

L'HISTOIRE AU PRÉSENT

MARCHÉ À TERME ET PRINCIPE DE SOLIDARITÉ

LA BATAILLE DE SADOWA À LA BOURSE DE PARIS

JEAN-MARIE THIVEAUD,

CONSEILLER HISTORIQUE DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

Si le Marché à terme international de France (MATIF) est aujourd'hui doté de systèmes de sécurité efficaces, comme l'indique, dans ce numéro de la REF, l'article de Gérard Pfauwadel, la situation était bien différente voici une centaine d'années et les risques de dysfonctionnement apparaissaient clairement en période de crise. D'autres diront, plus tard, si nos protections contemporaines ont su résister.

Quelques documents inédits, aimablement extraits des archives de la Société des Bourses françaises, témoignent de cette évolution des périls et des remèdes au fil du temps.

241

Inaugurée en 1724, la Bourse de Paris traverse paisiblement le XVIII^e siècle, dans un climat de relative inactivité, si l'on excepte les quelques mouvements liés à la Compagnie des Indes. Elle est au reste, et jusqu'au début des années 1780, presque exclusivement dominée par les papiers publics. La multiplication des compagnies financières dans la décennie qui précède la Révolution en fait soudain, mais de façon éphémère, un haut lieu européen de toutes les spéculations. Elle attire même, un instant, les gourmandises du gouvernement qui espère y trouver les ressources nécessaires à la liquidation de la dette publique diaboliquement croissante. Mais les excès même des joueurs, l'Etat et les spéculateurs, conduisent Calonne, le ministre qui a tenté l'aventure, à réprimer le système, en interdisant en particulier le marché à terme, en 1785.

Lorsqu'en 1816, la Restauration réorganise la Compagnie des agents de change¹, aucune disposition ne vise expressément le marché à terme et l'interdiction brutale et circonstancielle de Calonne demeure longtemps dans la mauvaise conscience des négociants. On hésitait toujours, en effet, sur l'interprétation des articles 1965 à 1967 du Code civil, qui ne visaient, au

1 J.M. Thiveaud, *Le monopole des agents de change*, in *Revue d'économie financière*, n° 3, décembre 1987.

reste, que les jeux de cartes et de hasard et sur celle des articles 421 et 422, cette fois du Code pénal, sur les mêmes objets. L'opinion commune concluait à l'impossibilité d'admettre un marché à terme, tout en constatant que les dispositions du Code pénal sanctionnaient seulement la vente à découvert.

Faute de législation précise, la jurisprudence qui évolue au cours du siècle gouverne les hésitations. Au gré des événements, néfastes le plus souvent, la résurrection éventuelle du marché à terme en France devient l'objet de vaines discussions. Il faut attendre, en fait, la fin du Second empire pour qu'au hasard d'une crise passagère et très localisée au sein de la profession des agents de change, une première étape soit réellement marquée dans cette reconstruction. Bien qu'elle n'aboutisse pas définitivement au rétablissement attendu depuis longtemps, elle fournit cependant une occasion de préciser un peu mieux, dans ce clair-obscur si familier à la profession, les règles de conduites devant les risques.

Au début de l'année 1866, le rude conflit militaire qui oppose la Prusse à l'Autriche provoque, comme il est d'usage depuis la naissance des marchés financiers européens un siècle et demi plus tôt, une spéculation à la baisse sur les titres italiens. Les spectateurs de l'Europe escomptaient une prompte victoire autrichienne et l'invasion prochaine de la jeune Italie réunifiée. Ces pronostics suscitent une nouvelle tendance des cours qui ruine les espérances de nombreux spéculateurs et plonge un certain nombre d'agents de change parisiens dans un profond désarroi.

Le 3 juillet, la bataille de Sadowa bouscule toutes les prévisions. Elle consacre la victoire de la Prusse et inaugure sa présence sur le devant de la scène européenne. Cet événement militaire en Bohême entraîne, dès le 5 juillet, un brutal renversement de la tendance des cours à Paris et la faillite de nombreux agents de change. La plupart d'entre eux avaient mis leur point d'honneur à respecter tous leurs engagements, en dépit des ruptures de contrats de certains spéculateurs malhonnêtes. La question du marché à terme revient ainsi au son du canon mais reste encore dans l'intimité de la profession.

