

# LE FINANCEMENT DES INFRASTRUCTURES PAR LA BOURSE DE PARIS AU XIX<sup>ÈME</sup> SIÈCLE

PEDRO ARBULU\* ET JACQUES-MARIE VASLIN\*\*

Le développement économique et démographique des pays émergents a considérablement accru leur besoin en infrastructures (ouvrages, équipements, installations et services d'utilité publique). Ils y consacrent près de 200 milliards d'euros par an, soit environ 4 % de leur PNB<sup>1</sup>. Ces investissements, et les risques qui y sont associés, sont aujourd'hui supportés dans leur quasi-totalité par les pouvoirs publics. Néanmoins avec les plans de désendettement et de réduction des déficits, les États n'ont pas les moyens de financer ces travaux de grande envergure. En outre, les pays en développement ne peuvent plus à eux seuls assumer les risques économiques et financiers inhérents à ces projets ; cette situation étant encore aggravée par la crise actuelle. Dans ce contexte l'une des solutions, pour alléger les charges de l'État et partager les risques, repose sur la délégation du financement des infrastructures au secteur privé. C'est l'épargne privée qui prend alors le relais de l'État. C'est ce que l'on constate depuis une dizaine d'années dans les pays émergents. Le mode de financement de ces projets est baptisé *Project finance* ou encore BOT (*Built Operate Transfer*). Des sociétés *ad hoc* sont ainsi constituées afin d'isoler le risque économique de l'investissement de son risque financier. Ces sociétés prennent en charge le financement des infrastructures dont le remboursement est assuré par les recettes d'exploitation du projet. Ce procédé est adopté, entre autres, par la Malaisie pour construire le deuxième plus grand barrage du monde, à Bakun, la Chine pour développer son réseau de centrales thermiques, ou encore la Thaïlande pour organiser le transport urbain dans la ville de Bangkok. D'après les estimations de la Société Financière Internationale, environ

7

---

\* Maître de Conférence à l'Université Montesquieu Bordeaux IV.

\*\* Docteur des Sciences de Gestion de l'Université d'Orléans, Laboratoire d'Économie d'Orléans LÉO-IOF UMR-CNRS 6586 Université d'Orléans, rue de Blois BP 6739, 45067 Orléans Cedex 2. Téléphone : (33) 02 38 41 70 37, E-mail : Arbulu@montesquieu.u-bordeaux.fr, ou (33) 02 38 41 73 61, E-mail : Jacques-Marie.Vaslin@univ-orleans.fr.

1 700 sociétés se sont engagées dans le financement des infrastructures dans le monde.

Les capitaux ainsi investis dans les pays émergents constitueraient un remède aux crises boursières, elles-mêmes aggravées par le départ massif des fonds spéculatifs. L'arrivée d'investisseurs ayant un horizon de long terme, accroît la liquidité du marché financier et en assure sa stabilité, lui permettant ainsi de remplir son rôle économique.

Au XIX<sup>ème</sup> siècle, la France présentait des caractéristiques financières et économiques similaires à celles des pays émergents actuels<sup>2</sup>. L'étude de cette période nous éclaire sur la place de la Bourse dans le développement économique d'un pays. Cet article analyse alors le rôle joué par le marché boursier dans le financement des infrastructures au XIX<sup>ème</sup> siècle. La méthodologie employée se base sur le financement des entreprises du secteur des transports et des services publics au moyen des émissions d'actions<sup>3</sup> et de leur poids dans la capitalisation boursière.

L'État joue aussi un rôle actif dans la mutation économique et financière. Nous montrons ainsi, dans un second temps, que les pouvoirs publics ne restent pas à l'écart de la politique de financement et d'investissement des infrastructures.

8

## LE XIX<sup>ème</sup> SIECLE EST CELUI DES INFRASTRUCTURES, C'EST AUSSI CELUI DE LA BOURSE

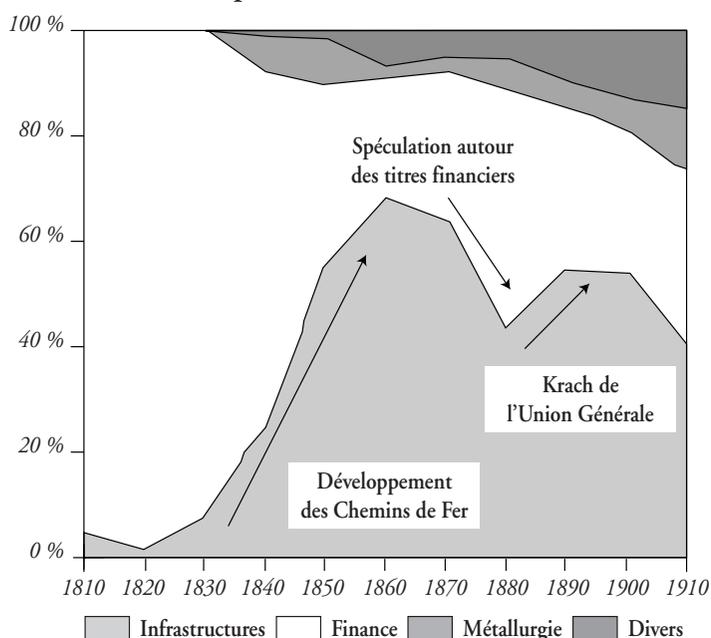
Au XIX<sup>ème</sup> siècle, la France se dote de moyens de communications modernes comme les tramways, les chemins de fer ou les canaux. Les grandes villes s'illuminent avec l'apparition des lanternes à gaz, qui laisseront la place à l'éclairage électrique. Les grandes artères de Paris, dont certaines viennent d'être nouvellement percées, commencent à s'encombrer de tramways et d'omnibus. Les découvertes scientifiques sont rapidement exploitées et trouvent facilement une application industrielle et commerciale. Mais toutes ces innovations ont en commun d'être très onéreuses. Les crédits bancaires étant peu développés, les entreprises se tournent alors vers le marché financier.

### *Les concessions font appel au marché*

Le développement du commerce et de l'industrie donne naissance aux nouvelles compagnies capitalistes qui cherchent de plus en plus à se financer par le marché. Parallèlement, le comportement des épargnants évolue en se tournant progressivement vers les valeurs mobilières, au détriment du placement traditionnel : l'immobilier. Si les rentes perpétuelles (les emprunts publics d'alors) amorcent l'attrait des particuliers pour la Bourse<sup>4</sup>, les actions prennent peu à peu le relais avec les émissions des banques, des canaux, puis celles des chemins de fer.

