

**WORKING PAPER N° 2006 - 44**

**Les émetteurs sur le marché financier français :  
une hiérarchie nouvelle après 1895**

**Pierre-Cyrille Hautcœur**

**Carine Romey**

**Codes JEL : N 23**

**Mots-clés : systèmes financiers, marché financier,  
Bourse, émissions, titres privés, structure financière,  
emprunts étrangers.**

## **LES ÉMETTEURS : UNE HIÉRARCHIE NOUVELLE APRES 1895**

**Pierre-Cyrille HAUTCOEUR (EHESS-PSE)**

**Carine ROMÉY (AMF)**

Ce texte constitue le chapitre 13 de l'ouvrage *Le marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle*, sous la direction de G. Gallais-Hamonno et P.-C. Hautcoeur, à paraître, Publications de la Sorbonne, 2007

## LES ÉMETTEURS : UNE HIÉRARCHIE NOUVELLE APRES 1895

La période 1895-1913 voit l'État céder progressivement du terrain même s'il garde sa position de premier acteur du marché financier. De nombreuses raisons expliquent cet état de fait et il faut les chercher aussi bien au niveau de l'État lui-même que chez les autres intervenants du marché que sont les entreprises, les collectivités locales ou les émetteurs étrangers. Les épargnants, dont les comportements ont fortement changé au cours du siècle, ont également joué un rôle non négligeable dans l'évolution que connaît le marché financier français. Le recours croissant des entreprises à la Bourse et l'attrait accru exercé sur les épargnants par les titres privés et étrangers, générateurs de plus de rentabilité que les fonds d'État français, semblent justifier la nouvelle configuration de la cote et la transformation de la composition du portefeuille des épargnants français.

Nous envisagerons dans ce chapitre ces changements du côté de l'offre de titres, réservant les transformations dans la demande exercée par les épargnants pour le chapitre suivant. Nous réservons enfin l'examen de la position internationale du marché parisien pour le dernier chapitre. Dans la suite de ce chapitre, nous traitons d'abord brièvement des émissions publiques, puis des émissions privées françaises, enfin des émissions étrangères.

### I. LA RARÉFACTION DES ÉMISSIONS PUBLIQUES

#### 1. De rares émissions de rentes

Période de paix, certes parfois armée, les années 1895-1913 sont marquées par l'absence de grandes opérations d'emprunts d'État. Le montant total des titres de rente en circulation connaît même une légère diminution. Après le dernier grand emprunt de 3 milliards de 1872, les émissions en rentes perpétuelles sont nettement plus rares que sous le Second Empire. Souvent considéré comme surendetté par les économistes contemporains, l'Etat hésite désormais à lancer des emprunts pour couvrir de grands investissements publics. Au contraire, la plupart des opérations ont pour objectif de convertir les rentes en diminuant le taux de leur coupon, ou de consolider des dettes publiques. L'absence d'inflation et l'abondance des capitaux par rapport à la demande justifient la réduction de l'intérêt, qui dure jusqu'à la fin du XIXe siècle. Le niveau élevé du cours de la rente qui en résulte permet les conversions de 1883, 1887, 1894 et 1902. L'émission de 1886, d'un montant de 600 millions, a pour motif de consolider la dette flottante, qui atteint alors 1,5 milliard de francs sous forme de divers comptes courants au Trésor ou d'obligations échues à court terme. De manière

analogue, la loi du 24 décembre 1891 autorise un emprunt de 303 millions de francs pour remplacer les titres d'obligations venus à l'échéance. Il faut ensuite attendre l'année 1901 pour que l'État s'adresse au marché afin de couvrir les dépenses occasionnées par l'expédition de Chine. Toutes ces opérations sont bien accueillies par le public, ce qui n'est pas surprenant étant donné leur rareté et la demande structurelle qui existe comme nous l'avons vu pour les émissions publiques.

## **2. L'amélioration des recettes fiscales**

Bien que la dette soit élevée, la situation budgétaire de l'État est loin d'être préoccupante. Les ressources fiscales connaissent une croissance sensible à partir de 1870. L'effort fiscal fait par la France pour financer la guerre franco-allemande et sa liquidation contribue à augmenter les recettes ordinaires. De 2,4 milliards en 1872, celles-ci passent à 3,2 milliards en 1890 et à 3,8 en 1900 malgré la quasi-stagnation du PIB. L'amélioration du rendement fiscal se confirme au-delà de 1900. En 1912, les recettes totales (ordinaires et extraordinaires) atteignent le chiffre de 4,8 milliards de francs, cette fois grâce à la reprise de la croissance. Grâce à cela, la situation budgétaire s'améliore : les années excédentaires sont assez fréquentes et les déficits ont une ampleur bien moins importante que dans les périodes précédentes. Ce fait témoigne de l'amélioration de la capacité et de l'efficacité du système fiscal, largement appuyé sur les taxes indirectes malgré les revendications de la gauche en faveur de l'impôt sur le revenu (qui n'est adopté qu'en 1913). Il résulte aussi de la rareté des conflits militaires, même si s'accumule la tension qui explosera en 1914. Mais, durant la période qui nous concerne, on est loin du climat de la fin du Second Empire où, en 1869, Leroy-Beaulieu écrivait ses savantes *Recherches sur les guerres contemporaines*.<sup>1</sup>

## **3. Les nouveaux supports de la dette et le développement des formes de financement de l'État**

L'amélioration du rendement fiscal et l'absence de conflits armés n'expliquent pas tout. Deux autres facteurs explicatifs de la baisse du besoin de financement de l'État sont le détachement du budget départemental de celui de l'État à partir de 1892, et l'utilisation de titres amortissables composant une partie de la dette remboursable à terme (qui avait commencé avec l'émission de rentes amortissables 3 1/2 % en 1878 pour financer le Plan Freycinet). Cette préférence pour les emprunts amortissables ou obligataires, qui ne sont pas comptés dans la dette consolidée, marque un profond changement dans la gestion des finances publiques. Grâce à l'intermédiation des auxiliaires du Trésor, l'État peut éviter de faire directement appel au marché. Le système des annuités, qui fonctionne depuis 1878, sert à financer les travaux publics et, en partie, les dépenses d'instruction publique par ces auxiliaires, ce qui évite de recourir trop au marché.

---

<sup>1</sup> Librairie internationale, Paris, 1869, 337 p.

En ce qui concerne les bons du Trésor, les émissions ne s'interrompent pas durant cette période, bien que le rythme de progression fléchisse au profit des dépôts en comptes courants auprès du Trésor. Ces derniers constituent la grosse partie de la dette flottante, qui reste supérieure à 1 milliard de francs durant cette période, soit d'un quart à un tiers du budget d'État. Enfin, les dépôts accumulés par les caisses d'épargne, essentiellement placés en rente, atteignent 4 milliards de francs à la fin du siècle.

Les obligations à court terme, quant à elles, ont la faveur d'un public qui, au cours de cette période, est devenu moins attaché aux valeurs à revenu fixe. « Remboursables, pour l'intégralité de leur capital nominal, à une échéance en somme peu éloignée, et d'ailleurs négociables, les obligations à court terme sont préférées par une clientèle du Trésor à la rente, irremboursable, sauf le cas de conversion, et réalisable à la Bourse, où elle est soumise aux fluctuations des cours, dépendant de la situation financière et politique »<sup>2</sup>. Il faut ajouter que l'émission de ces obligations à court terme est parfois moins onéreuse. Le taux d'intérêt des obligations à court terme peut descendre jusqu'à 2 % tandis que la rente coûte au moins 3 % à l'État.

L'idée d'un état stationnaire domine d'ailleurs les financiers, malgré des changements économiques substantiels. Ainsi, plusieurs observateurs avisés s'attendent à une baisse continue des taux d'intérêt à long terme, mais aussi à une baisse des primes de risque qui atténuerait l'avantage financier de l'Etat emprunteur. Ainsi, un contemporain peut écrire que « la somme de sécurité procurée à l'épargne par le placement en titres émis ou garantis par l'État ou par les communes n'augmentera plus ; elle ne peut pas augmenter. Mais l'insécurité des placements sous forme d'actions et d'obligations de sociétés particulières diminuera de plus en plus, de sorte que la différence entre les titres des États et des villes et ceux des grandes sociétés industrielles et commerciales deviendra trop minime, au point de vue de la sécurité des capitaux prêtés, pour qu'un écart appréciable subsiste entre le prix du loyer de l'argent emprunté par les gouvernements ou les municipalités et celui emprunté par de puissantes associations anonymes »<sup>3</sup>. De fait les années qui précèdent la guerre voient un accès beaucoup plus aisé des emprunteurs privés au marché financier.

## II. LE ROLE CROISSANT DU MARCHE DANS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES

Après 1890, le marché financier français connaît une mutation profonde dans son attitude à l'égard des titres privés. Alors qu'auparavant ceux-ci ne parvenaient pas à s'installer durablement sur le marché, ne faisant que des apparitions brèves et fracassantes lors de

<sup>2</sup> J. M. Fachan, *Historique de la rente française et des valeurs du Trésor, système de Law, Caisse d'escompte, Banque de France*, Berger-Levrault, 1904, p. 253-254.

<sup>3</sup> Gaston Cadoux, *Les Finances de la ville de Paris de 1798 à 1900 suivies d'un essai de statistique comparative des charges communales des principales villes françaises et étrangères de 1878 à 1898*, Berger-Levrault, 1900, p. 334.

périodes spéculatives qui s’achevaient parfois par des krachs, à l’issue desquels ils étaient transformés en titres quasi publics (c’est le cas, on l’a vu, des grandes compagnies de chemins de fer dès avant notre période), ils voient désormais leur place augmenter progressivement dans une stabilité nouvelle. Plus précisément, alors que depuis longtemps le marché boursier n’était ouvert, parmi les entreprises privées, qu’aux seules sociétés exploitant des concessions de services publics : docks, canaux, transports maritimes, distribution d’eau, et surtout chemins de fer, et que son seul élargissement durable, dans les années 1870, avait bénéficié à un système bancaire moderne, qui trouvait désormais en Bourse les fonds propres nécessaires à sa croissance, c’est maintenant (à la fin du siècle) au tour de l’industrie de se tourner vers la Bourse.

Deux types d’interprétation peuvent expliquer le développement du marché des titres privés : le premier est centré sur les changements techniques et leurs conséquences sur la taille des entreprises et leurs besoins financiers ; le second insiste davantage sur les transformations des relations entre les entreprises et leur environnement, en particulier entre les dirigeants des entreprises et les épargnants susceptibles de souscrire leurs titres. Mais avant d’examiner ces explications, nous devons établir plus précisément l’importance et le déroulement de ce nouvel accès des sociétés privées au marché boursier.

Un indice de l’élargissement du marché comme de l’intérêt de plus en plus grand et largement répandu qui lui est prêté est l’apparition de statistiques d’émissions. Celles-ci apparaissent d’abord dans des journaux financiers qui se multiplient durant notre période. En effet, alors qu’auparavant les seules opérations importantes étaient celles des États ou d’institutions publiques ou semi-publiques, la multiplication des titres cotés et des émissions entraîne des besoins d’information, en particulier de la part des épargnants acheteurs potentiels de titres. Or, si l’information essentielle porte sur les caractéristiques détaillées des titres à l’émission, quelques indications importantes sur la conjoncture sont également fournies par l’importance globale des émissions récentes ou en cours.

Il n’est donc pas étonnant que les premières statistiques recensant régulièrement les émissions soient réalisées par des journaux financiers, tandis que les capitalisations des grands marchés internationaux sont davantage comparées par les économistes soucieux de la hiérarchie des places financières, des grands équilibres macroéconomiques et de la politique économique. Dans les deux cas, les statistiques sont de ce fait souvent irrégulières, soumises à la conjoncture du marché, aux modes universitaires et à la bonne santé des entreprises de presse, pour lesquelles il s’agit d’informations coûteuses<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> *Le Temps* publie des listes d’émissions à partir de 1894, mais nettement lacunaires (Raffalovitch, 1896, p. 690) ; *L’Économiste européen* l’est moins, mais ne distingue pas les émissions des introductions en Bourse. La statistique proposée par Neymarck à partir de 1900 dans *Le Rentier*, puis le relevé publié à partir de 1905 au *Bulletin de statistique et de législation comparées* constituent un progrès. Des statistiques de capitalisation sont également publiées. Alfred Neymarck s’en fait une spécialité de la fin des années 1880 aux années 1920. Ses

Non contentes d'être irrégulières, ces statistiques présentent de graves inconvénients lorsqu'on cherche à comprendre en quoi le marché boursier a facilité le financement des entreprises, inconvénients qui concernent aussi bien l'évaluation de la capitalisation boursière (par laquelle on connaît l'importance des entreprises présentes en Bourse) que celle des émissions.

La construction de ces statistiques est centrée sur l'épargnant et non pas sur les besoins de financement des entreprises. Or pour l'épargnant, tous les titres apparaissant sur le marché secondaire ou mis en vente par des intermédiaires ont le même statut, qu'ils fournissent ou non immédiatement des fonds à l'entreprise émettrice. Les actions inscrites plusieurs années après leur création sont ainsi souvent comptées parmi les émissions de l'année de cotation, sans que l'entreprise reçoive de capitaux. Les actions d'apport sont également comptées alors qu'elles ne correspondent qu'à la transformation du statut juridique des actifs qu'elles représentent (ou en échange desquels elles ont été émises). Nous proposons ici une série qui s'intéresse au point de vue des entreprises et cherche à mesurer la contribution des émissions de titres à leur financement<sup>5</sup>.

Cette série est construite plus rigoureusement non seulement que les estimations ponctuelles de l'époque, mais également que les quelques évaluations postérieures, qu'il s'agisse de celles du Crédit lyonnais (établies à partir de 1892, publiées après 1945) correspondent aux désirs d'information interne d'une banque, ou à celles de la statistique officielle (qui ne se met réellement à l'œuvre qu'après la Première Guerre mondiale).

Quelque variées que soient leurs objets précis, et quelque importantes que puissent être leurs différences de méthode, toutes les évaluations disponibles indiquent des évolutions similaires : une présence considérablement renforcée des titres privés sur le marché parisien à partir des années 1890. Si ce phénomène signale un recours accru des entreprises au marché, celui-ci peut se présenter de deux manières. En premier lieu, les entreprises peuvent recourir au marché pour donner de la liquidité au capital existant. La simple cotation peut en effet permettre aux anciens actionnaires de se dégager, ou même, en fournissant une évaluation neutre de leurs actifs, leur donner accès au crédit sur titres qui se développe alors. La cotation, notamment, est fréquemment utilisée pour régler les difficultés pouvant se présenter

---

évaluations comme celles d'autres (E. Théry, P. Leroy-Beaulieu...) s'appuient d'abord sur *l'Annuaire des Sociétés cotées au parquet*, mais les sources se multiplient après 1890 : *Le Manuel des valeurs cotées hors parquet à la Bourse de Paris* de J.-A. Decourdemanche (publié par la *Cote Desfossés*) a 3 éditions (1893, 1897 et 1899, donnant la date d'inscription à la *Cote Desfossés*) ; il devient *l'Annuaire Desfossés* en 1907. *L'Annuaire général des sociétés françaises par actions et des principales sociétés étrangères (cotées et non cotées)*, publié par *L'Information* de 1898 à 1907 donne des détails sur des sociétés non cotées mais rien de plus sur les cotées. On peut citer pour mémoire le très éphémère *Guide annuaire financier, répertoire des valeurs cotées au marché*, publié entre 1909 et 1912 par le *Journal des chemins de fer, des mines et des travaux publics*. Enfin, *l'Annuaire Chaix* comporte peu de sociétés et des renseignements disparates.

<sup>5</sup> Nous appuyons l'essentiel de notre information quantitative et nombre de nos interprétations sur notre thèse: P.-C. Hautcœur : *Le marché boursier et le financement des entreprises françaises, 1890-1939*, Paris 1, 1994.

lors de la transmission d'entreprises. Dans ces cas-là, c'est la capitalisation totale du marché et le nombre de sociétés cotées qui devraient connaître un accroissement. En second lieu, les entreprises peuvent s'adresser au marché pour obtenir des capitaux supplémentaires, sous forme d'émissions d'actions ou d'obligations. Ce sont alors les statistiques d'émission qui devraient le signaler.

