhénans (Cologne-Aix) et plusieurs mines de charbon de Belgique sont les premières entreprises industrielles à bénéficier de ce privilège, mais la cotation officielle des sociétés par actions situées à l'étranger reste très peu étoffée jusque dans les années 1850. De plus, ces actions intéressent surtout des banquiers privés et les transactions ont souvent lieu en coulisse. Jusqu'au milieu du siècle, la plus grande activité du marché porte sur les titres des gouvernements étrangers. Avant 1851, les Français ont au total prêté approximativement deux milliards de francs à des gouvernements étrangers, l'Espagne avec 35% et l'Italie avec 22% étant de loin les principaux emprunteurs.

Dès 1837, les premiers problèmes juridiques liés à l'introduction des fonds étrangers à la Bourse de Paris apparaissent, et à plusieurs reprises la Chambre syndicale, préoccupée « d'éviter les contestations que pourraient élever les parties qui auraient à se plaindre des

¹⁷ L'héritier du trône (le duc de Berry) avait épousé une Napolitaine ; d'autre part, la préférence envers le marché français s'explique aussi par l'existence d'un commerce important entre les villes de Naples et de Marseille.

¹⁸ B. Gille, *Les investissements français en Italie (1815-1914)*, Turin, 1968, p. 27. Cet ouvrage donne, p. 399.

¹⁹ R.G. Lévy énumère ces emprunts dans son article : « La fortune mobilière de la France à l'étranger », *Revue des deux mondes*, 15 mars 1897, p. 415-445 : États de l'Illinois 6 %, de New York 5 %, d'Ohio 6 %, d'Indiana 5 %, Ville de New York 5 %.

²⁰ R. Cameron, *La France et le développement économique de l'Europe, 1800-1914*, 1961, p. 93.

déterminations qu'elles auraient prises » tente de se décharger sur le gouvernement de la prérogative dangereuse d'accorder ou non l'admission. Mais, le gouvernement tout en affirmant son droit de regard laisse la Chambre syndicale « maîtresse de la cote », selon l'expression consacrée.

Au-delà de la proximité géographique et des affinités culturelles ainsi que des intérêts politiques qui favorisent les investissements en Espagne, au Portugal, dans les États italiens et en Belgique, une des caractéristiques importantes de cette période est le rôle joué par les principaux représentants de la « haute banque » dans les placements de ces emprunts étrangers en France²¹.

Ces banquiers peuvent, grâce à leurs réseaux de relations internationales solidement implantés, jouer de leur influence jusque sur la politique extérieure des États. Selon B. Gille²², les archives diplomatiques fournissent nombre d'éléments d'explications et, dans la plupart des cas, les questions financières suivent les décisions politiques. À titre d'exemple, on peut souligner le rôle de la maison de Rothschild dans le succès des fonds autrichiens et dans les emprunts italiens ou de la maison Mallet dans le placement des fonds hollandais. La maison internationale des Rothschild, en étroite collaboration avec la haute banque, acquiert, durant cette période, une situation de quasi-monopole dans le placement des fonds européens.

Pour familiariser les épargnants français et surtout leur éviter les contraintes informationnelles supplémentaires en matière de valeurs étrangères (la connaissance du change ou les taux d'émission, etc.), la maison Rothschild importe, à cette époque, une nouvelle technique d'origine hollandaise : les *Comptoirs de valeurs étrangères* qui permettent d'émettre des titres en monnaie nationale et offrent également des intérêts fixes garantis sur des obligations étrangères²³. Au cours de ce premier XIX^e siècle, l'épargnant français se familiarise avec les placements étrangers, même si avant 1848, selon A. Daumard²⁴, les placements étrangers restent réservés à une petite minorité de riches capitalistes ou de bourgeois parisiens, pour lesquels ces placements, essentiellement tournés vers les fonds d'État espagnols et italiens, s'élèvent tout au plus à 2 ou 3 % de la valeur totale de leurs biens.

