

La réforme de la bourse de Paris et l'antisémitisme (1893-1998)

*The reform of the Paris stock exchange and anti-Semitism
(1893-1998)*

Pierre-Cyrille Hautcoeur

Ecole des Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS) et Paris School of Economics (PSE), 48 Boulevard Jourdan, Paris.

E-mail: pierre-cyrille.hautcoeur@ehess.fr

WORKING PAPER N° 04
OCTOBER 2024

Résumé

Les réformes de la Bourse de Paris entre 1893 et 1898 sont l'occasion de manifestations d'antisémitisme qui peuvent ne guère surprendre dans le contexte de l'époque. Les partisans du monopole des agents de change traitent de juifs les membres du marché libre (les coulissiers) qui le remettent en cause. Au-delà de la défense conservatrice d'une corporation privilégiée et de sa contestation libérale, cet épisode permet de mieux comprendre que ce sont deux conceptions du marché financier toujours actuelles qui sont en cause. Les coulissiers privilégient la liquidité, la rapidité d'exécution, les financiers professionnels, les échanges internationaux, au prix éventuellement d'une moindre sécurité et d'une moindre égalité dans l'échange, au détriment sans doute des petits boursicoteurs et de la stabilité du marché. Le débat s'enrichit de l'émergence d'une tierce position socialiste qui renvoie dos à dos libéraux et conservateurs pour proposer une bourse service public privilégiant transparence et sécurité sans que ce soit au profit d'un groupe privilégié, position qui ne prévaut pas mais annonce de nouvelles conceptions de l'économie de marché.

Abstract

The reforms of the Paris Stock Exchange between 1893 and 1898 were the occasion for manifestations of anti-Semitism that are hardly surprising in the context of the times. Supporters of the stockbrokers' monopoly branded members of the free market (the "coulissiers") who questioned it as Jews. Beyond the conservative defense of a privileged corporation and its liberal contestation, this episode helps us to better understand two conceptions of the financial market that are still at stake today. The "coulissiers" favor liquidity and speed of execution,, professional financiers and international exchanges, possibly at the cost of less security and less equality in the exchange and to the detriment of small traders and market stability. The debate is enriched by the emergence of a third, socialist position that pits liberals and conservatives against each other and proposes a public service stock exchange that favors transparency and security, without benefiting a privileged group. This position does not prevail, but it heralds a new view of the market economy.

Cet article est la version développée d'une intervention dans la table-ronde organisée sur le campus Jourdan par Elisa Brunori et Jean-Louis Halpérin à l'occasion de la publication de la traduction française du livre de Francesca Trivellato The Promise and Peril of Credit. What a Forgotten Legend about Jews and Finance Tells Us about the Making of European Commercial Society, Princeton University Press, 2019 (traduction française par Jacques Dalarun, Juifs et capitalisme, aux origines d'une légende, Seuil, 2023).

Il est à paraître dans Annales. Histoire, sciences sociales.

This paper is the written French version of my statement in a debate about Francesca Trivellato's last book: The Promise and Peril of Credit. What a Forgotten Legend about Jews and Finance Tells Us about the Making of European Commercial Society, Princeton University Press, 2019.

It is forthcoming, in both English and French, in Annales. Histoire sciences sociales, Cambridge UP and Ed. de l'EHESS, 2025.

Introduction

Les travaux de Francesca Trivellato travaillent la grande et classique question de l'émergence du marché à l'époque moderne, d'un monde de contrats entre acteurs économiques égaux et anonymes dans une société où les personnes sont encore caractérisées avant tout par leurs statuts. Elle mobilise à cet effet, avec hardiesse et bonheur, des historiographies souvent étanches les unes aux autres, microstoria et histoire globale, histoire culturelle et histoire économique, histoire du droit et histoire du judaïsme¹. Pour l'historien économiste contemporanéiste trop enclin à parler de modernité, la lecture est salubre et stimulante. On sait certes qu'en Europe le développement des échanges et du crédit n'a pas lieu alors que dans les interstices d'une société qui lui est apparemment hostile tant pour des raisons religieuses que de hiérarchie sociale. Des solutions sont inventées pour concilier les deux, en particulier la séparation entre le monde ordinaire et celui des marchands. En particulier, on réserve à ces derniers la faculté d'utiliser certains contrats particuliers et d'être, pour leurs actes commerciaux, jugés par des tribunaux distincts selon un droit spécifique qui considère tous les contractants sur un pied d'égalité. Cette solution, qui s'établit au 16^e siècle (et reste en vigueur jusqu'à aujourd'hui en France) contribue à pacifier la tension que produit notamment le crédit en distinguant entre ses différentes formes. L'étendue de la liberté contractuelle laissée au monde marchand est l'objet de compromis qui varient dans le temps. Au sein même du monde marchand, les conditions de l'échange entre égaux peuvent aussi être violées : les informations privilégiées ou l'accaparement nuisent ainsi à l'égalité dans l'échange et sont prohibés, mais leur identification est difficile, donnant lieu à de multiples solutions pratiques, et ce jusqu'à aujourd'hui. Plus largement, écrit Francesca Trivellato, « même ceux qui croient aux effets bénéfiques de l'essor du crédit privé et public, de nos jours comme par le passé, ne s'entendent pas sur les limites de cette expansion sur le type de surveillance qui pourrait le mieux prévenir la fraude et l'émergence d'oligopoles » (p. 16). Ces contrats sont attaqués comme perturbateurs de la société et leurs parties prenantes, et plus encore leurs concepteurs, sont critiqués comme remettant en cause l'ordre établi. Mais dès lors que les actes de commerce sont légaux, il faut pour les incriminer les accuser de violations des règles du commerce, ou d'y embarquer de force de non-commerçants. Au-delà de comportements particuliers, la tentation est grande d'écarter des concurrents ou de freiner l'expansion du commerce en considérant des catégories d'acteurs comme violant systématiquement ses règles. L'utilisation des Juifs comme boucs émissaires dans ces contextes est une constante de l'histoire européenne depuis au moins le 13^e siècle. Ainsi, « la pérennité de ce type {l'usurier retors} est un indice de l'attractivité – mais aussi de la fragilité – du

¹ Je remercie Paul Lagneau-Ymonet, Eric Monnet, Arnaud Orain, Angelo Riva et Orla Smyth ainsi que les participants à la table-ronde pour leurs remarques très utiles sur une première version de ce texte.