## A. DE LA FONCTION DE LIQUIDITE A LA FONCTION DE FINANCEMENT

### 1. L'élargissement du marché des titres privés français

Les années 1890 connaissent par rapport aux années 1880 une forte croissance à la fois du nombre de sociétés industrielles (plus précisément non financières) cotées et de leur part dans la capitalisation totale des valeurs françaises hors chemins de fer<sup>6</sup> (tableau 1).

Tableau 1

#### Capitalisation boursière des titres français privés cotés à la cote officielle

	1 <sup>er</sup> juillet 1880			1 <sup>er</sup> juillet 1890			31 décembre 1899		
	nb	valeur nominal e	valeur cotée	nb	valeur nominal e	valeur cotée	nb	valeur nominale	valeur cotée
1. Actions									
Financières	46	939	2092	53	1341,0	2104,0	52	1468,0	2386,0
Assurances	35	111	714	47	158,0	609,0	44	117,0	787,0
Industrielles	140	1437	2066	16	1812,0	3067,0	269	2176,0	4835,0
2. Obligations	55	1022	888	68	1227,2	1157,9	133	1575,9	1408,7
Total		3509	5760		4538,2	6937,9		5336,9	9416,7
Total (% de la cote)			13,38			12,32			14,95

Note : valeurs en millions de francs courants, hors chemins de fer et Crédit foncier. Le nombre total de sociétés n'est pas égal à la somme des émetteurs d'actions et d'obligations car la plupart des émetteurs d'obligations sont cotés au titre de leurs actions. La capitalisation utilisée pour calculer la part des titres privés est celle de l'ensemble des valeurs françaises.

Source : E. Théry « Les valeurs mobilières en France » in *Congrès international des valeurs mobilières (1900)*, vol. 2, n° 42., p. 25 sq.

<sup>6</sup> Cette augmentation résulte cependant largement de la hausse des cours, tandis que l'accroissement de la capitalisation nominale est plus faible, de sorte qu'il n'est pas évident que l'ampleur du marché offert aux titres privés ait substantiellement augmenté. Les données disponibles sont d'ailleurs en partie contradictoires sur ce point. Selon E. Théry, « Les valeurs mobilières en France » in *Congrès international des valeurs mobilières*, 1900, vol. 2, n° 42, p. 25 sq., les années 1890 voient une remontée de la part des sociétés privées dans le total des valeurs cotées. Ces années seraient ainsi à l'industrie ce que les années 1880 (et surtout 1870) avaient été à la finance : le taux de croissance de leur valeur nominale est 5 fois plus élevé que celui de la moyenne des valeurs françaises (alors qu'il était inférieur dans les années 1880). À l'inverse, selon les chiffres de O. Moreau-Néret (*Les valeurs mobilières*, Sirey, 1939), la part de l'industrie baisse dans le total de la capitalisation, même si leur croissance relativement à celle des autres titres s'accélère par rapport à la décennie antérieure.

Des données plus fiables – dont on dispose à partir de 1890 seulement – confirment la croissance du nombre de sociétés cotées comme de la capitalisation boursière, croissance qui dépasse largement la progression pourtant substantielle du revenu national. Ainsi, les seules sociétés françaises privées (hors chemins de fer et Crédit foncier, sociétés quasi publiques, en particulier pour leurs décisions de financement) exploitant en France (donc celles dont l'activité est le mieux reliée à celle de l'économie française) cotées au parquet de Paris sont seulement au nombre de 182 en 1891, puis 283 en 1901 et 336 en 1913. La capitalisation des actions et obligations de ces sociétés passe (en francs 1913) de 6,16 milliards en 1891 à 9,02 en 1901 et 15,24 milliards en 1913, soit respectivement 26 puis 30 et enfin 39 % du PIB.

Le parquet parisien se comporte de manière dynamique durant toute la période, en partie aux dépens de la coulisse et peut-être aussi des parquets de province. S'agissant des catégories de titres négociés, non content de dominer tout le marché financier français en matière de titres publics et semi-publics, il représente une part essentielle de l'activité boursière pour ce qui est des titres privés, sinon par le nombre de sociétés cotées, du moins par leur capitalisation (tableau 2). La seule exception est constituée par les charbonnages du Nord qui représentent l'essentiel de la capitalisation de la Bourse de Lille et qui seront d'ailleurs captés par la cote officielle parisienne autour de la première Guerre mondiale.

Tableau 2

**Comparaison du nombre de sociétés privées cotées et de leur capitalisation pour les principaux marchés boursiers français**

Nombre de sociétés	français					parts du total		
	Lyon	Lille	coulisse	total	Paris	Paris	prov.	coulisse
			e					e
Actions	145	80	108	333	310	48%	35%	17%
Actions sauf mines	134	52	104	290	297	51%	32%	18%
Obligations	20	39	27	86	98	53%	32%	15%
Obligations hors mines	18	27	27	72	94	57%	27%	16%
Total	165	119	135	419	408	49%	34%	16%
Total hors mines	152	79	131	362	391	52%	31%	17%
Capitalisation	français					parts du total		
			e					e
Actions	689	1677	444	2683	6656	71%	25%	3%
Actions hors mines	588	190	424	1081	6054	85%	11%	4%
Obligations	42	87	41	169	1176	87%	10%	3%
Obligations hors mines	40	43	41	123	1160	90%	6%	3%
Total	731	1764	484	2852	7832	73%	23%	3%

Total hors mines      628      233      465      1204      7213      86%      10%      4%

*Source : P.-C. Hautcœur, Le marché boursier et le financement des entreprises..., op. cit., 1994.*

## **2. La transformation sectorielle du marché privé français**

La transformation sectorielle qui a lieu est considérable. Les secteurs distingués dans le classement des sociétés proposé par la cote officielle elle-même se multiplient peu à peu. Plus précisément, notre période voit un nombre croissant de sociétés industrielles se joindre aux secteurs anciennement présents que sont la finance et les transports (tableaux 3 et 4).

Tableau 3

## Nombre de sociétés cotées (stock) et inscrites (flux) à la cote officielle

Secteur	Nombre de sociétés cotées			Nombre de sociétés inscrites	
	1891	1901	1913	De 1892 à 1901	De 1902 à 1913
1 : assurances	37	42	45	7	7
2 : banques	23	24	27	6	12
3 : soc. fonc. et immob.	5	6	11	1	5
4 : canaux	3	3	1	1	0
6 : tramways	4	15	17	13	4
7 : docks et ports	7	5	6	0	1
8 : eaux minérales	2	4	5	3	1
9 : distribution d'eau	3	4	3	2	0
10 : distrib. d'électricité	3	12	31	12	19
11 : matériel électrique	1	4	4	4	1
12 : divers électriques	1	3	3	2	0
13 : textile	2	4	5	2	2
14 : gaz	13	20	15	8	5
15 : sidérurgie	7	17	19	10	5
16 : mécanique	10	16	21	10	6
17 : houillères	14	16	18	6	3
18 : mines métalliques	1	1	4	0	3
19 : pétrole	0	0	1	0	1
20 : chimie	6	13	20	9	7
21 : transports terrestres	3	6	6	3	2
22 : transports marit.	11	9	9	3	1
23 : alimentation	6	13	12	11	3
24 : carrières et ciments	2	8	6	7	0
25 : grands magasins	1	4	8	3	4
26 : imprim. et papet.	6	11	11	8	0
27 : divers non méca.	9	19	20	13	7
28 : divers mécaniques	2	4	8	2	4
En résumé :					
Services	66	76	91	17	28
Transports	47	67	74	35	18
Biens de consommation	27	55	61	39	17
Biens d'investissement	18	37	44	24	12
Biens intermédiaires	12	26	33	18	10
Énergie	31	51	68	28	28
Total	182	283	336	146	103

Note : nombre de sociétés cotées en fin d'année, et nombre d'inscriptions par période.

Source : P.-C. Hautcœur, *Le marché boursier et le financement des entreprises...*, op. cit., 1994.

Tableau 4

**Répartition sectorielle des capitalisations boursières des sociétés cotées (en % par secteur)**

Secteur	actions			obligations		
	1891	1901	1913	1891	1901	1913
1 : assurances	13,6	11,9	7,26	0	0,34	0
2 : banques	43,5	34,1	36,5	0	0	1,08
3 : soc. fonc. et immob.	3,11	1,44	1,65	7,83	5,59	7,54
4 : canaux	0,13	0,09	0	0	0	0
6 : tramways	0,36	3,33	2,73	2,4	3,04	9,4
7 : docks et ports	1,92	0,65	0,59	5,94	4,9	2,36
8 : eaux minérales	0,97	1,08	0,62	0,77	0,56	0,46
9 : distribution d'eau	2,61	2,79	1,5	7,51	6,54	3,75
10 : distrib. d'électricité	0,48	1,29	6,94	0,73	8,79	18,7
11 : matériel électrique	0,42	0,44	0,26	0	0,86	0,43
12 : divers électriques	0,05	1,66	1,29	0,2	3,59	3,05
13 : textile	0,39	0,64	0,53	0,11	0,22	0,08
14 : gaz	8,74	6,55	3,39	34,3	20,6	11,2
15 : sidérurgie	1,84	6,44	7,09	0,51	5,3	8,01
16 : mécanique	1,55	1,79	3,28	2,2	4,54	4,63
17 : houillères	7,06	9,04	11,2	2,12	1,39	3,14
18 : mines métalliques	0,01	0,01	0,28	0	0	0,22
19 : pétrole	0	0	0,15	0	0	0,19
20 : chimie	1,94	4,33	3,48	0,86	0,88	1,11
21 : transp. terrestres	1,66	0,61	1,26	11,4	8,28	5,03
22 : transports marit.	3,92	2,59	0,92	17,3	15,2	12,6
23 : alimentation	1,11	2,76	1,66	1,26	4,12	1,77
24 : carrières et ciments	0,3	0,47	0,34	0	0,68	0,29
25 : grands magasins	0,79	1,81	2,48	0	1,18	2,57
26 : imprim. et papet.	2,62	2,4	1,38	0,63	0,45	0,23
27 : divers non méca.	0,66	0,88	1,42	3,61	2,46	1,45
28 : divers mécaniques	0,3	0,83	1,8	0,3	0,48	0,65
En résumé						
Services	61	49,3	47,9	7,83	7,11	11,2
Transports	8	7,26	5,5	37	31,4	29,4
Biens de consommation	6,06	8,61	7,42	6,68	8,29	4,65
Biens d'investissement	3,8	8,68	10,6	2,71	10,7	13,1
Biens intermédiaires	4,85	7,6	5,6	8,37	8,1	5,36
Énergie	16,3	18,5	22,9	37,4	34,4	36,3
Total (millions de francs)	5206	6656	13580	947	1176	2109

Source : P.-C. Hautcœur, *Le marché boursier et le financement des entreprises...*, op. cit., 1994.

Avant qu'ils ne prennent une grande part dans la capitalisation boursière, c'est d'abord par le nombre de sociétés nouvellement inscrites à la cote que les secteurs dynamiques se

distinguent. Banques, assurances et transports, qui dominent la cote en 1891 avec près de la moitié des sociétés inscrites, ne connaissent durant toute la période qu'un nombre limité de nouvelles admissions (sauf le développement massif des tramways autour de 1900). À l'inverse, les secteurs industriels se développent fortement, en particulier ceux de biens de consommation et de biens d'investissement.

Cette transformation structurelle n'est pas continue. Ainsi, les années 1900 voient à la fois un ralentissement marqué des admissions à la cote et un repli sur les secteurs traditionnels dont témoignent les parts importantes des banques et des sociétés immobilières, tandis que les seuls secteurs modernes favorisés sont la distribution d'électricité et les grands magasins, deux secteurs dont le succès est désormais patent.

Malgré ces quelques à-coups, la transformation de la cote est massive et rapide, et semble suivre celle de l'économie. Ainsi, électricité, sidérurgie, métallurgie, chimie, industries alimentaires sont davantage au cœur du développement de la cote que des industries anciennes comme le textile qui demeurent presque absentes.

Les modifications de la capitalisation boursière reflètent fondamentalement les mêmes changements, avec un retard qui résulte de la taille initialement souvent plus faible des nouvelles sociétés. La domination des banques et des assurances est ainsi plus durable, tout comme celle du gaz au sein du secteur énergétique. Symétriquement, les nouveaux secteurs percent plus lentement en termes de capitalisation boursière que par le nombre de sociétés (sauf quelques secteurs concentrés, comme la sidérurgie).

Ainsi, alors qu'en 1891 n'apparaissent parmi les vingt premières que des sociétés financières ou concessionnaires de services publics (transport, gaz ou eau<sup>7</sup>), les sociétés industrielles se multiplient dès le début du siècle (Schneider, Saint-Gobain, mais aussi Say et Thomson-Houston), tandis que les services publics se renouvellent grâce à la distribution d'électricité (tableau 5).

Tableau 5

**Principales sociétés cotées à différentes dates**

En 1891		En 1901		En 1913	
Banque de France	810	Banque de France	688	Banque de France	862
Parisienne de gaz	387	Cr. lyonnais	519	Cr. lyonnais	831
Cr. lyonnais	320	Parisienne de gaz	285	Soc. générale	817
C.G.eaux	177	C.G.eaux	218	Mines de Lens	493
C.G.transatlantique	175	Soc. générale	195	CNEP	436
C. d'éclairage (Lebon)	118	CNEP	174	Paribas	349
Soc. générale	117	Saint-Gobain	154	Mines de Courrières	340

<sup>7</sup> Encore a-t-on mis de côté les grandes compagnies de chemins de fer, dont la taille est sans commune mesure. Ainsi, la seule capitalisation boursière des actions du PLM atteint 1 198 millions en 1891.

Messageries maritime	115	Schneider	148	Paris.distrib.d'élect.	336
Omnibus de Paris	108	Mines de Courrières	144	Schneider	240
Mines de la Loire	105	Paribas	129	Saint-Gobain	232
Assur.gles (vie)	102	C.G.transatlantique	122	C.G.eaux	209
Paribas	98	Messageries maritime	115	Omnibus de Paris	206
CNEP	94	Assur.gles (vie)	112	BUP	182
Union des gaz	86	Thomson Houston	107	Assur.gles (vie)	172
Foncière lyonnaise	83	C. d'éclairage (Lebon)	105	C.G.transatlantique	169
Marseill. de crédit	82	Raffinerie Say	100	Mines de Vicoigne, etc.	155
Houill. Montrambert	75	CIC	97	Éclair., chauff. et force	155
La Nationale vie	75	Omnibus de Paris	84	CIC	143
CIC	73	Union des gaz	83	Messageries maritime	141
Immeubles de France	73	La Nationale vie	82	Cie de Béthune	138

*Note : Principales sociétés classées par capitalisation, en millions de francs courants.*

*Source : P.-C. Hautcœur, Le marché boursier et le financement des entreprises..., op.cit., 1994.*

### 3. La fonction de financement du marché des titres privés français

La forte croissance et la transformation structurelle du marché des titres privés français se retrouvent non seulement au niveau de sa capitalisation totale et de l'augmentation du nombre de sociétés qui le composent, mais également en ce qui concerne les émissions, même si celles-ci se sont réalisées plus tardivement<sup>8</sup>. En effet, les émissions d'obligations, et plus encore d'actions, effectuées par les sociétés cotées (c'est-à-dire les seules émissions vraiment publiques, pour lesquelles le marché boursier est en mesure de jouer un rôle essentiel<sup>9</sup>) sont encore relativement faibles dans les années 1890. Elles ne connaissent une véritable accélération durable qu'autour de 1905 (cf. tableau 6).