²¹ B. Gille, *La banque et le crédit en France...*, *op. cit.*, p. 290 *sqq.* Il montre l'échec, en 1820, de deux gouvernements, l'Espagne et la Belgique, qui tentèrent l'aventure d'émettre leurs emprunts sans passer par l'intermédiaire des banquiers.

²² B. Gille, *Les investissements français en Italie...*, *op. cit.* La monarchie restaurée à Naples a besoin d'argent extérieur : emprunt conclu avec C. de Rothschild, de 9, 6 millions de ducats (mai 1821) ; second emprunt, toujours avec Rothschild, de 9 millions de ducats (oct. 1821). Mais en 1822, les maisons parisiennes font aussi des propositions pour le 3^e emprunt (11,53 millions de ducats) et un autre emprunt sicilien. Appel à Rothschild, car il s'agit avant tout de rembourser la dette due à l'Autriche, mais la moitié des fonds émis sont placés à Paris. (Total : 55,62 millions F).

Émission des États pontificaux, décembre 1831, placée par Rothschild, qui se vend très bien en France (attire catholiques et légitimistes) ; nouvelles émissions en 1833 et 1834.

Rothschild est la seule grande maison de banque européenne installée en Italie (Naples), si l'on excepte les Genevois implantés à Milan et à Gênes.

²³ M. Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation dans la première moitié du XIX^e siècle*, Paris, 1964, p. 102.

²⁴ A. Daumard, « Les placements à l'étranger dans les patrimoines des Français au XIX^e siècle (1815-1914) », *Revue d'histoire économique et sociale*, 1974, octobre-décembre.

La Place de Paris est donc sans nul doute, sur cette première période, une place privilégiée dans la négociation des fonds publics français et étrangers, mais c'est surtout, sur le marché « en banque » que les négociations sur les titres étrangers se jouent, le marché officiel restant à cette époque encore trop étroit. La France est largement exportatrice de capitaux²⁵ sur la période, même si l'apport des capitaux étrangers dans la construction des premiers chemins de fer, d'un montant de 300 millions selon une estimation de J.L. Billoret²⁶, a été un instrument d'industrialisation important.

²⁵ Les chiffres de 1816-1830 s'entendent à l'exclusion des indemnités de guerre :

	exportations brutes de capitaux	exportations nettes (Exp. brutes – Importations)
1816-1830	550	525
1831-1847	2250	1925

Source : R. Cameron, *La France et le développement économique de l'Europe, 1800-1914*, 1961, p. 79.

²⁶ J.L. Billoret, *Système bancaire et dynamique économique dans un pays à monnaie stable, la France 1816-1914*. Thèse, Nancy, 1969.

ANNEXE I

LA FORME DES TITRES

Le contexte législatif des sociétés par actions a largement induit le double choix auquel toute société est confrontée : le premier porte sur la forme des titres (forme au porteur, nominative, ou mixte) ; le second sur les différentes catégories d'actions. Avant d'analyser les éléments de ce choix, un rapide détour sur les définitions est nécessaire. H. Lévy-Bruhl²⁷ constatait déjà l'existence, dès l'Ancien Régime, des deux formes classiques que revêtent les actions dans les sociétés de capitaux au XIX^e siècle, et que consacre le Code du commerce : les actions nominatives et les actions au porteur²⁸. Le tableau ci-dessous, inspiré d'Écoutin²⁹, examine de manière générale les ressemblances, les différences, les avantages et les inconvénients de ces deux formes de titres.

