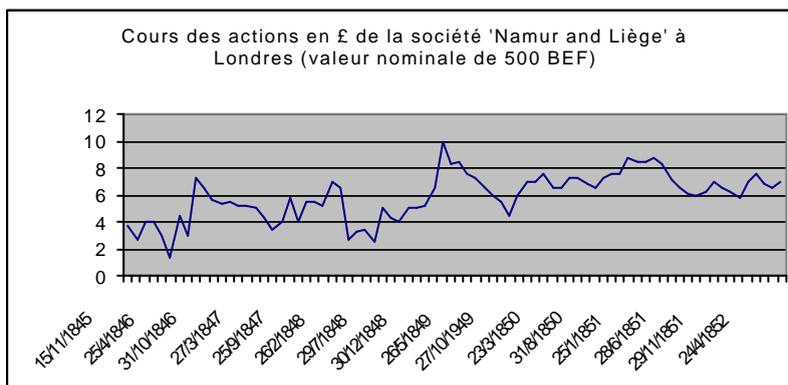


L'aventure boursière des entreprises ferroviaires belges Hans Willems, Frans Buelens, Arvid Claassen

Les maintes études soulignant l'importance économique des chemins de fer belges n'abordent généralement que de manière sporadique l'évolution boursière au cours du 19^e siècle des nombreuses entreprises ferroviaires. Un examen de l'évolution des cours et des dividendes des chemins de fer belges au cours de cette période nous apprend que le secteur était en 1865 l'un des plus importants de la place boursière bruxelloise avec 23 sociétés privées.ⁱ A la fin de l'année 1865, les capitaux investis en bourse dans des sociétés ferroviaires représentaient 51% de l'ensemble des capitaux des entreprises cotées en bourse. Les sociétés ferroviaires préféraient cependant un financement par des emprunts via obligations, puisque 56% des capitaux de ces sociétés étaient constitués d'obligations contre 44% d'actions.ⁱⁱ Et 91% de l'ensemble des valeurs en obligations du secteur privé étaient des titres ferroviaires.

L'introduction de ceux-ci sur la place de Bruxelles n'a démarré que très lentement. La *Société Anonyme des Chemins de fer du Haut et du Bas Flénu* a **essuyé les plâtres** en 1835. En raison d'un règlement boursier très strict, les entreprises (ferroviaires) belges éprouvaient de très grandes difficultés à être admises en cotation : deux seulement y sont parvenues avant 1847. L'Etat, qui décidait ou refusait leur introduction en bourse, appliquait le refus systématique tant que la ligne ferrée en question n'était pas terminée. Cette règle n'a été assouplie que par la loi du 26 mars 1847. Pour contourner ce problème, les sociétés belges se sont tournées vers d'autres moyens de financement, ce qui explique pourquoi la bourse de Londres notait une demi-douzaine d'entreprises belges de chemins de fer en 1845.ⁱⁱⁱ La 'railway mania' qui animait cette place boursière forte de plus de 200 entreprises ferroviaires, a suscité un climat ambiant très favorable, notamment pour les titres étrangers.



Source: *The Economist*, 1845 – 1852.

Le graphique ci-dessus prend comme exemple le cours de l'action de la société des *Chemins de fer de Namur à Liège*. Après un creux de 1,375 livre sterling en avril 1846, le cours progresse jusqu'à 10 livres en février 1849, après avoir connu des vicissitudes parfois importantes. Après une dégringolade continue jusqu'en octobre de la même année, l'action se redresse pour finalement osciller autour des 7

£. Les variations de cours de ces cotations étrangères étaient liées davantage à l'évolution des cotations anglaises qu'à l'évolution des bénéfices des entreprises concernées.^{iv}

Etant donné le petit nombre de titres ferroviaires cotés sur la place bruxelloise, il nous est difficile de nous faire une idée du climat de hausse durant cette période.^v A partir de 1847, nous relevons l'entrée en bourse de Bruxelles de nouvelles compagnies ferroviaires (Anvers-Gand, Sambre et Meuse, Charleroi-Erquelines, Namur-Liège). D'autres les rejoignent par la suite, si bien que 23 des 42 entreprises ferroviaires existantes en Belgique sont cotées en bourse en 1865.

