

## NOTE DE LECTURE DU LIVRE «ÉLÉMENTS DE MORALE BOURSIÈRE»

THIERRY WALRAFEN\*

*Pour les questions de morale économique, Oswald von Nell-Breuning reste une autorité reconnue en République fédérale. Il y a quelques semaines encore, invité à présenter ses réflexions sur les liens entre éthique et politique économique, le président de la Banque fédérale allemande, Hans Tietmeyer, commençait son exposé en affirmant sa conviction que «normes économiques et postulats éthiques ne s'excluent pas l'un l'autre, mais au contraire se complètent» et appuyait son propos d'une citation de Nell-Breuning : L'action qui vise au succès économique par une prise en compte intelligente des lois économiques n'est pas seulement satisfaisante économiquement, mais aussi, et précisément de ce fait satisfaisante moralement.\*\**

355

**U**n avant-propos (daté du 1/1/1928) justifie par une série de citations l'intervention de l'auteur dans un domaine où elle peut n'être pas perçue comme évidente. Pour l'essentiel, sont affirmés ainsi, à l'aide de quatre citations :

- La légitimité de l'activité économique : «L'activité économique a pour seul objectif le bien-être général...» (Assemblée de la fédération des associations de commerçants catholiques d'Allemagne, Hildesheim, 1919)

- L'existence du progrès : l'humanité a progressé de l'imparfait vers la perfection «*Humanum genus ab imperfecto ad perfectum progressum est.*» (Dom. Soto, De justitia et jure, Lyon 1558).

---

\* Directeur des affaires européennes et internationales. Caisse des dépôts et consignations *Grundzüge der Börsenmoral*, Herder-Fribourg 1928; Imprimi potest, Cologne, 1927; Imprimatur, Fribourg, 1928. (Tome 4 de la collection «Etudes sur l'éthique économique et sociale catholique» publiée sous la direction du Dr. Franz Keller, Professeur d'économie à l'université de Fribourg en Brisgau)

\*\* (Dr. Hans Tietmeyer, exposé dans le cadre du symposium «Argent et Morale» de l'Académie des sciences et de littérature, Mayence, 8 octobre 1993. La citation de Nell-Breuning est extraite du «Vocabulaire de la politique», cahier 4 : «De l'ordre économique», Fribourg 1949).

- La nécessité d'un encadrement de la vie économique : «... Plus les institutions sont développées par l'organisation du système monétaire, l'encadrement de la liberté des échanges, l'adaptation des infrastructures, plus il est facile d'au moins approcher les objectifs de justice» (Linsenmann, Cours de théologie morale, Tübingen 1878).

- L'intervention de l'Église dans ces domaines : «La vie économique tire de la sphère du religieux les fondements moraux de son développement et de sa configuration». (Pacelli, Nonce, Assemblée de la fédération des associations de commerçants catholiques d'Allemagne, Stuttgart, 1925).

Suit, après la bibliographie, un chapitre de «remarques préliminaires», où sont précisés en grand détail les thèmes que l'ouvrage laissera de côté. Pour s'en justifier, l'auteur se réfère à la Commission d'enquête sur la Bourse (*Börsen-Enquete-Kommission*) de 1892/93 qui déjà avait constaté combien les recherches sur la Bourse étaient susceptibles de se laisser facilement entraîner sur des sujets connexes et donc exposées au danger de dériver sans limites. Sont ainsi exclues du champ couvert les questions relevant du droit bancaire, financier ou fiscal, mais aussi celles qui concernent les opérations pour compte propre des bénéficiaires d'informations privilégiées et des professionnels.<sup>1</sup> L'objet du livre est bien précis, il s'agit d'une «tentative pour élaborer un corps de principes d'une morale théologique de la Bourse fondé sur le prix juste».

356

### 1 - L'introduction (p. 1)

S'il n'y a pas de définition légale de la Bourse, et si la Commission d'enquête de 1892/93 a délibérément refusé de proposer sa propre définition, l'auteur, lui, commence par préciser que c'est à la Bourse au sens étroit du terme qu'il se consacrera : «réunion régulière de commerçants à horaires et localisation déterminés dans le but de conclure des affaires portant sur des biens fongibles». Les questions que se pose le chrétien à propos de l'activité boursière sont les mêmes que celles que soulève sa participation au système capitaliste, entendu comme un système orienté vers l'utilisation et l'accumulation du capital.<sup>2</sup> Fondé sur la propriété

1 Au passage est noté le caractère très particulier des pratiques qui se sont développées en Allemagne où les frontières entre opérations pour compte de tiers, courtage et opérations pour compte propre sont devenues totalement fluides.

2 «Le système économique capitaliste se caractérise par le fait que l'activité économique vise comme résultat final moins les biens produits en tant que tels (c'est-à-dire des biens destinés directement ou indirectement à la satisfaction des besoins : économie de la demande) que les moyens de production (c'est-à-dire des biens d'investissements concrets et en dernière analyse du capital abstrait que l'on peut comptabiliser).»

privée des moyens de production, et reposant sur l'intérêt propre de tout agent économique, ce système est évidemment exposé à de grands dangers d'abus et de déviations. Ces derniers seuls sont combattus par l'Eglise qui, par l'encyclique *Rerum Novarum*, a expressément reconnu l'existence du système capitaliste auquel tout croyant peut à bon droit participer.

La Bourse, qui n'est rien d'autre qu'un marché organisé et techniquement développé, est essentielle au système capitaliste. «*Une économie d'accumulation requiert pour son fonctionnement un marché bien formé.*» Sans Bourse pas d'économie financière moderne; la mobilisation de la petite épargne par l'émission de titres suppose un marché : «*capitalisme financier et bourse de valeurs sont tout simplement synonymes.*» Contrairement à une opinion commune, Bourse et ploutocratie sont antinomiques, tout comme bourse et monopole; la bourse est par nature démocratique.<sup>3</sup> Il est vrai que les développements techniques de la bourse ouvrent des possibilités accrues aux abus et malversations, mais prendre part à l'activité de ces marchés est, en soi, moralement indifférent.

Si l'*homo œconomicus* de la théorie peut être approché quelque part dans la réalité, c'est à la bourse. Que poursuivre son intérêt propre soit le moteur de l'activité économique est conforme à la nature de l'homme tel que Dieu l'a fait, et trouve ainsi sa justification morale. Certes, il ne saurait être question d'en faire le but ultime. Pourtant, en pratique, du fait des contraintes de l'action, seule l'adéquation d'une décision à ses objectifs économiques peut être prise en compte comme critère de choix («... *en règle générale, seuls les critères d'adéquation économique peuvent justifier la décision.*»). Il suffit pour assurer la moralité d'une activité sur les marchés que celui qui s'y livre ne perde pas de vue la hiérarchie des objectifs et ne fasse pas un absolu d'un objectif intermédiaire.

En dépit des penchants romantiques de certains milieux catholiques tentés par le rejet de l'économie de profit et le retour à l'économie de subsistance<sup>4</sup>, il est tout à fait possible de construire une morale positive de la bourse fondée sur la philosophie morale et la théologie de St Thomas et des grands scholastiques. La recherche du profit sur les marchés peut tout à fait être introduite dans la hiérarchie légitime des objectifs, tant qu'elle n'est pas érigée en fin ultime. Certes, «*acquérir et jouir seuls ne font pas une vie morale.*» Pour remplir son «devoir d'état» («*Lebensberuf*»), celui qui

<sup>3</sup> Aujourd'hui les grandes décisions financières ne se prennent plus en Bourse, mais, résultat de la concentration et de l'apparition de maisons mondiales de «haute banque» (sic), dans les bureaux de direction; ainsi la «bataille du franc» (Frankenschlacht) de 1924 ne s'est pas déroulée sur le champ des bourses européennes mais dans le cabinet des dirigeants de J.P. Morgan.