Un débat s'engage au sein de la compagnie des agents de change et derrière cette discussion, que retracent les documents publiés ici, un double enjeu se dresse et qui divisera la compagnie jusqu'à la fin du XIX^e siècle.

La controverse s'organise d'abord autour du principe de solidarité qui obligerait cette corporation à couvrir mutuellement les pertes des confrères malheureux. Ce point retiendra davantage l'attention de l'opinion, bien plus que le problème spécifique du marché à terme qui se faufile entre les lignes des procès-verbaux de la Chambre syndicale.

En 1866, la dernière position de la jurisprudence sur cette question était

l'exigence d'un dépôt préalable en argent et en titres, son montant restant laissé à l'appréciation de l'agent de change. De ce point de vue, la faillite de plusieurs d'entre eux lors de la crise de 1866 constitue donc la preuve pour certains du non respect de ces règles. Même si cette violation ne rend pas ces individus passibles des tribunaux, elle porte atteinte au monopole des agents de change. Par ailleurs, cette défaillance conjoncturelle est d'autant plus préjudiciable à ces derniers qu'elle fait le jeu de la coulisse. Tout le XIX^e siècle est agité par des procès entre agents de change, détenteurs du monopole et coulissiers négociants des titres, non admis au parquet, et de ce fait passibles de poursuites pour délit d'immixtion. Le marché à terme reste la pierre d'achoppement à laquelle se heurtent tour à tour les acteurs de la Bourse, les uns par défaut, les autres par excès de la législation.

L'avantage d'une attitude solidaire est évident, elle augmente encore le crédit des agents de change aux yeux du public, et surtout elle permet de maintenir la stabilité du marché financier. La Compagnie des agents de change assume, ainsi, en dernier recours, toutes les pertes, comme procède aujourd'hui la Chambre de compensation pour le MATIF.

Mais les inconvénients ne sont pas moins manifestes. En effet, reconnaître implicitement un tel principe de solidarité, nullement défini par les textes législatifs et réglementaires, constituerait un risque d'incitation des spéculateurs au non respect des engagements conclus. Le découpage, publié ici, des débats d'un trimestre peut donner, avec le recul de l'histoire, un aperçu de ce chantier de la Bourse, alors en pleine construction ².

243

Mes chers confrères

Au moment où j'élève la voix, au nom de la Chambre syndicale, pour vous rendre compte de ces travaux pendant cette malheureuse année, une seule pensée vous occupe, et vous songez à la crise terrible que nous avons traversée ensemble ; aussi, vais-je aborder franchement ce sujet, vous parler tout d'abord de cet événement capital dans l'histoire de notre Compagnie, vous dire quel il a été, et examiner avec vous, si cela est possible après si peu de temps écoulé, quelles conséquences il peut avoir pour notre avenir et pour la considération dont nous jouissons dans le monde.

Je vous dirai tout avec la plus grande franchise et si, parfois, je suis obligé de mettre quelques restrictions à ce que je vous demande la permission d'appeler mes confidences, c'est que de hautes raisons de convenance, des raisons qui intéressent l'honorabilité de plusieurs familles, me mettent dans l'obligation d'imposer à mon langage certaines réserves nécessaires.

² Sources : Procès-verbaux des assemblées générales de la Compagnie des agents de change en date du 16 octobre, du 23 octobre, du 30 octobre et du 26 décembre 1866.

La guerre, une guerre que l'on eût lieu de croire un instant de voir devenir générale, avait éclaté subitement, et contre les prévisions de bien des hommes sages. Les valeurs, sur lesquelles s'exerce d'ordinaire la spéculation, subirent une dépréciation violente en si peu de temps, que la seule liquidation d'avril enregistrera 14 millions de pertes, chiffre qu'on n'avait pas vu jusqu'à ce jour, figurer sur la liste de nos différences.