fantasme selon lequel la sphère du marché, avant de prendre et après avoir pris le nom de « capitalisme concurrentiel », serait une zone neutre, non perturbée par les influences extérieures, dans laquelle ne se rencontrent et ne s'affrontent que les forces générées par les échanges commerciaux » (p. 284). Dans *Juifs et capitalisme*, Francesca Trivellato suit un fil aussi long que ténu: les reprises de la légende de l'invention juive de la lettre de change dans une série d'oeuvres juridiques, philosophiques et historiques allant jusqu'à Weber en passant par Montesquieu. Elle montre comment le vieil antijudaïsme médiéval est reconfiguré pour s'adapter au monde des réseaux européens de marchands-banquiers échangeant à grande échelle des lettres de change et pratiquant l'assurance maritime. Mais si on comprend que l'antijudaïsme était exploité pour jeter le doute sur des concurrents ou remettre en cause plus largement l'accès des Juifs à certaines fonctions au nom de pratiques financières opaques ou douteuses, les réformes souhaitables et les organisations nécessaires pour éviter ou sanctionner ces pratiques – elles-mêmes mal spécifiées – ne sont pas vraiment discutées. Or si, comme l'affirme Francesca Trivellato, "l'anonymat du marché est une idée récente (et) reste une réalité insaisissable" (p. 19), c'est une idée qui a bénéficié d'un fort renfort conceptuel avec l'émergence de l'économie politique, et avec le développement des marchés boursiers, devenus sans doute depuis le milieu du XIXe siècle le symbole le plus fort de l'économie capitaliste. Je me propose d'étudier un épisode bien plus tardif durant lequel ce qui est alors devenu l'antisémitisme moderne est exploité dans un débat sur l'organisation des marchés boursiers, qui sont devenus sans doute le symbole le plus fort de l'économie capitaliste depuis le milieu du XIXe siècle. Comme au XVIIe siècle, les « Juifs », spéculateurs louches, sont opposés aux intermédiaires officiels, qui certes ne sont plus présentés comme pieux ou vertueux mais plutôt (est-ce bien différent ?) comme fiables et solides. Cet épisode permet de spécifier beaucoup plus précisément les caractéristiques du bon et du mauvais marché (celui, naturellement, auquel sont assignés les « Juifs ») que ne peut le faire Francesca Trivellato à propos des lettres de change. Il permet aussi de voir émerger, dans le débat proprement politique qui a lieu à ce propos, une forme de tripartition qui casse la congruence entre l'opposition entre pro- et anti-marché d'une part et celle qui oppose les antisémites au reste de la société.

Mondialisation financière et recrudescence de l'antisémitisme

Mon point d'entrée est le seul épisode où j'ai, au cours de mes recherches, observé l'antisémitisme en acte au sein du monde financier, d'ailleurs sans le chercher. Il s'agit du moment où, dans les années 1890 en France, la réglementation de la bourse a été modifiée à deux reprises. Cet épisode éclaire la manière dont différentes conceptions du bon fonctionnement du marché financier se sont

concurrénées et les raisons qui expliquent pourquoi certaines ont pu être attribuées ou assignées aux « juifs ».

Le contexte évidemment n'y est pas étranger. La fin du XIXe siècle connaît une mondialisation économique et financière sans précédent. La baisse des prix qui en résulte provoque une dépression agricole qui motive le retour au protectionnisme (loi Méline, 11 janvier 1892). En matière financière, la France exporte des capitaux en très grande quantité grâce à l'efficace organisation des grandes banques qui placent dans leur clientèle les titres d'états, d'institutions financières ou de chemins de fer étrangers et de marchés boursiers à l'affût des titres étrangers susceptibles d'intéresser leur clientèle. La Bourse de Paris cote alors de très nombreux titres étrangers, qui représentent sans doute environ la moitié de la fortune mobilière des Français. Les engouements sont nombreux, aux causes variées, les déconvenues aussi. Dans les années 1880 et 1890, les krachs et scandales financiers se multiplient : le krach de 1882 reste sans doute la plus grave crise boursière française à ce jour. Initié par les déconvenues à l'étranger de l'Union générale (grande banque créée en 1879), il débouche sur la faillite de la Compagnie des agents de change de Lyon et sur le sauvetage de celle de Paris par la Banque de France. L'économie ne s'en remet pas avant près d'une décennie. Les faillites du Comptoir d'escompte de Paris (1889) et de la Société de dépôts et de comptes courants (1890), comme ceux de la banque Baring à Londres (1890) montrent les risques immodérés (et parfois illégaux) que prennent les banquiers avec l'argent de leurs déposants, notamment à l'international. Projet gigantesque, le canal de Panama en difficulté n'obtient le droit d'émettre de vastes emprunts que grâce à la corruption de nombreux hommes politiques, ce dont la révélation en 1892 déclenche un scandale. Sa faillite est une catastrophe pour de très nombreux épargnants. La presse, enfin libre, s'affirme d'ailleurs en nouveau pouvoir, faisant de la dénonciation des scandales son arme préférée. L'antisémitisme y est lourdement présent, notamment dans la *Libre Parole* d'Edouard Drumont, qui révèle le scandale de Panama (6 septembre 1892), soulignant le rôle de Cornelius Herz et de Jacques de Reinach plus que de ceux auxquels il n'assigne pas d'identité juive. Drumont a d'ailleurs, dans *La France juive* (1886, édition populaire 1892) inventé la conspiration montée par la banque Rothschild qui serait à l'origine de la chute de l'Union générale² (banque aux proximités catholiques revendiquées). Emile Zola, dont *L'Argent* (1890) s'inspire précisément de cet épisode, reprend les tropes antisémites lorsqu'il fait parler ses personnages, au risque d'en être contaminé ponctuellement (il clarifie sa position dans « Pour les juifs », *Le Figaro*, 17 mai 1896). Autre mouvement protestataire, le boulangisme disparaît à peine (en 1891) ; il n'a sans doute évité la dérive antisémite que grâce au rôle d'Alfred Naquet en son sein. L'affaire Dreyfus éclate (Alfred Dreyfus est condamné fin 1894 sans trop de remous, Bernard Lazare

² Jean Bouvier, *Etudes sur le krach de l'Union générale*, PUF, 1960.

publie *La Vérité sur l'affaire Dreyfus* en 1896, le « J'accuse » de Zola est publié dans *L'Aurore* du 13 janvier 1898).