Ressemblances	
<ul style="list-style-type: none">• Ce sont des meubles corporels• Ils constatent des droits de même nature• Ils portent des numéros d'ordre	
Divergences	
Titres au porteur	Titres nominatifs
<ol style="list-style-type: none">1. Certificat anonyme.2. Transfert de la main à la main, procédure rapide et sans frais.3. En cas de vol ou de perte, le titre au porteur peut être revendiqué au terme des articles 2279 et 2280 du Code civil et reçoit une plus grande sécurité avec la loi de 1872 et de 1902, mais le propriétaire pourra attendre 1 à 3 ans pour toucher ses revenus et 11 ans pour recevoir un duplicata.4. Le titre au porteur : Taxe annuelle de 0,20 % perçue trimestriellement par le Trésor.5. Les titres au porteur se négocient sur tous les grands marchés européens.6. En créant des actions au porteur de 25 F, la loi du 1^{er} août 1893 a	<ol style="list-style-type: none">1. Certificat au nom d'un titulaire, transfert réel ou remise du titre préalablement converti au porteur.2. Le titre nominatif peut être revendiqué.3. Impôt de transmission de 0,5 % perçu à chaque transfert et calculé sur le prix de vente.4. Les titres nominatifs franchissent rarement les frontières.5. Pour un placement de longue durée, le titre nominatif est certainement préférable au titre au porteur ; il présente toute sécurité contre le vol et au point de vue fiscal.6. La plus-value du coupon est en général supérieure pour le titre

²⁷ H. Lévy-Bruhl, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVII^e et XVIII^e siècles*. Paris, Domat-Montchrestien, 1938, p. 188.

²⁸ L'article 35 du CC stipule : « l'action peut être établie sous la forme au porteur », alors que l'article 36 déclare que « la propriété des actions peut être établie par une inscription sur le registre des sociétés ».

²⁹ J. Écoutin, *De la conversion des titres nominatifs et des titres au porteur*. Paris, 1907.

encore augmenté la facilité qu'offrait ce mode de paiement (ex. : obligations de la Ville de Paris).

Conclusion : Le titre au porteur paraît donc mieux approprié aux placements temporaires ; il se prête mieux à une circulation rapide, sa circulation n'étant astreinte à aucune formalité gênante.

nominatif.

Conclusion : Le titre nominatif, plus stable, plus difficile à mouvoir, convient mieux aux placements à long terme, à ceux qui constituent l'élément fixe d'une fortune. Il offre une sécurité plus grande contre les dangers de vol, de perte, de destruction.

Cette analyse comparative peut expliquer, en partie du moins, le choix de telle ou telle forme ainsi que celui des conversions des titres nominatifs en titres au porteur. Cette conversion est largement dépendante du régime législatif auquel la société est soumise.

Ainsi, sous le régime du Code du commerce (1807-25 juil.1856), la conversion en titres au porteur est permise, dans le silence de la loi et des statuts, dès le début de la société, sans aucune condition pour les sociétés en commandite par actions³⁰. Sur cette période (et c'est un élément explicatif de l'essor des commandites par actions), toute émission est libre au point de vue de la loi, sans aucune condition de versement, ni de libération. La question est soulevée dès 1830, devant le tribunal de la Seine³¹ et donne lieu à de vives controverses : certains considèrent que l'action au porteur est contraire au droit de la commandite qui peut, dans certains cas, engager la responsabilité personnelle des actionnaires ; un arrêt de la Cour de Paris tranche la question le 7 février 1832 en déclarant que les sociétés en commandite par actions peuvent émettre des titres au porteur.

Parmi les sociétés anonymes, les actions au porteur restent minoritaires jusqu'en 1837³². Seules cinq des sociétés publiant leur statut au début du siècle (la publication des statuts n'étant obligatoire qu'à partir de 1818) choisissent cette forme, dont la Société des trois canaux, contre neuf sociétés qui émettent conjointement les deux formes de titres et quarante-sept qui choisissent exclusivement la forme nominative (dont les sociétés d'assurance sont l'exemple le plus représentatif). Les actions nominatives restent par la suite plus fréquentes que les actions au porteur³³. Le choix des actions au porteur peut être conditionné par le fait que sur un marché relativement étroit, comme le marché financier durant le premier XIX^e siècle, les actions au porteur peuvent, en raison de leur faible valeur individuelle, attirer les épargnants. Néanmoins, le titre au porteur soulève de la méfiance et, dans la plupart des cas, on demande une libération complète du titre ; on peut également pénaliser l'actionnaire quant

³⁰ J. Écoutin, *Ibid.*, p. 80 *sqq.*

³¹ A. Buchère, *Des titres au porteur : étude économique et juridique*. Paris. 1875, p. 10.

