

Management bancaire des introductions en bourse des entreprises françaises (1878-1881)

Muriel Petit-Kończyk

Maître de conférences

Faculté de finance, banque et comptabilité

Université de Lille2

59000 LILLE (France)

Résumé

Dans cet article nous analysons le management bancaire des introductions en bourse des firmes françaises dans la courte période 1879-81. Avant cette période les banquiers de la « Haute Banque » parisienne avaient acquis une solide réputation grâce au financement du réseau de chemin de fer français. Mais dans le dernier tiers du 19^{ème} siècle, ils cèdent le pas à une nouvelle génération de banques. Nous réalisons une vingtaine de courtes analyses de cas d'introduction en bourse de firmes industrielles et commerciales pour cerner le rôle de ces banques émergentes dans leur accès au marché boursier.

Abstract

In this article we analyzed the banking management of IPOs involving around 20 French firms searching for external financing, during the short period from 1878 to 1881. In that "hot" market period, the banking profession underwent extensive change. New investment banks were emerging and replaced the former "Haute Banque" of the Second Empire. The latter had obtained a good reputation by underwriting the financing of regional monopolistic railways during the second part of the XIXth century. In this context, the question of new banker issuing of IPO certification is raised.



INTRODUCTION

C'est à travers le scandale qu'il a déclenché et le procès qui a suivi dans les années 1890 que le financement de la Compagnie Océanique du Canal de Panama est surtout connu. On sait moins cependant que cette Compagnie est une start-up qui a émergé lors d'une vague d'émissions boursières de courte durée mais particulièrement active déclenchée de 1879 à 1881 : un type de période que la littérature actuelle désigne comme un « hot » market. Depuis peu la littérature financière s'est en effet penchée sur le phénomène cyclique du marché boursier où les phases de concentration du volume émis et du nombre d'émetteurs (hot market) alternent avec des phases de raréfactions (cold market) des opérations. Ibbotson et Jaffe (1975) puis Ritter (1984) ont présentés les premiers travaux sur ces irrégularités de marché.

Les vagues d'émissions de titres sur le marché boursier varient avec les conditions macroéconomiques. Choe, Masulis, Nanda(1993) montrent que les émissions d'actions augmentent dans les cycles d'expansion et diminuent dans les cycles de contraction. Les coûts de sélection adverse étant naturellement moins élevés dans les périodes d'expansion avec des perspectives d'investissement plus favorables. Barker et Wugler (2002) montrent que les émetteurs sont capables de faire coïncider le timing de leurs émissions aux périodes pendant lesquels les distorsions de prix ou de rendements temporaires sur les marchés boursiers. Dans ces contextes favorables de hot market , quel est le rôle de certification des banques pour les entreprises dont elles gèrent l'introduction?

Dans cet article nous analysons le processus d'introductions en bourse d'une vingtaine de sociétés françaises de taille et de secteurs variés en quête de financement externe dans la courte période 1879-81. Cette période de hot market est particulièrement intéressante car elle voit le renouvellement du métier de banquier. C'est la fin de l'ère des célèbres banquiers de la « haute banque » du second empire qui avaient bénéficié des monopoles régionaux de financement des chemins de fer et jouissaient encore d'une forte notoriété. C'est l'émergence de jeunes banques d'affaires qui tentent de se forger une réputation sur le marché boursier en même temps qu'elles ont recours à ce même marché pour renforcer leur capital encore fragile.

Dans la première partie de cet article nous montrons que les jeunes banques de la période 1878-81 maîtrisaient parfaitement les fenêtres d'opportunités qu'offraient les cycles du marché financier au XIX^{ème} siècle. Ces banques profitent de l'effervescence boursière de

cette courte période pour s'introduire elles-mêmes en bourse, renforcer leur propre capital. Nous identifions les fenêtres d'opportunités boursières du XIX^e siècle en agrégeant annuellement les émissions d'actions collectées par Arbulu. Cet accès massif des banques au marché financier en concurrence avec les entreprises industrielles et commerciales est une nouveauté au XIX^e siècle. Nous montrons que les jeunes banques de 1878-81, qui n'ont pas la notoriété de la Haute banque, adoptent des stratégies de communication financière inédites en créant leurs propres journaux financiers.

Dans la deuxième partie nous analysons, au cas par cas, les motifs des introductions à la bourse de Paris des sociétés industrielles et commerciales pendant la période 1878-81 et les liens que ces firmes ont avec les banques introductrices. Nous établissons une typologie de cinq catégories de firmes en fonction de la nature du capital fourni par le marché : le capital-risque, le capital développement associé ou non à une fusion, le capital-transmission et le capital-monopole c'est-à-dire des sociétés disposant d'un monopole d'exploitation pour une durée limitée. Notre objectif est d'identifier dans chaque classe la place des banques introductrices, celle des syndicats bancaires ou du dirigeant lui-même. Nos données qualitatives proviennent de la presse financière de l'époque : « le capitaliste » et « le journal des finances », des annuaires des agents de change de la bourse de Paris, des archives des sociétés.

Le plan de la présentation est le suivant: la partie I présente les données et les sources, la partie II présente le renforcement du capital bancaire dans le cycle boursier de 1878-81. La partie III identifie le management bancaire dans les introductions en bourse de la période. La partie IV montre le lien entre la littérature actuelle et ces pratiques anciennes.

I – Données et sources :

Les sociétés introduites à la bourse de Paris entre 1878-81 sont recensées à partir des annuaires des agents de change. La classification des 29 sociétés en fonction du motif de l'introduction et du risque est réalisée en utilisant diverses sources. D'abord la presse financière de la période, dont une partie est maintenant numérisée, avec le « le capitaliste » et le « journal des finances ». Cette presse fournit des annonces, des articles concernant les introductions. Quand les archives des sociétés étaient disponibles nous avons utilisé ces données de première main ainsi que les travaux d'historiens. Ces mêmes sources nous fournissent des informations sur les banques qui participent au processus d'introduction.

Les montants émis lors de l'introduction en bourse par les sociétés ainsi que leur secteur ont été extraits d'Arbulu (1993). Les différents cycles d'émissions boursières sont déterminés graphiquement en agrégeant annuellement le nombre d'émissions des entreprises cotées à la bourse de Paris et le nombre d'entreprises qui s'introduisent également à partir des données d'Arbulu (1993). Nous collectons dans Juglar (1882) les dates de début de crises des cycles d'affaires pour les comparer aux cycles boursiers que nous avons construits.

II - Les cycles boursiers de la période 1878-81 et le renforcement du capital bancaire

II-A le contexte boursier de 1878-81 : Juglar (1882) a été le premier à déterminer statistiquement des cycles d'affaires. Des oscillations récurrentes de l'économie d'une durée assez courte, en moyenne de 7 à 11 ans, en France et en Angleterre sur la période 1800-1857. Il suggère que ces oscillations reflètent la quantité de disponibilités monétaires sur le marché. Dans les périodes d'expansion les liquidités sont très importantes et favorisent l'investissement des entreprises, les placements des investisseurs et les crédits des banques. Par contre, dans les périodes de récession ces liquidités sont restreintes, les investissements sont réduits au minimum et les banquiers restreignent les crédits. A partir de séries chronologiques basées sur le crédit à court terme, Juglar¹ identifie empiriquement de 1800 à 1857, un nombre de 9 cycles. La succession des oscillations est obtenue à partir de l'obtention de séries chronologiques représentant les liquidités de l'économie c'est-à-dire le crédit à très court terme accordé par les banques, le développement de l'escompte et les avances.

Juglar détermine un modèle qui décompose le cycle en 3 phases qui se répètent de manière récurrente dans le temps. La première phase est l'expansion de 6 ans en moyenne caractérisée par une hausse continue des valeurs et des marchandises à la suite des besoins du commerce, des investissements supérieurs au montant que peut fournir l'épargne. La demande d'escompte gonfle de manière inusitée dans les banques et à mesure qu'enfle le portefeuille d'escompte, les réserves vont diminuer. La deuxième phase est une crise où les banques pour enrayer le mouvement, stoppent d'abord le mouvement dans la précipitation en augmentant le taux de l'escompte ; ce qui provoque l'inquiétude, puis, si le mouvement persiste, en refusant les remboursements ; ce qui paralyse le commerce. La troisième phase est celle de la liquidation où il faut vendre en baissant les prix ; ce sont des faillites, mais le

¹ Médecin d'origine, Juglar avait réalisé en 1851 une première étude sur les oscillations des mouvements de population et avait montré qu'elles étaient liées aux périodes de prospérité et de disette. Un peu plus tard il développe une recherche plus spécialisée sur les cycles d'affaires proprement dit.

montant des escomptes va diminuer et les encaisses métalliques ré augmenter et lorsque la liquidation est achevée un nouveau cycle d'expansion peut recommencer.

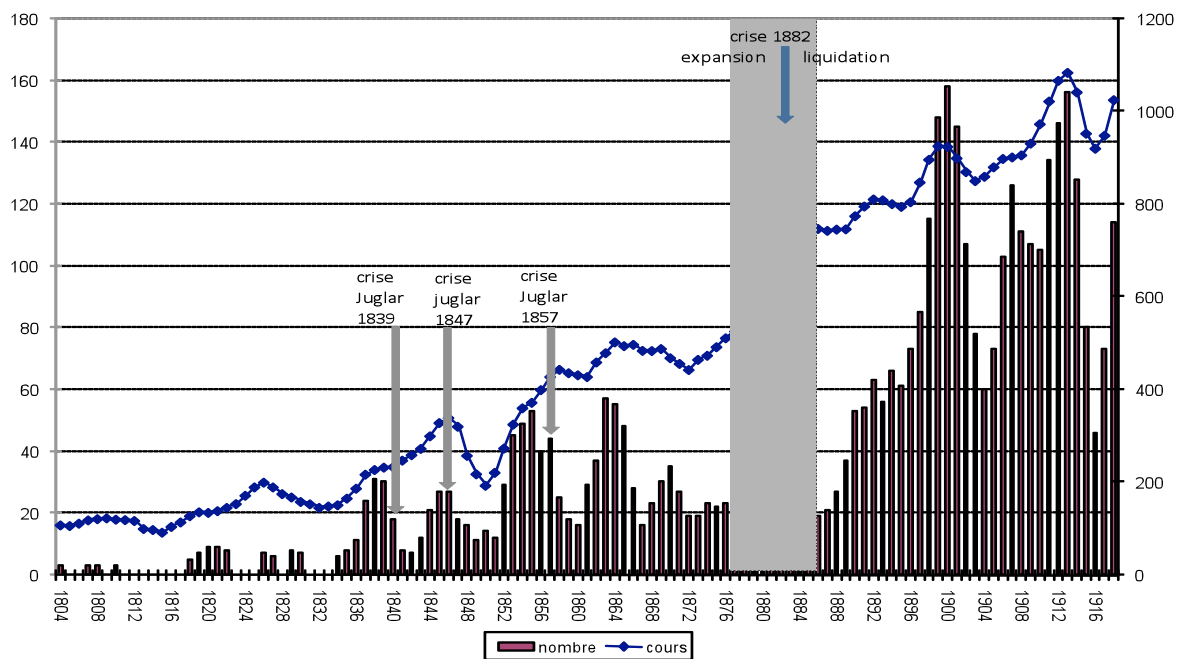
Nous montrons graphiquement que les cycles d'émissions de titres sur le marché boursier parisiens coïncident parfaitement avec les cycles de Juglar. Pour identifier ces cycles boursiers nous avons utilisé les augmentations de capital des firmes individuelles collectées par Arbulu de 1800 à 1981. Ensuite nous avons agrégé ces émissions annuellement et représenté graphiquement l'évolution par l'histogramme du graphique 2 puis comparé avec l'indice général des cours boursiers défini par une droite. Nous observons que les émissions d'actions à la bourse de Paris ne sont pas réparties uniformément sur la période mais qu'elles présentent une évolution cyclique. Nous voyons que les phases croissantes d'émissions correspondent à une situation de marché favorable car les prix des actions représentés par l'indice s'accroissent aussi. Par contre nous voyons que dès que les cours se retournent le volume des émissions décroît rapidement. Nous avons représenté sur ce graphique les points de retournement des 3 derniers cycles de Juglar par une flèche et nous observons que ces crises sur le marché de l'argent à court terme correspondent aussi à une phase de retournement de ces capitaux à long terme. Avant la crise de Juglar, le montant des émissions est fortement croissant et la crise intervient au début de la phase de diminution des émissions.

