Zeitschrift: Revue syndicale suisse : organe de l'Union syndicale suisse

Herausgeber: Union syndicale suisse

Band: 25 (1933)

Heft: 2

Artikel: Un régime nouveau de la bourse des valeurs et des opérations d'émission? Part 2

Autor: Liechti, Adolphe

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-383891

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 13.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Un régime nouveau de la bourse des valeurs et des opérations d'émission?

Etude d'*Adolphe Liechti.*

II.

La politique suivie par nos banques dans le domaine de l'admission des titres à la cote en bourse constitue aussi un chapitre peu reluisant de l'histoire de ces banques. L'admission d'une valeur à la bourse revêt une grande importance, parce que d'elle dépend dans une forte mesure l'augmentation de sa capacité de circulation. De nombreuses valeurs ne sont pas placées sur le marché capitaliste par voie d'une émission unique, mais elles ne le sont que successivement, par introduction dans les bourses. Lorsqu'il s'agit de titres étrangers, cette introduction en bourse acquiert une importance particulière, du point de vue de l'économie générale, attendu qu'une grande partie de l'exportation des capitaux s'effectue de cette manière.

Or, une situation regrettable a toujours existé dans nos bourses suisses. Dans l'importante question de l'admission à la cote, la décision n'appartient pas, en fin de compte, à une instance indépendante, désintéressée en l'espèce, à laquelle incomberait la défense des intérêts de la collectivité. Sur cette grave question, le mot décisif appartient en fait aux banques chargées de l'émission, intéressées à recevoir les commissions, bien que, dans les cantons de Zurich et de Bâle-Ville, le canton ait conservé toutefois un certain droit très modeste d'intervention.

A Zurich, par exemple, le comité de l'Association de la bourse des titres, qui est compétent pour accepter ou refuser l'admission à la cote, est composé de trois représentants des grandes banques et de trois représentants des banques privées. Récemment encore ces trois derniers mandataires étaient délégués par des maisons ayant un intérêt particulier aux émissions, tandis que, au surplus, le membre président et dirigeant appartenait aux mêmes milieux. Jusqu'à ces derniers temps, la décision sur l'admission ou la non-admission à la cote appartenait de façon définitive à la libre appréciation du comité de la bourse des titres. On n'avait, contre cette décision, qu'un droit de recours à la Direction de l'économie publique. Ce n'est que dernièrement, qu'ensuite d'un changement d'interprétation du § 12 de la loi zurichoise sur la bourse, qu'il a été décidé que chaque demande d'admission d'un titre en bourse devait être soumise aux organes officiels et acceptée ou refusée par la Direction de l'économie publique.

A la bourse de Bâle, la décision définitive sur la question de l'admission de titres appartient, depuis 1896, à la Commission officielle de la bourse, qui ne doit cependant procéder qu'à un

examen superficiel, plutôt extérieur, peu approfondi, de la valeur des titres à émettre. Les émetteurs ont, il est vrai, l'obligation de publier un prospectus, dont la teneur en est fixée par des prescriptions légales, mais ces dernières sont peu sévères.

Enfin, à Genève, cette citadelle du libéralisme, l'influence de l'Etat se borne à ceci, que le gouvernement a le droit d'interdire l'admission à la cote que si un titre ne possède pas de fondement juridique et si le pays, dont il provient, interdit les négociations de titres suisses.

L'esprit mesquin du fédéralisme et de l'indépendance cantonale a toujours eu des conséquences déplorables dans la réglementation, par la législation boursière, de l'admission à la cote. Si un titre douteux n'a pas été accepté dans un canton où cette admission est quelque peu réglementée, par exemple à Bâle-Ville, il est accueilli facilement, en revanche, à Zurich ou Genève. En 1916 déjà, le banquier Alfred Sarrasin avait signalé cet état de choses abusif, mais sans que cet avertissement ait servi à quoi que ce fût. Dans ces conditions, toute politique de cotation, qui cherche à défendre les intérêts de la collectivité, est vouée d'avance à l'insuccès.