<sup>4</sup> Le cercle viennois autour de «schönere Zukunft» (un avenir meilleur) et la jeune école actuelle de Vogelsang.

intervient sur le marché doit rendre un service<sup>5</sup>; seul le service crée le droit au profit (*«L'homme a droit au profit en ce qu'il produit quelque chose»*). En bourse, la justification de l'intervenant est de *«réaliser des affaires, et d'en tirer bénéfice, au service de la répartition des biens non pour permettre seulement la satisfaction des besoins mais aussi pour rendre possible et maintenir en marche la production et la circulation des biens»*.

Moralement neutre en soi, l'activité boursière sera passée au crible dans les chapitres suivants pour déterminer quelles exigences doivent lui être imposées pour que *«d'une part l'équité n'en soit pas lésée, c'est la condition négative, et que d'autre part, condition positive, sa justification par le service rendu soit effectivement et convenablement satisfaite»*. Il s'agit en somme, pour reprendre la formule pertinente de Göppert, commissaire du gouvernement à la Bourse de Berlin, de s'assurer que la bourse soit *«un élément utile de la vie économique, non une occasion de gains pour tout un chacun»*.

## II - Généralités sur la théorie des prix (P. 24)

C'est sur le fondement du juste prix que doit se construire la morale boursière objet de cette recherche. L'habitude prise de considérer le prix d'un bien comme son prix exprimé en monnaie suppose plus ou moins consciemment que la monnaie est un instrument de mesure absolu. Or le prix de la monnaie fluctue. Certes, s'agissant de monnaie le prix n'est pas un prix d'achat ni de propriété (*«Eigentumswert»*) mais un prix d'emprunt, le prix d'un *«droit d'usage limité dans le temps»*. Le capital au sens propre *«ne peut pas s'acheter, seuls s'achètent des biens de capital, et le prix du capital prêté est l'intérêt»*. Le pouvoir d'achat de la monnaie sur le marché des biens de capitaux étant soumis à des variations propres, les éléments de fait nécessaires pour fonder objectivement la formation des prix semblent faire défaut. Pourtant il est possible de donner un fondement objectif à la formation des prix, il suffit pour cela d'en revenir aux trois fonctions qui sont celles d'un système de prix : régulation de la consommation, de la production et de la formation des revenus. Depuis le moyen-âge, les théologiens chrétiens sont conscients de cette troisième fonction des prix; *«la conception du prix comme régulateur du revenu, comme garant du niveau de vie, fait partie du patrimoine héréditaire catholique»*; quant à l'influence des prix sur la consommation et la production, elle est bien connue.

<sup>5</sup> Donner une valeur morale à la recherche du profit par un catholique en prétendant la mettre au service des efforts pour surmonter l'«infériorité» économique certaine de sa communauté est très contestable. F. Keller, dans son *«Entreprise et valeur ajoutée»* - Cologne 1912 -, dit ce qu'il convient sur ce sujet.

Un système de prix qui permettrait l'évolution harmonieuse de la consommation, de la production et de la formation des revenus serait la concrétisation idéale du prix juste. Mais les prix ne sont pas dans la réalité issus de la résolution d'un système d'équations simultanées dont personne ne connaît les constantes, ni la forme; les prix sont le résultat d'un développement historique. Un système de prix est une catégorie économique-sociale.

En résumé, se dégagent six propositions sur les justes prix relatifs :

1 - Un système de prix est juste quand l'échange se réalise de telle façon que «la fonction de subsistance pour l'ensemble du peuple économique est assurée».

2 - Le prix d'un produit particulier est juste quand il s'inscrit sans perturbation dans un système de prix juste.

3 - Les prix possèdent une assez grande élasticité.

4 - Une variation de prix qui accroît la dispersion des prix doit en général être considérée a priori comme injuste; une présomption inverse s'applique à une variation de prix qui réduit la dispersion des prix.

5 - Un système de prix existant crée des droits; en cas de changement de prix, il faut s'assurer qu'il n'y a pas de droit acquis lésé.

6 - L'échange qui se réalise à un prix qui résulte d'un système de prix considéré comme juste s'effectue conformément au principe d'équivalence.

359

### *III - La théorie des prix dans la scholastique (P. 46)*

La question du juste prix coïncide avec l'intérêt du théologien pour la théorie des prix. Au départ, Saint Augustin a clairement établi la différence qui sépare le problème du prix et de la valeur économiques de la question métaphysique de la valeur et de la dignité des créatures dans l'ordre de l'être. (...)

Chez les scholastiques ne se trouve pas de morale de la Bourse au sens où nous l'entendons. Cela tient au fait que beaucoup des affaires courantes aujourd'hui n'existaient pas au temps des scholastiques. Mais cela s'explique aussi par une cause formelle : les scholastiques considéraient toujours une affaire particulière pour examiner sa qualification morale; mais l'activité boursière porte pour l'essentiel sur des types d'affaires et ce sont ces types, en tant que types, qui sont l'objet d'une morale de la bourse.

### *IV - La formation des prix en bourse (P. 73)*

La question intéressante concerne surtout la Bourse des valeurs; les questions qui se posent à propos des bourses de marchandises seront

presque toutes vues quand seront évoquées la spéculation et les opérations à terme.

En bourse, le prix peut avoir un double sens; il peut s'agir du prix effectivement constaté lors de transactions ou de la cotation officielle. Le cours officiel est certes le reflet des prix constatés sur les transactions, mais compte tenu de ses implications légales, il n'y a pas de doute que le chiffre d'affaires total des transactions dont il détermine le prix est bien supérieur à celui des transactions à partir desquelles il a lui-même été déterminé. Au sens étroit du terme le prix de bourse est le cours officiel, il peut ne correspondre au prix d'aucune des transactions effectivement conclues en bourse dans la mesure où il est lui-même calculé comme une moyenne, comme le prix du marché.

Comme tout prix, le prix en bourse est le résultat de la loi de l'offre et de la demande. Cela n'apprend pas grand chose mais conduit à la question qui devient alors : l'offre et la demande obéissent-elles, elles-mêmes, à des lois ? L'expérience montre que des influences extérieures peuvent influencer sur la relation offre/demande/prix. En général, un prix résultant du jeu libre de l'offre et de la demande est présumé un prix juste; en revanche, toute influence extérieure (qui n'est pas le fait d'institutions officielles agissant avec mesure et pertinence à la poursuite d'objectifs de politique économique) sur l'offre ou la demande est sujet à la présomption inverse.