Le parquet ne broncha pas : il soutint le coup avec une fermeté qui provoqua l'admiration générale ; il fit honneur à ses engagements, bien qu'un grand nombre des clients avaient eu la déloyauté de ne pas tenir les leurs.

Le mois de mai et le mois de juin se passe au milieu d'une panique générale, la baisse est devenue un effondrement, 9 millions de pertes sont encore supportées par le parquet, et, tout à coup, le 3 juillet, une sanglante bataille, détruisant en un jour l'une des puissances belligérantes, fait voir que le combat doit finir, car d'un côté les combattants sont anéantis. A la baisse si violente succède une hausse plus violente encore, parce qu'elle était encore plus imprévue, et, le 6 août, le tableau de nos différences annonçait encore que 21 millions avaient été perdus. Ainsi en 3 mois : 45 millions de perte subie par la Compagnie.

244

Le parquet de Marseille n'existait plus, pour ainsi dire ; le parquet de Lyon était très violemment ébranlé ; partout du sinistre, des ruines immenses. Une véritable consternation régnait chez nous tous ; chacun examinait ses confrères avec inquiétude : on discutait tous les crédits. Qu'était-il arrivé ?

Le désastre, quoique terrible, ne fut pas, je le dis hautement, aussi grand qu'on aurait pu le craindre. L'un de nous, fortement ébranlé déjà au mois de mai, sombra tout à fait ; deux autres arrêtaient leurs affaires. Plus tard, vers la fin du mois d'août, un quatrième ferma son carnet, et enfin, le 1^{er} septembre, un dernier fut forcé de nous avouer qu'il était au-dessous de ses affaires. Il est encore 2 agents de change dont je n'ai pas à vous parler. L'un, en vendant sa charge put se retirer sans qu'aucune réclamation s'élevât contre lui ; l'autre momentanément seulement embarrassé, trouva dans la reconstitution de sa société un apport nouveau et des forces nouvelles.

Pour être clair et pour vous rendre compte des événements, il me faut bien citer des noms que, du reste, vous connaissez tous, car au mois d'octobre, je vous ai déjà rendu compte de la situation sous le rapport financier. M. Doyen et M. Porché, le premier surtout, étaient seuls très sensiblement au-dessous de leurs affaires ; les autres pouvaient nous faire espérer qu'ils ne feraient rien perdre à leurs clients et qu'au moyen d'avances temporaires, ils se dégageraient, l'honneur sauf, à la condition que leurs charges ne subiraient pas une dépréciation trop sensible.

C'est ce qui est arrivé à M. Crémieux, qui a trouvé de suite un successeur ; c'est ce qui arrive à M. Mathieu qui a traité de son office à un prix suffisant

pour le couvrir ; j'aime à espérer qu'il en sera de même pour M. Pestel dont la charge n'est pas vendue.

Pendant ce temps, que faisait votre Chambre syndicale ? Dès le mois de mai, les procès verbaux de ses séances le prouvent, elle se met, pour ainsi dire, en permanence ; des visites sont faites chez ceux de nos confrères dont la solidité est suspecte ; elle s'informe, elle interroge, elle cherche à se rendre compte avec le plus grand zèle ; Je dis : elle cherche à se rendre compte car, hélas, il m'est aisé de surprendre la bonne foi du comptable le plus habile, et les écritures ont souvent des dissimulations ou des perfidies, qu'il est presque impossible de déjouer. Et puis, il faut bien le dire, il est des événements que la sagesse, la plus clairvoyante ne peut prévoir, et j'en appelle au souvenir de tous ceux qui sont ici, quel est l'homme au mois de mai ou de juin, qu'une position raisonnable de vendeur eût effrayé ? Eh bien, cette position de vendeur, si raisonnable qu'elle fût, devait être quelques semaines, quelques jours après, une cause de ruine complète. L'expérience la plus consommée ne se base que sur le souvenir, et jamais événements plus brusquement dénoués, n'ont amené dans les cours perturbations plus violentes.