Tableau 6

#### Émissions des sociétés françaises cotées au Parquet

	1892-1901	1902-13
Émissions d'actions	984	2490
Émissions d'obligations	747	1408
Ém. moy./an : actions	98,4	207,5
Ém. moy./an : obligations	74,7	117,3
actions/obligations	1,32	1,77

*Note : Les montants sont en millions de francs 1913.*

*Source : P.-C. Hautcœur, Le marché boursier et le financement des entreprises..., op. cit., 1994.*

<sup>8</sup> Ces évolutions concernent la cote du parquet de Paris qui, comme en matière de capitalisation ou de croissance du nombre de sociétés, domine les autres places en termes d'émission. Malheureusement, les évolutions concernant ces autres marchés sont moins bien connues.

<sup>9</sup> Ceci n'inclut donc pas les titres placés par des réseaux locaux ou particuliers de placement tels que ceux qu'animent nombre de banques et de banquiers.

a. Le développement du financement des entreprises françaises par le marché

Cette croissance des émissions ne correspond pas uniquement à une augmentation du nombre de sociétés. En effet, la part globale du financement des sociétés obtenue sur le marché augmente, qu'on la mesure au niveau macro-économique (en considérant très largement les émissions de titres) (tableau 7) ou plus strictement au niveau des sociétés cotées (où la même évolution se rencontre, même si une meilleure évaluation des profits réévalue le rôle de l'autofinancement). Cela montre bien que le recours au marché par les entreprises, pour le financement de leurs activités, augmente à un rythme plus rapide que celui de l'autofinancement.

Tableau 7

**Parts des différents moyens de financement**

	Autofinancement	actions	Obligations	(hors chemins de fer)	Total
1890	0,8	0,125	0,2	0,095	1,125
	71 %	11 %	18 %		100 %
1900	0,9	0,5	0,25	0,125	1,65
	55 %	30 %	15 %		100 %
1913	1,4	0,85	0,65	0,465	2,9
	48 %	29 %	22 %		100 %

*Note : Moyens de financement des entreprises non individuelles au niveau macroéconomique.*

*Source : Teneul, Le Financement des entreprises en France, depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle à nos jours, 1960, p. 152.*

b. Les changements dans la composition sectorielle des volumes d'émission

La transformation structurelle que nous avons constatée pour les capitalisations a également lieu pour les émissions (tableau 8).

Tableau13-8

**Émissions d'actions et d'obligations des sociétés cotées**

(en % par secteur)	Actions		Obligations	
	de 1890 à 1900	de 1901 à 1914	de 1890 à 1900	de 1901 à 1914
Assurances	0,2	0,5	0,4	0,1
Banques	50,0	46,4	0,0	1,7
Sociétés foncières et immobilières	2,9	1,4	13,2	6,2
Tramways	13,9	7,6	1,5	13,3
Docks et ports	0,7	0,0	0,8	0,2
Eaux minérales	0,7	0,0	0,0	0,3
Distribution d'eau	0,0	0,0	5,8	2,1
Distribution d'électricité	5,0	8,5	10,7	20,8
Matériel électrique	0,1	0,3	1,4	0,1

Divers électriques	8,6	1,1	4,9	2,5
Textile	0,2	0,2	0,0	0,0
Gaz	1,3	5,0	20,5	9,7
Sidérurgie	1,7	7,7	4,7	11,0
Mécanique	5,7	5,2	6,6	5,2
Houillères	0,4	0,5	0,7	3,5
Mines métalliques	0,0	1,0	0,0	0,0
Pétrole	0,0	0,0	0,0	0,0
Chimie	0,6	0,7	0,5	0,7
Transports terrestres	0,0	3,5	14,0	8,2
Transports maritimes	3,1	2,5	8,8	10,3
Alimentation	1,2	1,9	2,4	0,0
Carrières et ciments	1,2	0,1	0,8	0,1
Grands magasins	0,6	2,6	1,3	3,2
Imprimerie et papeterie	0,1	0,1	0,4	0,2
Divers non mécaniques	1,5	1,7	0,1	0,2
Divers mécaniques	0,1	1,5	0,6	0,3
<b>En résumé :</b>				
Services	53,8	50,9	14,9	11,2
Transports	17,7	13,6	25,0	32,0
Biens de consommation	3,9	5,5	3,4	1,1
Biens d'investissement	7,5	13,2	12,7	16,3
Biens intermédiaires	1,9	1,7	7,1	2,9
Énergie	15,2	15,1	36,8	36,5
<b>Total (millions de fr.)</b>	<b>849,26</b>	<b>2567</b>	<b>767</b>	<b>1468</b>

Source : P.-C. Hautcœur, *Le marché boursier et le financement des entreprises...*, op. cit., 1994.

Avant 1914, le marché financier est encore essentiellement réservé à des secteurs implantés depuis longtemps sur le marché : sociétés de transports, banques, distribution de gaz et d'eau. En dehors même des chemins de fer (que nous avons exclus de notre étude et dont les obligations représentent la majorité des émissions), les transports sont de grands émetteurs : ils réalisent 20 % de l'ensemble des émissions d'actions et obligations entre 1892 et 1901 comme entre 1902 et 1913, soit environ le double de leur part dans la capitalisation boursière de la cote. Les sociétés gazières, au sommet de leur expansion, sont d'importants émetteurs d'obligations (20 % du total du marché entre 1891 et 1901, et 10 % entre 1902 et 1913, pour 7 % de la capitalisation boursière en 1891). Au même moment, le marché des actions est massivement dominé par les banques. À elles seules, les banques (hors Crédit foncier) réalisent 47 % des émissions d'actions réalisées entre 1892 et 1901 et 44 % entre 1902 et 1913.

Dès cette période cependant, quelques nouveaux secteurs deviennent d'importants émetteurs : c'est le cas principalement de la distribution d'électricité, qui réalise dès les années 1890 près de 16 % du total des émissions d'obligations et 13 % de celles d'actions<sup>10</sup>

<sup>10</sup> On inclut dans ces chiffres les émissions des grandes holdings électriques comptées dans les divers électriques.

et augmente encore son poids sur le marché des obligations dans la décennie suivante, alors même que les sociétés concernées sont encore très petites à l'échelle de la cote. Il s'agit en effet de mettre en place les investissements lourds en centrales et en réseaux qui permettront le développement de l'activité. La sidérurgie accroît également son recours au marché dans la décennie qui précède la guerre, à la fois sur le marché des actions et sur celui des obligations dont elle représente plus de 11 %. Enfin, à une échelle plus modeste, les grands magasins se lancent également dans les émissions, en particulier d'obligations. Ce n'est cependant qu'après la guerre que ce mouvement s'élargit à tous les nouveaux secteurs.

## B.LES RAISONS DE L'ELARGISSEMENT DU MARCHE DES TITRES PRIVES FRANÇAIS

### 1. La seconde révolution industrielle

L'explication la plus évidente de ce développement accéléré du marché financier se trouve dans ce qu'on appelle « la Seconde Révolution industrielle »<sup>11</sup>. Cette révolution, que l'on date habituellement des années 1880-1890 et qui correspond à une accélération de la croissance dans la plupart des pays occidentaux, peut se caractériser de plusieurs manières. Selon certains auteurs (qui refusent d'ailleurs le terme de révolution industrielle), il s'agit de la simple phase expansionniste d'un cycle long (dont les causes pourraient par exemple se trouver dans la croissance des disponibilités monétaires consécutive à des découvertes de mines d'or) ; selon d'autres, il s'agit d'une reprise de la croissance après le ralentissement provoqué par les besoins de restructuration considérables des grandes économies, restructuration rendue nécessaire par l'accélération de l'intégration de l'économie internationale par la baisse des prix des transports et l'amélioration des moyens de communication. Selon d'autres, ce sont des innovations dans l'organisation des entreprises, liées en particulier à l'élargissement de leurs marchés et de leurs activités, qui entraînent une croissance de la taille des entreprises et de leurs besoins financiers. Enfin, d'autres auteurs soulignent le rôle joué par un ensemble d'innovations techniques renouvelant plusieurs secteurs d'activité (sidérurgie, chimie) et par l'apparition de branches entièrement nouvelles (électricité, automobile). Ces deux types d'innovations, organisationnelles ou techniques, entraînent dans la plupart des cas une augmentation de l'échelle de production rentable, du fait de l'apparition de nouveaux coûts fixes (recherche-développement, marketing) et des caractéristiques techniques de certains équipements (dans la sidérurgie en particulier), d'où

---

<sup>11</sup> Sur ce vaste sujet que nous ne faisons qu'évoquer, cf. F. Caron, *Le résistant déclin des sociétés industrielles* (Perrin, 1985) pour une synthèse et de nombreuses références sur les aspects technologiques ; A. D. Chandler, *The visible hand: the managerial revolution in american business*. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1977, pour les transformations organisationnelles et l'apparition de la grande entreprise ; N. Rosenberg & L. E. Birdzell, *How the West grew rich, the economic transformation of the industrial world*, Basic books, New York, 1986, pour une synthèse. Si le concept de seconde révolution industrielle est un peu flou, il permet cependant de synthétiser un certain nombre d'évolutions contemporaines.

résulte une concentration des entreprises. Elles imposent donc des investissements coûteux et fréquemment indivisibles dépassant souvent les capacités d'autofinancement des sociétés anciennes, et des besoins financiers importants pour le lancement de sociétés dans les activités nouvelles. Les besoins de financement qui en découlent peuvent faire attendre un recours accru des entreprises au marché financier.

Au plan macro-économique, il est clair qu'une reprise économique se caractérise habituellement par une reprise de l'investissement (soit pour intégrer des innovations, soit pour remplacer des machines vieillies, mais non remplacées du fait de la crise précédente), impliquant des besoins de financement auxquels les entreprises ne sont pas en mesure de répondre sur leurs bénéfices, du fait de la mauvaise conjoncture antérieure.

Un recours accru à des financements externes semble donc logiquement lié à cette situation de reprise. On peut également expliquer ainsi le fait que la croissance du nombre de sociétés cotées soit plus forte durant la décennie 1890 que pendant la suivante, puisque c'est au début de la reprise que les entreprises ont le plus besoin d'accéder à des financements nouveaux et que les perspectives de croissance sont le mieux en mesure d'attirer les épargnants vers de nouvelles introductions en bourse.

Enfin, on peut aussi relier les modifications du partage du financement extérieur entre actions et obligations à la conjoncture macro-économique, puisque la part croissante des actions après 1900 correspond à la remontée des taux d'intérêt qui a lieu parallèlement à la reprise de l'activité économique. Cela conduit à penser que les entreprises sont en mesure de choisir le moyen de financement le moins cher (obligations avant 1900, quand les taux sont bas et que leur baisse entraîne des plus-values sur les titres anciens ; actions après, quand la remontée des taux y incite ainsi que la hausse des cours des actions) et donc qu'elles ne sont pas soumises à un rationnement dans leur accès au financement de marché.

L'explication ci-dessus mérite cependant d'être précisée sous peine de devenir trop vague. En effet, si l'importance des sociétés de grande taille semble avérée dans le développement de l'industrie américaine ou allemande de cette période, et si le marché boursier de New York semble bien être d'abord au service de ces sociétés (de sorte que leurs croissances sont liées), la situation est différente à Paris (de même qu'à Londres d'ailleurs). Ainsi, les sociétés françaises restent de taille relativement modeste par rapport à leurs concurrentes, et le marché boursier se développe malgré cela, en admettant des sociétés de relativement petite taille, en particulier dans les années 1890, qui correspondent à celles de son plus grand dynamisme.

Le développement du marché financier ne peut donc être rattaché à la seconde révolution industrielle que parce que cette dernière implique une transformation radicale de la structure de l'industrie et l'apparition de nouveaux secteurs qui, même si leur développement est relativement tardif et faible en France (électricité ou chimie organique), n'en exigent pas moins des modes de financement nouveaux. En France, cette réorganisation de l'industrie est

d'autant plus radicale que la spécialisation traditionnelle dans les secteurs utilisant massivement une main-d'œuvre qualifiée, relativement bon marché, est fortement touchée par la crise des années 1865-1895, ce qui implique une réorientation douloureuse vers des secteurs plus intensifs en capital.

Les besoins financiers qui en résultent sont alors liés moins à l'échelle des nouvelles sociétés (de très grandes sociétés sidérurgiques restent éloignées du marché boursier) qu'à leur fondation par des hommes nouveaux, souvent des ingénieurs peu liés à la grande bourgeoisie possédante qui serait seule capable de fournir les capitaux nécessaires, même à des sociétés de taille petite ou moyenne. Ceci explique qu'on ne constate pas vraiment de mouvement de concentration parmi les sociétés cotées en Bourse durant notre période (la part des sociétés du premier décile dans la capitalisation totale passe de 54,7 à 55,1 % de 1891 à 1901, et revient à 53,8 en 1913, le coefficient de Gini restant pratiquement constant au voisinage de 0,68)<sup>12</sup>.

Il serait également faux de considérer, comme on le fait parfois, que la Bourse, auparavant réservée aux très grandes entreprises, s'ouvre peu à peu à de plus petites : en fait, la cote de 1891 compte déjà nombre de petites entreprises (50 ont alors une capitalisation totale inférieure à 5 millions), et la part de ces entreprises dans le total n'augmente pas substantiellement durant notre période. La véritable transformation qui affecte la cote n'est pas une ouverture à de plus petites sociétés, mais bien plutôt à des secteurs initialement peu, voire pas représentés.

## **2. Autres explications de la croissance du marché**

Si on peut attribuer à des évolutions économiques et techniques, regroupées sous le terme de seconde révolution industrielle, l'explication d'une grande partie de l'accroissement du rôle du marché boursier dans le financement des entreprises privées, il ne faut pas cependant négliger d'autres évolutions.

Nous n'avons examiné ici que les opérations effectuées par les entreprises françaises dont l'exploitation a lieu en France, les seules pour lesquelles une information détaillée était disponible. Cependant, le marché français des titres privés compte également les titres de valeurs coloniales, dont le développement au début du siècle est considérable<sup>13</sup>. En effet, l'Empire français s'est récemment étendu ou s'étend alors à des régions dont les richesses minières ou agricoles sont souvent considérables, richesses qui fascinent d'autant plus qu'elles sont mal connues et bénéficient de l'attrait de l'exotisme. L'engouement pour les

---

<sup>12</sup> Cf. P.-C. Hautcœur, *Le marché boursier et le financement...*, op. cit., chap. 2.

<sup>13</sup> Cf. J. Marseille, *Empire colonial et capitalisme français*, Albin Michel, 1984, pour une analyse et des données peu comparables avec celles citées ci-dessus, mais qui permettent de conclure à l'importance de l'Empire, y compris par rapport aux émissions étrangères privées.

valeurs coloniales que connaît le marché parisien permet le placement d'émissions importantes qui aboutiront souvent à des désastres, parfois à des fortunes, mais qui en tout cas contribuent à habituer les Français aux valeurs « à risque » que sont les titres privés.

Par ailleurs, les transformations institutionnelles du marché boursier ont joué un rôle largement indépendant de l'évolution de la demande émanant des entreprises. Celles-ci ont dû soit s'adapter aux exigences des épargnants et à la transformation de la population des détenteurs potentiels de titres (transformation qui découle largement des modifications de la distribution des revenus durant notre période), soit chercher à influencer ces évolutions. Ainsi, on peut distinguer trois obstacles à la diffusion de la propriété de titres tenant aux préférences des entrepreneurs : leur souci de garder le contrôle de leurs sociétés, leur désir de maintenir le secret sur leurs affaires (qui limite l'information diffusée et provoque la méfiance des épargnants), et enfin leur préférence pour l'autofinancement (qui les incite à distribuer peu de dividendes, au moins tant que les bénéfices ne sont pas surabondants).