360

### 1 - La formation du prix des titres (P. 79)

#### a) - Titres de participation (*Beteiligungspapiere*)

Pour les titres de participation (actions; parts de mines...) le prix devrait être à première vue être celui de la part qu'ils représentent dans l'entreprise. Pourtant il est d'expérience courante que la valeur d'une entreprise telle qu'elle résulte de sa capitalisation boursière au cours du marché (*Kurssummenwert*) et son estimation (*Gesamtbewertung*) peuvent durablement s'éloigner. Cela peut notamment s'expliquer par le fait que les actions ne représentent pas seulement une fraction de la substance de l'entreprise mais aussi un droit de participer à la décision qui ne se déduit pas d'un calcul arithmétique à partir de la quotité du capital (majorité de contrôle, minorités protégées à partir de certains seuils...). Plus le capitalisme moderne devient un capitalisme de pouvoir (*«Machtkapitalismus»*), c'est-à-dire plus la recherche de l'enrichissement (*«Bereicherungstrieb»*) est supplantée par la recherche d'une extension du pouvoir (*«Machterweiterungstrieb»*), plus l'appétit de puissance et la recherche du pouvoir l'emportent sur la recherche du profit et la cupidité, plus le poids des considérations liées au pouvoir se reflètent dans le cours. L'achat régulier de titres dispersés pour constituer un bloc qui peut ensuite être offert à un acheteur intéressé par un contrôle sur l'entreprise peut être du

point de vue de l'économie une activité hautement productive; et la plus-value réalisée en cours de route n'est pas à condamner comme gain spéculatif mais doit être considérée comme résultat d'une vraie création de valeur ou comme rémunération du risque pris et du service rendu.

Les influences externes peuvent aussi s'exercer non sur le cours d'un titre particulier mais sur l'ensemble de la cote, notamment par des mesures de politique monétaire. Cela peut être justifié, encore faut-il que cela vienne de la banque centrale et non des grandes banques privées. Les banques, qui financent les transactions par leurs avances sur titres et reports («reports und Lombards»), exercent une influence déterminante, comme le montre la corrélation entre les courbes de l'indice des actions et celles des avances sur titres.<sup>6</sup> La perturbation discrétionnaire du marché par l'accroissement ou le rétrécissement du volume des reports doit être considérée comme une atteinte irresponsable à la bonne santé de l'économie.<sup>7</sup> Cela plaiderait notamment en faveur d'une modification de la pratique en vigueur qui compte les financements de report dans les actifs liquides des banques; soucieuses de leur ratio de liquidité, les banques seraient, après un tel changement, conduites à une plus grande prudence et cela suffirait à réduire la spéculation sur les titres.

*b) Valeurs de taux (Festverzinsliche Werte)*

Ces titres ne représentent aucun lien de propriété. Dans ce cas aussi des écarts peuvent être constatés entre la valeur nominale et le cours. Le taux d'actualisation, essentiel pour l'estimation de la valeur de ces titres, dépend dans une large mesure du taux d'escompe, qui lui se trouve dans la main de la banque centrale, et ne pose donc pas de problème particulier.

361

*c) Titres et régulation des cours*

A côté des influences dynamiques qui viennent d'être évoquées, les cours de bourse peuvent être soumis à des influences statiques comme la régulation des cours qui ne concerne que des titres individualisés. Le cas le plus connu est celui des titres hypothécaires («Pfandbriefe») : pour gagner à ces titres la confiance du public, leurs émetteurs veillent à la stabilité des prix de rachat et, pour ce faire, traitent l'essentiel des ordres reçus directement sans les porter en bourse où seule une très faible

<sup>6</sup> La capacité des banques à influencer l'indice n'a jamais été aussi clairement démontrée qu'en 1926 quand, dans leurs bulletins mensuels, elles dénonçaient les excès de la spéculation mais faisaient apparaître, dans leurs bilans intermédiaires bimestriels, l'accroissement ininterrompu des sommes en report.

<sup>7</sup> La brutale restriction des avances sur titres imposée aux banques par la Reichsbank en mai 1927, «vendredi noir» a été étudiée par de nombreux économistes et juristes. ces derniers s'intéressant à la responsabilité des banques vis-à-vis de leur clientèle.

fraction du chiffre d'affaires total est échangée; c'est un cas très caractéristique où un marché existe, mais où l'essentiel des transactions s'effectue hors marché. Les institutions qui pratiquent cette régulation des cours servent bien sûr leur intérêt propre mais aussi celui des détenteurs et il n'y a là rien de bien discutable.

De telles actions de régulation se retrouvent pour d'autres titres (il est ainsi bien connu que les banques maintiennent une politique de dividendes stables pour soutenir le cours de leurs propres actions). Les actions de soutien d'un cours («*Stützungsaktionen*») peuvent être plus contestables quand elles ont pour objet de fausser la situation du marché.

En résumé, quand il existe un critère objectif pour une évaluation (papiers de taux et actions de sociétés à dividendes stables) la régulation des cours par des interventions sur le marché apparaît en général peu discutable moralement, et peut même être considérée comme utile à l'équité économique.

## 2 - Formation du prix des devises (P. 100)

Pour les monnaies qui n'ont plus de définition or et qui au sens propre n'ont donc plus de parité, il n'y a pas de doute que la détermination du cours d'une monnaie prend souvent la forme d'un combat brutal entre la spéculation nationale et internationale d'un côté et les pouvoirs publics ou, le cas échéant, la banque centrale de l'autre. La spéculation<sup>8</sup> est sans aucun doute l'agresseur injuste («*ungerechte Angreifer*») ce qui justifie moralement que le gouvernement ou la banque centrale recourent à tous les moyens pour mener le combat.<sup>9</sup> Quand manque tout autre critère de jugement, il faut considérer que le cours manipulé par les autorités responsables est le prix juste et que c'est une agression contraire au bien public de tenter, à la poursuite d'intérêts propres, d'infléchir le cours contre la volonté des autorités responsables. Certes, il y a des cas où les autorités pèsent sur les cours au nom d'intérêts particuliers. Il y a aussi des cas où la politique échoue dans sa recherche d'une maîtrise du marché qui

362

8 Au P. Danset s'agit de mériter d'avoir noté que la spéculation ne peut être attribuée à une poignée de magnats de la finance, que l'homme de la rue y contribue bien plus qu'il n'en a conscience, et que la spéculation internationale sur les devises et le fait de «légions». Ce serait le devoir des moralistes et des publicistes catholiques de contribuer à l'éducation morale en combattant l'idée reçue que la spéculation est le fait d'une mystérieuse haute finance (... «comme si tout le mal ne provenait que des grands, des «300» de Rathenau, des princes de la Bourse, des magnats de la Finance ou d'une haute finance impersonnelle et magique...») et qu'il serait donc tout à fait inoffensif moralement de se joindre au mouvement pour en tirer quelque profit sans grand risque.

9 Le Dr. Schacht, dans un discours à Vienne, le 21 septembre 1926, a publiquement affirmé que la stabilisation du mark («ce que l'on a appelé le miracle du Rentenmark») n'avait été qu'un Cornet de grande envergure.

est laissé alors à lui-même; dans un tel désordre, il devient difficile de trouver un repère pour le prix juste et la morale n'a plus grand chose à dire; il reste à chacun de chercher à se protéger sans faire porter à d'autres plus faibles des dommages plus grands que ceux que l'on s'épargne à soi-même.

### 3 - Formation du prix de l'escompte et des prêts (P. 109)

Deux prémisses doivent fonder l'opinion catholique sur ce sujet (il ne s'agit pas de s'interroger sur la légitimité du taux d'intérêt) : le marché libre est le régulateur du système capitaliste, et la concurrence libre ne peut seule assurer la régulation du marché. Il s'en déduit un certain nombre de propositions :

1 - Pour les taux d'intérêt longs («*Leibsatz des Kapitalmarktes*») la limite supérieure du prix juste est le taux de rendement moyen du capital réel.