Après la liquidation d'avril, M. Doyen, aveugle en la confiance qu'il avait trop légèrement accordée à un client avec lequel il perdait 1 200 000 francs, demanda un secours de la Chambre syndicale. La chambre le lui accorde et, par contre, exige sa démission. Trois fois dans le mois, ses livres sont examinés ; dès le 21 il lui est interdit de faire des affaires nouvelles, et on ne lui permet de conserver que des positions qui, en raison du nom de clients et de la nature même des affaires, semblent à l'abri de tout risque ; on ne pouvait pas, dans l'intérêt même du successeur, forcer à se liquider une clientèle qu'il semblait utile de conserver. Le 5 juillet a donné tort à des mesures qui paraissaient sages, et de ce jour, les dernières ressources de M. Doyen s'écroulèrent comme ses dernières espérances ; ce fut dans la Compagnie, la grande, la véritable catastrophe. Le désastre de M. Porché n'éclata qu'au mois de septembre. Il avait résisté à la liquidation de juillet ; mais ses engagements de fin prochaine déterminèrent sa ruine. Grâce au dévouement et aux sacrifices de sa famille son déficit est relativement peu considérable s'il peut céder son office qui, malheureusement, n'est pas encore vendu au prix de 1 550 000 francs qui est, jusqu'ici, le prix des traités faits dans les conditions les plus désavantageuses.

En somme, mes chers confrères, les chiffres que j'ai eu l'honneur de mettre sous vos yeux au mois d'octobre sont restés les mêmes et, loin d'augmenter, ils diminueront plutôt ; la liquidation de M. Doyen m'a dernièrement donné l'espoir que ces prévisions ne seraient pas atteintes, et cela, dans une proportion assez notable.

Et maintenant mes chers confrères, quelles peuvent être pour nous les

conséquences de ces tristes événements ? Je ne veux certes pas ranimer les discussions qui, au mois d'octobre, ont retenti dans cette enceinte.

Pour d'évidentes raisons de pudeur et de courtoisie, le syndic ne tient pas à revenir sur les débats pour le moins houleux du mois d'octobre. Cet épisode est important pour la compréhension du débat et notamment sur le principe de solidarité. Le détail en est exposé lors des réunions de la compagnie.

Deux confrères sont au-dessous de leurs affaires, MM. Doyen et Porché. Le déficit du premier est de 1 386 000 francs, celui du second de 315 000 francs, totale en chiffre rond 1 700 000 francs. C'est cette somme que la Chambre syndicale vient unanimement proposé à la Compagnie de prendre à sa charge pour éviter à deux agents de change la faillite et le déshonneur.

Deux moyens se présentent pour atteindre ce résultat. La Compagnie peut : ou prendre à sa charge le montant total du déficit sus-indiqué, chacun devant venir ainsi à contribution pour 1/60, ou décider que les agents de change qui ont reçu des différences, tant pour escomptes qu'en liquidation, de MM. Doyen et Porché depuis et y compris le mois de juillet, seront tenus de les rapporter. Ce rapport serait obligatoire en cas de faillite alors le déficit de M. Porché serait couvert et au-delà, puisque contre 315 000 à payer, il y aurait, d'après les calculs faits, 388 000 francs à recevoir. Pour M. Doyen ces mêmes rapports sont évalués à 1 000 000 environ, il resterait donc un découvert de 386 000 francs.

Pour faire face au 1 700 000 prévus dans la première hypothèse, M. le syndic indique comme la ressource la plus naturelle la répartition semestrielle des revenus de la caisse comme échéant au 10 novembre prochain. Dès aujourd'hui la somme à répartir dépasse 1 800 000. En supposant même des erreurs dans les comptes produits, il y aurait plus de 100 000 francs réservés pour l'imprévu. De telle sorte, qu'à proprement parler les agents de change n'aurait rien à prendre dans leurs caisses et que le fond commun de la Compagnie ne subirait pas la moindre diminution. Des considérations capitales engagent la compagnie à faire un sacrifice ; ce serait donner des armes dangereuses à ses ennemis. Nous venons de traverser des événements exceptionnellement graves, la crise la plus forte qui ait jamais frappé la place de Paris, crise inouïe, auprès de laquelle 1848 était peu de choses, crise qui a bouleversé toutes les places de l'Europe et qui a ébranlé tous les crédits.