Coïncident donc sur un fond de mondialisation douloureuse et parfois chaotique d'une part un moment exceptionnel en termes de scandales financiers dans lesquels le nationalisme et l'antilibéralisme s'additionnent, et d'autre part une vague violente d'antisémitisme attaquant dès que possible la finance « cosmopolite ». On comprend dès lors mieux combien la xénophobie, le nationalisme et l'antisémitisme ont pu être des ressources efficaces pour les luttes de pouvoir au sein du monde boursier. Mais il nous faut d'abord comprendre l'organisation complexe du marché boursier parisien.

L'organisation boursière

Un débat aigu prend forme à partir de 1893 sur la question de l'organisation de la place boursière de Paris. Celle-ci se caractérise de longue date par une bipolarité marquée³. Légalement, l'intermédiation boursière est assurée par les agents de change, officiers ministériels organisés en une Compagnie officielle. Ils détiennent le monopole des transactions sur les titres « susceptibles d'être cotés » (en pratique, selon une jurisprudence établie depuis 1885 seulement, ceux qu'ils inscrivent à leur cote). A côté de cette institution, les « banquiers en valeurs » ou « coulissiers », dont la plupart ont formé depuis la loi de 1884 un syndicat, réalisent quant à eux des opérations sur les titres non cotés, ainsi que des opérations à terme ou à prime (optionnelles) sur les titres cotés. Le marché organisé par la Compagnie des agents de change (CAC) est surnommé le Parquet, l'autre s'intitule « marché libre » ou « marché en banque » mais est plus familièrement appelé la Coullisse. Ces mots eux-mêmes sont significatifs puisque le « parquet » fait référence à une estrade qui rend visible l'action des agents de change tandis qu'on soupçonne les coulissiers ou « banquiers en valeurs » d'agir « en coullisse », soit derrière la scène, comme l'iconographie de l'époque en témoigne. On retrouve ainsi le thème de l'opacité des pratiques douteuses que Francesca Trivellato commente dans son ouvrage.

La Compagnie des agents de change est l'héritière directe de celle qui fut créée en 1724. Elle en garde des habitudes quasi-corporatives, même si la religion catholique n'est plus ni une condition d'admission ni une pratique collective du groupe. C'est d'autant plus aisé que ses membres sont peu nombreux (60 pendant presque tout le siècle, puis 70 à partir de 1898) ; et se côtoient quotidiennement. La Compagnie se réunit régulièrement, se dote d'un syndic et d'adjoints, et joue un

³ Sur cette organisation et son évolution, voir: Paul Lagneau-Ymonet et Angelo Riva, *Histoire de la Bourse*, Paris La Découverte, 2015.

rôle important dans la vie quotidienne des charges. Celles-ci sont, comme celles des notaires, vénales et transmissibles. Leurs prix atteignent dans la seconde moitié du XIXe siècle des montants élevés (de l'ordre de 2 millions de francs), ce qui impose aux agents de change de se constituer le plus souvent en sociétés. Le « monde » social des agents de change est proche de la grande bourgeoisie d'affaires et de la haute administration. Il se distingue de celui des coulissiers dont la surface sociale et financière est moindre (en moyenne)⁴. On l'a vu, le monopole des agents de change est incomplet, et parfois contourné, et la CAC ne conteste pas aux coulissiers le droit d'échanger des titres non admis à la cote officielle, même si elle n'hésite pas à les leur soustraire en les y cotant dès que les transactions deviennent substantielles. Les opérations des coulissiers sur la dette publique française (la rente) sont également tolérées, dès lors que leur spéculation est plus à la hausse qu'à la baisse, car l'État les juge indispensables à la liquidité du marché, et donc au placement de ses nouvelles émissions⁵. Sur les autres titres de la cote officielle, les coulissiers opèrent plus ou moins selon les moments. La CAC peut aller jusqu'à tenter des procès aux plus entreprenants d'entre eux, notamment en 1859 où une condamnation collective affecte significativement le fonctionnement du marché, mais la mise en œuvre effective du monopole est rendue compliquée par le mode opératoire de la Coulisse, où les opérations sont décentralisées et où beaucoup sont à terme ou optionnelles et ne débouchent pas sur le transfert réel de titres⁶.

Les microstructures des marchés et l'égalité dans l'échange

Pourtant, comme il est bien connu des professionnels au XIXe siècle et comme le théorise de manière détaillée depuis trente ans par un domaine de la théorie financière nommé « microstructures des marchés financiers », il y a bien plus qu'un monopole et sa contestation marginale dans la

⁴ Patrick Verley, « Les opérateurs du marché financier », in Georges Gallais-Hamonno (dir.), *Le marché financier français au 19e siècle*, vol. 2, aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la Bourse de Paris », Paris : Publications de la Sorbonne, 2007, pp. 22-86.

⁵ Le terme de *spéculation* n'est alors pas péjoratif (voir par exemple la définition du Littré) et désigne simplement le fait d'acheter uniquement pour revendre avec profit dans un délai court, par opposition au placement fait pour en tirer un revenu futur. En Bourse, les opérations de spéculation s'appuient notamment sur les contrats dits à terme ou à prime (des contrats passés aujourd'hui pour un achat ferme ou optionnel à une date postérieure à un prix déjà fixé), qui se règlent dans la plupart des cas par l'encaissement ou le versement de la différence entre le prix en question et celui du marché au comptant à la date d'échéance du contrat, et non par la livraison effective de titres. Ces contrats sont largement pratiqués depuis longtemps mais viennent alors seulement d'être formellement légalisés par la loi de 1885.

⁶ Décentralisé signifie ici que les opérations sont réalisées par paires d'échangistes et non en les réunissant tous ; néanmoins pour des raisons d'efficacité en l'absence de communications à distance assez performantes, les coulissiers se réunissent quotidiennement en un même lieu.

coexistence durable de ces deux marchés⁷. Un certain nombre de caractéristiques sont cruciales pour comprendre le fonctionnement du Parquet. Elles sont interdépendantes et forment donc système. Les caractéristiques de la Coulisse font aussi système. On peut ainsi montrer que ces deux marchés sont en fait complémentaires tant par les opérations que par les publics (côté épargnants comme côté émetteurs), mais aussi qu'ils fonctionnent selon des philosophies très différentes, voire opposées⁸.