2 - Les taux d'intérêt monétaires («*die Leibsätze des Geldmarktes*») sont soumis à la même limite et ce d'autant plus que la hausse du taux monétaire au delà des taux longs provoque facilement des perturbations économiques graves.

3 - L'utilité de l'intermédiation, et le droit à une rémunération appropriée («*angemessenes Entgelt*») se déduisent du caractère économiquement utile du crédit

4 - En cas de crise de confiance, le besoin de crédit ne peut être satisfait par l'extension de l'offre, les taux d'intérêts montent, le rendement du capital réel décroît, on s'approche de l'usure.

5 - Puisque le marché en temps de crise est incapable de déterminer un taux d'intérêt adéquat, il appartient aux pouvoirs publics, en dernier ressort par la contrainte, de contenir dans des limites acceptables le jeu des mécanismes du marché et de l'offre et de la demande.

6 - Face à la concentration du capital financier, l'équilibre de l'offre et de la demande sur le marché ne paraît pas assuré et l'offre semble en situation durablement dominante, c'est donc aux pouvoirs publics de se charger de l'orientation du marché et d'exercer une action régulatrice sur les taux dont la politique d'escompte des banques centrales est aujourd'hui le moyen privilégié.

7 - Du fait des divergences de vues entre experts sur la politique de l'escompte et ses effets, il revient aux pouvoirs publics et autorités monétaires de maintenir dans des limites acceptables le volume et le coût du crédit.

8 - Un objectif prioritaire de la politique économique doit être de créer les conditions pour que le marché détermine librement l'échelle des taux (JJ, un mois, escompte privé, report...).

## V - Spéculation (P. 127)

## 1 - La notion

La commission d'enquête sur la bourse a défini la spéculation : «... cette activité intellectuelle, qui de l'expérience du passé et de l'observation du présent tire une conclusion pour l'avenir et à partir de cette conclusion entreprend une action économique en vue d'en retirer un avantage patrimonial». Mais on trouve souvent des définitions plus sévères : «... La passion du jeu, l'aspiration immorale à empocher sans travail des recettes » (Ratzinger, 1895).

Eberhardt a tenté d'introduire une distinction entre la spéculation commerciale («*Handelsspekulation*») et la simple spéculation sur les prix («*reiner Wertspekulation*»). Mieux conviendraient les termes que l'usage commun a imposés, et donc nommer spéculation sur les prix la spéculation commerciale pure et au contraire spéculation d'entreprise («*unternehmerische Spekulation*»), celle qu'Eberhardt qualifie de négoce :

- la première a pour but, sans égard pour l'utilité des transactions réalisées en termes de besoins, de se procurer un profit en réalisant une différence entre prix d'achat et prix de vente.

- la seconde se fixe pour objectif de fonder la conduite des affaires (production...) sur une appréciation pertinente de la conjoncture. L'élément spéculatif se trouve ici dans le risque inhérent au jugement porté sur la conjoncture.

364

En bourse, généralement, la spéculation est du premier type, celle qui est visée quand est évoquée simplement la «spéculation». Pour le moins en théorie, elle est au centre d'un curieux cercle, dans la mesure où, prenant pour elle le risque, elle en décharge l'entrepreneur qui ne veut pas spéculer mais seulement calculer; elle assume ainsi une fonction économique appréciable de réducteur d'incertitude («*uncertainty bearing*»).

## 2 - Appréciation morale

a) *Éléments d'éthique individuelle : principe d'équivalence, revenu sans travail, jeu. (P. 129)*

Pour les scolastiques, qui se sont surtout préoccupé de cet aspect individuel, c'est la disproportion entre la prestation fournie et le gain qui rend la spéculation condamnable. Cela est encore aggravé par l'absence d'effort et qui la rend propice à dégénérer en cupidité sans limite («*cupiditas in immensum excressens*»).

A l'aune de leur jugement, pour peu qu'achat et vente se fassent au prix du marché, donc au juste prix, seul reste à justifier le profit sans contrepartie du spéculateur. Cela ne peut être fait pour l'intervenant occasionnel qui cherche à accroître son revenu par la spéculation et n'apporte du point de

vue économique aucune utilité, contrairement au détenteur durable de titres. Le spéculateur amateur constitue le facteur d'insécurité le plus dangereux pour le marché. Le spéculateur individuel cherche à obtenir, sans travail, un gain en jouant contre le marché sur lequel sera prélevé son profit.

*b) Eléments d'éthique sociale : le rôle présumé de la spéculation dans l'assurance et l'équilibre des prix. (P. 141)*

Pour porter un jugement sur la spéculation dans son ensemble, et non sur une opération individuelle, il convient de s'interroger sur son utilité.

Sur les bourses de marchandises, le spéculateur ne se préoccupe que du prix tandis que le négociant s'intéresse au produit lui-même. La question qui se pose est donc celle de l'efficacité de la spéculation pour éliminer le risque de prix du négoce. Elle suppose que les entrepreneurs et les négociants soient effectivement prêts à couvrir tout leur risque de prix... ce qui n'est pas le cas.

La régulation des prix peut venir du marché. Elle peut aussi être obtenue, en l'absence de gouvernement mondial qui pourrait imposer les prix du marché mondial, par le grand capital (*«hoch-kapitalistische Marktregelung»*). L'expérience montre que les ententes, les monopoles et la finance mondiale ne sont pas plus vertueux que la spéculation.

Du point de vue du moindre mal, la détermination des prix par le marché, et sa conséquence la spéculation sont vraisemblablement préférables à la régulation du marché, avec sa conséquence les rivalités des grandes puissances capitalistes et leur domination.

A ce stade, les résultats obtenus se résument :

- La spéculation du grand public sur les titres n'a que des conséquences dommageables et ne peut donc prétendre légitimement à des gains.
- La spéculation professionnelle, sur les marchandises, pourrait prétendre à une rémunération pour le service quelle est en mesure de rendre mais, que le plus souvent, la nature humaine étant ce qu'elle est, elle ne rend pas, au contraire.

Pour autant la spéculation ne peut être condamnée car deux considérations doivent être prises en compte :

- le besoin de couverture de l'économie (*«Risikoentlastung»*)
  - l'absence de substitut à la spéculation pour maîtriser les risques de prix dans le système capitaliste.
- Il n'est donc pas possible de réclamer une condamnation philosophique de la spéculation, ni son interdiction en droit positif; le jugement sur la spéculation en tant que catégorie économique-sociale doit être laissé ouvert.
- Beaucoup des profits de la spéculation ne peuvent être justifiés, voire

sont condamnables. La flibuste (*Freibeutertum*) est évidemment condamnable, mais toute spéculation n'est pas flibuste, et la question de la spéculation en tant que telle reste donc ouverte.

*c - Nécessité sentimentale (subjective) ou économique (objective) de la dégénérescence en flibuste (P. 156)*

Flibuste recouvre ici les affaires où interviennent fraudes, artifices et dol (*negotiationes plenae fraudibus, technis ac dolis*).

La question d'une évolution nécessaire de la spéculation en flibuste, soit pour des raisons de contexte économique, soit pour des raisons psychologiques, demeure sans réponse certaine.