Notre période voit ces contraintes se relâcher partiellement : les entrepreneurs s'aperçoivent que les actionnaires extérieurs, surtout s'ils sont nombreux et disséminés, n'interviennent pas dans la gestion (même si les grandes banques tentent de récupérer leur puissance potentielle en collectant les pouvoirs de leurs clients) ; les obligations d'information augmentent (loi de 1907), diminuant la méfiance des épargnants. Ces obligations permettant surtout de remédier aux limites encore considérables de cette diffusion d'information, les entreprises adoptent les unes après les autres des stratégies de distribution de dividendes (lesquels sont plus abondants et surtout plus réguliers) qui servent de signal de bonne santé et garantissent aux épargnants un retour sur investissement assez rapide. Témoin par exemple de ce choix, l'importance du taux de rendement annuel par dividende durant notre période, fréquemment supérieur au rendement des obligations. La contrepartie logique en est une moindre croissance des cours des actions, ce qui contribue peut-être également à stabiliser le marché en évitant les bulles spéculatives qui détournent chaque fois durablement les épargnants moyens du marché. Dès lors peut s'enclencher un cercle vertueux, dans lequel la multiplication des entreprises cotées attire un nombre croissant d'épargnants (en leur permettant une diversification meilleure de leur portefeuille), ce qui augmente la liquidité, laquelle rassure les épargnants<sup>14</sup>, donc en attire davantage et incite de nouvelles entreprises à

---

<sup>14</sup> Comme l'écrit encore, en 1942, le banquier P. Cauboué, « le public ne veut que des titres cotés » (1942, p. 282). La définition stricte de la liste des titres cotés, la clarté et la stabilité des méthodes de cotation, les garanties fournies sur la bonne fin des transactions et l'obligation faite à tous les intervenants de porter sur le marché toutes les opérations sur les titres cotés, donnent des garanties satisfaisantes de liquidité et rendent le marché officiel plus attrayant que la coulisse pour le grand public. Empiriquement, les absences durables de cotation se raréfient fortement après les années 1890 (et sont largement cantonnées dans les assurances, les canaux et les petites compagnies locales de chemins de fer). Elles sont rares en 1901 et 1913 (cantonées dans les assurances et les transports). Leur importance est directement liée à la liquidité du marché, mais aussi à ses aspects institutionnels : les absences de 1901 et 1913 tiennent pour une large part à l'existence d'une « deuxième partie » de la cote où les titres n'apparaissent que lorsqu'ils donnent réellement lieu à cotation. On peut donner, comme explication de cette importance de la liquidité, les faits suivants relevés pour les États-Unis autour de

entrer sur le marché sans craindre de perte de contrôle ou de se voir prises dans des spéculations défavorables à leur image. Il est clair que dans un domaine aussi largement dominé par la psychologie des acteurs, des considérations institutionnelles et des garanties étatiques de bon fonctionnement du marché peuvent jouer un rôle non négligeable dans la mise en place de ce cercle vertueux.

La période qui précède la Première Guerre mondiale est marquée par un réel élargissement de la fraction de la cote constituée des actions et obligations françaises du secteur privé : dans l'ensemble, les entreprises privées, y compris celles de taille relativement petite, accèdent pour la première fois au marché boursier et ce, de manière significative. Cette évolution s'explique à la fois par des raisons économiques exogènes au marché boursier lui-même et par la transformation des relations entre entreprises et apporteurs de capitaux. En comparant les évolutions des capitalisations boursières, des créations de sociétés et des émissions de titres privés, force est de conclure que davantage que des capitaux nouveaux, les nouvelles entreprises qui accèdent à la cote durant notre période recherchent la liquidité de leur capital, c'est-à-dire la possibilité pour les souscripteurs initiaux – souvent des capitalistes importants et des banques – de se retirer, après avoir réalisé des plus-values par cessions de titres sur le marché. On comprend alors comment le rapide développement du marché est compatible avec une augmentation faible, quoiqu'indiscutable, de la part des émissions de titres dans le financement des entreprises.

Enfin, il convient de noter que le choix des instruments financiers utilisés ne dépend pas seulement de facteurs macro-économiques, comme le montre d'ailleurs le fait que les inflexions soient lentes et incomplètes. Aux considérations de coûts relatifs s'ajoutent des spécificités sectorielles : le financement d'actifs fixes à long terme mais peu risqués (typiquement des concessions de services publics dans des secteurs mûrs ou des actifs pour lesquels un marché liquide existe), en particulier dans des secteurs surveillés par l'État (transports, mines en partie), peut se faire par obligations, alors que la chose est plus difficile dans l'industrie. Ceci explique l'importance croissante des actions dans le financement : avec le renouvellement de la cote, les sociétés récemment cotées ont moins de réputation et donc un accès plus difficile au marché obligataire.

Après cette étape de la vie économique française, il devient réellement envisageable de parler des marchés financiers comme d'un moyen de financement de l'activité industrielle privée, même si l'éviction des valeurs industrielles par les fonds publics a cédé la place à une autre forme d'éviction imputable cette fois aux valeurs étrangères, avant que les véritables – c'est-

---

1880-90 par Th. R. Navin & M. V. Sears dans « The rise of a market for industrial securities, 1887-1902 », *Business history review*, 1955, XXIX, n° 2, juin, p. 108 : le prix normal d'une action non cotée serait de seulement trois fois les bénéfices par action, contre sept à dix fois pour une action cotée de textile ou de chemin de fer. La différence s'expliquerait entièrement par la difficulté de trouver un acheteur en l'absence de marché organisé.

à-dire les plus légitimes et naturels – émetteurs du marché que sont les entreprises n’y fassent leur réelle apparition. Celles-ci y ont davantage recours pour chercher les capitaux nécessaires à leur développement. Elles en comprennent mieux l’objet et l’intérêt et, par voie de conséquence, la Bourse est de moins en moins l’apanage de l’État.

### III. LES EMISSIONS ETRANGERES : EXPLOSION EN VOLUME ET DYNAMISME DES VALEURS PRIVEES

*« En 1894, on ne veut plus que des fonds d'État (...) En 1900, on ne peut se faire une idée des valeurs bizarres qui entrent dans le portefeuille des rentiers (...) En 1906, après avoir fixé ses choix sur les titres à revenu fixe, l'épargne s'est portée sur les valeurs à revenu variable ». A.Neymarck, Finance Contemporaine, Tome VII et VIII.*

De 1895 à 1914, la place de Paris est une place financière internationale presque aussi attirante que celle de Londres en raison de l'abondance de ses capitaux. La puissance du marché parisien s'affirme par l'absorption en quantités croissantes de valeurs étrangères. Cette capacité est particulièrement marquée entre 1904 et 1907 puis entre 1910 et 1912, périodes au cours desquelles, comme nous le montre le graphique ci-dessous, les émissions étrangères ont été supérieures aux émissions françaises sur le marché de Paris.

#### INSERER ICI GRAPHIQUE 1

##### A. L'ACCROISSEMENT DES EMISSIONS ETRANGERES SUR LE MARCHE FINANCIER FRANÇAIS

#### 1. Un exemple d'investissement à haut risque : l'épisode des mines d'or

On a vu précédemment que les achats français se portaient de préférence sur les titres étrangers à revenu fixe, spécialement les fonds publics et les obligations des grandes compagnies de chemins de fer. Avec les achats de mines d'or s'ouvre une période très différente. Peut-être parce que les rentiers ne peuvent plus se satisfaire des rendements de plus en plus faibles offerts par les nouvelles émissions d'obligations ferroviaires ou de rentes, alors même que leur revenu ne cesse de gonfler des intérêts et amortissements de leurs placements précédents ils se lancent dans une opération hautement risquée. À partir de l'automne 1894, une vive spéculation s'exerce sur les mines transvaaliennes en même temps que l'on découvre de l'or en Afrique du Sud. La fièvre de l'or, selon l'expression de M.Raffalovich<sup>15</sup> ne tarde pas à « se démocratiser ». De nombreuses valeurs étrangères sont alors introduites à la cote française : « le marché est tout aux mines d'or, peut-on lire dans *Le Rentier*, et ne veut entendre parler de rien d'autre<sup>16</sup> ». Les rentiers français auraient placé entre 800 millions et un milliard de francs dans ces titres du Transvaal<sup>17</sup>. Cet engouement

<sup>15</sup> A. G. Raffalovitch : Le marché financier 1894-1895, p. 12 sq.

<sup>16</sup> Cité par R. Catin, Le portefeuille étranger de la France..., op. cit., p. 56.

<sup>17</sup> A. Neymarck estime même, fin de 1894, qu'un milliard et demi aurait été investi en valeurs transvaaliennes.

pour les mines d'or a un effet d'entraînement et de nombreux titres industriels sont alors classés. Le dénouement de cette spéculation est assez naturel : une crise survient, qui d'ailleurs n'affecte pas le reste du marché, en particulier les fonds publics. Cette crise est donc assez bénigne et localisée, mais elle touche la coulisse est la plus touchée puisqu'elle est la véritable animatrice du marché minier et plus spécifiquement du marché de l'or<sup>18</sup>. Cela résulte du fait que ces valeurs sont introduites le plus souvent en banque, compte tenu de la faiblesse des valeurs nominales<sup>19</sup>. Une autre caractéristique de cette crise sur les mines d'or est qu'elle contribue à rediriger les capitaux vers les grandes valeurs industrielles et plus particulièrement vers la métallurgie et le charbonnage, comme en témoignent les nouvelles introductions : les actions de la Société ottomane Héraclée (1896), les obligations de Makewa, sous le nom « d'omnium russe » introduites par la Société générale d'industrie minière et métallurgique en Russie, quelques valeurs de la Société hongroise de charbonnage, ainsi que les nouvelles émissions du Rio Tinto.

La paix en Europe, fondée sur l'alliance franco-russe (1894) et complétée par le rapprochement franco-anglais semble d'année en année mieux assurée, mais le continent européen se scinde en deux au niveau politique et commercial avec, d'un côté, l'Italie, l'Autriche, l'Allemagne et, de l'autre, la France, la Russie et les autres pays européens. Pendant, les deux années qui suivent la crise de 1895, le Transvaal est délaissé et ce n'est qu'en 1898 que les achats reprennent, avec plus de modération toutefois, après les décrets de réorganisation du marché financier. La coulisse qui, à la même époque, voit son champ d'action limité, se concentre à nouveau sur ces mines d'or.

## 2. L'explosion des valeurs mobilières étrangères

Entre 1895 et 1898, les capitalistes français manifestent un regain d'intérêt pour les valeurs étrangères, aussi bien pour celles des entreprises privées que pour les emprunts publics. Cette orientation s'accroît par la suite puisqu'entre 1900 et 1914, c'est à 18 milliards 139 millions que s'élèvent les émissions de valeurs étrangères, alors que le marché français ne consacre aux valeurs nationales que 19 milliards 733 millions de francs.

À partir de 1895, les épargnants français s'intéressent ainsi à la rente suisse<sup>20</sup> souscrite en général au Crédit lyonnais alors que la Société générale place l'emprunt 6 % haïtien. Les

---

<sup>18</sup> Cette époque fait suite au *modus vivendi* instauré en 1892 entre la coulisse et le parquet. La coulisse s'engage à ne plus négocier les valeurs cotées excepté les rentes ottomanes, égyptiennes, espagnoles, hongroises et portugaises.

<sup>19</sup> Il faut rappeler que la contrainte législative interdit l'introduction au parquet de tous les titres d'une valeur nominale inférieure à 100 francs.

<sup>20</sup> À la fin de 1902, Neymarck évalue à 700 millions les divers fonds suisses admis à la cote officielle et négociables sur le marché, y compris le marché en banque. Sur le marché en Banque se négocient les obligations des villes de Fribourg (1861,1878), Neuchâtel et Zurich (1894).

obligations des villes étrangères<sup>21</sup> sont également demandées, mais c'est véritablement l'explosion en volume des emprunts russes<sup>22</sup> dans les portefeuilles qui marque cette fin de siècle, puisque la proportion des fonds russes ne descend jamais en deçà du quart de l'ensemble du portefeuille étranger. Le cas russe symbolise au plus haut point le rôle que peuvent jouer « les sympathies politiques » sur l'orientation géographique des placements des capitalistes français. Le marché financier peut se transformer en une véritable arme diplomatique : on comprend ainsi que le Trésor russe trouve dès 1888, selon les estimations de R. Girault, 1,4 milliard de francs en fonds publics avant même que l'alliance franco russe ne soit signée (1894). Au total, jusqu'à 1914, la Russie, le plus grand emprunteur sur le marché français, a absorbé à elle seule, selon certaines estimations<sup>23</sup>, 18 milliards de francs dont 13 milliards en emprunts d'État. Le lecteur intéressé trouvera dans l'annexe 1, ci-après, la liste de l'essentiel des emprunts russes et obligations garanties par l'État russe émis en France, ainsi que les banques qui ont participé à leurs placements sur le marché français, liste qui témoigne de l'étroitesse des liens ainsi noués.

En 1898, un recul sensible est observé sur les cours des grands fonds publics français ; la baisse des cours atteint près de 15 %. De ce fait, les titres français redeviennent séduisants, et les prêts à l'étranger diminuent. Mais dès que les taux baissent légèrement, le gouvernement en profite pour effectuer la conversion de 1902, ce qui retourne les choix de nombre d'opérateurs. Les placements étrangers redeviennent en effet vite attrayants. Comme le confirme Théry en 1900 dans *La Société économique nationale*, le rendement des valeurs étrangères est en moyenne égal à 4,28 % alors que celui des placements français se chiffre seulement à 3,21 %. Vers 1903, les achats de titres étrangers reprennent leur mouvement ascendant et l'on assiste à de nombreuses introductions nouvelles, l'année 1904 représentant une année record puisque 86,5 % des émissions sur le marché français sont étrangères, même si, peu de temps après, la crise<sup>24</sup> de 1907 exerce une influence fâcheuse.

---

<sup>21</sup> Par exemple celles des villes de Munich (3 1/2 %), de Budapest (4 %), d'Amsterdam (3 1/2 %), de Stockholm (5 %), de Saint-Petersbourg, de Moscou, de Kiev (4 1/2 %) ou d'Odessa (4 1/2 %).

<sup>22</sup> R. Girault. *Les emprunts russes et les investissements français en Russie*, A. Colin, 1973, p. 24 : « Au premier rang des emprunts, tant par leur volume que par leurs conditions de négociation, se situent les emprunts d'État que le gouvernement russe a sollicités. Ils furent nombreux, 14 emprunts au total d'un montant nominal de 11 719 738 166 F et cotés à Paris en 1914 ».

On peut distinguer plusieurs vagues d'emprunts russes en France :

\* de 1888-1891 : augmentation quantitative rapide des fonds russes, essentiellement composés de fonds d'État; il s'agit surtout d'emprunts de conversion qui font glisser l'essentiel de la dette russe d'Allemagne et de Grande-Bretagne vers la France ;

\* de fortes augmentations en 1894, 1896, 1901, 1904-1906, 1909 qui traduisent des appels de fonds nouveaux destinés à éponger des dettes de trésorerie ou plus largement à assurer un équilibre budgétaire.

<sup>23</sup> C. Gide : *Cours d'économie politique*, tome II, p. 122.

<sup>24</sup> La crise de 1907 est d'abord une crise de crédit américaine marquée par la suspension des paiements de la Knickerbroker Trust Co. ; celle-ci déclenche une panique, qui entraîne des suspensions des paiements d'autres banques. De cette crise sort le *Federal Reserve Act* de 1913 qui réforme entièrement le régime de l'émission et du crédit aux États-Unis. En effet, l'absence de banque centrale en 1907 est vue comme la cause de la rapide et

L'élargissement géographique de l'origine des émissions bénéficie également principalement aux titres publics. La première décennie du XX<sup>e</sup> siècle est marquée par l'introduction en masse des valeurs sud-américaines, surtout argentines et brésiliennes. Selon Sayous<sup>25</sup>, 1 500 millions de valeurs mexicaines et sud américaines inondent le marché pour la seule année 1910 : c'est un véritable « emballement » selon son expression. Certains, comme Lysis<sup>26</sup>, condamnent « la folie des placements sud-américains ». À côté de cette nouvelle ferveur, la Chine (en 1908) et le Japon deviennent également des pays emprunteurs. Parmi les valeurs étrangères à revenu fixe, ce sont les fonds d'État cotés au parquet qui remportent le plus de succès. En 1910, ceux représentent en capital nominal plus de 82 % du total des titres étrangers cotés au parquet.