Les trois premiers cycles de financement longs ont conditionné le développement par étapes du chemin de fer. En effet, pendant la période d'expansion de 1835 à 1837 est créée la ligne prototype de Paris Saint Germain qui est destinée à promouvoir le chemin de fer auprès du public parisien et à la construction de lignes proches de Paris desservant Versailles avec la ligne rive droite ou la ville d'Orléans au Sud de Paris avec la construction de ligne Paris Orléans. La deuxième période d'expansion est propice aux souscriptions finançant les premières lignes adjugées aux grandes compagnies, compagnies du Nord, de l'Est. La troisième période est la souscription de la ligne Victor Emmanuel en Savoie et la poursuite des grandes lignes. C'est également la période de reconversion vers le transport maritime des messageries nationales spécialisées dans le transport par diligences rendu caduc par le chemin de fer et qui reçoivent des concessions pour le transport postal en bateaux vers l'Amérique du sud mais aussi le transport vers l'Algérie et la Tunisie. Le quatrième cycle non décrit par Juglar est celui dominé par Suez qui remporte des souscriptions mais aussi celui de la mise sur le marché de la banque la société générale. Il nous semble que le cinquième cycle semble interrompu par la guerre de 1870.

Le cycle qui suit la guerre de 1870, celui de 1878-81 que nous analysons ici présente des fluctuations beaucoup plus contrastées que les cycles précédents. On passe de 40 émissions

annuelles à plus de 140 pour les années les plus actives avec l'émission de Panama qui domine mais la banque le crédit Lyonnais émet davantage. Les deux derniers cycles du graphique sont liés à l'essor de la deuxième révolution industrielle avec l'essor de l'électricité et le développement des tramways.

Figure 1 - Les cycles d'augmentation de capital à la bourse de Paris pendant le 19^{ème} siècle avec des crises de Juglar



II-B Perception du cycle boursier par la Banque Parisienne : la banque parisienne est l'une des start-up bancaires, fondée en 1874 elle survivra au cycle haussier de 1880, deviendra la BUP (la banque de l'Union parisienne) et fusionnera en 1974 avec Paribas. Sa constitution a été patronnée par la société générale de Belgique. Une des caractéristiques de cette banque est d'avoir eu l'opportunité, au début d'un cycle haussier, de lancer, au milieu de l'année 1878, un nouveau journal financier : l'hebdomadaire « le capitaliste ». Nous constatons que ces banquiers avaient conscience qu'un cycle haussier débutait. En effet, dans le n° 1 de ce journal (1878/07/10), l'éditorial annonce clairement l'opportunité de sa création : « *Le Capitaliste a la bonne fortune de commencer sa publication à un moment où de nouvelles et heureuses perspectives semblent s'ouvrir à toutes les fécondes entreprises. Partout on sent une vive impatience d'activité financière, industrielle, commerciale. Tout paraît admirablement préparé pour un de ces grands mouvements d'affaires comme il s'en produit toujours après de longues périodes d'incertitude et de contrainte* ». Ce journal nous rappelle

que les contemporains de l'époque utilisaient déjà les techniques événementielles que représentaient les expositions universelles, ici celle de 1878 pour canaliser l'opinion. Le capitaliste ajoute « *La France donne aujourd'hui, sept ans après ses désastres, un spectacle qui étonne le monde. Elle a encore une fois attiré à elle les nations étrangères dans un de ces pacifiques rendez-vous des arts et de l'industrie, dont Paris semble le siège prédestiné. La presse de tous les pays proclame le succès vraiment merveilleux de notre exposition universelle. Nous pouvons donc dire que l'heure favorable, depuis si longtemps désirée, a enfin sonné* ».

Ce journal publiera tous les mercredis un numéro entièrement dédié aux informations économiques et boursières avec les cotes boursières du marché officiel mais aussi une liste des ordres d'achat et de ventes de titres dont la banque parisienne est l'animatrice (les coulissiers). Le journal fait paraître les ordres d'achat et les ordres de vente de titres dont elle assure la contrepartie. Le public peut vendre son titre à la banque en recevant des espèces ou acheter des titres que la banque a dans son portefeuille. En annexe figure un exemplaire de ces ordres de banques.

Par ailleurs la banque ne cache pas que ce journal sert sa propre publicité puisqu'il sélectionne les annonces d'émissions de titres des sociétés et leur publicité. Mais l'un des avantages est d'avoir une trace de la politique d'investissement de cette banque. Nous notons par exemple qu'elle a participé à la création et au lancement de la Rente Foncière un établissement permettant d'obtenir des prêts pour l'acquisition d'appartements d'immeubles.

II-C Le renforcement du capital des banques en 1878-82 : Le renforcement du capital des banques du cycle 1878-82 marque une mutation de leur activité par rapport aux banques qui ont participé au financement de la première révolution industrielle. Ces intermédiaires connus sous l'appellation *haute banque* ont été à l'origine de la forte mobilisation de l'épargne des investisseurs vers les grands financements d'infrastructures du second empire : chemins de fer, urbanisation. Ils ont mis en œuvre les marchés boursiers pour collecter tous ces fonds. Cependant ces banquiers d'affaires n'étaient généralement pas eux-mêmes cotés en bourse.

La période 1878-1882 contraste avec celle de la première révolution industrielle car nous avons identifié des augmentations de capital massives réalisées par de nouvelles banques qui n'avaient pas la réputation des anciens banquiers d'affaires. C'est le cas de l'union générale, du crédit Lyonnais, la banque parisienne. Nous trouvons aussi certains anciens banquiers d'affaires qui créent des entités bancaires dédiées à des opérations risquées.

Avec le financement énorme qu'a nécessité le développement du chemin de fer pendant le second empire, la haute banque parisienne a connu un réel essor en France. Les bibliographies de banquiers collectés par Stokopf pendant cette période recensent des noms prestigieux très actifs sur la période, Rothschild, Talabot, Lafitte, Pereire. Ils se sont enrichis par le placement des emprunts des grandes compagnies, ont présidé leur conseil d'administration et pris des participations dans les projets et entreprises qui se sont développées sous l'impulsion du chemin de fer aussi bien en France qu'à l'étranger, relais auprès du pouvoir politique et du financement des communes.

La concentration des augmentations de capital des banques lors du boom des émissions 1879-82 est plus flagrante pour les banques que pour l'ensemble des entreprises comme le montre le graphique. Nous avons mesuré que ces trois années représentaient à elles seules 70 % des émissions de la période de 20 ans, allant de 1873 à 1893 avec un arrêt brutal en 1882.

Nous avons représenté sur le graphique la part émise par les banques françaises ayant collecté au moins 5% du capital réuni par l'ensemble des banques pendant la période 1878-1881. Nous recensons 5 banques qui à elles-seules vont drainer 52% de l'épargne. Trois d'entre elles sont des start-ups : il s'agit de l'Union Générale et la Banque parisienne. Les deux autres sont plus anciennes il s'agit du Crédit Lyonnais, du crédit foncier et du crédit général français créés respectivement en 1864, 1852 et 1874.

Figure 2 - Augmentations de capital des banques cotées à la bourse de Paris en 1873-93

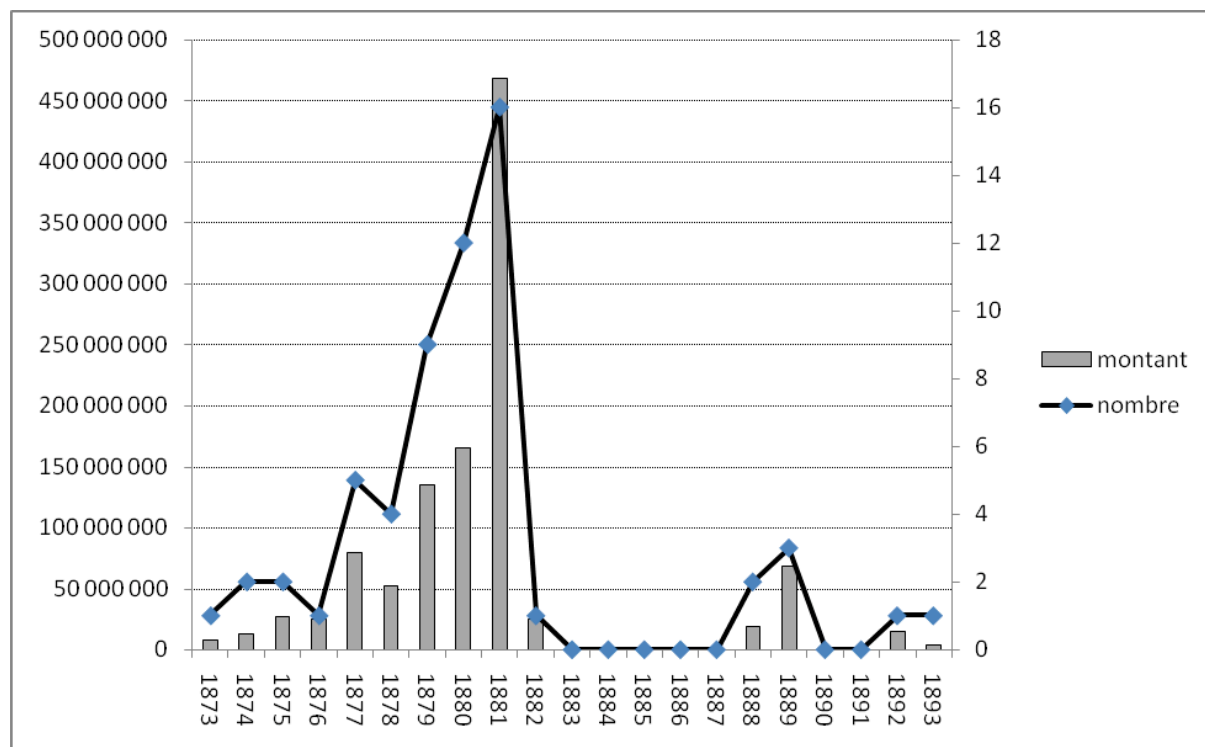
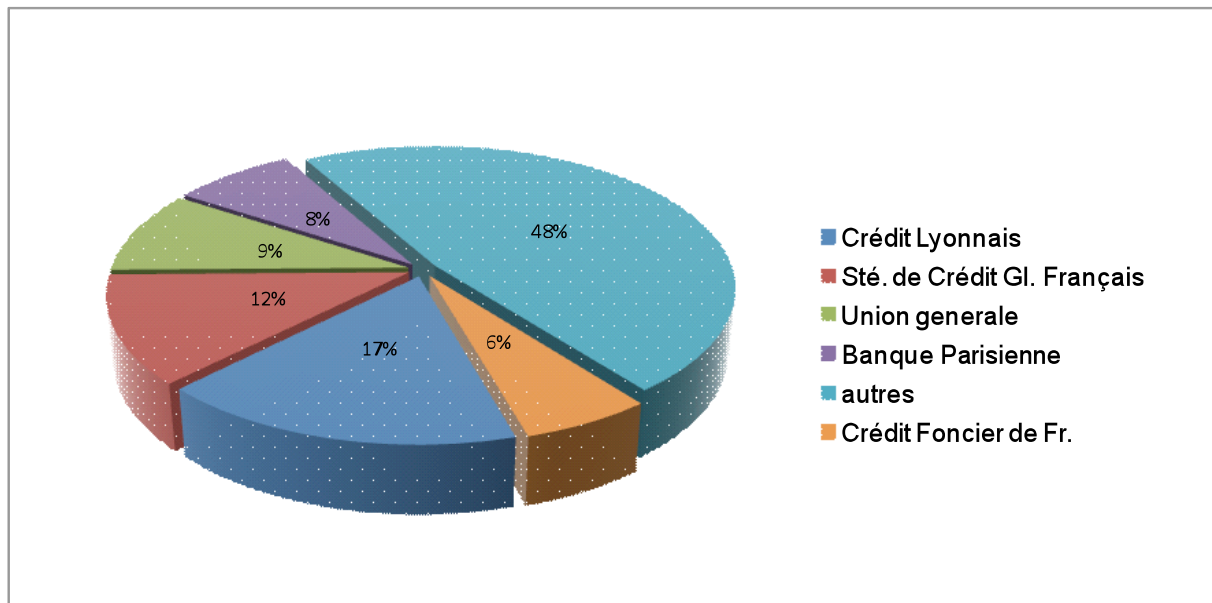