La norme du fonctionnement du Parquet est établie dans les textes légaux et internes qui le régissent et par la jurisprudence. Sa clef est l'interdiction (répétée depuis 1724, moment de consolidation conservatrice après les désastres de la rue Quincampoix) pour ses membres d'opérer pour leur propre compte : les agents de change sont de purs intermédiaires, qui reçoivent ordres de vente et d'achat et recherchent le prix qui permet de réaliser le plus d'ordres. Ce prix est le résultat de la concurrence parfaite des ordres, au sens où tous *concourent* (comme des droites en un point) à la détermination d'un seul prix, qui est ainsi le même pour tous les clients, tant vendeurs qu'acheteurs. La neutralité de l'intermédiaire est souvent présentée comme une question morale (« on ne peut pas être juge et partie »), mais elle est en fait, en langage économique moderne, la solution organisationnelle d'un problème informationnel : puisqu'il est en mesure mieux que quiconque d'observer les ordres qui convergent vers le marché, l'agent de change risque d'être en mesure d'opérer à gain certain, de jouer à coup sûr en pouvant anticiper ce qui va se passer peu après sur le marché d'un titre. Pour assurer la sincérité du cours qu'ils établissent, ils doivent réunir tous les ordres en un même lieu et à un même instant. Dans le même sens, ils n'ont pas le droit de pratiquer l'application, c'est-à-dire appliquer un ordre de vente à un d'achat au sein de leur clientèle sans les apporter sur le marché, car cette soustraction menacerait la transparence du marché, masquerait l'importance effective des transactions, ce dont, de nouveau, certains pourraient tirer profit. Par hypothèse, selon cette conception du marché, les ordres préexistent au marché, et y sont réalisés.

La transparence passe aussi par le « cri » des cours, c'est-à-dire par leur proclamation publique immédiate après la confrontation publique et orale des ordres⁹. Les clients des agents de change peuvent ainsi aisément vérifier que le cours officiel leur a bien été appliqué. Dans ce cadre, la neutralité des agents de change assure la neutralité du marché envers tous les participants. Leur rémunération

⁷ Pour une présentation du domaine : Frank de Jong et Barara Rindi *The microstructure of financial markets*, Cambridge university press, 2009.

⁸ Je s'appuie ici principalement sur mon article écrit avec Angelo Riva : "The Paris Financial Market in the Nineteenth Century: Complementarities and Competition in Microstructures." *Economic History Review* 65, no. 4 (2012): 1326- 1353.

⁹ La proclamation orale des prix est complétée par la publication rapide de la cote officielle, qui est imprimée dans le sous-sol de la bourse et diffusée immédiatement après la fermeture de la séance. Les pratiques sont connues très précisément par une longue série de manuels : ceux destinés à la formation des agents de change et de leurs commis mais aussi ceux destinés au « spéculateur à la Bourse ».

est assurée par un courtage sur les transactions réalisées, dont le maximum est fixé par le Ministère des finances. Pour parachever la sécurité de leur clientèle, les agents de change garantissent par leur patrimoine individuel et par une caisse commune la bonne fin des opérations qui leur sont confiées, c'est-à-dire la livraison de titres à l'authenticité vérifiée ou le paiement effectif des transactions. Ce marché, sécurisé et transparent, est parfaitement adapté à rassurer les « petits capitalistes » qui gèrent directement leur portefeuille avec un agent de change, sans toutefois avoir la capacité de venir eux-mêmes en bourse. Il correspond aussi exactement à la norme théorique qu'a établie Léon Walras pour le marché de concurrence parfaite, c'est-à-dire celui où l'accès est garanti à tous et où aucun intervenant ne bénéficie d'avantage ou de privilège, d'où résulte un prix à la fois juste et exact, ce que les économistes aujourd'hui considèrent comme le marché par excellence¹⁰.

Si le fonctionnement réel du Parquet ne correspond pas entièrement dans le détail à cette norme, il ne s'en éloigne néanmoins pas beaucoup¹¹. En revanche, la Coulisse ne prétend pas fonctionner ainsi, mais selon une logique qui n'est pas clairement théorisée ni revendiquée à l'époque du fait de la force normative du Parquet, mais qui peut être reconstituée à la lumière de la théorie économique actuelle et de ce que l'on connaît par les contemporains (même si c'est souvent par les archives, en partie biaisées, de la CAC). Le terme même de Coulisse est en partie trompeur dans la mesure où il suggère une organisation homogène, alors que si la plupart des usages sont communs à tous ses participants elle reste longtemps sans véritable organisation. A l'époque qui nous intéresse, le Syndicat des banquiers en valeurs y pourvoit, mais l'admission y est aisée et les contraintes légères (en témoigne le peu d'archives qui en restent). La caractéristique spécifique première des coulissiers consiste dans leur « double capacité » : ils peuvent aussi bien agir en intermédiaires prenant commission (comme les agents de change) qu'acheter ou vendre pour leur propre compte, c'est-à-dire comme des spéculateurs parmi d'autres. Les coulissiers peuvent agir pour leur propre compte parce que leurs opérations ne sont pas aussi centralisées que celles du Parquet puisqu'elles se déroulent

¹⁰ Léon Walras, *Éléments d'économie politique pure* (Paris : Guillaumin, 1874-77). Walras écrit : « Les marchés les mieux organisés sous le rapport de la concurrence sont ceux où les ventes et achats se font à la criée, par l'intermédiaire d'agents tels qu'agents de change, courtiers de commerce, crieurs, qui les centralisent, de telle sorte qu'aucun échange n'ait lieu sans que les conditions en soient annoncées et connues et sans que les vendeurs puissent aller au rabais et les acheteurs à l'enchère. Ainsi fonctionnent les bourses de fonds publics, les bourses de commerce, les marchés aux grains, au poisson, etc. » (p. 44). Dans les *Études d'économie politique appliquée* (Lausanne : F. Rouge, 1898), Walras confirme à propos des opérations de bourse : « le marché sur lequel elles s'effectuent est le marché type, en ce sens qu'il est rigoureusement organisé sous le rapport de la concurrence » (p. 408).