Un premier aperçu de l'importance du financement des infrastructures par l'intermédiaire de la Bourse est donné par la capitalisation boursière de ce secteur. Le graphique et le tableau qui suivent comparent la part de la capitalisation des différents secteurs économiques dans la capitalisation boursière totale. Le graphique regroupe les différentes branches économiques en 3 grands secteurs : la finance (banques et assurances), les infrastructures et la métallurgie (mines et forges).

**Graphique n° 1**  
**Part des principaux secteurs d'activité**  
**dans la capitalisation boursière de Paris**



Jusque dans les années 1820, la capitalisation de la Bourse de Paris est composée presque exclusivement de la seule action Banque de France. Puis le développement économique entraîne l'arrivée des compagnies des canaux et des assurances. Mais c'est l'arrivée des actions des chemins de fer, à partir de 1835, qui met fin à la domination de la Banque de France. Il faut attendre les années 1860 pour assister au renouveau du secteur bancaire avec la création des banques de dépôts (Crédit Lyonnais, Société Générale). La part de la capitalisation boursière de ce secteur est restée stable depuis les années 1850, autour de 25 %. La spéculation autour des titres bancaires (fin des années 1870) la fait passer au-dessus de 40 %. Le krach de l'Union Générale (1882) rétablit cette part à son niveau antérieur de 25 %.

**Tableau n° 1**  
**Part des différents secteurs d'activité**  
**dans la capitalisation boursière de Paris**

|                        | 1810         | 1830         | 1850          | 1870          | 1890          | 1910          |
|------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Banques                | 94,9 %       | 67,8 %       | 24,2 %        | 25,1 %        | 24,6 %        | 27,4 %        |
| Assurances             |              | 24,4 %       | 10 %          | 2,5 %         | 6,4 %         | 5,6 %         |
| Canaux                 | 5,1 %        | 7,8 %        | 3,3 %         | 2,5 %         | 5,3 %         | 7,4 %         |
| Chemins de fer         |              |              | 50,2 %        | 48,4 %        | 40,3 %        | 22,6 %        |
| Eaux                   |              |              |               | 0,7 %         | 1,6 %         | 1,5 %         |
| Gaz                    |              |              | 2,3 %         | 10,5 %        | 6,1 %         | 1,9 %         |
| Transport              |              |              |               | 2,4 %         | 1,1 %         | 4,3 %         |
| Électricité            |              |              |               |               | 0,4%          | 2,9 %         |
| <i>Infrastructures</i> | <i>5,1 %</i> | <i>7,8 %</i> | <i>55,8 %</i> | <i>64,5 %</i> | <i>54,8 %</i> | <i>40,6 %</i> |
| Houillères             |              |              | 5,1 %         | 1,7 %         | 2,4 %         | 6,6 %         |
| Forges                 |              |              |               | 0,6 %         | 0,7 %         | 3,1 %         |
| Chimie                 |              |              |               |               | 1,2 %         | 3,7 %         |
| Filatures              |              |              | 1,4 %         | 0,5 %         | 0,2 %         | 0,4 %         |
| Mines                  |              |              | 3,4 %         | 0,4 %         | 1,4 %         | 2,7 %         |
| Divers                 |              |              |               | 4,7 %         | 8,3 %         | 9,9 %         |
| <b>Total</b>           | <b>100 %</b> | <b>100 %</b> | <b>100 %</b>  | <b>100 %</b>  | <b>100 %</b>  | <b>100 %</b>  |

Source : P. ARBULU (1998)<sup>5</sup>

L'analyse détaillée des différents secteurs économiques permet de faire ressortir trois éléments. Les infrastructures dominent le marché boursier à partir du milieu des années 1830. Cette domination est à mettre sur le compte des actions des compagnies de chemins de fer. Ce secteur représente en effet la moitié de la capitalisation boursière de Paris au milieu du XIX<sup>ème</sup> siècle. Mais cette prépondérance diminue progressivement au profit de secteurs aussi divers que le commerce, le transport maritime... Et de tous les secteurs ayant contribué à la révolution industrielle, les compagnies des chemins de fer sont les seules à présenter une capitalisation boursière non négligeable. Les forges, houillères, chimie, filatures, mines... ont un point faible sur la place de Paris, qui reste dominée par le secteur ferroviaire et bancaire.

La prépondérance des infrastructures sur le marché financier est la conséquence directe du mode de financement utilisé. L'importance des sommes nécessaires à leur financement implique inéluctablement de passer par l'intermédiaire de la Bourse. Ceci est particulièrement vrai pour les dépenses engendrées par la construction des voies de communication modernes.

### *Le système des soumissions : les canaux*

Le développement économique, à partir de la Restauration, entraîne la nécessité de développer le réseau des voies navigables par la construction de canaux. En effet, environ 25 % du transport total transite sur ce réseau au milieu du XIX<sup>ème</sup> siècle. Mais le choix du mode de financement des travaux oppose déjà deux courants : les partisans du financement par le secteur privé suivant la formule de concession, et ceux qui veulent le confier à l'État sous la formule de la *soumission*<sup>6</sup>. Le système de la concession apporte l'avantage d'inciter l'économie privée et l'esprit d'association. La construction et l'exploitation des canaux seraient ainsi financées par des sociétés privées *ad hoc* en échange de la concession d'un droit de péage. Mais les contraintes que l'État impose dissuadent les agents privés de les accepter. Elles stipulent entre autres que les ingénieurs des *Ponts et Chaussées* sont les maîtres d'œuvre des travaux. Au cas où l'achèvement des travaux serait retardé, une expropriation sans indemnisation peut être envisageable. En dépit de ces contraintes, trois compagnies adoptent cette formule : le canal d'Aire à la Bassée (1822), celui de Roanne à Digoin (1830) et celui de la Sambre et Oise (1833). Par la suite, la formule qui sera généralement adoptée est celle de la soumission. Par ce système, l'État prend à sa charge, par le corps des Ponts et Chaussées, la planification, la réalisation ainsi que l'exploitation de canaux.

11

#### *Le financement des sociétés de canaux*

Le financement des travaux est confié à une société privée. En contrepartie, les bénéfices tirés des péages sont partagés entre l'État et la société privée selon un pourcentage prédéterminé. La construction des canaux nécessite des capitaux considérables pour l'époque. Le coût total de leur construction, entre 1814 et 1847, atteint la somme de 513 millions de francs, contre une prévision de 126 millions de francs<sup>7</sup>. Le rassemblement de telles sommes n'est possible que par l'appel public à l'épargne dont la collecte passe inévitablement par la Bourse. De ce fait, les compagnies de canaux mettent à la disposition des épargnants un *package* sophistiqué composé de deux sorte d'actions<sup>8</sup> :

- *Les actions d'emprunt*. Si, juridiquement, elles représentent une part du capital, financièrement ces actions perçoivent un intérêt annuel fixe et sont remboursées par tirage au sort. Ces actions possèdent alors toutes les caractéristiques d'une valeur à revenu fixe dont le coupon est de surcroît garanti par l'État. *Les actions d'emprunt* constituent en fait des obligations.