Figure 3 -Part du montant émis par les 5 principaux émetteurs bancaires cotés à Paris en 1878-82



L'Union Générale : est une banque introduite en bourse en 1878 mais qui fait l'objet d'une faillite retentissante en 1882 qui marquera la fin du cycle. Nous montrons que, dans les premières phases de la création cette banque, son président manque totalement de *capital-réputation*. Le *capital-réputation* est un capital non monétaire représenté par un réseau relationnel de qualité qui inspire confiance aux investisseurs. L'Union Générale est une banque créée à Lyon en 1875 et reprise en 1878 par le banquier Bontoux qui vient d'être licencié de La banque Rothschild, un établissement qui a une très bonne réputation à l'époque. Ce licenciement aurait pu nuire à la réputation de Bontoux mais pour réduire ce handicap il s'entoure rapidement d'un conseil d'administration composé de personnalités ayant des titres nobiliaires². La presse indique que « la nouvelle venue sur le marché ne pouvait pas rêver meilleur patronage... ». En fait les fondateurs n'investissent pas leurs propres capitaux au départ de la société. Dans la vague d'euphorie boursière de la fin des années 1878, Bontoux fait appel exclusivement au marché financier et non aux administrateurs qui lui sont proches. Il lance trois augmentations de capital successives. Le procès mené contre l'Union Générale montrera plus tard que les 2 dernières augmentations de capital sont des demi-succès. Mais Bontoux a caché cette information au public en déclarant la réussite complète de la souscription. Les actions non souscrites sont rachetées par la société par le biais de prête-noms et ces actions sont revendues sur le marché au fur et à mesure que les cours augmenteront. Mais la société ne bénéficiera pas du produit de la vente distribué aux amis de Bontoux. La hausse du prix des actions pendant la période est

² Prince de Broglie, Baron de Cardon de Sandrans, Alphonse Desgeorge, Hippolyte Gantier, Vicomte Emmanuel d'Harcourt, Prince Camille de Polignac, Léon riat, de la Rochefoucault, duc de Braccia, Comte Rozan.

exceptionnelle passant de 500 à 2700 FF entre fin 1878 et fin 1881 et à cette date la société devient la plus forte capitalisation boursière du secteur bancaire.

Cette hausse de cours est en contradiction avec le succès mitigé des augmentations de capital. De plus elle ne peut pas être expliquée par les projets d'investissement de la banque car elle partage beaucoup de ces participations avec d'autres institutions (comme la création de la Lyonnaise des eaux et de l'éclairage avec le crédit Lyonnais) dont le cours n'augmente pas autant. Enfin, elle ne peut pas non plus être expliquée par le fait qu'elle maîtrise l'information financière grâce au rachat de certains journaux financiers. La seule explication de la hausse est celle de dividendes élevés qui ont propulsé le titre et un retournement tout aussi spectaculaire quand le marché a compris qu'ils étaient fictifs. Sa faillite, l'arrestation de son dirigeant ont stoppé net la vague des émissions bancaires du cycle.

Le crédit Lyonnais : Grâce au boom haussier de la période à partir de 1878 le Crédit Lyonnais créé en 1864 à Lyon, met en place une stratégie différée depuis les années 1872 à cause d'un marché boursier morose. La banque régionale voulait prendre des parts de marché sur la place de Paris, car dans le territoire l'Île de France se concentrait la moitié de la richesse française. La banque réalise deux augmentations de capital successives dont le montant total représente 20% des émissions des banques entre 1878 et 1882. En attendant le résultat de la seconde émission le directeur, Henri Germain, s'inquiétait du montant énorme que représentait la souscription à venir et de l'utilisation qu'il pouvait en faire. Ce financement lui permet de développer des agences et des succursales à Paris et d'y construire un siège social. La banque participe à la création de la Lyonnaise des eaux et de l'éclairage et la société foncière lyonnaise.

La lyonnaise des eaux et d'éclairage était une société destinée à distribuer l'eau dans la région lyonnaise. Au niveau technologique le projet n'est pas très risqué ni même au niveau commercial. En effet on se rappelle qu'un projet pionnier de ce type avait été tenté à Paris par les frères Périer en 1780. Mais à l'époque, les deux ingénieurs avaient réussi à prélever directement de l'eau dans la Seine pour la capitale grâce à une pompe à feu dont la technologie avait été achetée à l'anglais. Mais l'eau était de mauvaise qualité et le projet avait été une faillite. Cependant au milieu du XIX^{ème} siècle de telles sociétés existent dans toutes les grandes villes, la technologie est rodée et ces compagnies d'eau sont prospères. Le seul risque était donc celui d'une mauvaise gestion du projet.

Le crédit foncier de France : Il est créé en 1852 sous l'égide du ministère des finances et il est dirigé par un gouverneur. Il est créé pour moderniser l'agriculture par des prêts à long terme (50 ans) qui n'existaient pas auparavant. En 1860, le Crédit Foncier peut étendre ses activités de prêts aux collectivités locales. A cette époque, les municipalités ne pouvaient émettre que des obligations directement par le marché (vague des emprunts municipaux). Le Crédit foncier va aussi pouvoir prêter à long terme à des particuliers sous la forme de prêts hypothécaires. Ces prêts pourront être financés par des recours au marché du Crédit

foncier par des émissions d'obligations foncières. Dans les années 1870, le Crédit Foncier subit la crise de l'immobilier parisien et, en 1880, décide d'investir en Province.

Le comptoir national d'escompte de Paris : Le comptoir national d'escompte de Paris est l'ancêtre de la BNP-Paribas. Cette institution a été créée en 1848 par un banquier Pinard quand l'interruption du circuit du crédit menaçait, cette année là, de mort, le commerce. A sa création le capital du comptoir avait été apporté par la ville de Paris, des bons du trésor de l'Etat et des associés.

A partir de 1860 le comptoir d'escompte entre dans le financement du commerce extérieur et d'outre mer en fondant la société de crédit colonial qui devient en 1863 le crédit foncier colonial. Par ailleurs parallèlement, ils participent à la fondation de la banque de crédit et de dépôts des pays bas (1863) et de la société générale créée en 1864 auxquelles le comptoir d'escompte était associé.

A partir de 1873, c'est Hentsch qui avait été jusqu'alors associé par Pinard aux projets du comptoir, qui prit la tête de la banque. Il profita de la période de crise 1875-1878 où les valeurs boursières étaient au plus bas pour prendre le contrôle des chemins de fer suisses. En 1878 le siège social du Comptoir national d'escompte est construit rue de Bergère avec une ampleur monumentale destinée à asseoir son prestige. Hentsch sous l'impulsion du comptoir d'escompte patronna, la création des ateliers et chantiers de la Loire en mars 1881, la création de la banque maritime en août 1881. La présidence des chantiers navals apparaît comme une réallocation des capitaux vers un autre débouché pour la sidérurgie et les mines que le seul chemin de fer. Après le krach de L'Union générale Hentsh reprit les affaires de Boutoux en Serbie, la compagnie des chemins de fer Serbes. Dans les années 1888, Hentsh devient président d'une série de sociétés françaises et coloniales de secteurs variés comme Mokta El Hadid (mines de fer en Algérie), les anciens établissements Cail (métallurgie), les mines d'Anjou et les forges de Saint Nazaire, les Matières colorantes et des produits chimiques de Saint Denis...

Un autre banquier fut associé au comptoir d'escompte, c'est le banquier Denière qui mena une campagne active pour la libéralisation des sociétés anonymes en 1861 au moment où le crédit foncier colonial avait besoin de cette liberté pour se développer dans les colonies. Denière fut associé au comptoir d'escompte car il prit la direction de la société générale en 1867 à laquelle était associé le comptoir. En 1881, il fonde et préside la société Rio Tinto, une compagnie d'exploitation de minerai chargée de développer en France une industrie chimique de transformation des pyrites cuivreuses extraites par la compagnie anglaise de Rio Tinto. Il est également fondateur et vice président des minerais de fer Krivoï Rog, Société minière et industrielle (Russie), l'imprimerie Chaix (1881), de la Compagnie des chemins de fer de l'Ouest Algérien, de la compagnie fermière de l'établissement thermal de Vichy, de la compagnie des eaux de mer fondée en 1880....

Il perdit une partie de son crédit au milieu des années 1880 car il impliqua la société générale dans l'affaire du *Guano*. Cette affaire avait été conduite par l'homme d'affaire Dreyfus avait réussi à avoir un contrat avec le Pérou lui permettant d'avoir l'exclusivité de la revente de guano en Europe en provenance du Pérou. Brièvement L'affaire est liée à des emprunts de l'Etat péruvien dont les intérêts sont gagés sur la vente du guano. Mais la guerre entre le Chili et le Pérou met la vente de guano sous séquestre, les stocks s'accumulent et Dreyfus sera obligé de vendre à perte.

La société de crédit général français : la Société de Crédit General Français (SCGF) est créée en 1872 par le banquier Emile Erlanger qui illustre bien un stade particulier de la mutation de la haute banque Parisienne vers les grandes banques anonymes du XX^{ème} siècle.

Erlanger est un banquier classique de la *Haute Banque* du second Empire. Il participe aux émissions des emprunts municipaux, comme celui de Lille, et gagne l'émission d'un emprunt à Tunis grâce à sa réputation. Cependant, il s'oriente vers des projets plus risqués et plus industriels. En 1869 il fonde avec Reuter la cie du Câble transatlantique qui pose le câble sous marin à travers l'Atlantique des Etats unis jusqu'en France. La même année il réalise des fusions avec les compagnies concurrentes anglo-saxonnes dont l'Anglo-American Telegraph compagny qui exploitait depuis 1866 la liaison entre l'Angleterre et les Etats Unis. En 1875, il rachète et prête des fonds au Crédit mobilier une banque au bord de la faillite créée par les Frères Pereire pour financer le chemin de fer.

En 1879, Il organise la transformation de l'agence Havas en société anonyme dont il détient comme celle de la société Didot, le bottin Didot, un annuaire des affaires. Lié à l'investissement dans le câble télégraphique avec Reuter, ses projets semblent s'orienter vers la construction d'un groupe pour développer l'information. Enfin il rachète aussi des projets moins risqués : les grands moulins de Corbeil. Il joua aussi un rôle dans le projet du tunnel sous la Manche au cours des années 1880 auprès de Edward Watkin, le magnat du rail britannique et souscrivit un tiers des actions de la Submarine and Continental railway Company chargée de construire une voie ferrée dans le tunnel.