¹¹ En pratique, ainsi, les titres les plus activement échangés peuvent donner lieu à plusieurs prix dans la journée après le « fixing » initial (dont la procédure correspond à ce qui a été décrit plus haut) ; tous ces prix sont néanmoins criés et publiés, et les ordres qui sont à leur origine sont aussi proclamés publiquement, comme dans des enchères. Des applications peuvent aussi avoir lieu au fixing dans des conditions contrôlées.

« au fil de l'eau ». De ce fait, les coulissiers apportent une immédiateté supérieure à celle des agents de change : leurs clients peuvent faire affaire dès lors qu'ils trouvent un coulissier intéressé. Toutefois, cet avantage pour le client en termes de liquidité ne va pas sans risque. En effet, comme le prix est construit bilatéralement, il peut varier d'une transaction à l'autre, d'un client à l'autre, d'un coulissier à l'autre. La concurrence entre les coulissiers assure sans doute que les écarts restent faibles, mais un client pressé ou peu informé peut le payer cher. À la différence du Parquet, la Coulisse n'est en effet pas soucieuse de l'égalité entre ses clients : les plus importants peuvent négocier les courtages, être servis en premier, obtenir de meilleurs prix. Elle peut différencier ses tarifs et ses marges en fonction des risques : ainsi le *spread* (l'écart entre ses prix d'achat et de vente pour un même titre au même moment) est-il élevé pour les titres nouveaux, en cours de placement, mais faible pour la dette publique ou autres titres bien établis. Les coulissiers peuvent aussi exploiter en continu leur information sur les ordres qu'ils reçoivent. La transparence n'existe pas : les opérations ont lieu de manière décentralisée, leurs prix ne sont connus que des parties à la transaction¹². Les cours publiés par les journaux pour les valeurs de la Coulisse sont collectés par certains coulissiers ou par les journaux eux-mêmes et leur véracité n'est pas garantie, ce qui peut s'avérer un problème sérieux à une époque connue pour la vérialité de la presse financière¹³. Enfin, les opérations effectuées avec un coulissier ne sont garanties que par ses propres capitaux, aucune solidarité n'existant avec ses pairs. C'est donc d'abord, là aussi, leur réputation au sein de réseaux professionnels qui assure leur existence, ce qui est cohérent avec une activité moins tournée vers les particuliers que vers les financiers. Sans surprise, tandis que les clients des agents de change sont principalement nationaux, les coulissiers assurent les connexions internationales et les arbitrages qu'elles permettent entre différentes places financières, à une époque où nombre d'emprunteurs internationaux émettent simultanément sur plusieurs de ces places. On ne s'étonnera pas que la logique de la Coulisse n'est pas de constituer une plateforme d'intermédiation au service du marché mais de *faire* le marché, une logique d'efficacité plus que de justice formelle : la liquidité qui y règne assure aux clients la réalisation rapide et satisfaisante de leurs

¹² Cela se rapproche de la forme théorisée alors par l'économiste britannique Francis Ysidro Edgeworth ; voir notamment sa recension des *Eléments* de Walras, dans Peter Newman (dir.), *F.Y. Edgeworth Mathematical Psychics and Further Paper on Political Economy*, Oxford & New York : Oxford University Press, 2003. Les premiers travaux d'Edgeworth sur l'équilibre de marché avec échanges décentralisés datent de 1889. La question de savoir si les prix d'échanges décentralisés convergent vers ceux du marché centralisé donnera lieu à une importante littérature économique postérieure (voir Andrés Alvarez, « Price-takers vs. Great Numbers: a Critique of the Edgeworth - Walras Convergence à la Debreu - Scarf », *Cahiers d'économie politique*, 63, 2, 2012, p.77-107).

¹³ Vincent Bignon et Marc Flandreau, « The Economics of Badmouthing : Libel Law and the Underworld of the Financial Press in France before World War one », *Journal of Economic History*, 2011. Un journal est cependant publié depuis les années 1870 par l'une des maisons de Coulisse les plus connues et acquiert peu à peu une réputation de fiabilité.

opérations. Les plus actifs, les plus entreprenants, les mieux informés, parfois aussi les plus puissants ou les plus aventureux réalisent un gain plus élevé à l'échange, qu'ils soient clients ou intermédiaires.

Les deux marchés fonctionnent ainsi de manières structurellement différentes. Ils sont à la fois concurrents (à la marge) et complémentaires (en termes de clientèles, de tailles d'opération, de types de titres), les caractéristiques techniques de chacun faisant système. La clientèle du Parquet comprend de nombreux particuliers, peu informés et prudents, qui opèrent surtout au comptant et demandent beaucoup de garanties¹⁴. Cette dispersion implique des capacités techniques importantes de compensation (entre les titres et les paiements des différents intermédiaires) et de livraison. Or une compensation multilatérale demande une organisation très structurée. Elle suppose aussi une confiance entre les participants puisque des créances sur l'un peuvent être remplacées par des créances sur d'autres. L'existence d'une organisation stricte capable de surveiller et de sanctionner ses membres en est la condition. Le bon fonctionnement du Parquet requiert ainsi un nombre limité d'agents de change, qui acceptent une solidarité financière forte, donc exigent des garanties élevées et un contrôle sur les admissions au sein de leur « corporation ». C'est encore plus le cas pour la garantie collective donnée à la bonne fin des opérations, et qui constitue un élément essentiel de l'attractivité du Parquet auprès des particuliers¹⁵. Inversement les professionnels et investisseurs informés se savent responsables des risques qu'ils prennent dans une Coulisse où ni solidarité collective ni compensation centralisée n'existe¹⁶. Et la Coulisse n'a pas non plus besoin d'une organisation intégrée parce qu'elle se concentre sur de grosses opérations à terme et à prime pour lesquelles la liquidation est plus simple¹⁷.