Cependant, l'employé d'une maison de bourse qui ne veut pas être complice de flibuste devra, dans la mesure de sa propre connaissance des affaires et de ses instructions, toujours se placer du côté des transactions économiques justifiées et notamment toujours se garder d'opérations pour son propre compte qui le mettraient inévitablement dans une situation dangereuse et qui lui sont, parfois légalement et presque toujours contractuellement, interdites.

*d) Points contestables de la démonstration (P. 159)*

366

Le premier point discutable est l'irréconciliabilité supposée du gain spéculatif avec le principe d'équivalence dans les cas où les prix d'achat et de vente peuvent être considérés comme justes mais où aucune prestation rendue par le spéculateur ne peut être identifiée.

Le second concerne la conclusion à tirer de la marche habituelle des choses : en pratique, spéculation pure et spéculation d'entrepreneur ne peuvent être distinguées; si le risque (*Wagnis*) en tant que tel ne pouvait être considéré comme source de profit, l'homme moyen serait handicapé pour la vie économique et le système capitaliste incapable de fonctionner. En clair, il faut autoriser la spéculation non criminelle purement et simplement ou avoir le courage de condamner le système capitaliste.

*Résultat (P. 162)*

1 - La spéculation pure soulève de fortes objections morales sans pouvoir être déclarée contraire à la loi naturelle.

2 - Il y a une spéculation qui, dans la division du travail d'une économie d'échanges, peut remplir une fonction utile et la remplit effectivement, en portant professionnellement le risque d'un groupe économiquement significatif de contreparties.

3 - Faute de pouvoir établir l'immoralité pure et simple de la spéculation, il faut accepter que dans les cas où elle remplit sa fonction économique, la spéculation doit être acceptée sans réserve.

4 - La spéculation qui ne remplit pas de fonction économique doit être considérée comme moralement inférieure.

5 - La spéculation des particuliers (*«Publikumsspekulation»*), réprochée en bourse des marchandises mais non en bourse des valeurs, est nuisible du point de vue macro-économique et du point de vue individuel un jeu de chance dangereux; elle doit être condamnée.<sup>10</sup> La même condamnation s'étend à la spéculation professionnelle sur les titres qui aujourd'hui ne peut plus s'attribuer de fonction économique et qui de plus vit des pertes de la spéculation des particuliers.<sup>11</sup>

#### VI - Opérations à terme (*Terminbandel* (P. 165))

##### 1 - Les faits

###### a) La notion d'opération à terme (P. 168)

Contrats conclus pour une livraison à terme déterminé et soumis à des conditions de bourse standard, - date le livraison, qualité, quantité...- et de ce fait fongibles, ce qui permet à tout moment de couvrir un contrat conclu par un contrat en sens contraire et rend techniquement possible le jour de la liquidation d'arrêter les comptes en procédant à des compensations.

###### b) Le soi-disant marché par différence (P. 174)

Dans les textes de langue française, on trouve les expressions *«marché à terme à livrer»*, abrégé en *«marché à livrer»*, et *«marché à terme par différence»* : abrégé en *«marché à terme»* ou *«marché à découvert»*. En réalité, la vraie distinction est celle qui sépare le marché à terme à livrer du marché à terme de bourse, soumis aux conditions de bourse spécifique et qui n'est en tant que tel limité ni aux transactions effectives ni aux transactions par différence. En fait, si généralement les transactions par différence sont surestimées et si elles sont volontiers confondues avec les opérations de bourse elles-mêmes, c'est que la plus grande partie des transactions en bourse sont réglées après compensation des différences. Mais le résultat final est identique quand toutes les transactions donnent effectivement lieu à règlement et livraison et quand une compensation préalable limite règlements et livraisons aux soldes. Ce n'est que dans l'imagination de quelques juristes, et dans quelques livres de morale, que

367

<sup>10</sup> Du point de vue social, le jugement de A. Bayerdörffer (1891) doit être approuvé sans réserves : «Au moment où l'on s'efforce d'atténuer ou de supprimer les contrastes sociaux, la spéculation boursière n'a pas de place dans l'activité économique d'un peuple».

<sup>11</sup> Toute forme de spéculation en bourse est sans le moindre doute interdite au clergé ; en revanche, les opérations de bourse qui appartiennent à la gestion de fortune normale peuvent être menées sans restriction à travers une banque (il ne convient pas qu'un membre du clergé se présente lui-même en bourse *propter admirationem populi*).

cette technique peut avoir des conséquences sur le résultat des opérations.

*c) Les opérations à terme sont-elles du jeu ? (P. 176)*

L'opération à terme ne peut être assimilée à un contrat aléatoire (*contractus aleatorii*); dès l'origine les droits et obligations des contractants sont en effet fixés. Certes, il s'agit pour l'essentiel d'opérations délibérément spéculatives, mais il ne s'agit pas de jeu au sens de jeu de chance («*Glücksspiel*») mais de jeu d'adresse («*Kunstspiel*»). L'art du joueur peut se manifester soit dans une juste maîtrise de la prévision de l'évolution du marché, soit dans une habile influence sur l'évolution du marché dans le sens souhaité. Une transaction fondée sur une prévision exacte est source de gain pour son auteur et contribue objectivement à une évolution favorable du marché. En revanche, il est tout à fait possible qu'un intervenant par son influence fausse le marché à son propre profit mais au détriment de la collectivité.

*2 - Tentative de jugement moral (P. 176)*

*a) Les opérations à terme en général*

368

Cette appréciation, sur laquelle les opinions sont très divergentes, ne peut, cela doit être clair dès le départ, être fondée pour l'essentiel que sur les effets utiles ou dommageables qui seront attribués au marché à terme.

Pour l'auteur anonyme de «*l'Ami du clergé*»<sup>12</sup>, «*les opérations de bourse à terme, à prime, à découvert, à report sont un scandale public, une criante immoralité sociale*».

Ce ne peut être la tâche du théologien de donner son avis d'économiste sur les opérations à terme ni de décider de la querelle entre économistes sur ce sujet. Il ne peut que retenir une conception économique donnée comme fondement du jugement moral qu'il recherche.

Du point de vue technique, les opérations à terme sont la forme la plus accomplie des opérations de bourse, mais les mêmes résultats peuvent être obtenus par d'autres moyens. La spéculation sur les titres n'a pas besoin d'opérations à terme pour se développer : le démontre l'expérience du marché de New York où les opérations à terme sont formellement inconnues (bien que, pour être admis sur la bourse de New York, les titres étrangers doivent être inscrits à la cote à terme sur leur marché d'origine !...) ce qui s'explique par la reconnaissance tacite que les opérations au comptant (*Kassahandel, Kassageschäft*) sur ce marché sont plus proche des opérations à terme que des opérations au comptant sur les

nôtres. Dans la mesure où l'on considère acceptable dans certaines limites, et inévitable au-delà, la spéculation sur les titres, il apparaît raisonnable économiquement, et donc justifié du point de vue de la morale sociale, de lui autoriser les modalités techniques les plus accomplies.