Un fait montre éminemment combien la politique d'admission des titres en bourse, pratiquée par nos grandes banques, a toujours été dictée par des intérêts privés, intéressés à bénéficier de la commission d'émission, et non par ceux de la collectivité. L'introduction à nos bourses de titres étrangers spéculatifs a constamment eu lieu lorsque les cours de ces valeurs étaient très élevés et incontestablement exagérés. Un correspondant écrivait, par exemple, dans la *Nouvelle Gazette de Zurich* du 21 novembre 1928, à l'occasion de l'introduction des actions de la *Royal Dutch Co.:* « Il est curieux, en tout cas, que des introductions de ce genre ne se produisent jamais que lorsque le cours des titres en question est élevé . . . Nous ne sommes pas adversaires de bons titres étrangers, mais nous protestons contre le fait que ces titres sont, en général, introduits chez nous à des cours élevés, puis contre cette pratique de les abandonner à leur sort peu après avoir été admis à la cote. » On peut en dire autant des actions Kreuger qui, en 1928, furent introduites dans nos bourses au cours insensé de 1375. Même si le dividende de 30 %, payé alors par Kreuger, avait reposé sur des bénéfices réels correspondants, au lieu de reposer sur des bilans fictifs, ces titres introduits à un tel cours n'auraient produit pour les capitalistes suisses qu'une rente de 3 %. Il fallait s'attendre dès lors avec certitude suivant les règles de l'économie capitaliste, à une forte baisse des cours. Même si l'on admet (en y mettant de la bienveillance) que les falsifications de Kreuger et son effondrement ne pouvaient pas être prévus (il y a cependant un banquier, Somary, qui avait prévu cette chute comme fatale), l'admission des titres Kreuger à ce cours insensé constituait alors déjà un avantage absolument

gratuit à Yvar Kreuger de plusieurs douzaines de millions de capital appartenant à notre économie nationale. La catastrophe, on le sait, a coûté environ 250 millions de francs. Ce chiffre, soit dit en passant, est de 50 millions supérieur au montant que produirait en une période fiscale de quatre années l'impôt de crise, qui est tellement en butte aux attaques des capitalistes. Les actions de la soie artificielle *Bemberg et Glanzstoff*, les actions de la *Continentale Linoleum A.-G.*, dont les cours d'introduction s'élevaient au 345 % de la valeur nominale et dont le malheureux sort est encore dans toutes les mémoires, de même que les actions de la *I. G. Chimie*, sont des exemples de ces introductions en bourse insensées, à des cours manifestement beaucoup trop élevés, introductions qui n'ont été possibles que parce que les banques ne pensaient qu'à leurs commissions et parce que les capitalistes étaient pour ainsi dire hypnotisés par la psychose de la bourse.

Cette psychose de la bourse était générale; on pouvait la constater pour toutes les actions cotées et elle portait les cours à des hauteurs absolument folles. Dans tous les pays capitalistes, cet état d'esprit a été favorisé en grande partie par le système pratiqué par les banques de permettre trop facilement dans des buts de spéculation l'admission à la cote de la bourse *.

Si l'on se demande, maintenant, quels milieux capitalistes ont été les victimes de ce « chambardement » en bourse, qui a été suivi, comme cela se produit chaque fois, par le déchaînement d'une psychose de baisse, il y a lieu d'admettre que, comme toujours encore, ce sont de nouveau, ces dernières années, principalement les petits et moyens capitalistes qui ont fait les frais de l'aventure. Les grands capitalistes ont dû d'ordinaire leur fortune au fait d'avoir remporté des succès financiers en leur qualité de spéculateurs professionnels. Or, il est naturel qu'ils doivent à leurs connaissances et à leur expérience en ce domaine d'être informés beaucoup plus tôt et mieux, du développement ultérieur des cours que les petits capitalistes. Prion en a apporté la preuve indiscutable. Ils sont, de plus, beaucoup mieux en mesure d'influencer le développement des cours dans un sens favorable à leurs intérêts. Le petit capitaliste, en revanche, achète au moment le moins propice; car il attend longtemps avant de se laisser saisir par la psychose de la spéculation; il achète des actions lorsque leurs cours ont déjà été portés à de grandes hauteurs par la spéculation, c'est-à-dire à un moment où la baisse est déjà imminente. D'autre part, lorsque la baisse s'est produite, c'est souvent au moment où les cours sont le plus bas qu'il vend ses titres. Assez souvent d'ailleurs, il y est forcé. Le gros capitaliste, qui a au contraire vendu ses valeurs au moment où elles étaient le plus haut,

---

* Je renvoie sur ce point à mon article « L'influence des bourses de titres et des banques sur la situation économique », qui paraîtra prochainement dans le « Journal de statistique et revue économique suisse ».

les rachète ensuite à un cours ridiculement bas et les conserve dans son portefeuille jusqu'à la nouvelle hausse. Suivant *Sombart* (« Die deutsche Volkswirtschaft im 19. Jahrhundert », 1923, p. 199), ce jeu de hausse et de baisse a comme conséquence finale de vider périodiquement les poches du « public » (en particulier des petits et des moyens capitalistes et précisément lorsque ces poches viennent de se remplir) et de verser une partie considérable de la fortune nationale entre les mains des classes riches.