En matière de titres privés, les capitaux français s'intéressent depuis longtemps aux chemins de fer nord-américains, dont les émissions se poursuivent (ligne Saint-Louis – San Francisco, Cleveland – Cincinnati, Louis Railway, etc). Seules, la législation fiscale française et la forme nominative des titres américains empêchent une plus large diffusion de ces titres ; néanmoins, entre 1906 et 1914, les valeurs de chemins de fer américains font l'objet d'un regain de transactions. On assiste, à l'inverse des dernières années du XIX<sup>e</sup> siècle, où les capitalistes se sont surtout intéressés à des fonds d'État étrangers assez classiques, à des choix moins traditionnels, mais *a priori* plus rémunérateurs.

Au-delà, la période est également marquée par le placement en France de titres des sociétés appartenant aux secteurs phares de la seconde révolution industrielle. Du côté des matières premières, le cuivre et le caoutchouc sont particulièrement concernés. Ainsi, les mines de cuivre bénéficient de la forte demande de cuivre émanant des entreprises électriques ou téléphoniques qui vers la fin du siècle se créent en grand nombre. L'American Telephone Company apparaît par exemple à la cote en 1885. En même temps, les valeurs pétrolières connaissent un développement considérable alors que la grande faveur du caoutchouc apparaît vers 1909 avec l'explosion des pneumatiques pour automobiles.

Si elle reste relativement faible, la part des actions étrangères dans les nouvelles émissions s'accroît peu à peu ; entre 1900 et 1911, les achats des actions ont été réguliers et dépassent ceux des obligations étrangères. En outre, il conviendrait à bien des égards d'ajouter aux émissions de titres industriels de nationalité étrangère les émissions des entreprises de nationalité française mais ayant leur exploitation à l'étranger, souvent dans les colonies mais

---

dévastatrice diffusion de la crise aux Etats-Unis et vers l'Europe (où l'Angleterre souffre particulièrement).

<sup>25</sup> A. É. Sayous in *Bulletin de la fédération des industriels et commerçants français*, décembre. 1910, p. 71.

<sup>26</sup> Lysis : *Contre L'oligarchie financière en France*, La Revue, 1908.

également dans d'autres pays qui acceptent ces opérations<sup>27</sup>. Typiques des investissements directs dans lesquels des entrepreneurs français et étrangers s'associent dans l'exploitation de ressources naturelles, mais aussi d'entreprises industrielles ou de services, ces sociétés rassurent les épargnants français par la familiarité plus grande qu'elles offrent (en premier lieu en matière légale), tout en offrant les mêmes perspectives de rendements que les sociétés étrangères. Les émissions de ces sociétés représentent environ autant que les émissions d'entreprises étrangères sur le marché parisien.

Cette nouvelle orientation, plus dynamique, vers les placements industriels étrangers traduit-elle cependant une évolution véritablement structurelle ? La montée du nationalisme, les craintes de la guerre et la fermeture de la bourse (dans le but d'éviter l'effondrement des cours qu'auraient provoqué les ventes de titres étrangers) laissent cette question en suspens. Néanmoins, ces exportations massives de capitaux ont relancé les débats sur l'impérialisme français qui aurait été, selon l'expression de Lénine « un impérialisme tondeur de coupes » cherchant à se créer des zones d'influence et non un impérialisme commercial et industriel cherchant à valoriser les pays emprunteurs.

## B. LES DETERMINANTS DES EXPORTATIONS DE CAPITAUX FRANÇAIS

### 1. Fiscalité des titres étrangers

Parmi les déterminants de la diffusion massive des valeurs étrangères en France durant cette période, il convient de ne pas négliger la législation et plus particulièrement la fiscalité. Le tableau ci-dessous résumé l'évolution de la fiscalité des valeurs mobilières dans la seconde moitié du siècle.

#### Les impôts frappant les valeurs mobilières<sup>28</sup>

1. Les rentes françaises ne sont soumises à aucun impôt.
2. Timbre : cet impôt d'enregistrement prélevé soit à l'émission, soit au long de la vie du titre, est différencié selon les titres.
  - Rentes et effets publics étrangers

La loi du 13 mai 1863 fixe le tarif du droit de timbre à 0,5 %, relevé dès l'année suivante (loi du 8 juin 1864) à 1 % puis à 1,2% (loi 23 août 1871). Très forte diminution par la loi du 25 mai 1872, qui l'amène à 0,15%. Remonté à 0,5% par la loi du 28 décembre 1895 puis à 1% par la loi du 13 avril 1898 (toutefois, restent soumis au droit de 0,5 % les fonds étrangers cotés à la Bourse de Paris, dont le cours au moment où le droit devient exigible est tombé en dessous de la moitié du pair, par suite d'une diminution de l'intérêt imposé par l'État

<sup>27</sup> Cf. P.-C. Hautcoeur, "Le marché boursier et l'internationalisation du capitalisme français à la veille de la première guerre mondiale", in J.-Ch. Asselain, P.-C. Hautcoeur, M. Lévy-Leboyer, A. Straus, P. Verley (dir.), *L'économie française dans la compétition internationale au XXe siècle*, à paraître, CHEFF.

<sup>28</sup> Cf. E. Guillet : « Contribution à la statistique des valeurs mobilières étrangères », *Congrès international des valeurs mobilières*, Questionnaire n° 1 à 9. 1900, et O. Moreau-Néret, *Les valeurs mobilières*, Sirey, 1939.

débiteur), enfin à 2% par la loi du 30 janvier 1907 (minimum de 100 F).

- Les valeurs autres que les fonds d'État sont supposées être « abonnées ». Le droit de timbre par abonnement est le même que pour les valeurs françaises : fixé en 1850 à 0,5 % du capital nominal du titre, il passe en 1871 (23 août) à 1,2 % et en 1914 à 1,8%. S'y ajoute un droit de transmission qui est calculé pour les titres nominatifs sur le prix de la négociation (fixé en 1857 à 0,2%, il passe à 0,5% en 1871, 0,75% en 1908 et 0,9% en 1914), pour les titres au porteur est payable chaque année sur le cours moyen de l'année précédente (fixé en 1857 à 0,12%, il passe à 0,15% en 1871, 0,25% en mars 1872, baisse à 0,2% en juin 1872, remonte à 0,25% en 1908 et à 0,3% en 1914).

- Les titres des sociétés non abonnées payent un droit de timbre au comptant que la loi de 1872 fixe à 1,2 %, augmenté à 2 % par la loi de 1895.

3. L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières est créé au taux de 3% du revenu en juin 1872, augmenté à 4% en 1890 et à 5% en 1916.

4. Tous les titres sont soumis à l'impôt sur les opérations de bourse.

Le principe mis en avant en permanence est celui d'équivalence fiscale entre les titres français et étrangers. Comme pour les valeurs françaises, nous devons distinguer en matière de fiscalité des titres étrangers les emprunts d'État des valeurs privées. Il faut attendre 1863 pour que les emprunts publics étrangers soient assujettis pour la première fois à un droit de timbre (de 0,5 % de la valeur nominale), ce qui leur donne longtemps un avantage par rapport aux titres privés tant français qu'étrangers. De nombreux changements interviennent par la suite, mais les fonds publics étrangers, s'ils sont soumis à la taxe sur les opérations de bourse, restent exempts de tout impôt sur le revenu et de la taxe représentative du droit de transmission entre vifs à titre onéreux. Ils bénéficient aussi entre 1872 et 1895, et même au-delà, d'un droit de timbre très fortement réduit. Ils sont ainsi favorisés par rapport aux valeurs privées tant étrangères que françaises, ce qui n'est pas sans provoquer des protestations. On notera cependant que les émissions publiques étrangères ne diminuent pas, loin de là, lorsque la taxation qui les frappe augmente et se rapproche de celle des autres émetteurs.

Parmi les valeurs étrangères privées, on distingue celles qui sont soumises à l'abonnement<sup>29</sup>, de celles qui ne le sont pas. Les premières sont généralement soumises aux mêmes taxes que les valeurs françaises : timbre, impôts sur le revenu, impôts sur les opérations de bourse. Les autres paient des taxes supérieures, mais sont parfois favorisées car elles sont capables de masquer leur circulation véritable.

Le 30 novembre 1897, un projet de loi de Fleury et Ravarin sur les émissions françaises et étrangères a pour objectif d'introduire un système réglementant les émissions en obligeant

---

<sup>29</sup> L'abonnement consiste essentiellement dans la fixation d'une somme forfaitaire représentant le montant des titres circulant en France, somme sur laquelle sont assises les trois taxes. Ce régime de l'abonnement, souvent critiqué, oblige toute société, province ou ville étrangère voulant émettre en France à acquitter ce droit annuel, droit qui peut être, depuis le 13 avril 1898, remplacé par un dépôt légal effectué à la Caisse des dépôts et consignations. Les frais générateurs de l'abonnement ont été déterminés successivement par les lois du 30 mars 1872 et 13 avril 1898 ; la quotité imposable ne peut être inférieure à 1/10<sup>e</sup> du capital pour les actions et à 2/10<sup>e</sup> de l'émission pour les obligations.

toute société désireuse d'émettre à publier un prospectus contenant des renseignements précis (sa raison sociale ; l'indication de la législation sous le régime de laquelle elle fonctionne, son siège social, sa durée, le montant du capital social, le dernier bilan, etc.).

Le décret du 22 juin 1898 relatif à « l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente ou l'introduction sur le marché français des titres étrangers », tout en mettant en place cette amélioration de l'information des épargnants (qui sera élargie aux titres émis par les sociétés françaises en 1907) augmente également massivement le droit de timbre. Selon certains contemporains, cette hausse provoque ce que l'on qualifierait aujourd'hui d'effet de « sélection adverse » : cette augmentation est perçue par les émetteurs étrangers comme un véritable droit d'entrée sur le marché français, éloignant du marché français les « bonnes » valeurs et favorisant dans le même temps l'introduction de valeurs à haut rendement, mais ne présentant que très peu de garanties. Les emprunts publics s'éloignent en effet alors de Paris (la diminution sensible après 1898 des montants encaissés par le Trésor au titre des droits de timbre au comptant sur les titres de rentes, emprunts et autres fonds publics étrangers en témoigne) au profit en particulier de Berlin.

Pour les titres privés, la baisse progressive du montant total des droits au comptant montre également la fuite de certaines valeurs vers d'autres places boursières. L'effet de sélection adverse se traduit donc globalement par l'introduction de titres plus risqués sur la place parisienne, ce qui explique en partie l'évolution de la composition du volant des émissions en valeurs privées étrangères, ainsi que leur explosion avec l'introduction de titres plus risqués.

## **2. Le rôle des banques dans les placements internationaux**

Les émetteurs étrangers sont attirés par la puissance du marché parisien. Celui-ci connaît cependant des mutations qui pourraient n'être pas toutes favorables. En terme de marché de cotation, si le nombre de valeurs étrangères inscrites à la cote du parquet ne cesse de croître, il n'en est pas de même de la coulisse, victime de la réorganisation de 1898 et d'un certain déclin du marché à terme, malgré son officialisation en 1885 (la plupart des valeurs qui y figuraient – Banque ottomane, l'égyptien, le turc extérieur et les chemins de fer espagnols – se trouvent désormais classées dans les portefeuilles).

Plus que les coulissiers ou les banquiers individuels, ce sont désormais les établissements de crédit qui jouent un rôle important dans le placement des émissions étrangères, et donc dans l'orientation de l'épargne vers l'étranger. Ce sont eux qui désormais sont au cœur de l'organisation des émissions en France, mais aussi qui se chargent d'attirer les émetteurs étrangers vers Paris de préférence aux autres grandes places internationales. En dehors des emprunts russes, chasse gardée du Crédit lyonnais, c'est la Société générale et la Banque de Paris et des Pays-Bas, cette dernière souvent en association avec les deux banques

précédentes, qui jouent un rôle dominant dans les placements étrangers<sup>30</sup>. La puissance de ces établissements devient tel que l'on peut affirmer alors qu' « aucun emprunt de quelque importance ne peut être émis en Europe sans l'aide des banques internationales françaises »<sup>31</sup>.

Au cœur de cet effort des banques pour développer leur activité de placement de titres, on doit noter une véritable stratégie de promotion des placements étrangers appuyée sur un vaste réseau de succursales acquises à l'étranger à la fin des années 1860. Le Crédit lyonnais fait figure de pionnier en la matière<sup>32</sup>. Parallèlement à une conquête du territoire français, le Crédit lyonnais étend son champ d'action à l'étranger : des agences s'ouvrent dès 1875 à Londres, Alexandrie, Constantinople et Madrid ; en 1876, c'est à Genève que s'installe une nouvelle agence ainsi qu'en 1878 à Saint-Pétersbourg et en 1879 à New York, pour ne citer que les plus importantes. Le Comptoir d'escompte est également dynamique en la matière, et la Société générale suit bientôt. La France devient ainsi par leur entremise, le second pays banquier derrière l'Angleterre.

### 3. Des placements à l'étranger excessifs ?

C'est dans ce contexte que l'on doit resituer les controverses sur la responsabilité des banques de dépôts dans la faiblesse de l'industrialisation française. Le fait d'investir à l'étranger à grande échelle prive-t-il l'industrie française des capitaux dont elle a besoin ? Peut-on dire qu'à l'éviction par l'Etat succède l'éviction par des emprunts étrangers organisés principalement au bénéfice des grandes banques ? Cette question donne lieu en 1906 et 1907 à une querelle restée célèbre entre deux protagonistes qui publient leurs arguments sous les pseudonymes de Lysis (M. Letailleur) et Testis (dont le patronyme est plus incertain : R. G. Lévy ou A. Rostand).

La controverse se centre, dans un premier temps, sur le danger des placements à l'étranger et la protection de l'épargne pour se transformer, dans un second temps, en un véritable débat national sur les effets des exportations de capitaux sur la faiblesse de l'industrialisation française. La montée des risques de pertes sur les placements à l'étranger avait déjà entraîné la création en 1898, à l'instigation du gouvernement, de banques et de la Compagnie des agents de change, d'une Association nationale des porteurs de valeurs mobilières étrangères, sur le modèle d'une association existant déjà en Angleterre. Elle doit aider à lutter un certain nombre des risques qui proviennent de l'absence de législation internationale en matière fiscale ou en matière de droit des sociétés, absence qui rend très complexe toute poursuite

---

<sup>30</sup> On trouvera en annexe la liste complète des émissions d'actions et d'obligations étrangères introduites par les différentes banques entre 1907 et 1914.

<sup>31</sup> Extrait tiré de *Banker magazine* d'avril 1909, cité dans J. L. Billoret, *op. cit.*, p. 391.

<sup>32</sup> J. Rivoire, *Le Crédit lyonnais : Histoire d'une banque*. Éd. Le Cherche midi, 1989, p. 48 *sqq.*

contre un débiteur étranger. Le risque, déjà élevé pour un émetteur privé, est différent mais encore plus grand quand survient la cessation de paiement d'un emprunteur public. Or on sait qu'à diverses époques, l'Espagne, le Portugal, la Serbie, l'Égypte, la Grèce, la Tunisie, le Mexique, certains États américains, tels que la Colombie, le Honduras, le Costa Rica ou le Guatemala ont répudié leurs dettes, laissant les épargnants français avec des titres « fantômes » ou des coupons fortement réduits. Dans ce débat né avant la guerre, les banques de dépôts sont mises sur le banc des accusés.

Lysis accuse les banques d'avoir jeté leurs clients dans la gueule d'États étrangers manifestement incapables de rembourser, en abusant des sympathies politiques ou du mirage exotique que suscitent ces derniers. Il souligne que les placements étrangers sont des opérations lucratives pour les grands établissements bancaires, qui jouent le rôle d'intermédiaires et obtiennent des commissions importantes pouvant atteindre jusqu'à 10 % de l'affaire (taux observé dans le cas de certains emprunts russes).