- *Les actions de jouissance*. Elles reçoivent un dividende dès le remboursement de l'ensemble des actions d'emprunt et pour un nombre d'années déterminé. Dans le meilleur des cas, ces actions doivent attendre 50 ans pour recevoir un dividende !

La valeur nominale de ces actions est généralement de 1 000 francs, ce qui ne permet pas leur achat par l'épargnant « moyen » et explique leur détention par des banquiers. D'ailleurs, les détenteurs de ces titres les conservent dans leur portefeuille, ce qui entraîne une absence totale de liquidité. L'observation de la *Cote Officielle* montre que très peu d'actions de canaux ont une cotation régulière.

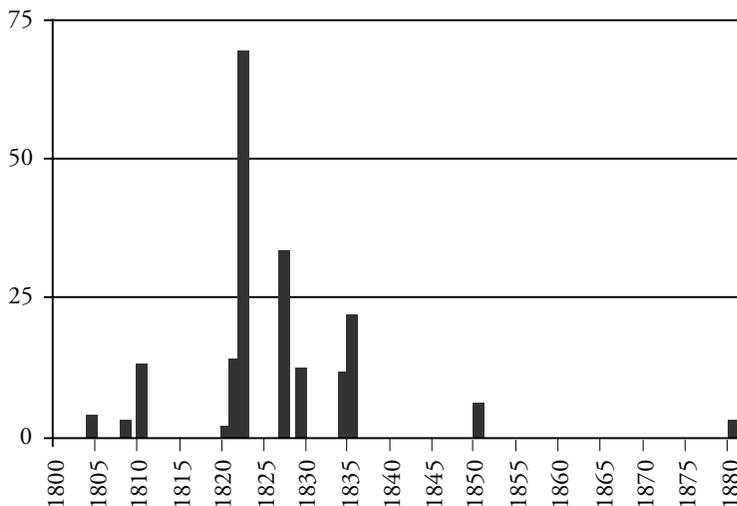
Ces sociétés sont à la fois parmi les premières sociétés par actions et les premières sociétés cotées. La première action du secteur des canaux est celle de la compagnie des *Trois vieux ponts sur la Seine* (1804-1847). Cette société concessionnaire, qui sert de modèle aux futures compagnies de canaux, possède un droit de péage sur les ponts d'Austerlitz, de la Cité et des Arts.

#### *Les émissions d'actions des canaux*

Dans le graphique suivant nous avons représenté les émissions d'actions des sociétés concessionnaires de canaux en francs courants. Les ouvrages réalisés à l'étranger ne font pas partie de notre graphique ; c'est le cas du canal de Suez (200 millions de francs en 1862), de Panama (150 millions de francs en 1881) et celui de Corinthe (7,5 millions la même année).

12

**Graphique n° 2**  
**Les émissions d'actions des canaux**  
(en millions de francs courants)



Les émissions se trouvent regroupées sur un petit nombre d'années entre 1820-1835. Ces années-là correspondent à l'essor de ce secteur. Dans l'ensemble, les émissions des compagnies des canaux s'élèvent à

192 millions de francs, ce qui représente 1,25 % des émissions totales d'actions au XIX<sup>ème</sup> siècle. Mais en 1835, la concession de la ligne de chemins de fer de Paris-Saint Germain est octroyée à J-E. Pereire. Deux ans plus tard, c'est le début du transport par voie ferrée et de son ascendant sur les voies de navigation intérieure.

### *Le système des concessions : les chemins de fer*

Ce secteur est l'un des principaux artisans du développement économique et industriel de la France au cours du XIX<sup>ème</sup> siècle. Les effets d'entraînement de l'industrie du rail sur le reste de l'économie ne sont plus à démontrer. Les chemins de fer accélèrent les échanges commerciaux, stimulent la sidérurgie, la construction mécanique, l'industrie du bois et les matériaux de construction. Mais l'état embryonnaire du marché boursier ne permet pas le financement des premières lignes ferroviaires. Ce sont les capitaux anglais, au départ, puis ceux de la Haute banque qui financent la naissance de cette industrie en France. La Bourse, après avoir fait son apprentissage sur le marché des rentes, va prendre le relais des banques familiales dans le financement des entreprises. Le marché financier de Paris va contribuer pour 86 % dans le financement des travaux<sup>9</sup>, les actions comme les obligations ferroviaires, figurent parmi les titres les plus convoités de la Place.

### *Un titre rentable mais risqué*

L'arrivée des actions ferroviaires, en décembre 1836, s'accompagne d'une forte spéculation. Un an après l'inauguration de la première ligne, Paris-Saint Germain, les toutes nouvelles concessions commencent à connaître des difficultés financières. Les coûts de construction apparaissent beaucoup plus importants que prévu. Les actionnaires refusent alors de libérer le reste de leur capital, ce qui provoque la première crise du secteur. De plus, les dividendes ne sont distribués qu'à partir de 1841, et ce uniquement par la compagnie Paris-Versailles Rive droite de Paris. Les épargnants apprennent bien vite que la détention d'une action peut devenir un placement très lucratif, mais dont le risque est loin d'être négligeable. La Bourse possède les caractéristiques d'un marché émergent : une forte rentabilité coïncide toujours avec un risque important.

Les pouvoirs publics cherchent alors à redéfinir le mode de financement des voies ferrées. La loi de 1842 délimite le rôle de l'État et des compagnies privées. Le premier se voit charger de l'acquisition des terrains et des travaux d'infrastructures ; tandis qu'aux secondes incombe la pose des voies et l'achat du matériel roulant. En échange, il leur est accordé *l'exploitation* des lignes pour des durées limitées. La construction des lignes ferroviaires connaît alors un nouvel essor, et dès 1842 de nouvelles lignes sont autorisées : Rouen-Havre, de Dieppe et de Fécamp, Montereau-Troyes, Bordeaux-Cette.

Mais, la crise politique qui suit la Révolution de 1848, laisse en mauvaise posture financière les compagnies ferroviaires. Plusieurs d'entre elles éprouvent de grandes difficultés à reprendre les travaux. L'État, pour sa part, se trouve dans l'impossibilité de poursuivre le cofinancement des infrastructures. Il doit réviser sa politique d'intervention en matière de construction des voies ferrées. Le Second Empire revient alors à la formule traditionnelle de la *concession* dès février 1852. Les compagnies privées assurent le financement de la construction des lignes, en échange d'une concession dont la durée est en général de 99 ans.