Au 19^e siècle, la valeur d'une action était en grande partie déterminée par le dividende qui lui était attribué. Par le succès inégal des entreprises belges de chemins de fer, les actionnaires étaient confrontés à une très grande diversité dans la perception des dividendes. Certaines entreprises ont cédé l'exploitation de leurs concessions à l'Etat ou à de grandes sociétés fusionnées comme les *Bassins Houillers du Hainaut* (associés à la *Banque de Belgique*)^{vi}; elles ont alors perçu une rente annuelle, une part fixe des recettes ou encore un mélange des deux (en fonction des termes de l'accord).^{vii} Dans la plupart des cas, ces revenus stables ont été utilisés pour rembourser les obligations et allouer un dividende aux actions **privilégiées** qui donnaient généralement droit à un intérêt fixe (par exemple la *Société de chemins de fer de la Flandre occidentale*: actions **privilégiées** bénéficiant d'un intérêt de 5,12%). Par l'importance de ces versements, la probabilité qu'un dividende soit versé aux actionnaires ordinaires était fort mince. Le cas du *Chemin de fer de Maeseyck* est parlant, puisque la société a alloué pendant 13 ans un dividende de 1 franc belge par actions ordinaires.

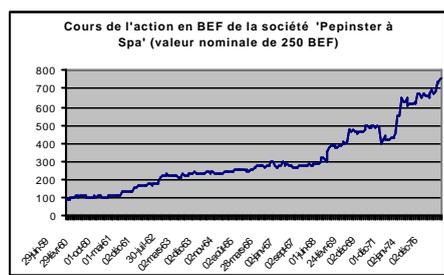
En raison du taux d'intérêt invariable, les actions de chemins de fer avaient, dans le chef des concessionnaires privilégiés, un statut identique aux obligations garanties, et ce même pour les entreprises plus petites et moins rentables. Les sociétés les plus performantes ont en outre eu la possibilité de combiner ces garanties d'Etat avec un dividende réel, de façon à pouvoir augmenter considérablement les montants affectés aux dividendes, en faisant un judicieux usage des différentes sortes d'actions.^{viii}

Pour terminer, les graphiques suivants illustrent les évolutions boursières de trois actions de sociétés belges de chemins de fer. On constate la progression pour ainsi dire parallèle des actions des sociétés *Antwerpen-Rotterdam* et *Pepinster-Spa* jusqu'en 1873. Parties en 1859 d'une valeur nominale de 250 FB, ces deux actions se comportent d'abord de manière très favorable jusqu'en 1873. Mais alors que celle d'*Antwerpen-Rotterdam* recule jusqu'en 1880, nous constatons que le cours de l'action de *Pepinster-Spa* poursuit sa progression à la hausse jusqu'à sa disparition de la place bruxelloise en 1877. Cette disparition est peut-être motivée par le fait que l'Etat avait incorporé cette ligne dès 1872 en raison de son intérêt stratégique.

L'action de la société d'*Anvers à Rotterdam* repart à la hausse en juillet 1880, soit après le rachat par l'Etat de la partie belge de la ligne. Cette progression se poursuit jusqu'en 1895, lorsque la valeur de l'action a quasiment quadruplé par rapport à sa valeur nominale. Bien que la société n'exploitait plus aucune ligne elle-même à partir de 1880, elle restait en fait un maillon essentiel de la société du *Grand Central belge*. Et la progression très prononcée de sa valeur dans les années 1890 est probablement à mettre en corrélation avec les espoirs des actionnaires d'un rachat, en des termes favorables, de la société par l'Etat Belge. Les évolutions globalement positives de ces deux axes "internationaux"

contrastent fortement avec le cours, plus saccadé et moins heureux, de la *Compagnie des chemins de fer Est Belge*, qui exploitait diverses lignes du bassin Charleroi. Nous identifions facilement les remous de la conjoncture qui ont secoué les secteurs belges du charbon et de l'acier tout au long de la seconde moitié du 19^e siècle. C'est ainsi que l'action a chuté à plusieurs reprises, pour atteindre un cours plancher d'un rien supérieur au quart de sa valeur nominale (500 francs belges) vers 1869. Mais chaque fois, elle a remonté la pente pour atteindre de nouveau le seul symbolique du demi-millier de francs en 1893. Néanmoins, il n'a jamais été question de plus-value.