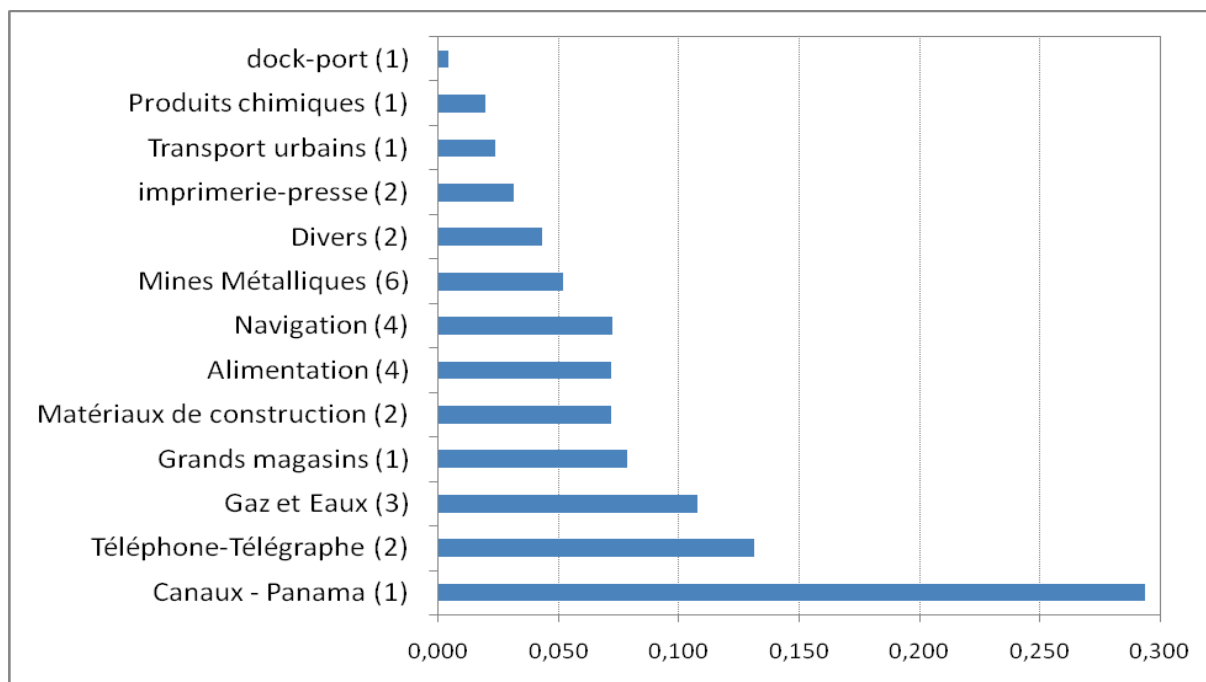
III- Management bancaire des Introduction en bourse des entreprises en 1878-81

III- A Echantillon des introductions en bourse et classe de risque :

Dans le tableau nous avons représenté les montants introduits par notre échantillon de 29 entreprises dans la période 1878-81. Les montants sont agrégés en % par secteur et représentés par des barres horizontales avec le nombre de sociétés émettrices en parenthèse sur les axes des ordonnées. Nous constatons que le secteur canaux représenté par une seule entreprise, Panama, représente à lui-seul 30% du montant émis sur la

période. Deux autres secteurs, téléphone-télégraphe et le gaz-eau qui sont des secteurs para-publics représentent en tout 20% des émissions de la période. Les 50% émissions restantes représentent une véritable diversification sectorielle avec 10 secteurs différents qui représentent chacun entre 1 et 7% des émissions.

Figure 4 - Répartition sectorielle des IPO à la bourse de Paris en 1878-81



Nous avons classifié dans le tableau suivant les sociétés introduites en trois classes de risque. Le premier groupe regroupe les sociétés présentant un projet qui a besoin de capital que l'on peut qualifier de capital-risque. Les projets que nous avons classifiés dans la catégorie du capital risque se situent en territoire étranger, Amérique centrale pour Panama, les mines d'or de Dieu Merci, Eureka, Saint Elie, en Nouvelle Calédonie pour Nickel, en Russie pour Krivoï Rog, en Espagne pour Pennaroya. La réussite de ces projets est aléatoire, c'est le cas des mines métalliques et des chantiers de grande taille comme Panama avec des coûts difficile à évaluer. D'autres projets ont un risque commercial non négligeable, car le chiffre d'affaire futur est difficilement mesurable : c'est le cas du procédé Raoul Pictet destiné à diffuser l'industrie du froid à des fins commerciales. Cependant, si ces projets réussissent ils peuvent être très rémunérateurs pour les actionnaires.

Le deuxième groupe dans la colonne de droite présente les sociétés, d'un niveau de risque moindre, qui nécessitent un apport de fonds qui s'apparente au capital-développement. Par ce groupe les dirigeants des entreprises introduites ont fait la preuve de la faisabilité de leur projet et désirent étendre leur activité ou ont réalisé une fusion ou veulent quitter leur activité en les cédant à un repreneur. Les start-up de ce groupe ne présentent pas les risques de la première catégorie, il s'agit d'une entreprise de construction navale et de transport maritime.

Le troisième groupe est le groupe de projet le moins risqué qui ont besoin d'un capital que nous appelons capital-monopole ce sont des entreprises concessionnaires qui exploitent des services d'intérêt public en France ou à l'étranger comme le gaz, l'eau et le téléphone.

Tableau 1 - Classification des entreprises émettrices par niveau de risque.

<p>I – Les opérations de capital-risque : opérations à haut niveau de risque à cause de la taille ou de la forte Incertitude sur la réussite du projet</p>	<p>I – a Chantier ambitieux à la réussite aléatoire Panama</p> <p>I-b Start-ups minières Dieu merci, Saint Elie, Eureka, Nickel, Pennaroya, Krivoï Rog.</p> <p>I-c Start-ups technologiques , procédé Pictet</p>
<p>II – Les opérations de capital-développement : entreprise en croissance avec objectif d'expansion projeté par les fondateurs</p>	<p>II-a Société en croissance avec continuité du management Le printemps, Bénédicte, Cusenier,</p> <p>II-b Société en croissance avec fusion Société générale de laiterie, Ciment français, ,</p> <p>II-c Start-ups Atelier et chantier de la Loire, Havraise péninsulaire,</p>
<p>III – Les opérations de capital-transmission</p>	<p>II-b Départ du fondateur et reprise, restructuration Grands moulins de Corbeil, Agence Havas, Didot Bottin, Commentry-Fourchambault,</p>
<p>IV- Les opérations des compagnies à monopole : Ce sont des entreprises concessionnaire de « service public telles que le gaz, l'eau le téléphone et le télégraphe : entreprise présentant un risque faible car sans dispose d'un monopole régional, municipal en France en Europe ou dans les colonies.</p>	<p>III- a Gaz et eaux Compagnie Française d'éclairage et de chauffage par le gaz,, Compagnie générale française et continentale d'éclairage, Gaz pour la France et l'étranger, Lyonnaise des Eaux, gaz et Eaux,</p> <p>III-b téléphone - télégraphe Compagnie française du télégraphe, Société générale des téléphones Télégraphe Paris-New York</p>

III - B Cas des sociétés nécessitant du capital risque :

Les sociétés à capital risque sont les plus difficiles à introduire à cause du risque élevé qu'elles présentent. Une des manières de convaincre les investisseurs est que la société détienne un capital-réputation. Le capital réputation est le soutien d'un actionnaire prestigieux, d'une personnalité politique de premier plan, d'une banque de renom, d'une institution scientifique qui n'apporte pas forcément des fonds aux entrepreneurs mais dont le renom permet d'attirer les capitaux nécessaires au financement d'une entreprise risquée.

La compagnie de Panama : Le chantier du canal de Panama est ouvert en 1881. Il consistait à creuser un canal « inter-océanique » reliant les océans Atlantique et Pacifique au niveau de l'Amérique centrale au niveau du Panama. La Cie a été fondée par Ferdinand de Lesseps qui venait d'avoir achevé le canal de Suez. La taille du chantier et les futures difficultés techniques rendent le projet risqué et pose le problème d'attraction des capitaux pour le financer.

La question est de savoir si le prestige, acquis par Lesseps avec son succès dans la construction du canal de Suez, a apporté suffisamment de capital-réputation pour débiter le financement du projet. Nous montrons que Lesseps a été forcé de se plier aux mêmes contraintes qu'un fondateur ordinaire de start-up pour obtenir les premiers financements pour débiter le canal initial de Panama. Mais son aptitude à communiquer sur un projet de cette taille a facilité l'adhésion des premiers investisseurs.

Dans une entreprise aussi ambitieuse que le percement du canal de Panama, les contemporains de l'époque pensaient que par sa personnalité F. de Lesseps grâce à la réussite de Suez possédait ce capital-réputation. Ses bibliographes disaient « Pour assurer l'exécution de cette grande œuvre rêvée depuis si longtemps, il était nécessaire que la société chargée de la mener à bonne fin eut à sa tête un homme pouvant, grâce à sa notoriété universelle et à sa grande autorité morale, assurer le succès de l'entreprise³ ». Cependant nous notons qu'en dépit de ce capital-réputation la première souscription du 6 et 7 août 1879 de 800 000 actions devant apporter 20 Millions de Francs pour fonder la compagnie ne fut pas couverte, c'est un échec et Lesseps doit rembourser les souscripteurs.

Lesseps se trouve dans la position d'un fondateur d'une start-up ordinaire à qui quelques business angels ont attribué juste assez de capital pour qu'il puisse parvenir à l'étape

³ Page 399 Bertrand et Ferrier « Ferdinand de Lesseps, sa vie, son œuvre »

ultérieure de son business plan. En effet, suite à cet échec Lesseps décide de passer à la phase de promotion de son projet en deux temps. D'abord il forme une expédition pour explorer plus profondément L'Isthme avec une commission technique. Puis Il entreprend une campagne dans les villes principales d'Amérique, de France, d'Angleterre, de Hollande, et de Belgique pour désamorcer les critiques des détracteurs de son projet et convaincre les petits capitalistes d'Europe et d'Amérique. Cependant cette exploration n'a été possible que grâce à des avances faites par les croyants de première heure qui apportent 2 millions de FF dont 700 000 seront versé au gouvernement Colombien car au premier versement était subordonnée la concession du canal. Au terme du périple la souscription demandée de 600 millions fut ouverte du 7 au 9 décembre 1880 ce ne fut pas 600 millions mais 1200 millions qu'offrirent les souscripteurs, le double de ce qui leur avait été demandé