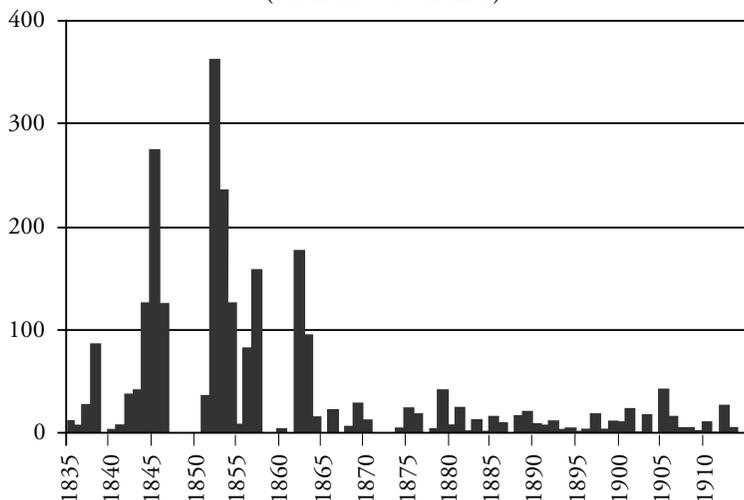
*Les compagnies fusionnent pour répondre à des impératifs de rentabilité*

Dès 1857 les pouvoirs publics souhaitent favoriser la construction de lignes secondaires. Mais seules de grandes compagnies peuvent accomplir ce type de travaux, grâce à la rentabilité des lignes principales. Une longue série de fusions et de rachats s'opère et, sur les vingt-huit compagnies existantes en 1852, il n'en reste que six grandes dès 1858.

La reprise des lignes déficitaires du Grand Central, sans subvention ni garantie d'intérêt, pousse les actionnaires à exiger un rendement plus élevé. Les compagnies se trouvent à nouveau dans une situation financière délicate. Pour ne pas diminuer le dividende par action, elles financeront la construction des nouvelles lignes au moyen d'importantes émissions en obligations. C'est dans ce contexte que les conventions de 1859 sont mises en place entre l'État et les compagnies privées. Désormais, l'État garantit l'intérêt et l'amortissement des obligations émises par les grandes compagnies, en contrepartie leurs dividendes sont bloqués.

14

Graphique n° 3  
Les émissions d'actions des chemins de fer  
(en francs courants)



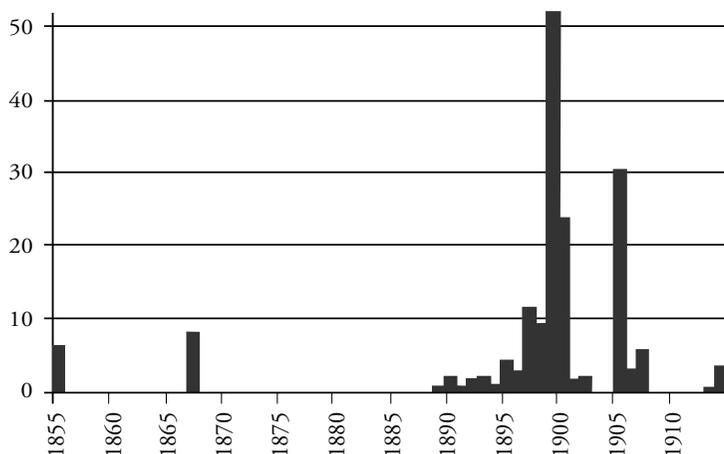
Les émissions d'actions des chemins de fer restent très sensibles au climat politique (crises de 1848, 1870) comme à l'évolution des lois (convention de 1859). En outre, nous pouvons apercevoir que le plan de Freycinet (ministre des Travaux publics, de 1877 à 1879) ne donne pas lieu à d'importantes émissions d'actions. Celles-ci sont en effet concentrées pendant les trente années qui suivent leur apparition à la Bourse (1835-1865). Durant cette période, ces émissions représentent plus de 2 milliards de francs, soit 82 % du total émis par les compagnies ferroviaires. Tout au long de ce siècle, elles auront émis au total pour 2,5 milliards de francs d'actions, soit 16 % de l'ensemble des émissions de la Place de Paris.

*Les transports urbains prennent le relais des chemins de fer*

Ce secteur regroupe les branches des transports terrestres (sauf les chemins de fer), soit les omnibus et les tramways. Le développement et l'arrivée en Bourse des tramways bénéficient non seulement de l'essor économique de la fin du XIX<sup>ÈME</sup> siècle (à partir de la reprise économique de 1896), mais aussi de la modification du comportement des épargnants. Les préférences de placements de ces derniers se sont nettement réorientées vers les actions au porteur, au détriment des placements traditionnels dans les rentes et l'immobilier.

La *Cote Officielle* comporte une trentaine d'actions de compagnies de transport public durant le XIX<sup>ÈME</sup> siècle. Des villes secondaires comme Amiens, Pierrefitte ou encore Oran n'hésitent pas à financer leur réseau de transport en commun en le confiant à des sociétés privées cotées en Bourse, ce qui peut paraître surprenant aujourd'hui.

**Graphique n° 4**  
**Les émissions d'actions du transport urbain**  
(en millions de francs courants)



On peut constater que les émissions du secteur des transports urbains sont concentrées sur vingt années. Après des débuts tout à fait timides, les émissions d'actions connaissent une forte hausse entre 1897 et 1900, puis en 1905. Cette hausse est causée par le développement du secteur des transports urbains. Ce secteur sollicite alors intensément la Bourse de Paris. En seulement deux ans, en 1898-1899, dix nouvelles compagnies font leur apparition sur la *Cote Officielle*. Ce secteur a levé pour plus de 600 millions de francs à la Bourse de Paris, soit 4 % de l'ensemble des émissions sur le XIX<sup>ème</sup> siècle.