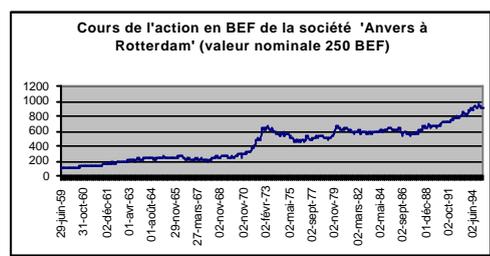
1



Source: *Cours Authentique 1859-77*.



Source: *Cours Authentique 1859-91*.



Source: *Cours Authentique 1859-95*.

i Bourse de Bruxelles, *Cours Authentique*, 1835–1900.

ii G. Van de Velde, *Le rendement des placements (1865-1939)*, Louvain, 1943, p. 335.

iii *The Economist*, 1845–1852.

iv *The Economist* du 27 juin 1846.

v Pourtant, lors de l'introduction en bourse du *Chemin de fer de la Sambre à la Meuse* en 1837, les demandes d'inscriptions ont été 100 fois supérieures aux possibilités. Voir L. Frère, *Etude historique des sociétés anonymes belges*, s.l., 1938, vol. I, p. 37.

vi Par exemple la société du *Haut et Bas Flénu*, qui cède en 1865 l'exploitation de ses lignes à la *Banque de Belgique* en échange d'une annuité de 460.000 BEF (jusqu'en 1926). L'obligation a successivement échoué aux *Bassins Houillers du Hainaut*, à la *Société Générale d'Exploitation* et à l'Etat Belge. Le capital initial de 3,5 millions de francs belges, relevé à 4 millions de francs répartis sur 4.000 actions de 1.000 BEF chacune, a été divisé en 1866 en deux sortes d'actions. Les 4.000 actions initiales ont été dédoublées en 4.000 actions de capitaux (avec un dividende fixe de 60 BEF) et 4.000 actions ordinaires (avec un dividende fixe de 50 BEF) pour lesquelles était prévu un amortissement de 49 ans à raison de 1.000 BEF par action.

vii Le *Chemins de fer de Namur à Liège*, par exemple, a perçu chaque année une rente annuelle d'un million de francs belges de la *Compagnie française des chemins de fer du Nord* et de 672.330 BEF de l'Etat pour l'exploitation des lignes qu'elle avait en concession. La société des *Chemins de fer direct de Bruxelles à Lille et Calais* a reçu de l'Etat un 'fermage' de 50% des recettes brutes. Voir *Recueil Financier*, 1902, pp. 153–173.

1

^{viii} La société de *Braine Le Comte à Gand* (fondée en 1863), par exemple, avait trois genres d'actions : 6.000 actions privilégiées de 500 BEF et 6.000 actions à dividende de 500 BEF, auxquelles il faut rajouter 1.200 *actions de jouissance* réservées aux concessionnaires. Les résultats financiers ont été fabuleux. Sur l'ensemble du capital engagé, un bénéfice important a été enregistré pour la période 1867-1913, sur lequel les actions des concessionnaires (dites de jouissance) étaient les plus rémunératrices, malgré leur absence en cotation boursière. Un investissement initial de 500 BEF dans une action à dividende a donné droit en 1892 à un dividende de 89,7 BEF, de 152,5 BEF en 1905 et même de 208 BEF en 1913. Parallèlement à cela, le cours de l'action est passé de 2.100 BEF en 1892 à 4.225 BEF en 1905 pour redescendre à 4.172 BEF en 1913.