¹⁴ Les économistes libéraux de l'époque insistent régulièrement, pour des raisons politiques, sur le nombre élevé des "petits porteurs", mais la détention de titres, en particulier d'actions, reste très concentrée. Cf. Thomas Piketty, Gilles Postel-Vinay et Jean-Laurent Rosenthal, « Wealth Concentration in a Developing Economy : Paris and France, 1807-1994 », *American Economic Review*, 96, 1, mars 2006, p. 346-256, en réponse implicite aux "cheminots de l'épargne" d'Alfred Neymark (*Finances contemporaines*, Paris : F. Alcan, 1902-11). Il reste que les transactions sont intenses sur des titres comme la rente sur l'Etat et les obligations des grandes compagnies de chemins de fer ou du Crédit foncier (d'ailleurs garanties par l'État) qui totalisent certainement plus d'un million de porteurs.

¹⁵ Le fait que le Parquet soit conçu pour les particuliers, y compris relativement « petits » ne veut pas dire que les professionnels n'y opèrent pas. Leurs opérations, en particulier à terme, représentent même l'essentiel du volume total, et la sécurité a aussi une valeur à leurs yeux.

¹⁶ On notera d'ailleurs que la bourse de Londres, où les intermédiaires ont le plus souvent la double capacité, a vu bien plus tôt qu'à Paris les particuliers cesser d'effectuer leurs placements directement et recourir à des fonds d'investissement, qui sont déjà assez développés à l'époque qui nous intéresse. Cf. David Chambers et Rui Esteves, « The First Global Emerging Markets Investor : Foreign and Colonial Investment Trust, 1880-1913 », *Explorations in Economic History*, 52, avril 2014, pp. 1-21 Janette Rutterford, « Learning from One Another's Mistakes : Investment Trusts in the UK and the US, 1868-1940 », *Financial History Review*, 16 (2), 2009, pp. 157-81

¹⁷ Même si ce n'est pas son point le plus fort relativement, les opérations à terme sont également très importantes au Parquet, dont les garanties de sécurité de la bonne fin des transactions a d'ailleurs fini par

Si Parquet comme Coullisse peuvent ainsi être vus chacun comme cohérent, voire comme faisant conjointement système, il n'en reste pas moins qu'ils sont d'abord perçus comme opposés par des commentateurs qui contrastent les opérations réalisées en toute sécurité et au vu de tous et celles qui se déroulent dans l'ombre et à risque ; d'un côté les respectables officiers ministériels, de l'autre, de douteux intermédiaires, parfois étrangers et souvent tenus pour juifs.

Les réformes et le dévoilement des positions

Deux réformes du fonctionnement du marché boursier ont lieu en 1893 et 1898 en sens opposés, et permettent de comprendre les attitudes des différentes forces politiques sur ce sujet, et plus largement leur philosophie politique du marché. Si chacune des deux réformes a son origine immédiate, le débat est unique et nous le traitons en un seul bloc pour éviter redites et confusions. Dans les deux cas, le contexte donne l'occasion à quelques députés de pousser une réforme, mais le résultat est longtemps incertain et le débat public joue un rôle important. Ainsi, la première réforme est initiée par Antoine Jourde, l'un des premiers députés socialistes récemment élus à la Chambre¹⁸. Pour répondre aux scandales financiers, il propose une taxation des opérations de bourse. Alors que le gouvernement est initialement réticent, Jourde obtient l'adoption de l'impôt le 12 décembre 1892 grâce au ralliement des conservateurs de tradition catholique hostile à la finance et à une opinion publique mobilisée et. C'est alors seulement que notre débat spécifique commence. Sitôt l'impôt adopté à leur grand dam, coulissiers et agents de change rivalisent pour le payer. Le paradoxe n'est qu'apparent, car de fait, la question technique du versement de l'impôt remet en cause le modus vivendi existant entre eux. Si seul un agent de change peut payer l'impôt, les coulissiers seront forcés de passer par eux sauf à se mettre en situation de fraude fiscale. Inversement faire payer l'impôt aux coulissiers conduirait à légaliser leur activité et à supprimer le privilège des agents de change.

Le débat parmi les experts est vif. Il porte en premier lieu sur la question du monopole des agents de change, les coulissiers devenant les hérauts de la concurrence. Les banques, qui font en cachette des applications entre les ordres de leur clientèle et utilisent la Coullisse pour placer les titres qu'elles émettent, défendent la légalisation de la Coullisse au nom de la lutte contre les monopoles¹⁹. Les

convaincre politiciens et juges de la nécessité de légaliser ces opérations en 1885. Cf. Paul Lagneau-Ymonet et Angelo Riva, « Trading forward : the Paris Bourse in the nineteenth century », *Business History*, 60, 2, 2018, pp. 257-80.

¹⁸ Sur le contexte politique de la réforme, voir Elsa Massoc, "Taxing stock transfers in the first golden age of financial capitalism: political salience and the limits on the power of finance." *Socio-Economic Review*, XVII, 3, juillet 2019, pp. 503-522.

¹⁹ Il n'est pas jusqu'aux notaires qui ne pratiquent occasionnellement des applications, comme il est déjà mentionné dans l'ouvrage de Mollot, *Bourses de commerce, agents de change et courtiers* (3^e édition,

économistes libéraux attaquent le monopole des agents de change et contestent qu'ils aient commis moins d'entorses à la moralité que les coulissiers²⁰. C'est de fait un terrain d'affrontement politique possible. La France des années 1890 n'a pas de lois contre les monopoles mais contre l'accaparement, qui se focalise sur l'impact sur les prix plus que sur l'organisation supposée monopoliste. Une partie des conservateurs sont acquis à l'idée qu'il faut laisser émerger de grandes entreprises qui stabiliseront les marchés et protégeront contre les géants étrangers, tandis que les « républicains » sont en général libéraux et pro-concurrence²¹. Dans le cas de la bourse, discuter du monopole des agents de change risque néanmoins de masquer le problème le plus important : les risques d'abus d'information ou de position dominante non pas des intermédiaires mais des parties prenantes des échanges. Comme le fait remarquer la CAC, l'organisation centralisée (et donc par principe monopolistique) qu'elle met en œuvre assure la concurrence sur ce marché bien plus important que le marché du service d'intermédiation. L'ouverture de ce dernier risquerait de laisser les mains plus libres à l'exercice de pouvoir de monopole sur le marché des produits financiers eux-mêmes. Or s'il est possible de contrôler les profits des agents de change, il le serait moins de même simplement observer ceux des parties prenantes du marché financier en général. Dans les débats des économistes de l'époque, l'un des points clefs est que des échanges décentralisés risquent d'aboutir à ce que les échangistes les plus puissants puissent obtenir un partage plus favorable du gain conjoint à l'échange. Il n'est donc pas surprenant que dans le débat entre Coullisse et Parquet les grandes banques, seules à pouvoir peser sur le marché si son organisation leur laisse les mains libres, prennent le parti de la première²². En réponse, elles critiquent l'argument de la sécurité supérieure du Parquet en rappelant que le dernier syndic de la compagnie a refusé de payer les dettes de deux agents qui ont fait faillite pour des opérations irrégulières en 1886 et 1888.