Il en est autrement pour le commerce des marchandises et des devises. Les opérations en devises sont généralement comptées à la bourse des valeurs, mais les liens sont si étroits entre transactions sur devises et transactions sur marchandises (du fait de la nécessité de payer les marchandises) que les mêmes principes doivent s'appliquer mutatis mutandis aux deux. Pour le commerce mondial, le marché à terme est le moyen de surmonter les différences temporelles dans la situation des marchés et en particulier des prix, tout comme l'arbitrage est le moyen de combler les différences de localisation («... en bref, les opérations à terme constituent un arbitrage dans le temps»). D'où la recommandation de Sayous «pour en diminuer les abus, ce qu'il y a de préférable, c'est de rattacher plus étroitement le trafic à terme au trafic effectif»<sup>13</sup>, ce qui en pratique veut dire que les conditions des contrats (qualité des marchandises à livrer, livraison) doivent être définies de telles manières qu'elles soient adaptées aux besoins du commerce effectif et donc en dernière analyse de la production et de la consommation. Dès lors qu'il s'agisse d'opérations à terme est en soi indifférent.

L'influence du marché à terme sur la formation des prix n'est pas discutable, mais la théorie de la conjoncture est encore trop jeune pour permettre une appréciation sûre de l'action des opérations à terme (accentuation ou nivellement des fluctuations conjoncturelles).

L'un des principaux arguments contre le marché à terme tient à la disproportion qui existe entre les quantités faisant l'objet de transactions en bourse et celles qui sont effectivement disponibles sur le marché. Les américains ont effectivement tiré toute les conséquences de la réalité des opérations à terme qui portent sur des contrats et non sur les marchandises et mettent en circulation à la place de nos bons de livraison (*Kündigungsscheine*) des «contrats», titres endossables qui sont l'objet des transactions en bourse. Mais, contrairement à ce qui se passe sur les marchés de biens où chaque intervenant perçoit sa «marge», en Bourse, quel que soit le nombre de changements de mains le prix d'un contrat ne dépend que des conditions du marché au moment de la transaction. Pour sauvegarder le lien avec les opérations réelles («*Reellität*») du trafic à terme, une bonne connaissance statistique du marché du produit est nécessaire; il en résulte qu'un bon service statistique serait non seulement un service

13 A.E. Sayous, *Étude économique et juridique sur les bourses allemandes, Paris-Berlin 1898* : «lecture encore aujourd'hui recommandable ... pour sa clarté et sa haute conception morale».

rendu à la vérité, mais aussi à l'équité économique, et tout simplement à la moralité économique en général.

*b) Les caisses de compensation (Liquidationskassen) (P. 189)*

Elles posent deux problèmes : risque d'abus de position de monopole, quand il existe, et dilemme des responsables de la caisse qui doivent se porter garants de la bonne fin d'une opération mais ne pas assumer la responsabilité des décisions des adhérents.

*c) L'exception de trafic à terme et l'exception de différence (Termin und Differenzeinwand) (P. 193)*

L'exception d'opération à terme est une particularité de la loi allemande, l'exception de différence est une catégorie, elle aussi propre à l'Allemagne, de l'exception de jeu que tous les droits connaissent.

La limitation légale de la capacité à contracter sur les marchés à terme, réservée aux professionnels pour lesquels la nécessité de ces opérations est reconnue, est bienvenue tant du point de vue de la morale individuelle que de la morale sociale.

De même, que les particuliers n'appartenant pas au cercle des professionnels de la bourse puissent accéder aux opérations à terme sur titres mais dans des conditions précises et limitées, tandis que le banquier qui reçoit les ordres est responsable sans limite, paraît une bonne solution. Elle tient compte de ce que la spéculation du public peut être contenue mais non totalement supprimée.

370

*Résumé - conclusions (P. 207)*

1 - En tant que tel, les opérations à terme sont moralement indifférentes.

2 - L'appréciation morale d'une opération à terme se fera, indépendamment de la forme juridique qu'elle aura revêtue, en fonction de sa nature économique.

3 - Ce doit être un objectif de la politique économique, qui se trouve aussi servir la morale, que de rapprocher les opérations à terme sur marchandises des opérations réelles; les usages sont à cet égard d'une grande importance, tout particulièrement le billet d'opération («*Schlusschein*»).

4 - L'examen des opérations à découvert est dans l'ensemble sans objet puisque, faute de possibilités techniques, de telles opérations sont absentes en bourse. Hors bourse, elles peuvent intervenir, mais doivent le plus souvent être considérées comme marché noir («*Winkelgeschäfte*») de la pire espèce.

5 - Les caisses de compensation sont en soi moralement indifférentes. Il

faut seulement veiller à ce que la supervision des opérations ne permette pas à des individus d'obtenir une connaissance du marché qu'ils pourraient mal utiliser à des fins propres. Les techniques modernes, et notamment les machines comptables, permettent aujourd'hui de satisfaire sans difficulté cette exigence.

6 - a) La législation sur les opérations à terme et à découvert paraît malencontreuse.

b) Contre une maison de bourse qui ferait mine d'exciper de l'exception d'opération à terme ou de l'exception d'opération à découvert pour échapper à ses obligations au mépris de l'honneur des affaires, le recours aux moyens de pression légaux est possible.

c) Pour le non-professionnel qui s'est laissé entraîner à la spéculation par inexpérience ou imprévoyance, ce peut être le cas échéant un devoir moral pressant de se servir du statut juridique des opérations à terme ou à découvert pour sauver son existence.

#### *VII - Les statuts de la bourse et les institutions boursières (P. 210)*

Contrairement aux Bourses anglo-saxonnes, la bourse allemande n'est pas organisée sur une base corporatiste. Dans les bourses hanséatiques, comme à Paris, il s'ensuit que l'accès au marché est public. Du point de vue de la morale des affaires boursières, l'expérience ne permet pas de déterminer que l'un des modes d'organisation soit supérieur à l'autre.

371

Certes, il est plus facile de développer un sens commun de l'honneur et d'en déduire un code d'honneur au sein d'une communauté homogène de professionnels. Dans une bourse ouverte au public, l'institution d'un tribunal arbitral est donc difficile. Pourtant la loi sur la bourse (*Börsengesetz*, paragraphe 9), prévoit la création d'un tel tribunal dans chaque bourse. Le mérite de ces tribunaux arbitraux est de garantir une décision rapide dans un domaine où une décision erronée est beaucoup plus facile à supporter qu'une décision tardive. Il faut se féliciter que la même loi (BG paragraphe 28) limite aux professionnels de la bourse l'obligation de se soumettre à l'arbitrage. Pour les particuliers, le recours à l'arbitrage ne peut qu'être décidé d'un commun accord quand est survenu un litige; cela les protège contre les dispositions standard par lesquelles les banquiers pourraient imposer à leur clientèle la juridiction de ces tribunaux arbitraux.

L'importance de l'autorité responsable de l'admission à la cote d'une valeur (*Zulassungstelle*) ne doit pas être sous-estimée (BG paragraphe 36 et suivants). Il s'agit d'éviter l'introduction de papier de qualité médiocre et notamment de papier étranger (*«Exoten»!*) de moindre qualité qui domagerait l'économie nationale; le moyen d'y parvenir est l'examen du prospectus (*«Prospektprüfung»*). La maison d'émission (banque) qui pré-

pare le prospectus n'a qu'une responsabilité limitée et ne se porte pas garant de la solidité financière de l'entreprise émettrice, mais il est clair que pour ne pas compromettre son crédit, ni courir le risque d'un échec de l'émission, elle veillera à ne pas introduire sur le marché de mauvais papier. La réglementation de la responsabilité en matière de prospectus (BG 45-46) paraît dans l'ensemble raisonnable; cela vaut pour le paragraphe 46-2 qui limite la responsabilité de l'émetteur à la reprise du papier au cours d'émission, pour lequel il est difficile d'imaginer une meilleure solution, bien que celle-ci permette des manipulations.