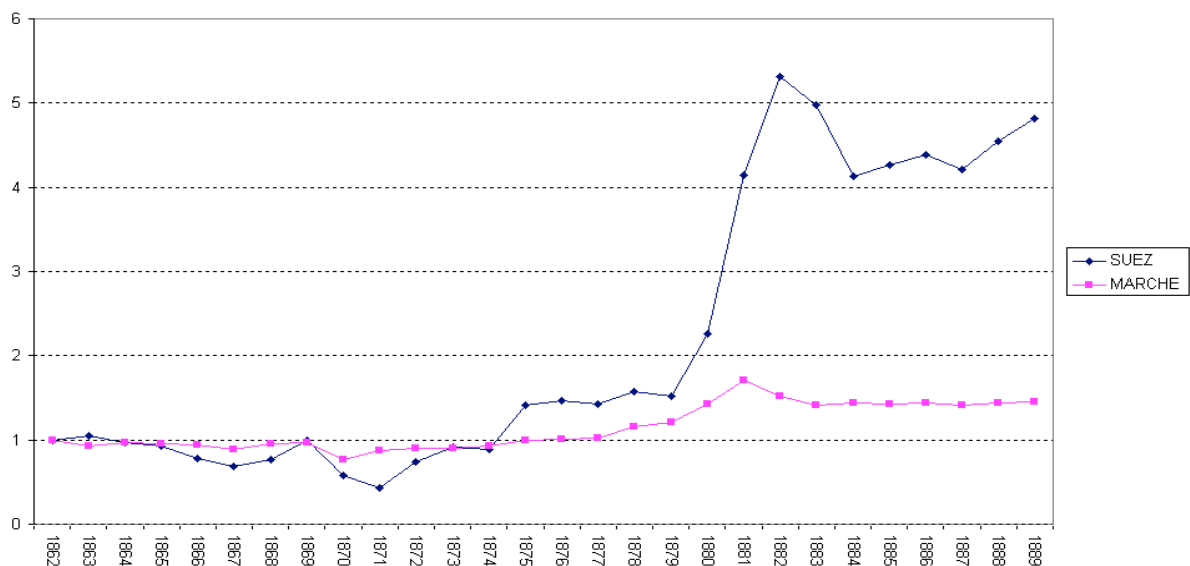
Le dynamisme de la campagne de promotion de Lesseps n'explique entièrement le succès de la seconde souscription. Le dynamisme du commerce international de 1880 à 1882 doit être pris en compte. En effet, sur le graphique nous avons représenté les prix de Suez comparé au prix du marché des actions parisiennes à partir du début de la construction de Suez jusqu'au années 1880. Les prix moyens annuels de Suez viennent des annuaires des agents de change et l'indice des prix provient d'Arbulu. Nous faisons correspondre les cours boursiers avec les différentes étapes du chantier⁴. Le cours de Suez est en dessous du marché avant 1870 ce qui correspond à la période des travaux. A partir de l'inauguration du canal jusqu'en fin 1879 le trafic se développe mais sa qualité est médiocre, le canal est trop étroit, les accidents sont nombreux et le croisement des bateaux navigants en sens inverse n'est possible qu'au moyen d'un stationnement dans des gares prévues à cet effet avec de longues journées d'attente. Il faut attendre la période 1880-1882 pour que le cours de Suez surperforme le marché. Cette bonne performance s'explique par une expansion considérable du trafic international avec un tonnage transporté qui double. L'amélioration de l'activité de Suez reflétée par son cours n'est pas étranger à la réussite de la deuxième souscription. A l'instar des start-up classiques les actionnaires affluent quand les bénéfices commencent à être importants et réguliers. Dans la presse de l'époque le parallèle entre Suez et Panama est flagrant. Dans le journal des finances⁵ qui publie les résultats de Suez en 1880 on trouve « Les résultats de Suez doivent inspirer confiance pour une évaluation sur l'avenir du canal maritime de Panama »

⁴ Les étapes du développement du canal de Suez viennent de Montel N. « Le chantier du canal de Suez (1859-1869) », Bonin « Suez – du canal à la finance (1858-1987) pg.31-32

⁵ Journal des finances, 20/11/1880 pg 730

Figure 5

Résultat du placement de 1 franc dans l'action Suez de 500 F et dans l'indice de marché de la bourse de Paris de 1862 à 1889 (rendements composés en prix uniquement).



Les start-up minières Dans le groupe des sociétés de capital-risque qui se sont introduites à la bourse de Paris nous trouvons des sociétés d'exploitation de mines métalliques à l'étranger ou dans les colonies. Deux secteurs sont très présents par le nombre de sociétés, celui de l'or en Guyane une colonie française et celui du cuivre en Espagne, Mexique. L'exploitation du Nickel en Nouvelle Calédonie et du Fer en Russie sont aussi l'objet de ces introductions en bourse.

Les mines d'or : La recherche de l'or a été continue à partir du milieu jusqu'à la fin du XIX^{ème} siècle. Elle a motivée des expéditions coloniales (par exemple, les parlementaires français espéraient que la colonisation de l'Indochine permettrait de prendre une position en Asie pour mettre ensuite la main sur des gisements d'or et autre métaux supposés dans la Chine voisine) et une immigration de particuliers à la recherche de la fortune dans les épisodes de ruées vers l'Or.

Les recherches d'or françaises se sont concentrées en Guyane où plusieurs Cie se sont créées comme celle de Saint Elie et d'autres au nom évocateur, Dieu Merci, Eureka, placé enfin, A Dieu Vat ! Au moment de l'introduction en bourse nous ne trouvons aucune communication

sur les journaux consultés. Par contre dans les années qui ont suivi, les journaux financiers comme le capitaliste donnent des détails sur les étapes du processus d'exploitation de ce type de mines et ses répercussions sur les performances attendues par les investisseurs.

Pour le capitaliste (1884/12/24) l'or est obtenu dans les premiers stades de son exploitation par le lavage des alluvions (sable) par des orpailleurs. Ce processus ne réclame pas beaucoup de main d'œuvre qualifiée, les capitaux nécessaires sont peu importants, le capital est détenu par un petit cercle de fondateurs. Dans un second temps, il faut intensifier les recherches avec des broyeuses de quartz, pour extraire le métal précieux, la main d'œuvre et les investissements plus importants, il faut améliorer le transport par des voies de chemin de fer qui remplacent les pistes avec porteurs, l'exploitation perd de sa rentabilité, le capital est réparti dans un plus grand nombre d'actionnaires. Le journal note que les augmentations de capital réalisées en 1878-82 n'étaient pas destinées à développer l'exploitation mais à racheter la part des fondateurs de ces sociétés. La banque, Société Générale française de Crédit, après sa faillite au milieu des années 1880, devenue ensuite le Crédit Français était chargée du placement de ces nouveaux titres émis.

Les mines de cuivre : Le cuivre commence à être un métal très recherché à cette époque car c'est le développement du téléphone, le télégraphe sous-marin et de l'électricité. Les sociétés exploitantes qui se sont introduites en bourse en 1878-82 sont situées en Espagne dans le massif de L'Huelva au sud de l'Espagne à l'Ouest de Gibraltar, Pennaroya, Rio Tinto (la filiale de l'entreprise anglaise Rio Tinto créée en 1873 est chargée d'exploiter le cuivre pyritique de la région) , Boleo au Mexique, Bor en Serbie. Parmi des promoteurs de ces sociétés nous trouvons des banquiers d'affaires comme Rothschild (mais aussi Talabot- PLM et Denière Société Générale) qui avaient été associés à l'essor du chemin de fer espagnol et des emprunts d'Etat espagnol.

Les autres mines métalliques : parmi les autres start-up minières qui s'introduisent en bourse en 1878-82, Nickel (actuellement Eramet). La société est toujours associée à Rotschild comem Pennaroya et Mokta El hadid mais il est vraisemblable que sa participation dans cette société ne soit vraiment effective que dans les années 1885. Krivoï Rog est un combinat (sidérurgie et mines) situé en Ukraine est créé par Talabot et Denière, ils ont lié des opérations de construction de chemin de fer russe, et des emprunts russes.

Une start-up technologique : Le procédé Raoul Pictet est un procédé mis au point par cet ingénieur polytechnicien pour créer des machines à réfrigérer afin de développer la conservation. Ce procédé provient de la liquéfaction de gaz qui abaisse la température. « la compagnie industrielle des procédés Pictet », qui construit des machines à produire le froid, dont les applications se généralisent chaque jour à la brasserie, à la chocolaterie, à la stéarinerie, à la fabrication des glaces et des neiges, le transport des viandes etc... Journal

des finances (p73). A cette époque il y a déjà une forte concurrence française et étrangère pour créer de telles machines (Linde en Allemagne par exemple). Les fondateurs doivent conduire des campagnes de communication acharnées pour séduire les investisseurs et obtenir les marchés. Raoul Pictet (suisse) avait eu l'opportunité d'être présent en Egypte lors de l'inauguration du Canal de Suez où il était chargé de la conservation des denrées pour la manifestation dans cette partie du désert. Cet épisode lui a donné un capital-réputation, une référence pour sa future entreprise. L'un de ses débouchés a été de mettre en œuvre son procédé pour le compte des glaciers de Paris qui ont obtenu le monopole de fabrication de la glace dans la région parisienne. Auparavant les glaciers étaient des puits assez profonds remplis de glace et de neige.

Un de ses concurrents, Charles Tellier, n'a pas bénéficié d'une telle promotion et n'a pas pu développer son procédé de fabrication malgré ses efforts. Le baron Hausman lui avait suggéré de trouver un moyen de remplacer les glaciers de Paris de manière industrielle. En 1865, il installe une machine frigorifique dans la chocolaterie Meunier en utilisant la circulation du gaz ammoniac liquéfié. En 1886, les travaux de Pasteur sur la conservation des produits alimentaires sont publiés. De plus les grands voyages transatlantiques d'une durée assez longue commencent à se développer. Pour promouvoir sa machine il l'embarque dans un navire anglais en partance pour l'Argentine et qui dure 26 jours. A l'arrivée on constate que la viande est encore consommable. Quelques années plus tard, en 1874, l'académie de sciences examine le projet et conclut à son succès. Tellier tente de développer industriellement son projet et s'engage dans sa promotion. En 1876, il affrète un petit navire à vapeur dont il équipe les cales d'une chambre froide. Il quitte Rouen en septembre, connaît une avarie à Lisbonne, et arrive après 106 jours à Buenos Aires. Les viandes sont intactes, un banquet est organisé sur le navire où les viandes sont consommées. Tellier comme Pictet sont présents à l'exposition universelle de Paris de 1881, où le navire de Tellier peut être visité. Par la suite Tellier ne parviendra pas à développer son procédé à cause d'un lobby français agraire. La crise agricole du milieu 1880 prohibe les denrées exportées des pays neufs tels que l'Argentine, et le Brésil. Il sera en faillite au début du XX^{ème} siècle.

III-C Cas des sociétés nécessitant du capital développement :

Dans ce deuxième groupe que nous qualifions de sociétés nécessitant du capital-développement nous avons des sociétés qui ont besoin de fonds pour continuer leur

croissance mais on peut les regrouper cependant en trois sous-groupes. Le premier comprend les entreprises le Printemps, Cusenier, Bénédictine qui connaissent déjà une notoriété internationale et veulent construire des bâtiments pour assoir leur prestige et leurs dirigeants restent en place.

Le second sous-groupe regroupe deux nouvelles compagnies qui sont introduites et qui ont également une activité ancienne mais viennent de réaliser une fusion. Il s'agit de ciments français et société générale de laiterie. Dans ces cas du deuxième groupe Il y a un risque de management car les fondateurs quittent la société même si l'activité ne change pas de manière importante.

Dans le troisième sous-groupe nous trouvons les ateliers et chantiers de la Loire qui sont des nouveaux chantiers navals créés mais les fondateurs de ses start-ups maîtrisaient les techniques de construction de navire en fer dans la région nantaise. Le cas de La Havraise Péninsulaire est identique, c'est une société de navigation qui veut faire évoluer son trafic de la méditerranée à l'atlantique.

Le Printemps : L'une des entreprises du premier groupe est *le printemps* un magasin de nouveautés fondé par Jules Jaluzot en 1865 qui se développe dans l'essor du Paris hausmanien. Jaluzot développe la vente par correspondance pour toucher une clientèle provinciale et allemande à partir de 1872. En 1881, le magasin prend feu et le fondateur suscitera des fonds sur le marché et son introduction en bourse pour reconstruire son bâtiment. A l'occasion du concours de l'architecte Paul Sédille pour la construction de ce bâtiment, les contemporains⁶ qui examinaient les nouvelles constructions des établissements bancaires de l'époque, comme le comptoir d'escompte, constataient « *qu'il existait un mouvement de toute l'Europe qui poussait tous les grands établissements de Crédit à demander aux architectes la manifestation extérieure de leur richesse et que presque toutes les grandes entreprises industrielles et commerciales recherchaient le concours des arts soit pour assoir leur renommée soit pour séduire leur clientèle* ». Lors du processus d'introduction au marché, le fondateur a économisé le recours aux intermédiaires financiers, il communique directement avec le marché par la presse et demandant aux souscripteurs de lui envoyer les fonds contre la vente d'une action.