### *Les infrastructures modernes : les services d'utilité publique*

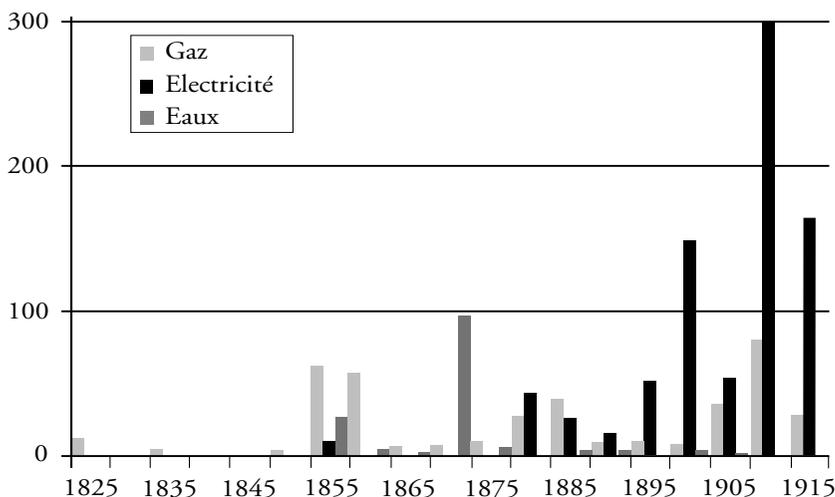
Les services d'utilité publique regroupent la distribution de l'eau, le gaz et l'électricité, à l'image des *utilities* anglo-saxons. À l'intérieur de chacune de ces branches, seules les sociétés ayant trait à la distribution ou à l'exploitation du service correspondant sont prises en compte. Ces trois services publics naissent et se développent principalement au cours du dernier quart du XIX<sup>ème</sup> siècle. Si leurs besoins en capitaux sont sans aucune commune mesure avec ceux des chemins de fer ou des canaux, le financement des travaux repose néanmoins sur l'épargne privée. Ce choix de financement est rendu plus aisément réalisable du fait que le marché boursier remplit efficacement son rôle économique. La taille atteinte par la Bourse de Paris permet, en effet, la réallocation optimale des capitaux.

Les sociétés d'Eaux et de gaz inscrites à la *Cote Officielle* sont au nombre de 10 et 27 respectivement. En revanche, la branche de l'électricité, qui connaît un fort développement, comptabilise 46 sociétés cotées en Bourse. La Troisième République est une période de progrès des sciences qui conduisent au développement des Services publics. L'arrivée de l'électricité en Bourse se fait pourtant en pleine dépression financière de 1882 avec la Société Générale des Téléphones (première société à être cotée dans la branche d'Électricité). Les innovations scientifiques provoquent ainsi l'extension de l'utilisation de l'électricité pour l'éclairage public au détriment de celui par le gaz.

La première branche à avoir fait appel au marché financier est évidemment le gaz. Son activité concerne essentiellement l'éclairage public des villes comme celles de Mulhouse, Marseille, Bordeaux ou encore Beauvais. Ce secteur a levé en tout 400 millions de francs, soit 2,6 % des émissions totales. La distribution de l'eau est la branche du service public qui a fait le moins appel à l'épargne privée, avec seulement 150 millions de francs levés en Bourse, soit moins de 1 % du total. Par contre les entreprises de la branche électricité ont dominé le secteur des services publics avec des émissions qui dépassent 940 millions de francs sur la période étudiées, soit 6 % du montant total. Un tiers des émissions a lieu pendant les années 1905-1910. Le besoin en électricité est tel que

des sociétés provenant de toute la France (de Limoges, du Havre, de Marseille ou encore de Lorraine) se retrouvent à Paris pour lever les capitaux nécessaires à leur développement.

**Graphique n° 5**  
**Émissions du secteur des services publics à la Bourse de Paris**  
(en millions de francs courants)



17

*Le rôle de l'Etat et des collectivités locales  
dans le financement des infrastructures*

Le financement des infrastructures s'est ainsi réalisé par l'intermédiaire de la Bourse, sans l'intervention apparente de l'État. Des sociétés, qui fournissent un service public aussi varié que le transport ferroviaire ou urbain, la distribution d'eau ou encore l'éclairage public, sont entièrement privés. Toutefois, contrairement à ce que l'on pourrait attendre du « grand siècle libéral », les pouvoirs publics ne se sont pas tenus trop éloignés de la politique de financement des infrastructures.

*La Bourse et la Ville de Paris*

Le développement du marché boursier permet également aux collectivités locales de lever des capitaux sous la forme d'obligations amortissables. La Ville de Paris finance ainsi une partie de ses infrastructures en émettant des emprunts en Bourse<sup>10</sup>. C'est par ce truchement que la construction du canal Saint-Martin est financée en 1822 à hauteur de 8 millions de francs, il en est de même du canal de l'Ourcq dix ans plus tard. Le percement de la plupart des artères, entrepris par Haussmann, préfet de la Seine sous le Second Empire, n'a pas été financé autrement. C'est le cas notamment de la rue de Rivoli et du boulevard

Sébastopol. L'installation de toutes les infrastructures de voirie, et plus particulièrement le réseau des égouts de Paris<sup>11</sup>, sont eux aussi financés par ce moyen. La Ville de Paris ne fait pas appel à des concessions privées pour prendre en charge ces travaux, l'exploitation commerciale étant impossible. Elle bénéficie néanmoins du développement du marché financier pour lancer ses emprunts. La réalisation de ces travaux aurait certainement été plus compliquée si la Bourse était restée à son état embryonnaire. C'est donc la modernisation du marché financier qui permet le développement de l'économie publique.

*Les emprunts de l'État au XIX<sup>ème</sup> siècle ne participent pas au développement économique*

L'État semble totalement absent du financement des infrastructures. Les emprunts de l'État, effectués dans leur grande majorité en rentes perpétuelles, sont surtout destinés à financer des guerres, ou à régler les indemnités après les défaites de Waterloo et de Sedan. Aucune émission de rentes n'a été consacrée au financement des infrastructures. Par exemple, l'État emprunte sous le Second Empire (1851-1870) un capital de 9 milliards de francs sous forme de rentes, et pas un franc ne sera destiné au financement des infrastructures. Cette période correspond pourtant à l'extension du réseau des chemins de fer. Il est vrai que les deux tiers de cette somme sont destinés au financement de la politique belliqueuse de Napoléon III, sans compter l'indemnité de 5 milliards de francs que la Troisième République a réglée après la défaite de la guerre de 1870. Le capital de la dette de l'État, en rentes perpétuelles, a augmenté de plus de 27 milliards de francs durant le XIX<sup>ème</sup> siècle. Plus de 18 sont directement consacrés au financement des guerres et au règlement des indemnités après les défaites de Waterloo (1815) et de Sedan (1870).

Ainsi, la révolution industrielle n'est pas le facteur du développement de la dette publique. L'État se serait cantonné à sa seule mission de « gendarme ». En fait, les pouvoirs publics interviennent bien dans le financement comme dans la gestion des infrastructures.

*L'État reste le garant du bon fonctionnement des infrastructures*

Si le financement provient en grande partie de l'épargne privée, l'État n'est pas totalement absent. Il est en effet le garant du bon fonctionnement de ses infrastructures. Deux exigences *a priori* opposées doivent être remplies : la rentabilité des compagnies et la qualité du service public. Si l'un de ces deux impératifs n'est pas respecté, l'État entre en jeu.