Le système de cotation et de détermination du cours officiel est aussi une institution importante (les problèmes de la cotation ont été évoqués au chapitre sur la formation des prix en bourse).

Enfin, l'institution du commissaire du gouvernement (*der Staatskommissar an der Börse*), bien que violemment combattu pour ses fonctions policières, s'est révélée très utile et a, au fil des années, grandement contribué à mettre nos marchés boursiers sur la bonne voie. Bien que sa position puisse être considérée *a priori* comme trop faible, l'expérience a montré que la morale des affaires ne pouvaient être imposée par la force, et que les limites fixées par la loi aux pouvoirs du commissaire du gouvernement, ont permis qu'il soit, passée l'émotion du départ, reconnu comme un conseiller et arbitre bienveillant. Dans une loi boursière souvent malheureuse par ailleurs, c'est un petit chef d'œuvre de pédagogie qui mérite d'être souligné.<sup>14</sup>

372

## ANNEXE

### LE QUESTIONNAIRE DE LA COMMISSION D'ENQUÊTE BOURSIÈRE\*

1. Les dispositions relatives à l'admission de titres au négoce en bourse ou à la cotation ont-elles fait leurs preuves, notamment celles qui exigent que soient remplies certaines conditions, entre autres la présentation d'un

<sup>14</sup> En annexe est alors repris le questionnaire de la commission d'enquête sur la bourse et son supplément dont la traduction suit.

\* Ce questionnaire, réalisé par un groupe d'experts désigné par la CEB, se base sur la situation juridique avant la promulgation de la (l'ancienne) loi boursière de 1896. Il est encore aujourd'hui riche d'enseignements. Explorant de façon systématique tous les secteurs de l'activité boursière, il constitue encore aujourd'hui un guide sérieux et digne d'intérêt. Dans ce document, le sigle HGB désigne le code général de commerce en vigueur avant 1900.

prospectus au contenu déterminé en fonction des différentes catégories de titres ?

Ou en quoi ces dispositions mériteraient-elles d'être modifiées ou complétées — par exemple de la façon suivante :

a) Des instances étatiques (et lesquelles) devraient-elles intervenir dans la procédure d'admission ?

b) L'admission de titres étrangers au négoce et à la cotation doit-elle dépendre de la fixation d'un montant minimum pour les différents titres ?

c) Dans le cadre des admissions d'actions, doit-on relever le montant minimum du capital initial jusqu'ici exigé entre autres par les plus grandes places boursières ?

d) Dans le cadre des admissions d'actions, doit-on joindre au prospectus les contrats tels qu'ils sont décrits à l'article 210 N° 1 du HGB ?

e) L'admission des actions doit-elle être subordonnée à l'écoulement d'un certain délai à compter de l'inscription dans le registre de commerce ?

f) Compte tenu de la diversité des titres négociés en Bourse, ne doit-on pas, uniquement pour les actions (cf. HGB Art. 180a, 213b, 249a, N° 2), introduire dans la législation une responsabilité de l'annonceur quant au contenu du prospectus ou encore doit-on renforcer cette responsabilité ?

g) Faut-il indiquer dans le prospectus le prix auquel le titre a été acquis par le ou les émetteurs ?

h) Ne serait-il pas recommandable d'étendre la contrainte du prospectus

α/ à toutes les conversions,

β/ aux augmentations de capital ?

i) Devrait-on ménager un délai plus important entre l'affichage du prospectus ou sa publication dans les journaux et l'introduction du titre en Bourse ?

k) Au moment de l'introduction, doit-on interdire le négoce, au moins dans la mesure où il intervient avant la répartition ou avant la souscription ?

2. Quelles sont les raisons, s'il est possible d'en apporter la preuve, qui ont poussé certaines places boursières à introduire le marché à terme pour certaines catégories de titres et de marchandises ?

3. Quels groupes dans la population active ou quelles autres catégories dans la population participent de préférence au marché à terme, et est-ce que ce dernier répond de leur point de vue à une nécessité économique, et éventuellement quels avantages en retirent-ils ?

4. Est-ce que le marché à terme comporte des inconvénients (fortes variations de cours, corners, immobilisations des stocks, détournement de l'intérêt du public vers la spéculation boursière et autres considérations similaires) ?

5. Est-ce que ces inconvénients disparaîtraient ou ne se manifesteraient que partiellement si les articles concernés n'étaient négociés que contre livraison immédiate (au comptant) ?

6. Convierait-il de limiter le marché à terme, par exemple à certaines marchandises ou certaines catégories de titres (actions industrielles, actions bancaires, titres des charbonnages, etc.), de l'interdire tout à fait ou alors de subordonner l'admission au négoce et à la cotation à certaines conditions, par exemple un certain capital minimum élevé pour le papier émis ou encore l'autorisation des instances étatiques ?

7. Existe-t-il des caractéristiques (et éventuellement, lesquelles) permettant de distinguer le marché à terme réel du simple marché différentiel (spéculation boursière) et serait-il souhaitable de faire obstacle à ce dernier par des dispositions législatives - par exemple :

a) que les opérations à découvert soient déclarées nulles et non passibles de poursuites, ou encore

b) qu'une telle disposition (a) sera prise pour toutes les opérations à terme impliquant des personnes physiques (par exemple des employés de commerce ou toutes firmes ou personnes non inscrites dans le registre de commerce ou encore dans une acception plus étroite et laquelle ?), ou bien

c) que les opérations à prime (primes à la hausse, primes à la baisse, stellages, options) soient déclarées nulles ou non passibles de poursuites,

d) que les transactions à découvert (cf. règlement des faillites § 210 N° 1) déclenchent des poursuites judiciaires,

e) que soient punis ceux qui, par l'exploitation délibérée de l'imprudence ou de l'inexpérience de tiers concernant le marché à terme concluent des opérations à terme avec eux ou les incitent à la faire,

f) que soit relevé l'impôt de Bourse pour de telles transactions ?

8 Est-ce que certaines des conditions de livraison en vigueur sur les différentes places boursières, par exemple celles relatives à la qualité ou au poids des marchandises, ou encore celles concernant la disponibilité des titres, l'exécution des ordres ou la soumission à un tribunal d'arbitrage, etc..., se sont révélées préjudiciables et que pourrait-on éventuellement faire pour supprimer ou neutraliser les effets de telles dispositions ?

9. A-t-on observé des insuffisances préjudiciables au niveau des organismes chargés de faciliter la conclusion et la liquidation des opérations à terme (caisses de liquidation, de compensation, bureaux de résiliation, organismes de conversion de titres, bureaux de relevés de comptes, etc.) et comment peut-on remédier à ces inconvénients, par exemple par la mise en place de chambres de compensation sous contrôle étatique, auprès desquelles les deux parties contractantes devraient verser une caution (couverture) appropriée ?

10. La procédure de fixation des cours — pour les opérations à terme et

pour les opérations au comptant — actuellement en vigueur sur les différentes places boursières remplit-elle ses objectifs ou doit-elle être améliorée, et si oui sur quels points ?

11. Serait-il souhaitable d'introduire une cotation unique des cours et des prix pour l'ensemble des bourses allemandes ?

12. Convient-il d'introduire une cotation des cours si possible unique pour les céréales ?

13. Faut-il veiller à ce que les courtiers participant à la fixation des cours soient tenus à l'écart des transactions sous-jacentes ?