Jamais occasion plus solennelle ne s'est présentée pour la Compagnie d'affirmer son crédit, sa force, la solidité de son organisation. Deux déclarations de faillite tout à fait inévitables, lanceraient la Compagnie dans un inconnu qui couvre des dangers incalculables. D'une part, une somme fixe relativement minime à sacrifier pour prix de sa considération et de la sauvegarde de son

privilege ; de l'autre l'administration, la magistrature, le public vivement indisposés.

Portant les yeux plus haut, elle (la Compagnie) considère que les circonstances actuelles constituent un véritable cas de force majeure, un sinistre sans précédent dont la compagnie avait voulu faire disparaître toutes les suites pour donner au public la certitude qu'en présence des événements les plus redoutables, elle est digne de la confiance la plus absolue. L'effet sera commun à tous, ne serait-il pas juste que tous contribuassent à le produire ?

Un autre membre fait connaître qu'il se prononce contre les propositions de la Chambre par ce motif qu'il est indispensable, suivant lui, de prouver au public par un exemple, que les agents de change ne sont pas solidaires, comme il semble le croire, et que les clients n'ont pas les mêmes garanties qu'ils s'adressent à un bon ou à un mauvais agent de change.

Au cours de ces débats, plusieurs projets sont exposés par les membres de la Compagnie et différents intervenants s'entremettent successivement, rivalisant de finesse et de diplomatie, pour trouver une voie ménageant à la fois les intérêts du corps et ceux de ses membres en difficulté.

« La Compagnie des agents de change déclare nulle et non avenue la souscription ouverte par quelques membres dans la séance du 16 octobre pour couvrir le déficit de MM. Doyen et Porché et contrebalancer les résultats d'un vote trois fois exprimés pour déclarer la non-intervention de la Compagnie.

247

La publication des résultats de cette séance, insérée au Moniteur du 18, a donné au public la certitude que tous les créanciers seraient désintéressés, ne pouvant plus en décliner les effets, elle consent à prendre à sa charge le montant de la souscription.

De plus, le rapport des différences pouvant nuire à plusieurs confrères et les escomptes ayant été indûment compris par la chambre dans ses comptes créditeurs, il importe de confirmer le principe que les escomptes ne peuvent être sujet à rapport. Par ces motifs, la compagnie met à la disposition de la Chambre syndicale la somme de 1 800 000 francs à prendre sur la répartition des revenus de la caisse commune au 10 novembre prochain ».

L'adoption de cette mesure constitue un véritable bouleversement de l'ordre établi et pour certains même, une grave violation des droits et intérêts de chaque membre de la Compagnie.

Cette décision est perçue en outre comme une mise en péril de la sécurité de la profession, du maintien de son privilège, de la conservation de son patrimoine et de celui que ses associés lui ont confié. Au bout du compte, ce vote semble la négation totale du principe, formel et indiscutable, de

non-solidarité entre les agents de change, qui avait été très clairement rappelé lors de l'assemblée générale du 23 octobre 1866 :

« Le public a-t-il vraiment pensé que les agents de change sont solidaires ? Non. La solidarité vis-à-vis du public ne peut exister, ce serait une monstruosité qui ne figure ni dans les lois, ni dans les règlements. La Compagnie est venue souvent au secours de confrères embarrassés ; mais ce qu'elle a fait plusieurs fois ne l'engage pas pour l'avenir. Les agents de change ne dépendent que de leur bon vouloir ; aussi est-il à souhaiter que, dans les circonstances solennelles où ils se trouvent, ils veuillent bien consentir à prendre les mesures qui confirmeraient au plus haut point la réputation et le crédit de la Compagnie. »

Aussi, lors de la dernière assemblée générale du 26 décembre 1866, le syndic chargé de rendre compte de l'administration de la Chambre syndicale pendant l'année 1866, cherche à apaiser les esprits. Tirant les tristes leçons de la crise, il commence son exposé par une mise au point, essentielle pour la suite de l'organisation.