*L'État prend en charge les entreprises non rentables*

En 1848, la révolution provoque le *krach* boursier le plus important du siècle. La panique gagne aussi les actionnaires qui n'ont pas libéré

entièrement leurs actions, ce qui peut provoquer de sérieux problèmes aux sociétés qui sont à la recherche de capitaux. C'est le cas de la Compagnie du chemin de fer de Lyon qui, à cause de la Révolution de 1848, ne parvient pas à lever les fonds nécessaires à la poursuite des travaux. L'État procède alors à la nationalisation de cette ligne dès le mois d'août, ce qui lui coûte plus de 136 millions de francs. Une trentaine d'années plus tard, les compagnies de lignes secondaires montrent un essoufflement. Les recettes des compagnies de lignes secondaires n'atteignent pas le dixième des résultats prévus par les prospectus d'émission. On assiste alors à la faillite de la compagnie de Vendée, d'Orléans à Rouen, celles de Charentes, de Bressière à Poitiers, d'Orléans à Châlons, entre autres, au cours de l'année 1877. Les actionnaires se trouvent alors en possession des titres pratiquement sans valeur. Pour éviter l'abandon de l'exploitation de ces lignes, l'État procède à la nationalisation des compagnies de chemins de fer. Celles lignes auxquelles il faut rajouter celles mises en place par le programme de Freycinet (construction de 181 lignes de 8.848 kilomètres), constituent le premier réseau de l'État<sup>12</sup>.

#### *L'intervention de l'État dans la fixation des tarifs*

Dès l'ouverture des canaux, les péages pratiqués s'avèrent trop élevés pour leur utilisation par le commerce et l'industrie, ce qui provoque un conflit permanent entre l'État et les sociétés privées. En 1845 le gouvernement présente aux Chambres une loi concernant l'expropriation de compagnies de canaux pour cause d'utilité publique. Les débats, un moment ajournés, reprennent après les événements de 1848. Finalement, les lois de mai 1853 déterminent les modalités techniques du rachat des actions de jouissance des compagnies des canaux. C'est ainsi que l'État procède au rachat des actions des canaux du Rhône au Rhin, de Bourgogne et des Quatre Canaux en 1853. Cela conduit à la disparition des actions de la *Cote officielle*. Il faut attendre l'arrivée en Bourse des actions du Canal de Suez en 1861 pour que ce secteur réapparaisse.

En 1845, le versement des dividendes des *Trois ponts* est arrêté. Cette société éprouve des difficultés financières qui l'obligent à pratiquer des péages excessifs. Qui plus est, les Parisiens profitent de la Révolution de 1848 pour utiliser les ponts sans payer le péage. Le nouveau régime n'ose pas le faire rétablir et finalement la Ville de Paris rachète la concession.

On peut rapprocher des exemples du retour sur les conditions de la concession, au privé des compagnies de chemins de fer anglaises, sous la pression des usagés du rail. La concession d'une infrastructure à une société privée n'implique donc pas le désengagement total de l'État. Celui-ci peut en effet intervenir dans la stratégie des entreprises soit par la loi, soit par la nationalisation. Cette contrainte est d'autant plus forte que

les emprunts des concessions sont souvent garantis par l'État, qui s'ad-  
 juge aussi un droit de regard sur la direction.

L'État est donc cette « main invisible » qui réalise l'adéquation entre  
 deux intérêts *a priori* opposés : celui de l'actionnaire qui attend de  
 son placement une rentabilité correspondant à son niveau de risque et  
 celui de l'usagé qui veut utiliser le service public dans les meilleures  
 conditions. L'État n'intervient qu'à partir du moment où l'équilibre n'est  
 plus respecté.

### Annexes

#### Les actions du secteur infrastructures cotées à la Bourse de Paris de 1800 à 1914

*(La date d'introduction des titres est indiquée au début de chaque ligne)*

#### Tableau n° 2

##### Les canaux cotés à la Bourse de Paris

|      |                            |      |                                   |
|------|----------------------------|------|-----------------------------------|
| 1804 | Trois ponts sur la Seine   | 1808 | d'Aigues-Mortes à Beaucaire       |
| 1810 | du Languedoc ou du Midi    | 1820 | de la Sensée (rivière canalisée)  |
| 1821 | Canal du Rhône au Rhin     | 1821 | Canal de Saint Martin             |
| 1822 | Quatre Canaux              | 1827 | Arles-Bouc                        |
| 1827 | Canal de Bourgogne         | 1829 | Aire à la Bassée                  |
| 1829 | Roanne-Digoin              | 1834 | de jonction de la Sambre à l'Oise |
| 1835 | Trois Canaux               | 1835 | Scarpe Inférieure                 |
| 1850 | Sambre Française Canalisée | 1862 | Pierrelatte et extensions         |

#### Tableau n° 3

##### Les chemins de fer cotés à la Bourse de Paris

|      |                              |      |                              |
|------|------------------------------|------|------------------------------|
| 1835 | St.Etienne-Lyon              | 1836 | Paris-Saint Germain          |
| 1837 | Paris-Versailles Rive Droite | 1837 | Paris-Versailles Rive Gauche |
| 1837 | Bordeaux-la Teste            | 1837 | Mulhouse-Thann               |
| 1838 | Paris-Orléans                | 1838 | Montpellier-Cette            |
| 1838 | Strasbourg-Bâle              | 1841 | Andrézieux-Roanne            |
| 1842 | Paris-Rouen                  | 1843 | Rouen-le Havre               |
| 1843 | Avignon-Marseille            | 1844 | Centre                       |
| 1844 | Montpellier-Nîmes            | 1844 | Orléans-Bordeaux             |
| 1844 | Paris-Orsay                  | 1844 | Rouen-le Havre               |
| 1844 | St. Etienne-Andrézieux       | 1845 | Compagnie du Nord            |
| 1845 | Amiens-Boulogne              | 1845 | Dieppe-Fecamp                |
| 1845 | Montereau-Troyes             | 1845 | Tours-Nantes                 |
| 1846 | Compagnie de l'Est           | 1851 | Compagnie de l'Ouest         |
| 1852 | Compagnie du Midi            | 1852 | Paris-Lyon                   |
| 1852 | Lyon-Méditerranée            | 1852 | Blesmes-Gray                 |
| 1852 | Braissessac-Béziers          | 1852 | Dijon-Besançon               |
| 1852 | Lyon-Avignon                 | 1852 | Paris-Caen-Cherbourg         |
| 1853 | Grand Central                | 1853 | Lyon-Genève                  |
| 1853 | Victor-Emmanuel              | 1855 | Bességes-Alais               |