Mais au-delà de cette accusation, la thèse de Lysis est la suivante: « nos grands établissements de crédit ne se contentent pas d'exporter les capitaux français à l'étranger. Pour rendre plus parfaite encore leur œuvre antinationale, ils tiennent à l'écart, ils boycottent l'industrie française ». Le problème, en réalité, se pose à un autre niveau : ces capitaux se seraient-ils investis dans l'industrie française en l'absence de débouchés extérieurs ? Aucune réponse ferme ne peut être apportée à cette interrogation.

Nombre de contemporains soutiennent que l'exportation des capitaux est un facteur stimulant des exportations de biens et donc indirectement de la croissance de la production nationale. Ceci ne semble guère vérifié en France, excepté lors de la promotion des chemins de fer européens sous le Second Empire. Les flux d'exportations de capitaux ne coïncident pas en général avec les flux commerciaux, à la différence de ce que l'on observe en Angleterre ou en Allemagne. Ainsi, la Russie ne contribue que pour 3 % du commerce extérieur français, alors qu'un tiers des valeurs étrangères détenues par les français sont des valeurs russes.

Toutefois, les exportations de capitaux ne semblent pas avoir lésé l'économie française dans la mesure où les fortes poussées d'exportation de capitaux (1835-1838 ; 1852-1856 ; 1878-1881 ; 1910-1913) ne coïncident pas avec les phases de dépression, mais, au contraire, avec les phases de croissance de l'investissement et de la production. Un effet d'éviction est d'autant moins plausible que les exportations de capitaux entraînent des entrées de dividendes et d'intérêts. Dans les années 1870, par exemple, le retour de ces revenus permet de financer le déficit de la balance commerciale française, ainsi qu'une partie des

nouvelles émissions étrangères, comme le souligne J. Bouvier<sup>33</sup> : « dans cette perspective, les capitaux exportés à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle se nourrissent en quelque sorte d'eux mêmes ».

Plus récemment, des études économétriques ont tenté d'évaluer l'influence des exportations de capitaux sur l'économie française. Ces simulations suggèrent que les exportations de capitaux auraient contribué à une réduction de 16 % du taux moyen de croissance annuelle sur la période 1887-1913, ce qui est substantiel<sup>34</sup>.

Néanmoins, d'autres explications sont possibles, depuis la réticence des épargnants français envers les titres privés (qui s'atténuerait, mais les ferait préférer des titres étrangers publics à des titres privés français) jusqu'à la réticence des entreprises françaises à recourir à l'émission publique de titres. L'autofinancement reste la règle de prudence pour de nombreux chefs d'entreprises. Une enquête parue en 1913 sous forme de sondage dans la revue *Univers* montre que les grandes entreprises n'ont pas eu de problème particulier à trouver les financements nécessaires à leur croissance. Néanmoins, le problème se pose au niveau des PME dans la mesure où elles n'intéressent pas encore les grands établissements bancaires et où seules les banques régionales et locales peuvent leur apporter un financement. Mais il faut souligner qu'elles-mêmes sont souvent contraintes par des surfaces financières trop étroites qu'un marché financier souvent insuffisamment spécialisé et peu actif ne peut suppléer.

De nombreux travaux, en particulier ceux de M. Lévy-Leboyer ont tenté de resituer le débat à un autre niveau. Ce n'est pas tant la politique bancaire qui doit être mise au banc des accusés, mais plutôt le retard pris dans le domaine industriel à la fin du siècle. Sur un plan plus général, doit être posée « la question de l'organisation des banques en France » et, corrélativement, celle de la faiblesse du crédit à long terme, élément indispensable à une industrialisation dynamique et puissante. Tous ces travaux ont tenté de relativiser la responsabilité des banques, voire du marché financier, même s'il ne faut pas oublier que les besoins de financement externe de certains secteurs d'activité comme la sidérurgie, l'électricité ou la chimie, n'ont pu être intégralement financés par le marché financier. Ceux-ci ont manqué cruellement de capitaux et ont dû faire appel à des capitaux étrangers, essentiellement belges ou suisses, voire allemands.

Quoiqu'il en soit, la puissance financière de la France à la veille de la guerre contraste avec une relative faiblesse industrielle, contrairement à ce que l'on avait vécu sous le Second

---

<sup>33</sup> J. Bouvier : *L'impérialisme français d'avant 1914 : recueil de textes*. École des hautes études en sciences sociales, 1976, p. 315.

<sup>34</sup> M. Lévy-Leboyer et F. Bourguignon, *L'économie française au XIX<sup>e</sup> siècle : analyse macro-économique*, Economica, 1985.

Empire. Comme les Anglais, les Français sont « les véritables banquiers du monde » mais au même moment l'Allemagne ou les Etats-Unis exportent peu de capitaux et construisent des puissances industrielles d'une nouvelle dimension. La guerre va se charger d'une réorientation du marché moins tournée vers les besoins nationaux, en même temps qu'elle révèle la gravité du sous-développement industriel du pays.

## Annexe 1

## Les fonds russes émis en France

Date d'émission	Désignation des emprunts	Capital nominal émis	Capital nominal en circulation	Maisons émettrices	Places où les titres sont cotées
9 août 1867	Emprunt 4 % 1 <sup>e</sup> émissio	300 000 000	230 000 000	Comptoir national d'escompte, Hottinger et Cie	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles, Londres
12 avril 1869	Emprunt 4 % 2 <sup>e</sup> émission	277 500 000	215 000 000	Comptoir national d'escompte, Hottinger et Cie	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles, Londres
1 <sup>er</sup> juin 1880	Emprunt 4 %	600 000 000	515 000 000	Comptoir national d'escompte	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles
24 octobre 1882	Chemin de fer transcaucasien 9 %	222 605 000	1 65 000 000	Comptoir national d'escompte, Hottinger et Cie	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles, Londres
février 1888	Chemin de fer Nicolas Obl. 4 %	47 200 000	40 000 000	Banque de Paris et des Pays-Bas, Banque russe pour le commerce étranger, Hoskier et Cie	Paris (banque), Amsterdam, Londres
10 décembre 1888	Emprunt 4 % or	500 000 000	455 000 000	Banque de Paris et des Pays-Bas, Comptoir national d'escompte, CL, SG, CIC, Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles
29 mars 1889	Consolidés 4 % or (1 <sup>e</sup> série)	700 000 000	640 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles, Londres
24 mai 1889	Consolidés 4 % (2 <sup>e</sup> série)	12 419 992 00	1 140 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles, Londres

novembre 1889	Chemin de fer Koursk Kharkof-Azol 4 %	175 563 895	148 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin
1889	Chemin de fer d'Orel Griasi 4 %	61 894 495	50 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin
20 février 1890	Emprunt 4 % or (2 <sup>e</sup> émission)	360 000 000	330 000 000	Banque de Paris et des Pays-Bas Comptoir national d'escompte, CL, SG, CIC, Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles
3 avril 1890	Emprunt 4 % (3 <sup>e</sup> émission)	300 000 000	277 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles
juillet 1890	Ch de fer Nicolas oblig.4 %	62 500 000	53 000 000	Banque de Paris et des Pays-Bas; Banque Russe pour le commerce étranger; Hoskier et Cie	Paris (banque), Amsterdam,
sept 1890	Emprunt 4 % 4 <sup>e</sup> me émissions	41 764 000	33 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin
29 janvier 1891	Consolidés or 4 %	320 000 000	294 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles, Londres
15 octobre 1891	Emprunt 3 % or	500 000 000	447 000 000	Crédit foncier de France, Comptoir national d'escompte, CL, SG, CIC, Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam
juillet 1893	Ch de fer du Donets 4 %	27 758 000	24 000 000	Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam
sept 1893	Emprunt 4 %	178 037 000	167 000 000	Comptoir national d'escompte, CL, SG, CIC, Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam
février 1894	Chemin .de fer Kiga- Dwinsk	38 037 000	25 000 000	De Rothschild frères	Paris
mars 1894	Emprunt 4 % or (6 <sup>e</sup> émission)	454 400 000	225 000 000	Banque de Paris et des Pays-Bas, Comptoir national d'escompte, CL, SG, CIC, Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam, Berlin

mai 1894	Intérieur 4 %	1 120 000 000	1 120 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin Bruxelles, Londres, New-york
3 juillet 1894	Emprunt 3 % or	166 500 000	150 000 000	Hottinger et Cie, Banque de Paris et des Pays-Bas, Comptoir national d'escompte, CL, Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam
juillet 1894	Chemin de fer Dwinsk-Vitebsk 4 %	75 656 000	630 000 000	Banque russe pour le commerce étranger	Paris, Londres
août 1894	Chemin de fer Koursk Kharkov-Azol 4 %	28 283 500	24 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Bruxelles
12 décembre 1894	Emprunt 3 % Or	400 000 000	370 000 000	De Rothschild frère	Paris
28 juillet 1896	Emprunt 3 % or	400 000 000	400 000 000	De Rothschild frères	Paris, Amsterdam, Berlin, Bruxelles
juin 1897	Banque impériale foncière de la noblesse (lettres de gage 3 %)	266 666 667	180 000 000	Hoskier et Cie et Crédit lyonnais	Paris, Londres
24 janvier 1898	Ch.de fer transcaucasien 4 %	23 661 000	21 000 000	Comptoir national d'escompte	Paris, Amsterdam,
mars 1898	Emprunt de conversion 3,8 %	341 000 000	330 000 000	De Rothschild frères	Paris Amsterdam, Bruxelles
avril 1898	Banque impériale foncière de la noblesse (lettres de gage 3 %) 2 <sup>e</sup> émission	460 760 533	317 000 000	Hoskier et Cie et Crédit lyonnais	Paris
août 1898	Grande Sté des chemins de fer russes 4 %	116 024 000	92 000 000	Banque de Paris et des Pays-Bas, banque russe pour le commerce étranger, Hoskier et Cie	Paris, Amsterdam

oct.1899	Banque impériale foncière de la noblesse( lettres de gage 3%) 3ème émission	266 666 667	195 000 000	Hoskier et Cie et Crédit lyonnais	Paris
22 mai 1901	Rente consolidée 4 %	424 000 000	424 000 000	De Rothschild frères	Paris
26 avril 1906	Emprunt 5 %	1 365 000 000	1 365 000 000	Banque de Paris, Crédit lyonnais d'escompte, Société générale et Crédit Industriel	Paris Bruxelles, Vienne
22 janv. 1909	Emprunt 4 %	1 220 000 000	1 220 000 000	Banque de Paris, Crédit lyonnais d'escompte, Société générale et Crédit Industriel	Paris, Amsterdam, Londres
avril 1912	Banque foncière des paysans 4 %	261 666 800	261 000 000	Banque de Paris, Crédit lyonnais d'escompte, Société générale et Crédit industriel	Paris
	Obligations de chemins de fer russes			garanties	
22juil 1903	Riazan Ouralsk 4 %	950 000 000	90 000 000	Hottinger, Bnaque de Paris, CL, SG, Banque française Comptoir d'escompte, Crédit industriel, Banque russo-asiatique	Paris, Amsterdam, Bruxelles
22juil 1903	Moscou Kiev Voronège 4 %	47 000 000	47 000 000	Hottinger, Bnaque de Paris, CL, SG, Banque française Comptoir d'escompte, Crédit industriel, Banque russo-asiatique	Paris, Amsterdam, Bruxelles

22juil 1903	Moscou Windau Rybinsk 4 %	310 000 000	31 000 000	Hottinger, Bnaque de Paris, CL, SG, Banque française Comptoir d'escompte, Crédit industriel, Banque russo-asiatique	Paris, Amsterdam, Bruxelles
5 mars 1908	Volga Bougoulma 4 1/2 %	34 920 000	34 500 000	Banque privée de Marseille, Banque Adam, Banque de bordeaux, Crédit du nord, Société marseillaise	Paris
juil 1908 et Juil 1912	Nord Donets 4 1/2 %	234 293 000	233 000 000	Banque de Paris, Union parisienne, Comptoir d'escompte, CL, SG, Crédit industriel, Banque internationale de commerce de Pétrograd, Banque russo-asiatique	Paris
dec 1908	Riazan Ouralsk 4 %	25 410 000	24 500 000	Banque privée Lyon de Marseille	Paris
Juin 1909	Sud-Est 4 1/2 %	51 818 500	50 000 000	Hottinger, Banque de Paris, CL, SG, Banque française Comptoir d'escompte, Banque int. de commerce de Pétrograd	Paris
1910	Volga Bougoulma 4 %	101 200 000	100 000 000	Banque privée Lyon, Marseille	Paris
1 <sup>er</sup> juillet 1912	Nord-Est de l'Oural 4 %	61 000 000	61 000 000	Crédit français, Banque Adam, Banque transatlantique, Comptoir d'escompte de Mulhouse, Crédit foncier d'Algérie-Tunisie	Paris

Juillet 1912	Ouest-Oural 4 %	89 309 000	89 309 000	Banque de Paris, CL, SG, Banque française, Comptoir d'escompte	Paris
Juillet 1912	Altai 4 %	152 000 000	151 500 000	Banque de Paris, CL, SG, Banque française, Comptoir d'escompte	Paris
Avril 1913	Akerman 4 %	15 000 000	15 000 000	Crédit français	Paris
Juin 1913	Embranchement de chemin de fer 4 %	73 159 500	73 159 500	Union française, Banque de Paris, Comptoir d'escompte, CL, SG	Paris
Juin et octobre 1913	Mer Noire 4 %	168 000 000	168 000 000	Union française, Banque de Paris, Comptoir d'escompte, CL, SG	Paris
Octobre 1913	Semiretchinsk 4 %	121 728 000	121 728 000	Banque int. de commerce de Petrograd	Paris
1913	Koltchouanino 4 %	33 408 000	33 408 000	Banque de Paris, Comptoir d'escompte, CL, SG, Hottinger, Crédit industriel	Paris
12 février 1914	Obligations réunies	765 000 000	765 000 000	Banque privée Lyon Marseille	Paris
1913	Tauris 5 %	14 440 500	14 440 500		Paris

Source : Archive du Crédit lyonnais.