Dans ce débat technique complexe, la mobilisation de l'opinion pèse fortement. Les archives de la CAC montrent qu'elle n'hésite pas à distribuer de larges subsides à la presse pour soutenir ses positions, y compris par des arguments nationalistes et antisémites (alors même que plusieurs agents

Paris : Cotillon, 1853). Dès les années 1870, un *Journal des valeurs non cotées*, propriété de la Caisse des intérêts financiers et industriels, publie un certain nombre des prix qu'ils établissent, ce qui témoigne de leur désir de prendre leur place sur le marché. A partir de 1896, suite à l'ouverture du marché boursier, il s'intitule même *Cote authentique des valeurs de bourse et de banque vendues devant notaires* et survit même à la restauration du monopole.

²⁰ Alphonse Courtois, « La Bourse de Paris, agents de change et coulissiers, la spéculation, étrangers et juifs », *Journal des économistes*, XIII, mars 1893, pp. 329-37.

²¹ Alessandro Stanziani. « Marchés à terme, accaparement et monopoles en France, fin XVIIIe-1914 », in Nadine Levratto et Alessandro Stanziani (dir.) *Le capitalisme au futur antérieur*, Bruylant, 2011 et Riccardo Rosolino, *Coutervailing powers. The political economy of market, before and after Adam Smith*, Palgrave, 2020).

²² Rodolphe Dos Santos Ferreira, « Guerre et paix. Variations sur la notion de concurrence au siècle de Cournot », *Revue économique*, 55, 3, mai 2004, p. 543-56.

de change sont juifs, le plus récent étant nommé en 1893). En particulier, elle fournit des listes de coulissiers mentionnant ceux qui sont considérés comme juifs ou allemands²³. Un regard rapide sur la presse à partir de Gallica est sans équivoque. Ainsi, *L'intransigeant* du 25 février 1893 rend compte du débat parlementaire, reprend les chiffres de la CAC sur les coulissiers étrangers, et conclut : « Les deux tiers des coulissiers sont des étrangers qui spéculent à leur gré avec l'or des naïfs sur le marché français », suggérant « qu'on expulse purement et simplement tous les juifs allemands ou italiens qui viennent voler en France l'argent de nos nationaux ». Ailleurs : « Il est incontestable que les agents de change, qui sont Français, tandis que la coulisse est composée en grande partie de Juifs allemands, présentent plus de garanties que les coulissiers qui, pour toucher un courtage quelconque, inondent le marché de papiers absolument fantastiques » (*L'Or et l'argent*, 16 octobre 1895, p. 1). Sans évaluer la fréquence de tels propos, il ne fait aucun doute qu'ils sont tenus sans restriction, et que si le nationalisme est systématique, l'antisémitisme est au moins fréquent. Les coulissiers répondent d'ailleurs en moquant cet antisémitisme d'un autre temps, mais non sans mobiliser eux-mêmes la presse²⁴. Il semble donc bien que l'antisémitisme ait servi concrètement d'instrument de mobilisation de l'opinion en faveur du Parquet, malgré la technicité de la question.

En 1893, ce débat s'achève dans le sens libéral du gouvernement : la Coulisse obtient le droit de payer l'impôt, ce qui de fait légitime ses opérations sur tous les titres et supprime le monopole des agents de change. Dans les années qui suivent, les deux marchés continuent à fonctionner parallèlement. La Coulisse réalise les deux-tiers des recettes de l'impôt, bien que les opérations à terme et optionnelles, sa spécialité, soient moins taxées que les opérations au comptant. Mais en novembre 1895 un krach affecte les titres de mines d'or sud-africaines qui ont été massivement introduits par la Coulisse dans les années précédentes. Le Parquet en profite pour reprendre l'initiative et obtient du gouvernement conservateur de Méline le retour au monopole, qui s'accompagne d'une institutionnalisation de la solidarité au sein du Parquet mais débouche sur l'exil à Bruxelles d'une partie

²³ Pierre-Cyrille Hautcoeur, Amir Rezaee et Angelo Riva, « Competition between securities markets: stock exchange industry regulation in the Paris financial center at the turn of the twentieth century », *Cliometrica*, 17, 2023, p. 261-299.

²⁴ Ainsi, une feuille de chou domiciliée square de la Bourse, face au Crédit Lyonnais, lieu habituel de réunion de la Coulisse, ironie dans un éditorial du 27 février 1898 (en plein débat parlementaire) sur l'antisémitisme des agents de change et sur leur abandon de leurs traditions catholiques (*Le Knouteur*, 27 février 1898, p. 1). Plusieurs journaux reprennent une information de *L'intransigeant* annonçant la création d'un journal par un groupe de coulissiers « juifs, syriens, levantins et surtout allemands, furieux de voir leurs intérêts menacés, battus en brèche au profit des maisons de Bourse françaises » (*Le courrier de Tarn et Garonne*, 18 mars 1898), et soupçonnent ce journal d'être aussi dreyfusard.

des opérations de la Coulisse et sur une relative stagnation des opérations pendant les deux décennies suivantes²⁵.