Si ces transports de fortune se limitaient à ces conséquences, les théoriciens marxistes pourraient encore, somme toute, s'en réjouir. Malheureusement, — et tout politicien sérieux doit s'en alarmer — les pratiques de nos grandes banques et de nos bourses en matière d'acceptation à la cote, pratiques qui, ainsi que nous venons de l'exposer, ne sont inspirées, manifestement, que d'intérêts particuliers et du désir de percevoir des commissions, ont causé à notre économie nationale de très graves pertes de capital, pertes dont les classes ouvrières souffrent, elles aussi, indirectement. Le cas Kreuger n'est qu'un exemple entre beaucoup. Les titres spéculatifs étrangers, dont il est question plus haut, furent amenés dans notre pays par la spéculation précisément, parce qu'il s'agissait de valeurs peu sûres, au sujet desquelles il y avait lieu de s'attendre à de fortes oscillations de cours, — qu'on pouvait même, au besoin, provoquer. Pour satisfaire aux désirs de ces spéculateurs professionnels et à leurs propres besoins de spéculation et de provisions, les instances boursières compétentes, derrière lesquelles se trouvaient, la plupart du temps, les grandes banques, ont trahi — le mot n'est pas trop fort — les intérêts de l'économie nationale.

Que ce déplorable état de choses ait pu subsister, on le comprendrait encore jusqu'à un certain point, si aucune voix ne s'était jamais élevée contre ce système. Mais déjà durant la période de guerre, des tentatives sérieuses furent faites, venant même de milieux bourgeois, pour empêcher, par une réglementation fédérale du régime des émissions et de l'admission à la cote, les abus qui se produisaient alors déjà ouvertement. Or, la ploutocratie de nos banques a tué toutes ces tentatives dans l'œuf.

Les intérêts du public capitaliste cherchant des placements sûrs, intérêts qui, en cette question, étaient identiques à ceux de l'économie nationale, furent impuissants contre ceux de la haute finance. Monsieur le conseiller national Dr Meyer, alors rédacteur en chef de la *Nouvelle Gazette de Zurich*, actuellement conseiller fédéral, publia en 1916, dans le *Journal de statistique et revue économique suisse*, d'intéressantes propositions en vue d'une réforme sur le terrain fédéral, du régime de la bourse. Alors déjà il inséra dans la *Nouvelle Gazette de Zurich* une correspondance dont l'auteur affirmait qu'en Suisse le marché des titres était librement ouvert à tout venant et que nos bourses servaient de champ d'opérations au premier venu. Il déclara prophétiquement qu'il serait plus avantageux pour notre économie nationale de modifier

le régime des bourses, dont les lacunes étaient reconnues même par des représentants considérables de la finance, *avant* que se soient produites des pertes graves pour la collectivité, ceci d'autant plus que les événements, qui allaient se dérouler avant longtemps, rendraient plus probable que jusqu'alors l'éventualité de telles pertes. Les faits qui se sont produits depuis lors lui ont donné pleinement raison. A ce moment-là, le chef du Département fédéral de l'économie publique parut disposé à examiner avec bienveillance la suggestion de M. Meyer tendant à une réforme des bourses par la voie de la législation fédérale. Dans la suite, cependant, cette suggestion, de même que le projet de loi sur les banques élaboré par Landmann, fut ensevelie au plus profond des tiroirs du Département de l'économie publique. Le veto des banques suffit pour qu'aucun parlementaire bourgeois n'osât plus lever le bout du petit doigt. Si l'on en croit *L. Schulthess*, le courageux auteur de la brochure « Zur Geschäftsethik und Verantwortlichkeit der Banken », Erlenbach-Zurich 1932, ouvrage que nous recommandons chaleureusement à nos lecteurs, on court fort le risque de se blesser grièvement quand on s'attaque aux banques. Il est probable, d'autre part, que les parlementaires socialistes ne trouvèrent pas un intérêt bien captivant à ces questions internes du capitalisme. Ils devraient d'autant plus s'occuper de la chose aujourd'hui, qu'il est devenu manifeste à quel point une gestion défectueuse, par les banques, du capital de l'économie nationale, est désastreuses même pour le prolétariat.