³² Lefebvre-Teillard. *La société anonyme au XIX^e siècle*. 1985, p. 179.

³³ Ce tableau est tiré de Lefebvre-Teillard, *ibid.*, p. 181.

	actions nominatives	actions au choix	actions au porteur
1837-1847	115	39	28
1847-1857	73	24	46
1857-1867	59	65	14

à ses droits administratifs. Lefebvre-Teillard recense plusieurs cas de discriminations envisagées par des sociétés : la Compagnie d'assurance de Bordeaux impose une condition restrictive de deux actions au porteur contre une action nominative pour avoir accès à l'assemblée générale, d'autres sociétés comme la Compagnie de navigation de l'Isles (1822) excluent les titulaires d'actions au porteur. Ainsi la distinction entre actions nominatives et au porteur va au-delà d'une simple différence de forme. Ce n'est qu'à partir de 1837 que les titres au porteur progressent grâce essentiellement aux chemins de fer, d'abord, et à leur influence, ensuite. L'arbitrage concernant les différentes catégories d'actions est aussi envisagé. Les différentes catégories d'actions existantes et leur évolution feront l'objet de l'encadré ci-après.

Les différentes catégories d'actions et obligations et leur évolution³⁴

Au-delà d'une distinction quant à la forme, nominative ou au porteur, il existe différentes catégories d'actions : les actions industrielles, les actions de jouissance, les promesses d'actions et les parts de fondateurs.

Généralement, le montant des actions est versé en argent ou en valeurs équivalentes et, dans ce cas, elles donnent droit :

1. à une part du fonds social ;
2. à une part des bénéfices appelé dividende ;
3. à un intérêt du capital versé.

Les actions de cette nature sont appelées des actions de capital, par opposition aux actions industrielles et de jouissance.

Les actions industrielles sont des actions qu'une société en voie de formation attribue à l'un de ses membres sans qu'il y ait eu, de sa part, le moindre versement en numéraire, à raison de l'apport fait à la société d'un avantage, tel qu'une découverte, un procédé d'exploitation ou un brevet d'invention. Ces actions ne donnent aucun droit au fonds social, ni aucun intérêt. En 1827 par exemple, les fondateurs de la compagnie de chemin de fer (de Saint-Étienne à Lyon) reçoivent 400 actions industrielles « comme prix des risques particuliers auxquels ils s'exposaient en avançant le cautionnement et en souscrivant toutes les actions à une époque où le taux de la soumission n'était pas connu ». D'autres compagnies comme les Forges et Fonderies du Creusot ont aussi utilisé ce type d'actions. Dans un certain nombre de cas, ces actions industrielles ne sont rien d'autre que des parts de fondateurs comme ce fut le cas pour la compagnie des chemins de fer de Saint-Étienne citée plus haut ou celle de la compagnie de chemin de fer de la Loire.

³⁴ ouvrages de référence : P. Rambaud, *Du placement des capitaux en valeurs de Bourse. Op. cit.*, p. 1-45. Lefebvre-Teillard, *La société anonyme au XIX^e siècle*. 1985, p. 166-230. L. Say. *Dictionnaire des finances*. Tome I A-D. 1889.

Les actions de jouissance se rapprochent des actions industrielles en raison de leur droit, mais s'en différencient par leur origine.