## Annexe 2

**Statistique des émissions et des introductions sur le marché français d'actions et Obligations étrangères de 1907-1911 et Liste des banques ayant participé à ces émissions**

Années	Secteur	Désignation valeurs	Capital effectif en espèces versées (exprimé en K F) actions	Obligations	Établissements ayant participé à l'émission	Observations diverses (indiquer à défaut d'indications certaines sur les banques ayant faits l'émission le nom des banquiers habituel , fondateurs etc...
1907	Gaz électricité mécanique					
1907	Gaz électricité mécanique	Automobile Darracq (Espagne)	5 600		Maurice Gallet, 7 rue Drouot, banquier	
1907	Gaz électricité mécanique	Central électrique du nord	8 300		Banque transatlantique, Banque de Bruxelles	
1907	Gaz électricité mécanique	Établissement Turgan	7 500		M. Hubert, banquier, 22 place Vendôme	
1907	Gaz électricité mécanique	French radia	824		M. Propper, Banquier, 5 rue St Georges	
1907	Gaz électricité mécanique	Gaz de Beyrouth	1 800		Banque impériale ottomane ; Banque Lablag, 5 av. de l'Opéra	
1907	Gaz électricité mécanique	Gaz et eaux de Tunis	1 308			

1907	Gaz électricité mécanique	Vedrine et Cie	1 440		Banque industrielle et coloniale, 2 rue Meyerbeer	
1907	Gaz électricité mécanique	gaz franco-belge		1 826		
1908	Gaz électricité mécanique	Cie belge pour l'éclairage...	5 316		Société générale de crédit commercial et industriel; Sté Propper et Cie	
1908	Gaz électricité mécanique	Universel gaz methan and buisson hella	25 800		Banque franco-espagnole (1 rue St Georges) ; London City and Midlands	
1909	Gaz électricité mécanique	Fabrique de moteurs Zedel	400			
1909	Gaz électricité mécanique	Cie réunies gaz électricité		5 220	Propper et Cie	
1909	Gaz électricité mécanique	Material de ferrocarile y transvias	200		J.M. Laurent, 46 rue de Provence	
1909	Gaz électricité mécanique	Metropolitan fare register	1 100		Banque française coloniale et industrielle, 2 rue Meyerbeer	
1910	Gaz électricité mécanique	Cie hellénique d'électricité		5 000	Crédit mobilier français, Banque nationale de Grèce	
1910	Gaz électricité mécanique	Monoplan Hanriot	605		L. Laugier et Cie, rue St Lazare	
1910	Gaz électricité mécanique	Cie hellénique d'électricité		5 000	Crédit mobilier français, Banque nationale de Grèce	
1910	Gaz électricité mécanique	Titan electric	1 008			
1910	Gaz électricité mécanique	Delahaye et Cie		1 500	Service financier du Crédit lyonnais	

1907	Houille	Cesse Coalfields Bize mines	4 125		?	
1907	Houille	Charbonnage de Koprivnika	1 365		Banque Junod frères	
1907	Houille	Charbonnages hongrois d'Urikany	4 500		Crédit lyonnais	
1907	Houille	Cie minière de Riutort	1 000		?	
1907	Houille	Hill Top Colliery Brick & tole Co limited	228		<i>Bulletin financier</i>	M. Thomas fondateur (Paris)
1907	Houille	Houillères de la Dordogne	75			Prospectus sous la signature de M. Billaud , banquier
1907	Houille	Hulleras de langres	1 800		?	Notice de M. Caplau ( Paris)
1907	Houille	Industrie houillères et métallurgique du Donets	7 503			Services financiers: société générale et banque I.R.P des pays autrichiens
1907	Houille	Industrie d'Ekaterinovka	5 600	230	souscription au siège social pour les actions	Sté générale de crédit industriel et commercial ; banque russe pour le commerce étranger, Comptoir d'escompte
1908	Houille	Cawador et Garmaut collieries limited	2 095		?	Banque de la Sté : Banque de l'industrie française

1908	Houille	Sté anonyme des Charbonnages de l'est d'andenne	1 000		?	Notice et prospectus : Banque de l'industrie française
1908	Houille	SA du Couchant du flénu		651		
1908	Houille	Talana collières limited	1 375		Pas d'émission publique	
1909	Houille	Anthracite russe	3 750		?	Banque alsacienne de Paris
1909	Houille	Canadian coal consolidated	4 500		Banque Leconte et Klotz	Banque franco-américaine agréée
1909	Houille	Sté générale hongroise de charbonnage	13 880		?	service financier : crédit industriel et commercial
1909	Houille	Charbonnages de Pobedenko	669		?	Société générale
1909	Houille	Garnant anthracite collieries	875		actions remises aux actionnaires de l'ancienne Sté Cawdos and Garmant	l'échange s'est fait à paris chez M. Ledru et à Londres chez M. Moree
1909	Houille	Houillères de Russie méridionale	4 257		Comptoir national d'escompte	
1909	Houille	Industrie d'Ekaterinovka		4 760	?	
1909	Houille	Mines de la houille et du fer de la Russie Méridionale	2 375		?	Banque alsacienne de Paris
1909	Houille	Pautnov anthracite collieries	1 500		?	

1910	Houille	Sté industrie Houillères de Russie méridionale	2 819		Comptoir national d'escompte	
1910	Houille	Charbonnage Mariewka				
1910	Houille	Keramos coal mines	125		Banque de l'union continentale	
1910	Houille	Sté des charbonnages réunies-Charleroy	100		?	
1910	Houille	Cie fermières des mines en Russie		1 000	?	service financier du Crédit lyonnais
1910	Houille	Sté minas de castilla la viega		3 000	?	
1910	Houille	Houillères de Russie méridionale	831		Comptoir national d'escompte	
1910	Houille	Keramos coal mines				
1907	Industrie chimique	Fabriques de papier St Raphaël et annexes	25 200		Schumann et Cie	
1907	Industrie chimique	Provodnick	36 750		Société marseillaise de crédit industriel et commercial et des dépôts	
1907	Industrie chimique	Fennis Filnus	1 750		Delcroix, banquier, 23 rue L. Peletier	
1907	Industrie chimique	Produits chimiques et huileries d'Odessa	300		Banque Noël et Cie	
1907	Industrie chimique	Sud russe	1 800		Banque de commerce privée de Saint-Pétersbourg	

1907	Industrie chimique	Union italienne	40 240		Association industrielle et financière, 13 rue Auber	
1907	Industrie chimique	Venezuelian, match monopoly	1 890		Les fils de Bernard Werzbade, 68 rue de la Chaussée d'Antin	
1908	Industrie chimique	Electrolytic Cie Spain & Portugal	125		Banque pour les valeurs mobilières, 5 rue des Filles de St Thomas	
1909	Industrie chimique	Compania general de Melhoramentos		5 700	Banque commerciale et industrielle	
1909	Industrie chimique	New Transvaal chemical Cy	7 500		Banque commerciale et industrielle, 25 rue de Clichy	
1909	Industrie chimique	Savonneries et produits Prima limited	1 500		Banque française du Canada, 4 avenue de l'opéra	
1909	Industrie chimique	Sté norvégienne de l'azote	41 040		Banque de Paris et des Pays-Bas	
1910	Industrie chimique	Sté russe pour la fabrication et la vente de soude	2 000		Banque de commerce privée de Saint-Petersbourg	
1910	Industrie chimique	Virginia Carolina chemical	25 500		Dupont et Furbaud, 19 rue Scribe	
1910	Industrie chimique	Savonnerie et produit Prima	428			
1907	Industries diverses	animated photograph	256			
1907	Industries diverses	Casino municipal de Cannes	250			
1907	Industries diverses	Cie franco-belge de Guatemala	2 600		Strauss et Cie, 13 rue Taitbout	

1907	Industries diverses	Cie industrielle de Atlixco	23 040			service financier (crédit foncier et agricole d'Algérie; banque française pour le commerce et l'industrie, banque I.R.P des pays autrichiens)
1907	Industries diverses	de Mello Brazilian Rubber	11 250		Symons et Cie, 18 rue Vivienne ; A. Martin et Cie, 30 rue Bergère ; M. Loyer	
1907	Industries diverses	El Buen Tono	8 850		Creterier et Cie	
1907	Industries diverses	Sté générale d'entreprises industrielles	900			
1907	Industries diverses	Galvez Rubber Estates limited	250		Gubbay et Cie, 16 place Vendôme	
1907	Industries diverses	Manufactores thotean	250		Martins et Cie, 30 rue Bergère	
1907	Industries diverses	Nantes butter et rferigerating cy	4 000		M. Pellet, Guitat et Cie, rue Laffitte	
1907	Industries diverses	Sté Floxel provison factory	420			pas de renseignements
1907	Industries diverses	Sté cotonnière d'Hellemmes		660		pas de renseignements
1908	Industries diverses	caoutchouc de Tapanoclie	2 900		Banque de l'union parisienne	
1908	Industries diverses	casino municipal de Cannes	250			
1908	Industries diverses	entrepôts généraux des docks de Nice	1 600			
1908	Industries diverses	Kaffin consolidated	1 125			

1908	Industries diverses	moulin rouge	3 640			
1908	Industries diverses	Nantes buttery refining	2 500		M. Pellet, Pintat et Cie, 113 rue Réaumur	
1908	Industries diverses	Sté franco-néerlandaise de culture	1 260			
1908	Industries diverses	de Mello Brazilian Rubber Cy		2 250	Symons et Cie, 18 rue Vivienne ; A. Martin, 30 rue Bergère ; Loyer, 30 bd Haussmann	
1908	Industries diverses	Doeuillet limited	3 688			
1908	Industries diverses	Maxims's Limited	3 900			
1909	Industries diverses	American skating rink Paris Cy	375			
1909	Industries diverses	auto photo cy	250		Giraud et Cie, 12 rue du 4 Septembre	
1909	Industries diverses	G.beer limited	1 680	6 000		
1909	Industries diverses	British industrial promoting		50		
1909	Industries diverses	Cie du caoutchouc	400		Sté nouvelle de la banque de l'ouest, 16 place du Havre	
1909	Industries diverses	Sté du caoutchouc, café , filtre du Pacho	460			
1909	Industries diverses	Sté financières du caoutchouc	12 600		Banque de l'union parisienne	
1909	Industries diverses	Aux classes laborieuses limited	5 400		A. Martin	
1909	Industries diverses	Eaux de Beyrouth		2 000	Sablage et Cie, 5 avenue de l'Opéra	

1909	Industries diverses	Prodochnik		5 000	Sté marseillaise, 4 rue Auber	
1909	Industries diverses	Filature de coton de Schlettstadt	10 720		Banque Lévy Bettinger de Nancy	
1909	Industries diverses	Live fish	2 500			
1909	Industries diverses	oriental carpet-manufacturers	14 400		Banque commerciale et industrielle	
1909	Industries diverses	Paris hippodrome skating rank	250	500	Orfila et Cie, 65 rue Richelieu	
1909	Industries diverses	Pêcherie du Crotoy limited	200			
1909	Industries diverses	Peruvian amazon limited	600			
1909	Industries diverses	Roussilion tyres & international rubber cy	5 417		Banque générale de l'industrie automobile et de l'aviation, 74 bd Haussmann	
1909	Industries diverses	Néerlandaise de culture et de commerce	15 234		Leconte et Klotz	
1909	Industries diverses	Sté hellénique de vins et de spiritueux	690	1 650	Banque de l'union parisienne	
1909	Industries diverses	le sokal limited	50			
1909	Industries diverses	South Indian commercial & industrial	375		G. Jourbe banquier, 77 rue de l'Hôtel de Ville à Lyon	
1909	Industries diverses	Sumatra caoutchouc plantagen maastsch	3 850		Crédit foncier d'Algérie et de Tunisie	
1909	Industries diverses	United state rubber Cy	30 900		Dupont et Furlaud	
1910	Industries diverses	municipality of Para improvt limited		9 400	Sté anglo-française de banque, 27 rue de Mogador	

1910	Industries diverses	United state rubber	22 067		Dupont et Furlaud	
1910	Industries diverses	Sté d'application des hautes températures	100			
1910	Industries diverses	Ivory Coast rubber state	8 760		Syndicat financier industriel et minier,	
1910	Industries diverses	Malacca rubber plantations			Forges et Cie, 3 rue Louis Legrand ; Banque commerciale et industrielle, 25 rue de Clichy	
1910	Industries diverses	Tamiang rubber state	3 024			
1910	Industries diverses	Drecoll	7 383		Sté auxiliaire du crédit, 13 bd Haussmann	
1910	Industries diverses	Malacaa rubber plantations	130 845		Forges et Cie, 3 rue Louis Legrand ; Banque commerciale et industrielle, 25 rue de Clichy	
1910	Industries diverses	Cie du Mozambique	2 101		Banque de Paris et des Pays-Bas	
1910	Industries diverses	Rubber culture soengey raja	1 040			
1910	Industries diverses	magdalena rubber plantation	126			
1910	Industries diverses	eastern international rubber	37 500		Banque de l'union parisienne	
1910	Industries diverses	chromography	101			
1910	Industries diverses	Sté de cuivres te marbres d'art Bruxelles		400		
1910	Industries diverses	Sté de culture de caoutchouc de kalitegraph	3 600		Société générale	

1910	Industries diverses	Sté de culture New Tjisalak	2 080		SMC, 4 rue Auber	
1910	Industries diverses	Cie du Mozambique	3 750			service financier : Banque de Paris et des Pays-Bas
1910	Industries diverses	Dolok baros caoutchouc in koplle culture	1 248		G.Dychoff, 63 rue de la Victoire	
1910	Industries diverses	Surinam rubber state	675		Comptoir des valeurs industrielles, 8 rue Gaillon	
1910	Industries diverses	Sté immobilisation de algesiras et st sebastian	200			
1910	Industries diverses	Ste franco néerlandaise de culture te de commerce	1 092		Leconte et Klotz	
1910	Industries diverses	para Island rubber states	1 260		Offroy Guillard et Cie, 60 rue du fg Poissonnière	
1910	Industries diverses	Sté de raffinage te de production d'huile des USA	67		Offroy Guillard et Cie, 60 rue du fg Poissonnière	
1910	Industries diverses	Cie générale de Rio de Janeiro		7 160	Sté marseillaise	
1910	Industries diverses	blach bear gress	453		A.B Henry et Cie, 14 rue Taitbout	
1910	Industries diverses	Sté des usines de conserve de Stavanger	100			
1910	Industries diverses	Sté de plantations de caoutchouc de Sibogat	2 600		Société générale	
1910	Industries diverses	Cie du Lulao	1 125			

1910	Industries diverses	castara estates	372			
1910	Industries diverses	mossamedes	7 200			
1910	Industries diverses	United States worsted Cy	11 884		Banque commerciale et industrielle	
1910	Industries diverses	Sté libertas	300			
1910	Industries diverses	general et international enterprise trading	50			
1910	Industries diverses	oriental tabbacco	19 531		Banque commerciale et industrielle	
1910	Industries diverses	anglo french automatic	25			
1910	Industries diverses	the state of bahia trading exploitation	63			
1910	Industries diverses	Sté des graisses minérales et des charbons	250			
1910	Industries diverses	Cie coloniale de Busi	3 375		Banque de l'union parisienne	
1910	Industries diverses	oriental carpet manufacturers	6 100		Banque commerciale et industrielle	
1910	Industries diverses	asia of caoutchouc pour la Russie	1 000		G. Grillhé, 22 rue St Augustin	
1910	Industries diverses	Sté Hennequen	200			
1911	Industries diverses	asia caoutchouc pour la Russie	840			
1911	Industries diverses	state of Bahia trading and exploration	202		G. Grillhé, 22 rue St Augustin	
1907	Industrie du fer					

1907	Industrie du fer	Sté strasbourgeoise de constructions mécaniques		800		n'a pas été cotée à Paris
1907	Industrie du fer	Mines de fer d'Ardituri	2 320			les actions ont cessé d'être cotées en août 1907
1907	Industrie du fer	providence russe à Marioupol	7 020		Banque de l'union parisienne	
1908	Industrie du fer	Wisserhoff Mines Limited	1 000		Cie française pour favoriser la constitution de sociétés industrielles et financières	
1909	Industrie du fer	Aciéries nouvelles	100			
1909	Industrie du fer	Sté des chantiers navals et fonderies de Nicolaïeff	900		Société générale	
1909	Industrie du fer	Star iron Cy	375			
1909	Industrie du fer	Usines Briansk		9 867		
1910	Industrie du fer	Sté métallurgique de Taganrog	21 950		Banque de Paris et des Pays-Bas	
1910	Industrie du fer	Sté usine mécanique Stoll	2 660		Société générale	
1910	Industrie du fer	Sté des usines de Briansk pour la fabrication des rails de chemin de fer et des machines		12 000	Société générale	
1911	Industrie du fer	Sté métallurgique de Taganrog	3 583		Banque de Paris et des Pays-Bas	
1911	Industrie du fer	Usines Smieloff Novgorod	1 400		Banque syndicale française	Banque responsable : SMC

1911	Industrie du fer	Sté des usines de fabrication de tubes et des forges de Sosnovice	16 140		A. Gaus et Cie	CL banque responsable
1907	Métaux divers	Aragon copper mines	564		Giron, 67 rue Rambuteau	
1907	Métaux divers	Arnoya mining limited	11 250		G. Robinson, 9 rue Pelletier	
1907	Métaux divers	Carballine gold & arsenic mines	4 300		Banque impériale privilégiée des pays autrichiens	mise en liquidation en 1910
1907	Métaux divers	Clitters united mines limited	700			coté en banque à Paris depuis 1907
1907	Métaux divers	Cloncurry copper, gold exploitation limited	750		<i>Revue minière industrielle et financière</i> , 57 rue de la Chaussée d'Antin	
1907	Métaux divers	Minera del Bajo Rio Tinto	250			
1907	Métaux divers	Djebel Charra mining	2 146		Sté marseillaise	
1907	Métaux divers	Dulces nombres silver mining Cy Limited	690		<i>Le Bulletin financier</i> , 59 rue de Provence	
1907	Métaux divers	El Magistral Copper	1 280		Banque générale de crédit, 64 rue Richelieu	
1907	Métaux divers	El Porvenir Mining	562		C. Lejeune	G. Lejeune
1907	Métaux divers	El Rey	439		Cie française des mines d'or et d l'Afrique du sud	
1907	Métaux divers	Sté d'exploitation minière en Serbie	5 130		Société auxiliaire des mines	
1907	Métaux divers	Geduld proprietary mines limited	2 072		Gaerz et Cie Limited, 34 rue de Châteaudun	