Il n'est entré dans la pensée de personne ici, que le sacrifice que nous nous imposons pour que nos confrères ne fussent pas déshonorés pût nous faire solidaires les uns des autres et créer un principe qui ne peut exister, qui n'existe pas, qui n'existera jamais. Aucun décret, aucune loi, ne le mentionne, et nos protestations sont là, assez hautement proclamées, assez éclatante pour que personne puisse s'y tromper. Le public, je l'affirme, l'a bien compris ainsi, et je n'en veux pour preuve que les lettres remplies d'expression de reconnaissance que je reçois chaque jour de la part de clients désintéressés. Les remerciements ne seraient pas aussi vifs sous la plume de gens qui ne pensaient que la Compagnie n'a fait que son devoir (...). C'était à peu de frais acquérir beaucoup de gloire, et l'occasion était belle de montrer que nous sommes en état de résister à toutes les épreuves. Aussi, notre sacrifice a-t-il produit ses fruits. Notre éloge est dans toutes les bouches, et, partout, dans le monde, on nous rend l'hommage que nous méritons. Au mois de mai, la presse presque tout entière, a vanté la fermeté de notre attitude ; plus tard, quelques voix se sont élevées contre nous, et se sont tues ensuite devant la générosité de notre conduite, et, si une seule s'élève encore pour nous jeter le blâme, nous savons de quelle bouche elle sort et nous en connaissons la valeur. Mais ce n'est pas là seulement, mes chers confrères, que je veux chercher l'approbation et l'estime à laquelle nous avons droit.

Je vous parlerai d'abord de notre chef naturel, le ministre des finances ; lorsqu'après deux mois d'absence, M. Fould revint au ministère, au mois d'octobre, il me dit ces paroles la première fois que j'eus l'honneur de le revoir : « On m'a écrit pour me demander s'il n'y aurait pas des modifications à

introduire dans l'institution des agents de change et j'ai répondu que la crise elle-même démontrait que rien n'était plus parfaitement organisé que le parquet de Paris. » (...)

Monsieur le garde des sceaux nous a toujours couvert de sa sympathique protection ; M. le procureur impérial nous a toujours montré un bon vouloir et une patience qui tenait de la longanimité, et le président et les juges du tribunal de commerce ont mis à repousser les demandes en déclaration de faillite une complaisance et un zèle qui ont été jusqu'à faire incriminer leur impartialité. Mes chers confrères, une compagnie qui, par son ascendant moral seul, peut, en des jours d'épreuve et de deuil, faire suspendre pendant quatre mois l'action de la justice, faire étouffer toutes les plaintes, arrêter toutes les récriminations contre quelques-uns de ses membres si indignes qu'ils soient, est une compagnie grande et forte, estimée à sa juste valeur par les gens les plus estimables, et elle peut, et elle doit faire, à un moment donné, un sacrifice d'argent pour justifier auprès des hommes honorables, la bonne opinion qu'ils ont d'elle.

Cette crise de 1866, seize ans avant celle de 1882, lors du krach de l'Union Générale, entraînera d'importantes réformes de structure à la fin des années 1880.

La loi du 28 juin 1885 autorisera clairement les marchés à terme. Elle dispose dans son premier article que « Tout marché à terme sur effets publics et autres ; tout marché à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux ». Et le législateur ajoute que « Nul ne peut pour se soustraire aux obligations qui en résulte se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même qu'il se résoudrait par le paiement d'une simple différence ».

Le 7 octobre 1890, un décret codifie enfin l'organisation de la Bourse comme le prévoyait l'article 90 du Code de commerce depuis 1807, sans qu'aucune mesure ait jamais pu être arrêtée pendant près d'un siècle.