Cusenier et Bénédictine : sont deux autres sociétés de notre échantillon à la recherche de capital-développement avec le même profil et ont le même objectif que le magasin printemps. Ces deux entreprises de distilleries : Cusenier et Benedictine ont connu un développement important de leur distillerie dans les années 1870 non seulement en France mais aussi à l'étranger avec toujours à leur tête le fondateur. Le montant des fonds collectés va permettre d'édification de bâtiments prestigieux participant à assoir leur renommée.

⁶ Lafenestre G. (1883) « Les magasins du printemps réédifiés par M. Paul Sédille »

L'architecture du « palais » Bénédictine construit par le directeur-fondateur Alexandre Le Grand à Fécamp en Normandie est prestigieuse avec son clocher évoquant le couvent des bénédictins et servira de support dans la publicité pour la marque dans les années qui suivirent.

Société des laiteries réunies : un exposé dans la publicité de l'émission paru dans le capitaliste⁷ indique qu'en 1878, la société des laiteries réunies est formée par l'association de 33 laitiers en gros sur les 38 qui approvisionnent en lait la capitale. Cette association a pour but de faire des économies de matériels notamment de transport et d'hygiène. Société qui a le monopole de l'approvisionnement de Paris et de sa banlieue c'est une clientèle de 3 millions de personnes. Les fondateurs se réservent à la création 10 000 actions et 15000 sont vendues au public par la banque du midi. L'argument pour l'actionnaire est qu'il n'y aura pas de période d'organisation ou d'attente, il n'y a pas de réorganisation, la société distribuera des dividendes dans l'année.

Ciments français : JF 1881/04/09 p 234 « *c'est une banque, La société générale, qui a fondé la SA des ciments français de Portland de Boulogne et de Desvres en réunissant les 2 entreprises Lonquety et Cie et Famchon et Cie dont les produits ont une notoriété si grande que la société nouvelle constitue presque un monopole de vente du ciment dans le Nord de la France* ». JF 1881/03/26 p 195 « *on sait dans quelles conditions s'est créée la société ciments français ; elle n'est point composée d'éléments nouveaux qu'aucune expérience n'a mis en œuvre ; elle est au contraire le résultat de la fusion de deux grands établissements déjà abondamment pourvus de moyens d'exploitation, munis d'une large clientèle et en pleine production. Ainsi réunies et assurées de ressources plus étendues, les deux entreprises dont les marques jouissent d'une notoriété établie, pourront recevoir tous les développements que comporte une industrie appelée à prendre vraisemblablement une extension que justifient des besoins toujours croissants, besoins auxquels les récentes adjudications obtenues pour la fourniture des ciments nécessaires à l'amélioration et à l'agrandissement des ports de Dieppe, Saint Valéry, Boulogne sur Mer viennent de prouver qu'elle est presque seule à pouvoir faire face* » JF 1881/04/09 p 227 « *le classement définitif des actions entre lesquelles se partagent le capital de la société des ciments français et des Portlands de Boulogne et de Desvres vient de s'achever de la manière la plus heureuse au prix de 525 dans la clientèle de la société générale.* »

⁷ Le capitaliste page 202

Havraise Péninsulaire, Atelier et chantier de la Loire : ce sont des start-up mais que l'on peut considérer comme moins risquées que les start-up comme Panama ou Pictet, car leurs fondateurs avaient déjà une expérience dans des projets analogues réussis dans le même secteur : la navigation maritime.

Les ateliers et chantiers de la Loire sont créés à Saint Nazaire en 1882 consécutivement à la première loi sur les primes à la construction navale votée en 1881. Le but de cette prime était de stimuler la construction navale et l'armement maritime. Votée pour dix ans, elle concernait seulement la navigation au long cours. Son montant était de 1,50 franc par tonneau de jauge nette et 1000 milles parcourus, pour les navires construits en France. Pour les navires construits à l'étranger, la prime était divisée par 2. Le terme voilier à prime désigne toute une série de grands voiliers construits à la fin du XIX^{ème} siècle. L'essor des entreprises de navigation s'explique par le besoin de trouver de nouveaux débouchés dans la construction navale à production d'acier provenant des forges qui fournissaient la construction des chemins de fer.

Compagnie Havraise de Navigation à Vapeur a été créée en 1882 en remplacement de la société Compagnie de navigation qui avait, à l'origine dans les années 1865 assuré, une liaison du Havre avec l'Espagne puis, avec le développement de la colonisation, étendu le commerce vers le Magreb et en 1886 vers Madagascar. En 1882 elle reçoit des steamers neufs construits dans les chantiers anglais Robert Thomson&sons de Sunderland dans le Nord de l'Angleterre. Les messageries maritimes et la compagnie générale maritime connaissent aussi un renouvellement de leur flotte et la transformation en SA. En 1867-1871, les navires à roues sont remplacés par des navires à hélices, consomment moins de charbon et laissent plus place dans la soute pour transport de marchandises. La société est rachetée par la Compagnie Générale Transatlantique en 1915.

III- D Cas nécessitant du capital-transmission :

Dans ce groupe nous avons regroupé des sociétés qui viennent d'être introduites en bourse et nécessitent du capital-transmission. Il s'agit de quatre entreprises qui ont une activité déjà ancienne mais leurs fondateurs désirent retirer complètement ou progressivement de leur affaire, il s'agit des Grands moulins de Corbeil, Agence Havas, Didot Bottin , Commentry-Fourchambault.

Didot Bottin, l'Agence Havas et les moulins de Corbeil : Ces trois entreprises ont un point commun, leurs fondateurs déjà âgés ont entrepris la cession de leur entreprise pour quitter leur activité. Pour les trois le repreneur a été le banquier Erlanger et sa banque le crédit général français.

Le prospectus de l'émission des **moulins de Corbeil**, paru dans le journal des finances⁸, indique que l'entreprise produit de la farine pour plus d'un huitième de la population parisienne et de l'huile. Pour rassurer les futurs actionnaires, il est indiqué qu'en dépit de la cession des fondateurs, le management (chefs de service) et tout le personnel reste en place. L'émission réalisée permettait de collecter 16 millions de francs dont 9 millions seront versés aux fondateurs qui étaient Darblay et Béranger. Le solde, 7 millions devant servir à financer le besoins de fonds de roulement, a été racheté par le Crédit général français, la banque fondée par Erlanger et revendue ensuite au public. Le journal précise qu'il s'agit d'un placement de premier ordre qui a plus d'un demi-siècle d'existence.

Didot Bottin⁹ résulte de la vente de l'annuaire de commerce de la société Firmin Didot à la société financière d'Erlanger pour 7 millions. L'argent reçu a permis le remboursement partiel du capital social à la société Firmin Didot. Les fonds reçus par les fondateurs pour la vente de l'annuaire n'ont pas été utilisés par la société Didot Bottin pour lancer de nouveaux projets mais simplement placés en titres de *bons pères de famille*. Puis en 1885 les fondateurs décideront de rembourser ce capital aux actionnaires. La nouvelle société Annuaire de commerce Didot bottin de quinze mille adresses, avec toutes ses annexes, notamment l'album ou Annuaire illustré des fabricants, les marques de fabriques ...collection des anciens annuaires... a été racheté par la banque franco égyptienne¹⁰. Les premiers membres du conseil en 1881¹¹, sont About (Edmond), Choissel (Alfred), Grieninger (Frédéric), Halphen (Germain) Lahure (Alexis), Levy Crémieu (Marc) Rodocanachi (Pierre).

Havas : Parmi les entreprises de presse on assiste à la création de l'agence Havas en 1879 qui a été créée pour assurer¹² le service des dépêches télégraphiques, et téléphoniques de toute nature politiques, commerciales, financières ou fractionnées pour les journaux , les établissements publics et les particuliers , les services de toutes correspondance autographiques, typographiques ou clichés, l'entreprise de traduction de journaux étrangers pour les journaux français, compte rendu des séances des corps politiques et judiciaires, la télégraphie des bourses et des marchés, la publicité

⁸ Journal des Finances 1881/3/19 page 179

⁹ CAMT fonds 179 AQ 3

¹⁰ Journal des finances 1882/05/06 page 282, publication qui remonte à 1797,

¹¹ CAMT fonds 179 AQ 7

¹² Annuaires des agents de change p.3758

C'est une société qui a 50 ans en 1879, Le journal des finances¹³ vante la société comme d'une « *affaire sérieuse qui repose non pas sur des espérances ou des probabilités mais sur des résultats positifs consacrés par une longue expérience... C'est une vaste organisation qui existe pour la centralisation et la transmission des informations des nouvelles reçues par le télégraphe de tous les points du monde* ». La nouvelle société est bien en expansion puisque les actionnaires envisagent d'émettre des obligations en 1880 pour financer l'achat d'un immeuble et un nouveau service télégraphique¹⁴. C'est la société générale qui vend les actions des fondateurs de la SA.

Commentary Fourchambault : en 1874, la société Boisgues, Rambourg et cie est transformée en société anonyme. A la suite du départ de la société des fondateurs, des actionnaires Lyonnais indiquent aux dirigeants qu'il leur semblait « *que leur intérêts n'étaient plus défendus* ». L'introduction en bourse en 1880 est consécutive à cette affaire, elle permet aux anciens actionnaires de vendre leurs actions de la société sur le marché au moment où le cours de la société était relativement élevé. Dans les années qui suivront la société rachètera ses propres actions quand le cours baissera, et accordera en échange aux actionnaires des actions de jouissance¹⁵.

III-E – Cas des sociétés nécessitant du capital-monopole :

En France, les entreprises à monopole les plus populaires au XIX^{ème} siècle sont les grandes compagnies concessionnaires de chemin de fer qui ont été chargées, sur une zone du territoire français, de poser les rails et d'exploiter les lignes pendant une période fixée. Dans la période, le développement du chemin de fer s'essouffle et le plan Fressiney en 1876, destiné à relancer la construction de ligne complémentaire, n'entraîne pas d'introductions en bourse pour financer les entreprises de ce secteur. Par contre trois autres types d'entreprises à monopole, dans le secteur du gaz, de l'eau, du téléphone sont actives dans la vague d'introduction des années 1878-82.

Des groupes gaziers, étaient cotés à la bourse de Paris depuis les années 1850. Il s'agit de la parisienne d'éclairage et de chauffage par le gaz créée en 1820, la Compagnie d'éclairage par le gaz de la ville de Lyon en 1836 et la Compagnie centrale d'éclairage par le gaz (établissements Lebon) en 1853. Ces entreprises fournissaient l'éclairage par le gaz dans les

¹³ Journal des finances 1879/07/26 page 468

¹⁴ Journal des finances 1880/06/12 page 372

¹⁵ voir avant le document AQ7 pour voir les raisons du changement

villes pour lesquelles elles ont obtenu la concession. Le gaz étant obtenu à partir du charbon. Le monopole concernait l'installation des canalisations pour assurer la cohérence des réseaux municipaux quand de nombreux industriels proposaient leur propre gaz et leur propre installation. Le prix du gaz était négocié entre la municipalité et les compagnies concessionnaires et le révisaient régulièrement. La municipalité percevait une redevance sur le prix du gaz. Ces compagnies ont été prospères tant que la demande des consommateurs a augmenté de manière constante. Le risque de ces sociétés était l'émergence de nouvelles technologies car il était prévu dans les contrats que les municipalités pouvaient sans frais annuler les concessions sans pénalité si une nouvelle technologie permettait un progrès de l'éclairage ou du chauffage.