1907	Métaux divers	General mining & finance	25 000			Banquier de la société de l'union parisienne
1907	Métaux divers	Golconde consol. cy limited	6 500		Sté d'études techniques et financières, 27 rue Mogador	
1907	Métaux divers	Huelva copper et sulphur mines	7 600			Blanchet (représentant auprès du fisc)
1907	Métaux divers	International Copper	3 000		Banque française des valeurs mobilières, 62 rue Taitbout	
1907	Métaux divers	Kaslo Slogan mining & financial	500		Caisse générale, 90 rue Paradis Marseille (Bdr)	
1907	Métaux divers	Las dos Estrellas	84 000		A. Rahn, 102 rue de Richelieu	
1907	Métaux divers	Melkedalen Limited	800		Banque impériale privilégiée des pays autrichiens	actions cotées en banque depuis 1907
1907	Métaux divers	Minas Gerais Goldfields	550		L. Gauthier, 46 rue Lafayette	
1907	Métaux divers	Mines de cuivre de Nerva	11 000	2 750	Banque franco-espagnole	
1907	Métaux divers	Mines de zinc de Teruel	1 265	138	Banque auxiliaire individuelle, 27 rue Taitbout	
1907	Métaux divers	Mines et alluvions de Serbie	3 900		G. Imbert, 13 rue Aubert	
1907	Métaux divers	Mines et fonderies d'antimoine	19 950			CL
1907	Métaux divers	New Kleifontein Cy limited	4 700			
1907	Métaux divers	Nymagee copper et Cie	4 550		Banque commerciale et industrielle	
1907	Métaux divers	ober rosbach mining cy limited	4 092		Banque Dupont, 3 rue St Georges	

1907	Métaux divers	oveido mercury mines	3 965		A. Hamsbourg et Cie, 10 rue 4 Septembre	
1907	Métaux divers	Perun Wyoming Copper	3 700			
1907	Métaux divers	Robinson central deep	55 000			CH. Victor, 13 bd Hausmann
1907	Métaux divers	Sierra Morena copper mines limited	1 640		Constant Lejeune, 27 rue Taitbout	
1907	Métaux divers	Thought Creek limited	1 250		en liquidation	
1907	Métaux divers	South America Goldfields	1 600			
1907	Métaux divers	Syndicat industriel et financier	125			
1907	Métaux divers	Tanganyka concession	71 016		Sté marseillaise	
1907	Métaux divers	Tincals Development		500		
1908	Métaux divers	Canadian metal Cy limited		23 75	Banque lilloise 2-4 rue du 4 Septembre	
1908	Métaux divers	Cevrery Breg mining	1 175		G. Robinson	
1908	Métaux divers	Entreprises minières et industrielles du nord de Espagne	300		Goerz Cie limited	
1908	Métaux divers	Geduld Proprietary mines	4 500		Banque franco-américaine, 12 place Vendôme	
1908	Métaux divers	Mines Pedrazzini	4 350			
1908	Métaux divers	Sté des mines e Balia Karaïdin	4 280			
1908	Métaux divers	Sté des mines de Calizzano	125			

1908	Métaux divers	Sté générale des mines métalliques		2 750		Banque de Paris et des Pays-Bas ; SMC
1908	Métaux divers	Montebras limited	1 859		E. Desfossés, Falère frères, 42 rue Notre-Dame des Victoires	
1908	Métaux divers	Nversbery fhan copper	1 800		Ledrus et Feuillas, 20 bd Poissonnières	
1908	Métaux divers	West Rand Consolidated Mines ld	5 753		General Mining & Finance corporation, 29 rue Taitbout	
1908	Métaux divers	Iennisseï Copper Cy	3 150			
1908	Métaux divers	Nevada goldfields reduction	4 500		Banque lilloise, Roudel, 2 rue du 4 Septembre	
1909	Métaux divers	Almolya mining limited	125			
1909	Métaux divers	Anglo-saxon mines	375			
1909	Métaux divers	Ashanti and gold coast united	1 340		Syndicat industriel minier, 24 bd des Capucines	
1909	Métaux divers	Big Pete Canadian United limited	600		Anys B. Marie, 11 rue Réaumur	
1909	Métaux divers	Brakpan mines	14 973		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	
1909	Métaux divers	Capillitas consolidated mines	4 637			
1909	Métaux divers	Carpathian mines limited	500		Banque des Français, 13 rue du 4 Septembre	
1909	Métaux divers	Charterland & general exploration & finance		800	Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	

1909	Métaux divers	Crown mines	92 649		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	
1909	Métaux divers	Del Rio mining	100			
1909	Métaux divers	Dufferin cobalt silver mining limited	500		A. Lavaëte, directeur de l'Alliance de la presse	
1909	Métaux divers	Entreprises minières et indiv du nord de Espagne	300			
1909	Métaux divers	Brie cobalt silver mining Cy limited	250			
1909	Métaux divers	Ferreira deep	158 340		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	
1909	Métaux divers	French North African	395			
1909	Métaux divers	Galenas argentiferas de Huelva	4 740		Pollers E., 34 rue de Richelieu	
1909	Métaux divers	Geduld propertary mines	3 500		Goezr A., 34 rue de Châteaudun	
1909	Métaux divers	Great Cobar	16 200			Herz et Cie, 1 rue du 4 Septembre
1909	Métaux divers	Industrial Arsenic	1 800			M. Betard, 37 rue de Châteaudun
1909	Métaux divers	Sté générale barcelonaise de l'industrie et des mines	1 500			
1909	Métaux divers	Johannesburg consolidated investment Cy limited	64 647			

1909	Métaux divers	Lancaster West Gold mining	14 756		Goezr A., 34 rue de Châteaudun	
1909	Métaux divers	Lena goldfields	44 865		Consolidated	
1909	Métaux divers	Mines de cuivre de Maidan Pek		2 000		
1909	Métaux divers	Mines de Kassandra		1 900		
1909	Métaux divers	Cie fermière des mines en Russie	3 372	1 000	Société générale	
1909	Métaux divers	Modderfontien B. Gold mines limited	54 600		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du sud, 20 rue du Taitbout	
1909	Métaux divers	Montebras	300		E. Desfossés	
1909	Métaux divers	Nevada consolidated mines & selling	500			
1909	Métaux divers	New Goch gold mining limited	6 000		General mining, & Finance corporation	
1909	Métaux divers	Peru mines & estates limited	300		Syndicat industriel minier, 24 bd des Capucines	
1909	Métaux divers	La Preciosa	1 700		Delegation financière : 19 rue Bergère ; banque minière métallurgique et industrielle, Union financière de Paris; Banque mutuelle de France, etc.	
1909	Métaux divers	Sté hongroise de cuivre	3 360		Société générale	
1909	Métaux divers	Standart American European	150		Genet E., 7 rue de Provence	
1909	Métaux divers	United milling Cy limited	1 000			

1909	Métaux divers	Usines de laurium	2 825			
1909	Métaux divers	Utah copper Cy	82 800		Dupont et Furlaud	
1909	Métaux divers	van Ryn gold mines estates limited	60 500		General mining & finance corporation	
1909	Métaux divers	Tannesvar mining Cy	1 500			
1910	Métaux divers	Spaasky copper mines	28 000		Association minière, 7 rue Chauchat	
1910	Métaux divers	Lena goldfields	2 538		Caresol goldfields of South Africa, rue des Pyramides	
1910	Métaux divers	Austin Manhattan Consolid.	1 295			
1910	Métaux divers	La Preciosa	2 064			
1910	Métaux divers	Selkirk mining Cy	1 533	777		
1910	Métaux divers	Geldenhuis Deep	25 697		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	
1910	Métaux divers	Crown mines limited	3 698		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du sud, 20 rue du Taitbout	
1910	Métaux divers	Minas Mercedes	2 575		Banque franco-américaine, 12 place Vendôme	
1910	Métaux divers	Famatina development Cy	1 418			
1910	Métaux divers	Oceana consolidated	4 026		Agence de la société à Paris, 19 rue Lafayette	
1910	Métaux divers	Utah copper	94 500		Dupont et Furlaud	
1910	Métaux divers	Almoloya mining	388			

1910	Métaux divers	Rose Deep	33 480		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du sud, 20 rue du Taitbout	
1910	Métaux divers	Transvaal Gold mining estates		3 100	Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	
1910	Métaux divers	United Gold mining	1 036			
1910	Métaux divers	Whim Well copper mines	3 780			
1910	Métaux divers	Standart American European	363			
1910	Métaux divers	New Goch gold mining ld	2 520		General mining & finance corporation, 29 rue Taitbout	
1910	Métaux divers	Big Pete Canadian mines	2 486		Banque franco-canadienne, 115 rue Réaumur	
1910	Métaux divers	Batopilas smelting & refining	7 560		Banque alsacienne de Paris, 366 rue St Honoré	
1910	Métaux divers	Rand mines	445		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du sud, 20 rue Taitbout	
1910	Métaux divers	Village Deep	79 500		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue Taitbout	
1910	Métaux divers	New Modderfondein gold mining	13 860			
1910	Métaux divers	Huelva copper & sulphur	1 800		Société marseillaise	
1910	Métaux divers	Oviedo mercury mines	905		Hambourg A. et Cy	
1910	Métaux divers	Mexico mines of El Oro	38 520		Banque commerciale industrielle	

1910	Métaux divers	Mines & banking	630			
1910	Métaux divers	Société hongroise de cuivre	5 250		Banque de l'union française	
1910	Métaux divers	Tanganyka concessions	34 776		Sté marseillaise de crédit	
1910	Métaux divers	Bantjes consolid. mines	5 800		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	
1910	Métaux divers	City Deep	137 000			
1910	Métaux divers	Randfontein extensions	504			
1910	Métaux divers	Camp Bird	44 000		Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue du Taitbout	
1910	Métaux divers	Nevada goldfields reduction	518		Banque lilloise	
1910	Métaux divers	Hemlak mines	2 016			
1910	Métaux divers	El Buen Despaches en El Oro	1 040		Agents financiers Pichon, rue Bergère ; Banque de l'union française	
1910	Métaux divers	New Kleinfontein	3 640			
1910	Métaux divers	Stronghold mines	155			
1910	Métaux divers	Loncly Reef gold	6 829		Kahn A.	
1910	Métaux divers	Minas Pedrazzini gold & silver	2 590		Banque franco-américaine	
1910	Métaux divers	East Rand proprietary mines		36 750	Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue Taitbout	
1910	Métaux divers	Francia gold & silver	1 250		Banque mutuelle ; Banque française des colonies, 24 rue Vivienne	

1911	Métaux divers	Gold mining and milling	3 000			
1911	Métaux divers	El Barrero	1 032			
1911	Métaux divers	Cobar	4 550			
1911	Métaux divers	?? El Nazero	3 200		Mercurio banquier, bd des Italiens	
1911	Métaux divers	Star mining	750			
1911	Métaux divers	?? Mexican mining	525			
1911	Métaux divers	?? mines investment	24 250		Consolidated goldfields of Africa	
1911	Métaux divers	Consolidated mines	4 320		Société française de banque	
1911	Métaux divers	Proprietary mining	1 750		Goerz A.	
1911	Métaux divers	Copper mines	22 229			
1911	Métaux divers	Mines of Rhodesia	27 562		Kahn.A	
1911	Métaux divers	West African mining	252			
1911	Métaux divers	Rand proprietary		37 044	Cie française des mines d'or et de l'Afrique du Sud, 20 rue Taitbout	
1911	Métaux divers	Mexican Mining	600			
1911	Métaux divers	East Smelting and Refining	45			
1911	Métaux divers	Mines of El Oro	1 360			
1911	Métaux divers	Mining	940			
1911	Métaux divers	Eliot	22 500			
1911	Métaux divers	concessions	696		Société marseillaise	
1911	Métaux divers	Exploration and Development				
1911	Métaux divers	de mines métalliques	1 500			

1911	Métaux divers	Diamond mines				
1907	Industries extractives diverses	Central European oilfields	700		Banque des intérêts économiques et industriels	
1907	Industries extractives diverses	Colombia (sté romano-française de pétrole	4 704		Crédit foncier et agricole	
1907	Industries extractives diverses	Eaux du Sahel		1 689	Crédit algérien et Crédit foncier agricole d'Algérie et Banque de Tunisie	
1907	Industries extractives diverses	Korean Waterworks	5 295		Banque franco-américaine	
1907	Industries extractives diverses	Phosphates tunisiens	17 600			
1907	Industries extractives diverses	Spie Petroleum	930		Lipperes H. et Cie	Banque Romergue et Cie ; Banque commerciale tunisienne
1908	Industries extractives diverses	Banden Banden Ltd	250			
1908	Industries extractives diverses	Colombia	1 176 +2 430		Crédit foncier agricole d'Algérie ; Banque de Paris et des Pays-Bas	
1908	Industries extractives diverses	General Phosphate	8 000		Honoré J.	
1908	Industries extractives diverses	General United State	250			
1908	Industries extractives diverses	Ksour's phosphate Cy ltd	250			
1908	Industries extractives diverses	sté des phosphates tunisiens	3 400			

1908	Industries extractives diverses	Stenea tunisien	38 160		Banque impériale privilégiée des pays autrichiens	
1909	Industries extractives diverses	Apostolake	1 020			
1909	Industries extractives diverses	Caisse des redevances	700			
1909	Industries extractives diverses	Central European oilfileds	760 +500		Banque des intérêts économiques et industriels	
1909	Industries extractives diverses	France American consolidated Phosphate cy	250			
1909	Industries extractives diverses	Continental tale Cy	100			
1909	Industries extractives diverses	Phosphates tunisiens	600			
1909	Industries extractives diverses	Plâtrière de Ballah				
1909	Industries extractives diverses	Spies Petroleum	9 100		H. Lippers et Cie	
1910	Industries extractives diverses	Spies petroleum	1 750		H.Lippers et Cie	
1910	Industries extractives diverses	France Wyoming oil	30 980		Banque intermédiaire de Paris	
1910	Industries extractives diverses	Maikop Spie	6 562			
1910	Industries extractives diverses	Anglo Romania petroleum	1 078		Société française de banque anonyme	
1910	Industries extractives diverses	Petroleum maats saltreek lattay	5 200			
1910	Industries extractives diverses	Franklin oil cy	104			

1910	Industries extractives diverses	Oil & ozokarite	252			
1910	Industries extractives diverses	Petroleum revenues				
1910	Industries extractives diverses	Standart oil cy of Maikop Schirvanski	2 772			
1910	Industries extractives diverses	Oran oil				
1911	Industries extractives diverses	Oil royalties trust	660		Banque de participation	
1911	Industries extractives diverses	Spies petroleum	3 000		H. Lippers	Cie des mines d'or de l'Afrique du Sud
1911	Industries extractives diverses	Terghana oil fields	1 700		Banque G. Grilhé ; Banque française des comptes courants	Banque russo- asiatique
1911	Industries extractives diverses	Oil royalties Trust	990		Banque de participation	
1911	Industries extractives diverses	Gleboff Grosny Petroleum	3 500		Banque minière, métallurgique et industrielle ; French Bank of London	
1911	Industries extractives diverses	Oil royalties trust	660		Banque de participation	
1911	Industries extractives diverses	Le Naphte	6 800		Razoviher gers - L. Dreyfus et Cie	

Source : Archives du Crédit lyonnais – Travaux divers n° 41 DEEF 25254.