La durée du débat a conduit à une meilleure compréhension de ses enjeux chez les hommes politiques, et à la construction de trois positions distinctes. Le 8 mars 1898 René Viviani fait un discours fleuve à la Chambre contre l'amendement qui rétablit le monopole. Il démontre une compréhension profonde des protections qu'offrent les obligations légales du Parquet, et milite pour leur généralisation. Il estime possible d'ouvrir le Parquet à tous les intermédiaires, sous réserve d'un examen de compétence et de critères formels d'honnêteté²⁶. Il ne croit pas que l'entre-soi des agents de change soit une nécessité, mais pas non plus que la généralisation de la double capacité (sur le modèle londonien) assurerait une concurrence suffisante pour remplacer la neutralité des intermédiaires : les deux groupes sont renvoyés dos à dos. Il rappelle d'ailleurs leur coopération quotidienne et leur complicité dans nombre d'affaires douteuses. Il souligne le peu de cas qu'ils y ont fait de l'intérêt national (et ce quelle que fût leur nationalité). Il plaide finalement, comme Walras d'une certaine manière, pour une bourse « service public » ou infrastructure chargée de l'établissement neutre et presque mécanique des prix justes, pour une bourse garante d'une concurrence non biaisée entre tous les acheteurs et vendeurs de titres plutôt que visant au maximum de liquidité²⁷. Pour que cette bourse ne dévie pas de sa neutralité et de l'intérêt public, il demande même son contrôle par la Cour des comptes. Il clarifie ainsi une nouvelle et troisième position par rapport à la position « corporatiste » des conservateurs défenseurs des agents de change et à la position libérale tendant à fusionner marché de l'intermédiation et marché des titres²⁸. Cette troisième voie, on le sait, est aussi hostile à l'antisémitisme qu'elle l'est au marché dérégulé²⁹. S'introduit donc

²⁵ Cf. l'intervention de M. Tricard, vice-président de la Chambre syndical des coulissiers devant la commission du budget le 23 janvier 1893, où il donne l'exemple d'un titre passé lors du *modus vivendi* de 1892 de la Coulisse au Parquet, et affirme que la négociation de grosses opérations est devenue plus lente et difficile, de sorte que les transactions ont fortement diminué (*Paris-Capital*, 25 janvier 1893, p. 1). Il prétend aussi que les prix obtenus sont moins volatiles, ce que notre recherche empirique récente contredit, démontrant ainsi les profits qu'en tirent les coulissiers ou autres arbitragistes (Hautcoeur, Rezaee et Riva, op. cit.).

²⁶ *Journal officiel*, séance du 8 mars 1898.

²⁷ On rappelle l'image usuelle sur le rôle des intermédiaires pour Walras : les « commissaires-priseurs ». Sur cette position de Walras, voir Pierre Dockès et Jean-Pierre Potier, « Léon Walras et le statut de la concurrence : une étude à partir des *Éléments d'économie politique pure* », in Guy Bensimon (dir.), *Histoire des représentations du marché*, Paris : Michel Houdiard, 2005, et Jean-Pierre Potier, « Léon Walras, un économiste socialiste libéral », in Jean-Louis Fournel, Jacques Guilhaumon et Jean-Pierre Potier (dir.), *Libertés et libéralisme, formation et circulation des concepts*, ENS éditions, 2012. On notera qu'à l'époque Walras, socialiste, est très mal reçu par les économistes français dominés par un libéralisme souvent doctrinaire.

²⁸ Sur la tripartition politique de la Belle Époque, voir Julia Cagé et Thomas Piketty, *Une histoire du conflit politique. Elections et inégalités sociales en France, 1789-2022*, Paris : Le Seuil, 2023.

²⁹ Viviani dit clairement qu'il est méfiant envers des financiers souvent prompts à aller contre l'intérêt national, et ce « qu'ils soient Français depuis trois siècles ou depuis trois jours » (op. cit. p. 1064).

un raisonnement qui disjoint antisémitisme et demande de régulation financière, alors qu'ils avaient été jusque-là réunis par une large fraction de la droite conservatrice.

Cette troisième voie, bien sûr, ne saurait alors devenir majoritaire, et c'est finalement la tentation du conservatisme qui l'emporte. Le gouvernement Méline appuie l'amendement Fleury-Ravarin, qui rétablit de facto, via le bordereau nécessaire au paiement de l'impôt, le monopole des agents de change.

Conclusion

Dans les années 1890, un débat public et parlementaire autour d'un impôt marginal et de l'organisation du marché boursier révèle des divergences profondes. D'un côté les « républicains » font confiance à l'ordre spontané de la finance peu régulée. De l'autre les conservateurs invoquent un souci d'ordre moral et une inquiétude nationaliste pour requérir une réglementation de tradition corporatiste. Les premiers sont partisans de la Coulisse, marché libre où la spéculation permet de créer une forte liquidité. Les seconds privilégient la sécurité des « petits porteurs », rentiers faisant peu de transaction et se méfiant des intermédiaires, spécialement s'ils sont étrangers ou juifs. L'assimilation des coulissiers aux étrangers et aux juifs, alors conjointement accusés d'avoir détourné l'épargne française vers des aventures étrangères inconsidérées – voire d'avoir travaillé au profit d'intérêts étrangers – permet aux agents de change de tirer profit de l'antisémitisme ambiant pour, finalement, maintenir et même renforcer leur monopole. Face à ce ballet opposant libéraux et conservateurs catholiques depuis des siècles – une histoire que l'étude récente de Francesca Trivellato éclaire –, de nouveaux acteurs apparaissent en cette fin de siècle : les socialistes. Ceux-ci mettent en avant une exigence de justice politique et économique pour proposer une réglementation qui revendique aussi l'efficacité au nom de l'autorité de la science. Ils privilégient les prix justes sur la liquidité, l'épargne durable sur la spéculation, rejettent tant les privilèges des agents de change que les délits d'initiés des coulissiers, au profit d'une bourse neutre, service public des prix. Comme les libéraux, ils condamnent tout antisémitisme. Comme les conservateurs, ils soulignent les risques du capitalisme libéral. S'ils ne gagnent pas, ils contribuent néanmoins au développement de l'idée que des institutions de marché neutres et efficaces peuvent être instaurées par l'État, une idée qui les précède mais fleurira en partie grâce à eux au XXe siècle. Plus d'un siècle plus tard, le compromis établi en 1898 a été emporté, mais

L'humanité nouvelle sera encore plus claire : « Il y a des banquiers juifs, c'est vrai ; mais est ce que ces banquiers pratiquent l'usure et la faillite fructueuse autrement que les banquiers non juifs ? (...) Nous sommes adversaires des juifs bourgeois et capitalistes parce qu'ils sont bourgeois et capitalistes et non parce qu'ils sont juifs » (1^{er} janvier 1900, p. 1).

la garantie de l'égalité dans l'échange reste un enjeu pour nos sociétés, et les positions débattues aujourd'hui ne sont guère différentes de celles que nous venons de discuter.