Il est cependant surprenant de constater que tout le monde n'est pas encore convaincu, malgré les critiques sérieuses faites depuis longtemps dans la presse commerciale à l'égard de ce régime « anarchique » et sans règle, d'émission et d'acceptation à la cote et les pertes gigantesques qui sont résultées d'un tel système. Dans son ouvrage « Die Schweizer Effektenbörsen », paru en l'année de crise 1931, le Directeur de banque Dr Hermann Kunz loue (page 43) la liberté du régime suisse des bourses, en particulier les prescriptions concernant l'admission à la cote, car nos marchés des titres ont, grâce à ce système, gagné ces dernières années en importance et en considération. Si l'étranger peut se féliciter d'avoir trouvé dans les bourses suisses un terrain propice à exploiter, si les banques ont éprouvé la satisfaction de toucher de copieuses commissions et des bénéfices sur ces émissions, si les spéculateurs professionnels ont eu, enfin, la chance de faire, avec des titres de peu de valeur, des bénéfices sur les cours qu'il leur était facile de prévoir. Il faut considérer, en revanche, comme une amère ironie l'affirmation suivant laquelle notre économie nationale peut s'estimer heureuse, elle aussi, d'avoir été pillée d'une façon aussi magistrale, sur ses marchés de titres dont l'« importance » s'est accrue. Le fait n'y change rien que l'auteur de ces lignes si profondément « pensées » ait parlé quelque peu « pro domo », c'est-à-dire en songeant à ses propres intérêts.

Que les banques veuillent bien se dire que nous ne nous laissons pas aller à la tendance qui, dans les temps de crise, pousse chacun à chercher des boucs émissaires. Nous constatons que de nombreuses personnalités bourgeoises, parmi lesquelles un conseiller fédéral actuel, ont reconnu et prouvé la responsabilité considérable que les banques ont encourue dans les pertes si graves subies par l'économie publique suisse. Nous ne contestons pas que la crise mondiale y ait aussi beaucoup contribué. Mais l'objection, suivant laquelle elle serait seule responsable de tout, est absolument insoutenable si l'on songe aux avertissement nombreux qui s'étaient fait entendre naguère au sujet de la politique d'émission et d'admission à la cote suivie par les banques.

Selon L. Schulthess, une autre raison, pour laquelle nos bourses sont encombrées précisément de titres de valeur inférieure, doit être recherchée dans la législation fiscale fédérale concernant l'imposition des titres « le droit de timbre fédéral sur les titres négociés, qui s'élève pour les obligations étrangères introduites en Suisse, au 1,2 % et sur les actions, au 1,8 % du montant de l'émission placée en Suisse, procure, il est vrai, au fisc fédéral des sommes très considérables, mais, d'autre part, semble avoir, à cause de son taux élevé, une influence presque prohibitive sur l'introduction de valeurs étrangères de première classe. En effet, les sociétés étrangères financièrement solides, qui n'ont pas besoin de recourir à notre marché de capitaux, en restent éloignées, tandis que les sociétés ou les Etats, qui ont un besoin pressant de capitaux, sont prêts à payer sans difficulté la taxe d'importation élevée qui leur est réclamée. L'avantage que retire la caisse d'Etat s'effectue donc au détriment des capitaux cherchant des placements et de la fortune nationale, et les désavantages en résultant indirectement pour le fisc sont, en fin de compte, plus considérables que les recettes si tentantes perçues par la Caisse fédérale et provenant du timbre élevé d'émission. »

Malgré l'influence manifestement défavorable pour notre économie nationale que le droit de timbre exerce sur la qualité des titres introduits en Suisse, M. le conseiller fédéral Musy a manifesté récemment, sur le ton le plus sérieux, aux Chambres fédérales, son intention de compenser le déchet qu'a subi le rendement des droits de timbres, par le moyen d'une revision de la législation en la matière. Il veut donc augmenter ces droits au lieu de les diminuer. On ne saurait imaginer des vues plus courtes et une plus regrettable absence d'opportunité. Il y a lieu, toutefois, d'espérer que le projet de M. Musy trouvera de la résistance.

Je formule ainsi qu'il suit mes propositions de réformes, en me ralliant par ailleurs aux suggestions déjà exposées:

« 1° La législation fédérale fixera obligatoirement les indications devant être données dans les prospectus, de telle sorte que tout placement de titres, qu'ils soient destinés à être mis sur le