Nous montrons que les cours des compagnies de gaz vont s'effondrer par rapport aux cours du marché parisien en 1881. Dans la figure 1 nous voyons que les cours des actions de la compagnie parisienne de l'éclairage par le gaz ne suit pas du tout la hausse forte du marché de 1881 et qu'il n'y aura pas de phénomène de rattrapage plus tard, l'écart creusé va même s'accroître progressivement jusqu'à la fin du siècle. Nous mesurons dans la figure 2 que la perte de valeur de cette compagnie et du secteur gazier dans son ensemble, de janvier 1878 à janvier 1881, est de 10% par rapport au marché et la perte de valeur est de 50% par rapport au marché de janvier à mai 1881.

Cette baisse de valeur des actions intervient dans un climat où la technologie de l'électricité appliquée à l'éclairage émerge. L'exposition d'électricité qui ouvre en juillet 1881 à Paris est entièrement dédiée aux nouveautés technologiques en matière d'électricité. Dans certains quartiers de Paris, comme l'opéra, et dans des gares comme Saint Lazare, la ville et les compagnies ferroviaires aménagent des places où le public peut comparer des expériences d'éclairages entre gaz et à l'électricité. Si le consensus sur les coûts de l'éclairage électrique et sur son domaine d'application ne sera atteint que 10 ans plus tard, il apparaît pour beaucoup que l'électricité pourrait concurrencer dans un délai encore inconnu mais inéluctable le gaz dans l'éclairage.

Au début des années 1881, la municipalité de Paris annonce qu'elle doit statuer sur la prolongation de la concession qui devait se terminer initialement en 1906 et sur la demande de baisse du prix du gaz demandé par le public¹⁶. Après plusieurs reports de décisions¹⁷, une baisse autoritaire du gaz est imposée à la compagnie tandis que la prolongation de la concession refusée en novembre 1881¹⁸. Au début de la baisse de cours en janvier un évènement financier affecte la compagnie, un emprunt obligataire est émis. Une hypothèse

¹⁶ Journal des finances 25/07/1881 : Demande d'information sur les économies dues à l'utilisation du four Siemens

¹⁷ Le capitaliste 30/03/1881 : report en mars de la délibération du Conseil municipal à propos d'une diminution du prix du gaz et du prolongement de la concession de 40 ans

¹⁸ Journal des finances 26/11/1881 : Le conseil Municipal impose une baisse autoritaire du prix du gaz, refuse de prolonger la concession au-delà de la durée initiale en 1906

crédible est que le refus de prolongation la société étant anticipé, r la compagnie a émis des obligations qui ont pu être financées par des actionnaires qui ont revendus leurs actions entraînant une baisse du cours des actions. La durée de vie d'une obligation étant définie dans le temps à la différence des actions, leur maturité pouvait s'aligner parfaitement sur l'horizon de la fin d'une concession.

Malgré la décote des compagnies de gaz par rapport au marché plusieurs sociétés de gaz sont créés et immédiatement introduites à la cote dans l'euphorie boursière des années 1878-81. Il s'agit de La Lyonnaise des Eaux et de l'éclairage, créée en février et cotée dès mars 1880, de la Compagnie Générale de gaz pour la France et l'étranger créé en décembre 79 introduit en aout 1880, de la société Gaz et Eaux fondée en mars et introduite en mai 1881, la Compagnie générale française et continentale d'éclairage et la Compagnie Française d'éclairage et de chauffage par le gaz, (juin 77-mars 79-) ancienne compagnie anonyme de gaz de Castres qui achète plusieurs sociétés de gaz en 1877.

Toutes ces compagnies ont été créées par des banques. L'une des stratégies, diffusées dans la presse, de ces sociétés était de saisir des marché encore vierge en France, à l'étranger ou dans les colonies en prévoyant d'y adjoindre les concessions d'eaux et d'électricité au moment opportun. La Banque Parisienne à l'origine de la création de la

Figure 6 . Evolution du cours des actions de la Compagnie parisienne de l'éclairage par le gaz et de l'indice général des cours des actions cotées à Paris de 1855 à 1906

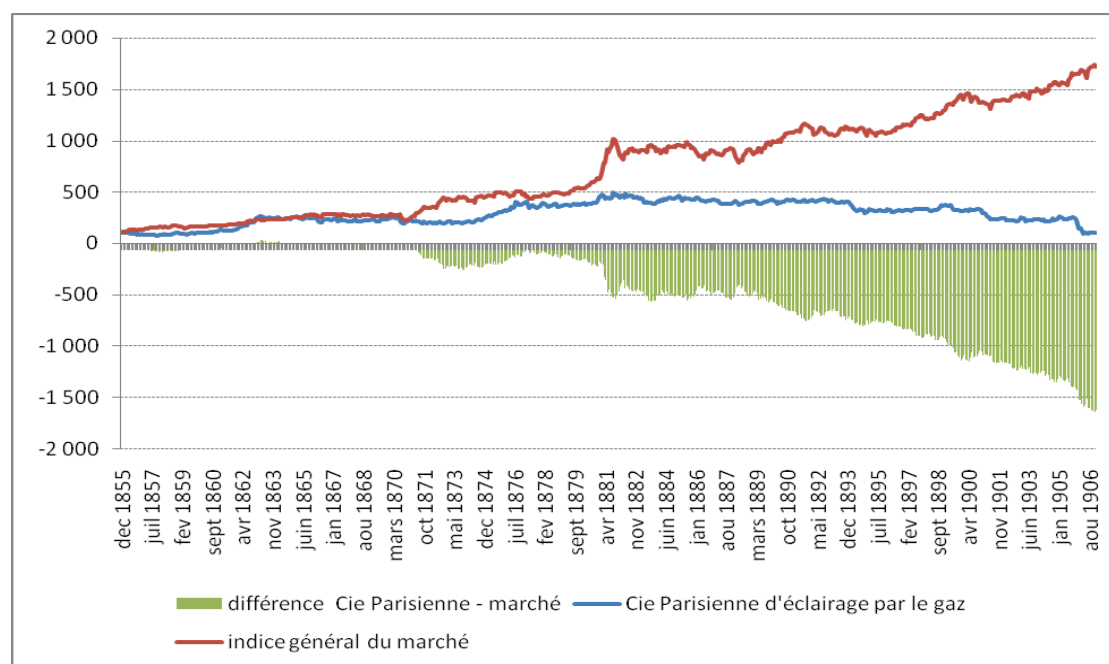
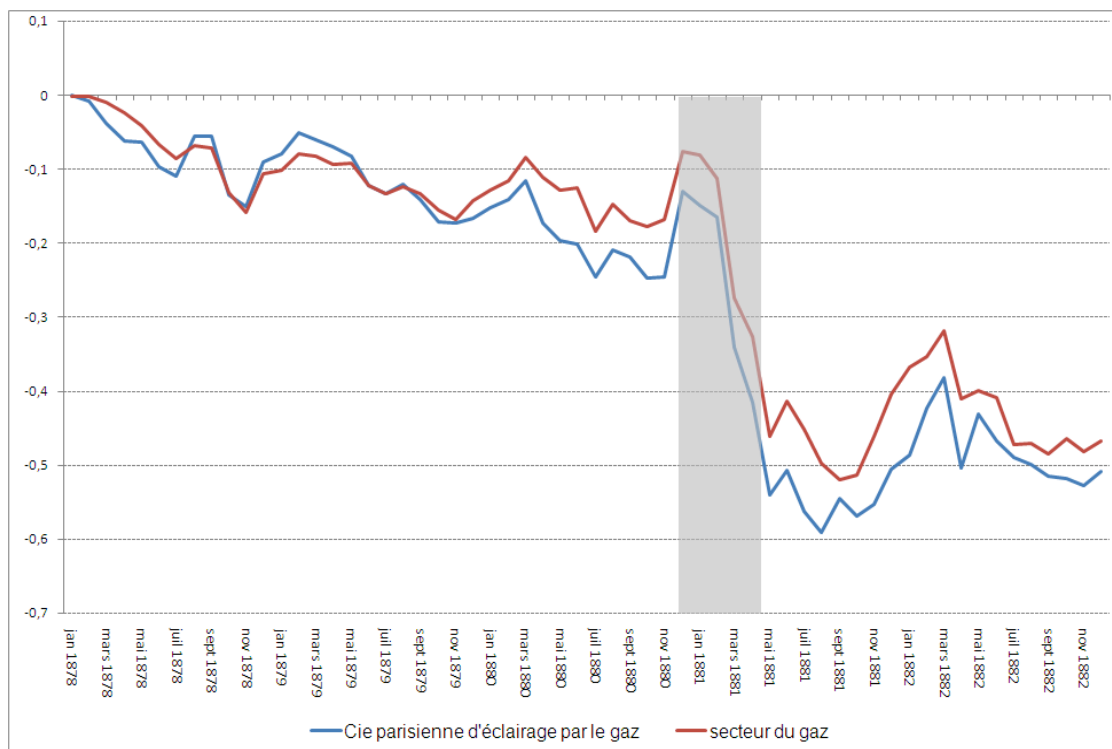


Figure 7 - Comparaison des écarts au marché de 1878 à 1882 des rendements de compagnie parisienne de l'éclairage par le gaz et du secteur du gaz.



société gaz et eaux explique qu'elle met en place une stratégie de portefeuille¹⁹. « La société ne créera pas d'usines mais va acquérir des actions de sociétés locales de gaz ou d'eau », « une sorte d'Oinium où les titres se font une assurance mutuelle et fournissant un rendement moyen avantageux aux actionnaires ». Plus tard la Banque indique, que les firmes placées ainsi dans un portefeuille auront un crédit suffisant pour pouvoir émettre des obligations. Bien entendu les banques seront à l'origine de nombreux emprunts réalisés comme celui de la cie parisienne de chauffage par le gaz.

Les compagnies de téléphone : L'exploitation commerciale du téléphone à Paris est l'innovation majeure de la période. Son utilisation suscite beaucoup d'intérêt lors de l'organisation à Paris en 1881 d'une exposition de l'électricité. L'exposition est confiée à Antoine Bréguet, qui expose les travaux de l'américain Bell et à qui l'on confie le développement commercial du réseau à 57 km autour de Paris et chez Bréguet. La compagnie Générale de téléphone est créée en 1882, pour connecter Paris, mais au lancement le service est irrégulier et les communications²⁰ supportent des dérangements,

¹⁹ page 559-60 » 1881/06/08

²⁰ Journal des finances page 596.

les abonnés ne peuvent pas obtenir le bureau central. Ces imperfections empêchent les actions de monter.

En 1884, la compagnie exploite le téléphone dans d'autres grandes villes de France, Lyon, Bordeaux, le Havre, Alger Oran, Rouen, Marseille, Saint Pierre les Calais.²¹

La presse relate que le téléphone se développe dans les plus grandes villes du monde, notamment au Japon à Tokyo²², Yeddo Yokohama et Ozaka.

Télégraphe Paris New York et la compagnie générale des téléphones.

La société du câble transatlantique français a été fondée par le banquier Emile Erlanger avec Jules Reuter pour exploiter la concession du télégraphe transatlantique obtenue en 1868 (page 164). Cette concession fait l'objet d'une vive concurrence des compagnies anglo-américaine qui voudraient raccorder par télégraphes les USA à la GB. Mais en 1881 une garantie est obtenue par les actionnaires grâce à un traité de fusion avec les 6 compagnies concurrentes. Capitaliste 1881/6/8 page 559.

Page 138 le capitaliste 1881/02/09 indique *que la concurrence qui existait entre les compagnies de câbles transatlantiques a cessé depuis la fin du mois de septembre. A partir de cette époque, le tarif de 2,50 f par mot a été établi et uniformément appliqué : il en est résulté une réduction de 33% sur les anciens tarifs due à l'existence de la compagnie française du télégraphe Paris New-York. Après quatre mois d'expérience le nombre de mots transmis par les câbles a augmenté de façon considérable elles verront en 1881 les recettes atteindre les chiffres les plus élevés jamais obtenus depuis 1879.*

La compagnie fait des expériences de téléphonie au moyen d'un appareil nouveau du docteur Hertz entre Brest et Penzance en Angleterre sur 300 km (le capitaliste 1880 ?)