|      |                                     |      |                            |
|------|-------------------------------------|------|----------------------------|
| 1857 | Paris-Lyon-Méditerranée             | 1860 | Lyon - Croix-Rousse        |
| 1862 | Lyon-Sathonay                       | 1863 | Charentes                  |
| 1863 | Libourne-Bergerac                   | 1863 | Perpignan-Prades           |
| 1864 | Lille-Béthune                       | 1864 | Médoc                      |
| 1866 | Dombes-Sud Est                      | 1866 | Vitré-Fougères             |
| 1868 | Hérault                             | 1869 | Bordeaux-la Sauve          |
| 1869 | Briouze-Ferté-Macé                  | 1869 | Frévent-Gamaches           |
| 1869 | l'Orne                              | 1869 | Orléans-Chalons            |
| 1869 | Pont-de-l'Arche-Gisors              | 1869 | Vendée                     |
| 1870 | Epernay-Romilly                     | 1870 | Picardie-Flandres          |
| 1870 | Vosges                              | 1874 | Méridionaux Français       |
| 1874 | Wassy-St. Dizier                    | 1875 | Bone-Guelma et prolong.    |
| 1875 | Nord-Est                            | 1876 | Est Algérien               |
| 1876 | Ouest Algérien                      | 1878 | Port de la Réunion         |
| 1879 | Alais-Rhône                         | 1880 | Economiques Sté. Gle.      |
| 1881 | St. Etienne, Firminy, Rive de Giers | 1881 | Départementaux             |
| 1881 | Garantis des Colonies Fr.           | 1882 | Bouches-du-Rhône           |
| 1883 | Dakar-St. Louis                     | 1883 | Economiques du Nord        |
| 1884 | Nogentais                           | 1888 | Vicinaux                   |
| 1885 | Sud de la France                    | 1886 | Caen à la Mer              |
| 1889 | Camargue                            | 1889 | Economiques Cie. Française |
| 1889 | Est de Lyon                         | 1889 | Paris-Arpajon              |
| 1890 | Miramas-Port-de-Bouc                | 1891 | Cie. Meusienne             |
| 1891 | Drôme                               | 1892 | Dauphiné                   |
| 1892 | sur Routes de l'Algérie             | 1893 | Rouen-Bonsecours           |
| 1894 | Banlieue de Reims et extension      | 1896 | Ethiopiens                 |
| 1897 | Saône-et-Loire                      | 1897 | Sud-Ouest                  |
| 1897 | Toulouse-Boulogne                   | 1898 | Beaujolais                 |
| 1899 | l'Yonne                             | 1901 | Dahomey                    |
| 1901 | Indochine                           | 1902 | Soustons-Léon              |
| 1903 | Limagne                             | 1905 | Buenos Aires               |
| 1905 | Midi de l'Italie                    | 1906 | Rosario-Puerto Belgrano    |
| 1907 | Landes                              | 1909 | Pyrénées-Orientales        |

**Tableau n° 4**  
**Les transports urbains cotés à la Bourse de Paris**

|      |   |
|------|---|
| 1855 | Cie. Générale d'Omnibus à Paris                       |
| 1855 | Cie. Lyonnaise des Omnibus, Voitures et voies ferrées |
| 1867 | Cie. de Voitures de Grande Remise                     |
| 1867 | Voitures de Paris                                     |
| 1876 | Cie. Gle. Française de Tramways                       |
| 1878 | Cie. Parisienne de Voitures l'Urbaine                 |
| 1889 | Tramways d'Amiens                                     |
| 1890 | Cie. Fr. de Tramways d'Indochine                      |
| 1890 | Tramways de l'Est Parisien                            |
| 1890 | Tramways de Paris et de la Seine                      |
| 1890 | Tramways du Var-Gard                                  |
| 1891 | Tramways de Paris-St. Germain                         |

|      |                                       |
|------|---------------------------------------|
| 1893 | Cie. Lyonnaise de Tramways            |
| 1895 | Pierrefite Cauterets et Luz           |
| 1895 | Sté. Versaillaise de Tramways         |
| 1896 | Tramways Algériens                    |
| 1897 | Cie. Int. des Wagons citernes         |
| 1897 | Traction pour la France et l'Étranger |
| 1897 | Tramways de Nice et du Littoral       |
| 1898 | Tramways d'Oran                       |
| 1898 | Tramways de Deux-Sèvres               |
| 1898 | Tramways de Rouen                     |
| 1899 | Chemins de fer Metropolitan           |
| 1899 | Omnium Lyonnais                       |
| 1899 | Tramways de l'Ouest Parisien          |
| 1899 | Tramways électriques de Bordeaux      |
| 1899 | Tramways Électriques Nord Parisiens   |
| 1899 | Tramways Rive Gauche                  |
| 1900 | Cie. Gle. Parisienne de Tramways      |
| 1900 | Sté. Parisienne de Chemin de fer      |
| 1902 | Fer électrique Nord-Sud de Paris      |
| 1905 | Automobiles de Place                  |

### Tableau n° 5

22

#### Les services de distribution de l'eau cotés à la Bourse de Paris

|      |                                    |      |                         |
|------|------------------------------------|------|-------------------------|
| 1853 | Cie. Générale des Eaux             | 1855 | Eau de la Seine         |
| 1859 | Cie. des Eaux de Maisons sur Seine | 1864 | Cie. des Eaux de la Lys |
| 1868 | Eaux banlieue de Paris             | 1875 | Eaux de la Bourboule    |
| 1879 | Eaux pour l'Étranger               | 1880 | Sté. Lyonnaise des Eaux |
| 1893 | Cie. Urbaine d'Eau                 | 1900 | Eaux de l'Indochine     |

### Tableau n° 6

#### Les services de distribution de gaz cotés à la Bourse de Paris

|      |                                      |      |                                  |
|------|--------------------------------------|------|----------------------------------|
| 1821 | Cie. Anglaise d'Éclairage            | 1835 | Lacarrière et Cie.               |
| 1847 | Cie. de l'Ouest pour l'éclairage     | 1853 | Cie. Centrale d'Éclairage        |
| 1855 | Cie. Parisienne d'Éclairage          | 1855 | Union des Gaz                    |
| 1858 | Sté. Générale de Paris               | 1860 | Gaz de Marseille                 |
| 1863 | Gaz de Mulhouse                      | 1879 | Cie. Française d'Éclairage       |
| 1880 | Gaz pour la France et l'Étranger     | 1880 | Cie. de gaz de Gaud              |
| 1881 | Cie. Générale Fr. Continentale       | 1881 | Sté. de Gaz et Eau               |
| 1881 | Sté. Départ. d'Usines                | 1882 | Éclairage par le Gaz d'huile     |
| 1882 | Fusion de Gaz                        | 1886 | Cie. pour l'éclairage des Villes |
| 1887 | de Beauvais                          | 1889 | Gaz du Nord et de l'Est          |
| 1892 | Sté. Fr. d'incandescence par le Gaz  | 1894 | de la Ville de Versailles        |
| 1894 | Sté. Gle. Intern. d'Éclairage        | 1902 | Gaz et Elect. de Melun           |
| 1904 | Éclairage Chauffage et Force motrice | 1905 | Éclairage de Bordeaux            |
| 1907 | Gaz de Paris                         |      |                                  |