Dans les sociétés considérées alors comme sagement constituées, il est d'usage de prélever sur les profits annuels une réserve, un fonds d'amortissement destiné à reconstituer le capital. Cette précaution est spécialement valable lorsque la société considérée détient une concession d'une durée limitée, que l'on souhaite ainsi amortir. Cette reconstitution s'opère le plus souvent au moyen du remboursement successif du capital nominal des actions. On effectue chaque année des remboursements **au pair** d'un certain nombre d'actions tirées au sort. La possibilité de ces remboursements signifie que la société fait des bénéfices et que le cours de son action est susceptible d'être au-dessus du pair. C'est pour éviter que les actionnaires remboursés au pair ne fassent des pertes que l'on remplace l'action par une action de jouissance. Cela permet aux actionnaires de conserver leur situation d'intéressé, de participer aux bénéfices annuels, et de venir en outre prendre leur part de la portion de l'actif qui peut exister après le remboursement de toutes leurs actions. Elles se négocient en Bourse et les cours se déterminent par l'importance des dividendes auxquels elles donnent droit. Ce type d'actions apparaît en 1821 dans la compagnie du canal de Monsieur ; lorsqu'elles commencent à se développer, les sociétés de chemins de fer y ont également recours. Les actions de jouissance ne donnent droit qu'à la perception du dividende après paiement de l'intérêt du capital, c'est pour cette raison qu'on les appelle aussi des actions de dividende. On les trouve également sous le Second Empire pour les sociétés exploitant des concessions, comme la compagnie générale des eaux (1853), ou la compagnie parisienne d'éclairage et de gaz (1855), la compagnie générale des omnibus (1855), etc., sociétés pour lesquelles l'amortissement du capital doit être prévu en raison de la durée limitée de la concession.

À titre d'information, il faut également signaler, dans les premières sociétés de canaux, celles du canal d'Angoulême, du canal des Ardennes et la société de l'Oise, toutes fondées par le banquier Sartoris, l'existence d'*actions administratives*. Mais ces actions eurent une brève existence car elles ne survécurent pas à leur fondateur.

Les promesses d'action sont des titres provisoires qui, ultérieurement, sont échangés contre des actions définitives. Les promesses d'actions n'existent que jusqu'à la création définitive de la société. Néanmoins, de nombreux souscripteurs éprouvant des difficultés pour payer intégralement l'action à la souscription, des actions très peu libérées restent proches de promesses d'actions. Les statuts sociaux autorisent souvent la division en plusieurs termes du paiement de chaque action, de telle sorte qu'il n'en soit fourni qu'une petite portion au moment de la souscription. Mais très vite, afin de faire cesser l'agiotage sur les promesses d'actions et les actions très peu libérées (bons instruments de spéculation puisqu'ils permettent un effet de levier important même avec un achat au comptant), la loi du 24 juillet 1867 décide qu'elles ne pourront être négociées à la Bourse qu'après le versement du quart de leur valeur nominale. De plus cette loi stipule que, désormais, elles devront rester nominatives

jusqu'à leur complète libération, alors qu'avant on pouvait les convertir au porteur dès que la moitié du capital était libéré.

Les parts des fondateurs se rapprochent beaucoup des actions industrielles. Ce sont des titres entièrement libérés, souscrits par les promoteurs de l'entreprise réunis en société civile, afin de subvenir aux études et travaux préliminaires accomplis. Quelquefois, les parts de fondateurs sont délivrées à tous les souscripteurs initiaux de la société en formation, ce qui contribue à assurer le succès de la souscription. Ces parts ne donnent droit qu'à une participation dans les bénéfices (au-delà de l'intérêt du capital), mais cette part reste parfois constante indépendamment des augmentations de capital successives (ainsi l'ensemble des parts peuvent avoir droit par exemple à 20% de la totalité des bénéfices au-delà de l'intérêt du capital). Au départ peu répandues, elles sont popularisées par des sociétés financières et industrielles comme Panama, Suez, la Banque parisienne et la Banque franco-égyptienne. Néanmoins, comme les actions industrielles, elles sont relativement rarement cotées car leurs détenteurs sont en général assez peu nombreux.