IV- Liens entre le management des introductions en bourse de 1878-81 et la littérature actuelle

L'irrégularité des opérations boursières : Dans cet articles nous avons mis en évidence une succession de phases de concentration « haute » puis « basse » d'émissions qui coïncident aux cycles d'affaires que l'économiste Clément Juglar (1862) avait déterminé pendant la période. Nous mesurons que la phase boursière « haute » de 3 ans de la période 1878-81 a

²¹ Journal des finances 1884/09/27 page 614

²² Journal des finances 1881/08/27 page 553

concentré 70% des émissions de banques réalisées depuis 20 ans sur le marché parisien et que ces établissements bancaires ont généralement moins de 15 ans d'existence. Ainsi le caractère cyclique des introductions en bourse de la fin du XIX^{ème} siècle sont compatibles avec l'impact des conditions macroéconomiques sur les émissions boursières mises en évidence par Choe, Masulis et Nanda (1993), M. Baker, J. Wurgler, (2002), Bayless M. Chaplinsky S. (1996) à partir de données du XX^{ème} siècle.

Taille des syndicats bancaires: Corwin et Schultz (2005) montrent le nombre de banques chargées du placement des actions augmente avec la taille de l'introduction. Davidson et al. (2006) soulignent le rôle des co-managers dans la réduction du risque de placement. Ils montrent que les introductions en bourse réalisées par des entreprises appartenant au secteur technologique sont plus risquées et qu'elles présentent des syndicats bancaires plus larges. Dans notre étude, Panama est la seule introduction en bourse dont la taille nécessitait un syndicat bancaire. L'introduction comporte un fait frappant : de très nombreux banquiers, presque tous ceux de la place de Paris à l'époque étaient présents dans le syndicat bancaire composé par Lesseps lui-même. En conséquence, quelques années plus tard, ils seront tous impliqués dans le scandale de financement de Panama. Il s'agit ici d'une illustration du partage du risque qui va au-delà du risque de défaut de souscription.

Réputation et certification de l'introduction : Rock (1986) montre que la réputation de la banque chef de file réduit, par sa qualité, l'asymétrie d'information entre l'investisseur et le marché. Narayanan et al (2004) montrent que les banques commerciales ont intérêt à co-diriger une introduction en bourse avec une banque d'affaires de forte réputation pour obtenir une certification de l'émission. A la construction de son premier chantier, le canal de Suez, Lesseps avait demandé l'aide du banquier Rothschild qui avait à l'époque une grande réputation. A cause des commissions trop élevées que le banquier exigeait, Lesseps avait refusé l'aide. Pour lever ses fonds Lesseps a été contraint de jouer lui-même le chef de file en réunissant, autour de son projet, des banques plus petites tout en assurant une grande part de la communication auprès des investisseurs. Pour le canal de Panama, il reprend la même équipe. Par ailleurs, la notoriété de Lesseps a certifié aussi d'autres projets plus petits mais risqués comme la compagnie Raoul Pictet une start-up permettant de réfrigérer les aliments.

Dans les sociétés qui nécessitent du capital développement et une continuité du management après l'introduction nous constatons, dans la presse, que la personnalité des dirigeants des firmes est davantage mise en avant que les banques introductrices. C'est le cas de Jaluzot, le dirigeant du Printemps, qui indique, dans la presse, qu'il place ses actions lui-même. C'est également le cas de Legrand, le patron de Bénédictine, qui précise dans les

journaux, que des banques régionales qu'il ne nomme pas, se chargeront du placement des titres.

Par contre des les sociétés qui nécessitent du capital développement avec une fusion à la clé comme les ciments français, ou la compagnie générale de laiterie, c'est la banque introductrice qui est nommée et non les dirigeants qui risquent de changer. Nous notons aussi que les banques, jeunes pour l'époque, comme la société Générale ou la banque du midi sont citées dans les annonces presse des introductions. A l'issue de l'introduction, les sociétés concernées vont disposer d'un monopole régional de commercialisation de leurs produits, elles ne sont donc que très peu risquées.

L'introduction en bourse et la sortie des fondateurs : Nous trouvons des sociétés qui s'introduisent en bourse pour recueillir du capital de transmission : Havas, Didot-Bottin, Moulins de Corbeil, Commeny-Fourchambault dans lesquelles tout ou partie des fondateurs veulent récupérer leur mise. Il apparaît que les 3 premières sociétés sont liées au Baron Erlanger. Cette personnalité est un banquier de transition entre la Haute Banque Parisienne et les banques modernes qui émergent. Son expérience lui permet de s'aventurer dans des opérations techniques comme le capital transmission dont il faudrait approfondir le déroulement. La sortie du capital des actionnaires est principalement discutée dans la littérature sur le financement des start-ups. L'intensité de l'implication des Sociétés de capital risque dans le financement des start-up est de courte durée. Elles sortent du capital de la cible, en introduisant la société en bourse ou en la revendant aux fondateurs ou à une autre société. Black et Gilson [1998] montrent qu'un marché boursier développé permet aux entreprises qui arrivent à maturité, d'être introduites rapidement en bourse, ce qui permet la réallocation du « capital recyclable » des SCR vers de nouvelles start-ups. Cependant, Megginson et Weiss [1991] estiment que de nombreuses SCR conservent une part des participations acquises après l'IPO, s'accaparant ainsi une partie de la rente générée et donnent une certification à l'introduction. Sur des fondateurs qui sont restés très longtemps dans l'entreprise la littérature actuelle est peu fournie.

Bibliographie

Arbulu (2007) « indice général » CDROM« le marché financier français au XIX^{ème} siècle : aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la bourse de Paris (volume 2)

Aulas P (1999) « Les origines du téléphone en France 1876-1914 – éditeur : Association pour le développement économique (ADHE)

M. Baker, J. Wurgler, 2002. "Market timing and capital structure" , journal of finance, American Finance Association, vol. 57(1), pages 1-32,

Bayless M. Chaplinsky S. [1996] «Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? journal of finance 51, 253-278.

Bertrand A., et Ferrier E. (1887) « Ferdinand de Lesseps, sa vie, son œuvre »éditeur G. Charpentier (Paris)

Black B., Gilson R. [1998] «Venture Capital and the Structure of Capital Markets Banks Versus Stock Markets », Journal of Financial Economics, 47, p. 243-277.

Bonin H. (1987) « Suez du Canal à la finance (1858-1987) » Economica

Bonin H. (1985) « L'argent en France depuis 1880 » MassonF

Boudet G. (1995) « le sel du midi au XIX^{ème} siècle : la renaissance des salins du midi de la France » , ed. cie des salins du midi et des salines de l'est – Montpellier.

Bouvier J. (1960) « Le Krach de l'Union générale (1878-1885) » Presses universitaire de France.

Bouvier J. (1961) « Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882 : les années de formation d'une banque de dépôts » ed. SEVPEN

Bradel V. (1986) « Suez et Panama, deux épisodes du XIX^{ème} siècle »page 323 dans un canal... des canaux, Caisse Nationale des monuments historiques et de sites –ministère de la culture, Picard Editeur

Choe H. Masulis R. Nanda V [1993] « Common stock offerings across the business cycle" Journal of empirical finance 1, 1-29.

Corwin S. A. et Schultz P., 2005, "The Role of IPO Underwriting Syndicates : Pricing, Information Production, and Underwriter Competition", Journal of Finance 60, 443-486.

Daumard A (1973)« Les fortunes françaises au XIX^{ème} siècle » Paris-La Haye Mouton

Daumard A (1972) « L'évolution des structures sociales en France à l'époque de l'industrialisation (1815-1914) , Revue historique 502, p 325-346.

Davidson W. N., Xie B. et Xu W., 2006, "IPO Placement Risk and the number of Co-managers", The Financial Review 41, 405-418.

Garrigues J. (1997) « La république des hommes d'affaires » Aubier

Juglar C. (1862) « Des Crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre, et aux États-Unis » Paris, Guillaumin et Cie libraires-éditeurs

Lafenestre G. (1883) « Les magasins du printemps réédifiés par M. Paul Sédille » la gazette des beaux arts, 2^{ème} périodique, 239-53

Lantaz J.P (1991) « Bénédictine : d'un alambic à 5 continents – des origines à 1989 » ed. Bertout – Luneray

Lescure M. , Nougaret R. , Desjardin B. (2002) « Le crédit Lyonnais , 1863-1986 : études historiques – Droz – Genève

Limonier C. (1992) « Les 110 ans de la havraise péninsulaire » ed. P. Tacussel – Marseille

Megginson W. Weiss K. [1991], «Venture Capital Certification in Initial Public Offerings », Journal of Finance 46, p. 879-903.

Michalet C.A (1968) « Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours » PUF

Montel N. (1998) « Le chantier du canal de Suez (1859-1869) » Presses des Ponts et Chaussées

Narayanan R. P., Rangan K. P. et Rangan N. K., 2004, "The role of syndicate structure in bank underwriting" Journal of financial Economics 72, 555-580.

Pictet R. (1979) « La liquéfaction de l'oxygène » - Imprimerie Polyglotte Hugonis - Paris

Pictet R (1898) « La frigothérapie, ses origines, son but – les résultats déjà obtenus »

Pomonti J (2008) « L'aventure du téléphone : une exception française – Hermes science

Rock K., 1986, "Why New Issues are Underpriced", Journal of Financial Economics 15, 187-212.

Smith M. S. (2006) "Emergence of a modern business enterprise in France 1800-1930" Harvard University Press

Stoskopft N. (2002) « Les patrons du second Empire, banquiers et financiers parisiens » ed. Cenomane.

Thellier C. (1870) "Note sur la conservation de la viande - présentée à l'académie des sciences », Imprimerie de J. Clave – Paris

Turpain A. (1910) « du téléphone Bell aux multiples automatiques : essai sur les origines et le développement du téléphone editeur Gratier Grenoble

CDROM (2007) « le marché financier français au XIX^{ème} siècle : aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la bourse de Paris (volume 2) Arbulu indice général

Annuaire des agents de change de la bourse de Paris

Wallart C., Terrier D. (2009) « Jules Emile Scrive : carnets d'un patron lillois 1879-1891 » Pression universitaire du Septentrion

Caracalla J.P. (1997) Le roman du printemps – l'histoire d'un magasin – nouvelle édition -ed. Denoël-Paris

ANNEXE

Syndicat bancaire de Panama

Syndicat	Banquiers et personnalités
<p>Comité de direction :</p> <p>Président : M Christophe : gouverneur du Crédit Foncier</p> <p>Autres membres :</p> <p>Masserat (crédit Lyonnais), Durioux (Crédit Industriel et commercial), Denière (Société Générale, Girod : comptoir d'escompte), CH de Lesseps, Seligmann frères</p> <p>Composition du syndicat :</p> <p>Banque Franco-Egyptienne, Société des Dépôts et Compte Courants, Banque de Paris, Société Financière, Crédit Lyonnais, Comptoir d'Escompte, Société Generale, Credit Mobilier Espagnole, Union Generale, Credit Foncier, Credir Industriel et Commercial, Banque d'Escompte, Credit Mobilier Français , Banque Nationale, Banque Parisienne, Banque de Winterthur, Banque d'Alsace Lorraine, Galline à Lyon, Jacob Laudau et Beichroeder à Berlin</p>	<p>Pereire, baron de Soubeyran, Armand Donon, Joubert, Bamberger, Ephrussi, de Camondo, Lebaudy, Heine Levy, Crémieux, de Werbrouck, Baron Erlanger, Alberti, Emile de Girardin</p>