Faut-il en conséquence s'en tenir à l'observation stricte de l'interdiction des transactions commerciales pour son propre compte (HGB, Art 69, N° 1) et peut-on réussir dans cette voie ? Peut-on agir avec succès contre l'institution des soi-disant hommes de paille, qui assument à la place du courtier l'engagement contesté ?

Ne doit-on pas au moins exiger que le courtier inscrive sans retard les noms des contractants dans le livre-journal et dans l'avis d'exécution (HGB Art 72-73), plutôt que de se réserver d'accomplir cette «tâche» ? Est-ce qu'il faut à nouveau transformer l'activité des courtiers en une profession officielle dotée de droits exclusifs et soumise à des devoirs publics très strictement contrôlés ou bien faut-il autoriser l'exercice libre de cette profession et veiller à une juste fixation des cours par d'autres moyens (éventuellement, lesquels) ?

375

14. Est-ce que l'existence et le fonctionnement de soi-disant agences de courtiers ont eu des conséquences fâcheuses et comment peut-on faire face à ce phénomène ?

15. Faut-il modifier les dispositions de la réglementation boursière qui concernent l'autorisation de pénétrer dans l'enceinte de la Bourse ou à l'inverse l'interdiction de visite ? Est-ce que cette autorisation doit dépendre de recommandations personnelles, de garanties ou bien d'une caution réelle, et le renouvellement de l'autorisation pour les personnes qui ont suspendu leurs paiements doit-il dépendre de la preuve qu'ils n'étaient pas endettés au moment de la suspension, ou bien seulement de la preuve qu'ils ont honoré l'ensemble des engagements auparavant non réglés ? Adopter une conception de la Bourse plus teintée de corporatisme ne serait-il pas l'un des moyens de s'engager sur la voie d'une réforme ?

16. Faut-il poursuivre dans la voie du tribunal d'honneur (mise sur pied d'une cour d'honneur avec une organisation et des procédures spécifiques) ?

17. Faut-il confier à certains organes de l'Etat (commissariats d'Etat) la surveillance de la Bourse et de quelles fonctions doivent être investis ces organismes ?

18. Quelles mesures seraient susceptibles de mettre fin à la publicité

mensongère, à la tromperie délibérée du public par la presse et à la diffusion de fausses nouvelles ? Faudrait-il notamment étendre les dispositions pénales relatives aux actions (HGB Art 249d, N° 1, 2) à d'autres titres, voire même au négoce de marchandises ?

19. Quels inconvénients a provoqué la médiation (commerce de consignation, etc.) de la Bourse vis-à-vis des cercles extérieurs à l'institution en ce qui concerne les spéculations sur titres et marchandises de ces derniers et quelles mesures peut-on prendre pour lutter contre ce type de transactions ?

20. L'achat de titres allemands de premier plan serait-il facilité si des caisses publiques devaient accepter des ordres pour l'acquisition de ces titres ?

21. Les conditions selon lesquelles le commissionnaire est autorisé à intervenir en tant que contractant propre (HGB Art 376) sont-elles suffisamment efficaces pour empêcher un emploi abusif de ce droit, notamment la spéculation au détriment du mandant ? Ou bien le droit d'entrée auto-administré a-t-il au contraire entraîné à sa suite des inconvénients tels qu'il serait justifié d'ajouter de nouvelles limitations à ce droit, voire même de le supprimer, pour le marché à terme ou encore d'une façon générale, sans tenir compte des liens qui ont jusqu'ici existé en Allemagne entre le commerce de commission et les transactions pour compte propre ?

376

22. Le droit de gage du commissionnaire (HGB Art 374, 375) doit-il être limité, voire même supprimé ?

23. Est-ce que le cadre législatif (dans ses préalables ou ses conséquences) d'une opération à terme (HGB Art 357, 1-3) doit être modifié pour prévenir les abus et dans quel sens ?

Le questionnaire a été ultérieurement complété par une série de

#### REMARQUES

Question 4) Après «stocks», ajouter : dénonciation de contrat, réglementations secrètes.

Question 7) Après «lesquelles», ajouter : par exemple dans le statut professionnel de l'une des parties contractantes ?

Question 7b) Après «laquelle», ajouter : et est-ce que la notion de personne privée par rapport au professionnel en titre doit être fixée dans la législation sous une forme appropriée, et si oui, comment ?

Question 7) Il faut en outre prendre en compte les points suivants :

Est-ce que le marché à terme débouche sur l'octroi de crédits non rentables — opérations avec couverture minimale, ou même sans couverture — entre autres à des personnes privées ?

Pour éviter ce phénomène, serait-il souhaitable de s'inspirer du modèle anglo-américain - par exemple couverture et apports supplémentaires des deux parties ?

L'autorisation du marché à terme pour les seules personnes qui en ont besoin pour raisons professionnelles déboucherait-elle sur plus d'avantages ou plus d'inconvénients, - permettrait-elle notamment d'agir contre la spéculation boursière et l'incitation à spéculer ?

La présence d'agents lors de la conclusion de transactions boursières ou encore la pratique des « engagements fermes » ont-elles permis de mettre à jour des irrégularités, - comment peut-on éviter de tels dérapages ?

Question 8) Serait-il souhaitable que seules les céréales dont la disponibilité a été auparavant vérifiée puissent être négociées ?

Dans le cas d'une livraison de moindre qualité, l'acheteur ne devrait-il pas être autorisé à se couvrir avec des marchandises livrables ?

Des irrégularités ne sont-elles pas provoquées par le fait qu'il sera suggéré que la quantité de marchandises annoncée est plus importante qu'elle n'est en réalité ?

Le marché à terme peut-il être utilisé pour spéculer à la baisse par le biais de la possibilité donnée actuellement de règlement des transactions ?

Serait-il souhaitable que la commission chargée de se prononcer sur la disponibilité des céréales annoncées élise également en son sein des agriculteurs et des meuniers ?

Faut-il supprimer les termes à deux mois et à échéance trop éloignée ?

Faut-il introduire plusieurs catégories ou fixer tous les ans les conditions de livraison en fonction des pertes locales de récoltes ? Comment mettre en oeuvre une telle procédure ? Comment interviendrait ce dispositif en cas de présence de céréales étrangères dans le pays ?

377

Question 10) Le découpage de la séance boursière en plusieurs tranches fixes dont chacune bénéficierait d'une fixation officielle des cours serait-il souhaitable, notamment pour limiter le « charcutage » des cours et ainsi permettre de justifier des prévisions au moment de l'exécution d'un ordre ? Faudrait-il introduire le modèle anglo-américain qui prévoit le relevé de l'ensemble des transactions dans un « quotations-book » avec le détail de l'heure, des cours, du montant du contrat et des noms des parties contractantes ? Serait-il souhaitable de lancer un bulletin de cours tenant compte de tous ces éléments ?

Question 19) Des irrégularités ont-elles été constatées entre autres par dénonciation de contrat, ce qui revient à tenter de se soustraire aux engagements contractés ?

Question 21) Faut-il préconiser des dispositions qui lors de la notification d'exécution d'un ordre précisent plus clairement si le contractant souhaite intervenir comme commissionnaire ou pour son compte propre ? — Est-ce qu'un accord général, de toujours intervenir comme contractant propre, doit être considéré comme douteux ? — Faut-il maintenir le droit de commission également dans le cas d'une intervention comme contractant propre ?