**Tableau n° 7**  
**Les services de distribution d'électricité cotés à la Bourse de Paris**

|      |  |
|------|--|
| 1851 | Cie. du Télégraphe France-Angleterre             |
| 1853 | Cie. du Télégraphe Électrique de la Méditerranée |
| 1879 | Télégraphe Paris-New York                        |
| 1882 | Sté. Générale de Téléphones                      |
| 1887 | Cie. Centrale Edison                             |
| 1889 | Sté. Électrique des Pyrénées                     |
| 1890 | Eclairage Électrique                             |
| 1892 | Secteur de la Place de Clichy                    |
| 1893 | Maison Breguet                                   |
| 1893 | Cie. Électrique de la Loire et du Centre         |
| 1894 | Sté. Ind. de Téléphones                          |
| 1894 | Sté. d'Éclairage et de Force                     |
| 1895 | Force motrice du Rhône                           |
| 1895 | Secteur de la Rive Gauche                        |
| 1896 | Thomson-Houston                                  |
| 1896 | Travaux d'Éclairage                              |
| 1896 | Électricité de Limoges                           |
| 1896 | Sté. d'Applications Industrielles                |
| 1898 | Cie. Générale Électrique                         |
| 1898 | le Triphasé (Nord et Lumière)                    |
| 1899 | Accumulateurs Électriques Union                  |
| 1899 | Sté. Gramme                                      |
| 1900 | Union Électrique                                 |
| 1900 | Sté. Ind. d'Énergie Électrique                   |
| 1900 | Sté. Havraise d'Éclairage Électrique             |
| 1900 | Accumulateur Tudor                               |
| 1902 | Sté. Indochinoise d'Électricité                  |
| 1903 | Electricité de Varsovie                          |
| 1904 | Eclairage du Littoral Méditerranée               |
| 1905 | Cie. de l'Ouest Parisien                         |
| 1905 | Sté. d'Électricité de Paris                      |
| 1905 | Sud-Électrique                                   |
| 1906 | Électricité de Marseille                         |
| 1907 | Union d'Électricité                              |
| 1907 | Est-Lumière                                      |
| 1907 | Sté. Pyrénéenne d'Énergie Électrique             |
| 1908 | Cie. Parisienne de Distribution Électricité      |
| 1909 | Cie. Parisienne d'Air comprimé                   |
| 1909 | Éclairage du Sud-Ouest                           |
| 1909 | Sté.Cle. pour l'Industrie Électrique             |
| 1910 | Énergie Électrique du Nord de France             |
| 1910 | Cie. de la Lorraine                              |
| 1910 | Sté. Toulousaine du Bazach                       |
| 1910 | Sté.Fr. de Radio-électricité                     |
| 1911 | Électricité et gaz du Nord                       |
| 1911 | Cie. Centrale d'Énergie Électrique               |

- 1911 Énergie de la Basse Loire
- 1911 Les Exploitations Électriques
- 1913 Énergie Industrielle
- 1914 Énergie Électrique de la Basse Isère
- 1917 Cie. d'Électricité Industrielle
- 1917 Énergie Rhône et Jura
- 1918 Cie. Gle. de Télégraphie sans fil

## NOTES

24

1. A. MINDA, « Marchés boursiers émergents et financement des infrastructures en Amérique Latine », *Document de recherche*, LEREP, Université de Toulouse I, mars 1997.
2. P. ARBULU, « La Bourse de Paris au XIX<sup>ème</sup> siècle : l'exemple d'un marché émergent devenu efficient », *Revue d'Economie Financière*, n°49, septembre 1998, pp.213-249.
3. Pour une autre méthodologie, le lecteur peut se reporter à l'article de Bruno Théret, « A propos du rôle de l'État dans la mise en œuvre des infrastructures de transport et de communication en France de 1815 à 1939 », *Histoire & Mesure*, 1995, pp.149-197.
4. J-M VASLIN, *Le marché des rentes françaises au XIX<sup>ème</sup> siècle et la crédibilité financière de l'Etat*, Université d'Orléans, 1999.
5. P. ARBULU, *Le marché parisien des actions au XIX<sup>ème</sup> siècle : performance et efficience d'un marché émergent*, Université d'Orléans, 1998.
6. Cette étude des compagnies de canaux, pour les années 1823-1853, s'inspire du chapitre de G. NIERADZICK, « La construction du réseau de canaux français et son financement (1821-1868) », in l'ouvrage « *Les marchés financiers français, le XIX<sup>ème</sup> siècle* », publié par la *Revue d'Economie Financière*, 1997.
7. Cf. le surcoût de tous les grands travaux modernes, à commencer par le Tunnel sous la Manche !
8. A celles-ci, il faut ajouter les actions « administratives » ou *Omnium*. Ces actions, qui sont la réunion d'une action d'emprunt et d'une action de jouissance, sont émises par quelques compagnies comme celles du canal des Ardennes, de la Somme et de l'Oise.
9. A. JAY, « Les transferts financiers Etat-compagnies », *Journal des actuaires*, 1873, p.182.
10. Pour plus de détail sur les emprunts de la Ville de Paris, le lecteur peut se reporter au travail très complet de Georges Gallais-Hamonnio, *La création d'un marché obligataire moderne : les emprunts de la ville de Paris au 19<sup>ème</sup> siècle*, Laboratoire d'Économie d'Orléans, document de recherche n°7-96/2/MIF.
11. Sur ce sujet le lecteur peut se reporter à la magnifique cinquième partie, livre deuxième, des *Misérables* de Victor Hugo. L'écrivain propose la modernisation du réseau des égouts de Paris. Celle-ci sera réalisée grâce à l'émission d'une obligation en 1865, soit 3 ans après la parution de ce chef d'œuvre.
12. R. GODFERNAUX, « Aperçu de l'évolution des chemins de fer français de 1872 à 1928 », *Revue générale des chemins de fer*, Paris, 1928.