marché de la bourse ou non, sera précédé de la publication d'un prospectus répondant à ces prescriptions légales. Les établissements s'occupant d'émissions seront astreints au dépôt public annuel de comptes en tout point exacts. Ils seront responsables, en conformité des articles 41 et suivants C. O., des dommages subis par des tiers, du fait qu'ils auraient contrevenu à leurs obligations. Les prospectus d'émission et d'admission à la cote seront contrôlés, quant à l'exactitude matérielle de leurs indications, par un institut fiduciaire (bureau de revision) ayant son siège en Suisse (qui devrait posséder éventuellement une concession délivrée par l'Etat), ou par les banques recommandant l'émission ou l'admission à la cote. L'établissement fiduciaire et de revision, éventuellement les banques, émettrices ou recommandant l'admission à la cote, seraient responsables, en conformité des articles 41 et suivants C. O., des dommages que les tiers éprouveraient du fait qu'ils auraient approuvé les prospectus d'émission d'une façon sciemment erronée ou après un examen insuffisant. Les entreprises privées sollicitant pour leurs titres l'admission à une ou plusieurs bourses suisses devront, pour que leur demande soit admise, avoir déjà trois ans d'existence au moins, et avoir travaillé durant ce temps-là sans déficit.

2° Les comités cantonaux compétents à l'heure actuelle, pour statuer en matière d'admission à la bourse, seraient remplacés par un comité fédéral, composé d'experts, dirigé par des organes absolument indépendants de tout intérêt en matière d'émission et spéculation, qui aura à contrôler les prospectus et à statuer sur les demandes d'admission à la bourse. Ce comité admettra ou rejettera toutes les requêtes d'admission ou d'acceptation à la cote sur le territoire économique suisse. Il aura à examiner par une procédure rapide:

1° si les prospectus concernant l'émission et l'admission à la cote satisfont aux prescriptions de formes édictées par le droit fédéral;

2° si, du préavis de l'institut de revision et des banques, qui, dans chaque cas, sera présenté en même temps que le prospectus, il ne ressort rien qui puisse être opposé, du point de vue technique, à la demande d'émission ou d'admission à la bourse;

3° si les émissions ou admissions à la bourse sollicitées n'ont rien de contraire aux intérêts de l'économie publique nationale, intérêts dont la défense sera la tâche principale du comité de contrôle des prospectus. A cet effet, le comité restera en contact étroit avec la Banque nationale et avec tous les milieux économiques intéressés. Il s'efforcera de diriger l'exploitation des capitaux sur des voies utiles à l'économie nationale, en particulier à l'industrie d'exportation.

Si l'une ou plusieurs des conditions ci-dessus n'étaient pas remplies, le comité aura le droit de refuser l'autorisation d'émission ou d'admission en bourse. »

Ces propositions, susceptibles d'être amendées, complétées et développées, sont, pour l'instant, soumises à la discussion publique. Le but à poursuivre par une réforme du régime des émissions et du régime de la bourse serait d'augmenter la responsabilité des maisons qui se livrent aux émissions et des banques qui y participent. Ces dernières, sans doute, pourront transférer cette responsabilité aux instituts de revision (sinon il ne serait guère possible, probablement, de passer outre à leur résistance); l'essentiel est que l'on soit assuré qu'un contrôle très sérieux et très approfondi sera fait des demandes d'émission et d'admission à la cote. La publicité plus étendue donnée à ces requêtes aura aussi des répercussions favorables. Mais le point capital est, à mon avis, que la politique d'émission et d'admission en bourse soit subordonnée à l'intérêt économique national. En vue d'empêcher que les entreprises sans fondements solides puissent opérer en bourse et faire passer ainsi leurs titres à des milieux étendus, j'ai prévu la condition que les entreprises sollicitant l'autorisation pour leurs valeurs devront avoir au moins trois ans d'existence et avoir travaillé sans déficit.

Education ouvrière.

L'éducation la vie sociale et les tâches des Centres d'éducation ouvrière.

Par *Gaston Schelling.*

Nous avons déjà exprimé notre désir de voir l'école en contact plus étroit avec la vie. Nous avons regretté de voir le pédagogue, trop souvent en marge des préoccupations populaires, attacher une mince importance aux sentiments de ceux dont ils ont la garde, ne point se mêler au mouvement syndical, se tenir à l'abri d'une incompréhensible neutralité pour ne point troubler la quiétude d'une existence dans laquelle le pain quotidien, les loisirs, la maladie, la vieillesse sont garantis ou pour éviter les représailles de l'autorité. Nous avons dit souvent à nos collègues de l'enseignement qu'ils ne pouvaient continuer à vivre ainsi en marge des préoccupations de la classe laborieuse, dans leur tour d'ivoire, comme si les événements extérieurs n'avaient aucune prise sur eux. Les temps sont passés où les fonctionnaires des entreprises et des administrations publiques croyaient de bonne foi constituer dans l'ordre des travailleurs une classe à part, au-dessus des revendications prolétariennes et, on ne sait par quel miracle, hors de la lutte pour la vie. Ils se rallient chaque jour à nos organisations