

# JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

ALFRED NEYMARCK

## **Les émissions et remboursements d'obligations des six grandes compagnies de chemins de fer en 1907**

*Journal de la société statistique de Paris*, tome 49 (1908), p. 182-194

[http://www.numdam.org/item?id=JSFS\\_1908\\_\\_49\\_\\_182\\_0](http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1908__49__182_0)

© Société de statistique de Paris, 1908, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme  
Numérisation de documents anciens mathématiques  
<http://www.numdam.org/>

### III

## LES ÉMISSIONS ET REMBOURSEMENTS D'OBLIGATIONS

DES SIX GRANDES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER EN 1907

### PREMIÈRE PARTIE

#### I

#### MES CHERS CONFRÈRES,

La statistique que je vous présenterai ce soir est conforme à celles que, depuis de longues années, j'ai établies et que je vous ai soumises. Le cadre est le même et, comme il suffit chaque année d'y ajouter quelques chiffres, la tâche est facile. Ce cadre permet de faire des constatations utiles, quand on rapproche les uns des autres, pour les comparer, les chiffres qu'il contient.

Dans la première partie de cette communication, je suivrai donc le même ordre que les années précédentes en donnant les renseignements suivants :

1° Relevé total des obligations 3 % et 2 1/2 % vendues en 1907 par chaque compagnie ; montant produit par ces ventes ;

2° Indication du nombre d'obligations 3 % vendues, par compagnie, avec les prix moyens de vente et le montant produit par ces ventes ;

3° Mêmes renseignements sur les obligations 2 1/2 % ;

4° Relevé total des obligations 2 1/2 % vendues depuis leur création en 1895 ;

5° Relevé total des obligations remboursées en 1907 et depuis 1885 ;

6° Relevé général des obligations vendues depuis 1885 ; montant produit par ces ventes ;

7° Résumé de cette statistique.

Dans la seconde partie, j'examinerai, en résumant les chiffres contenus dans cette statistique, la situation des actionnaires et des obligataires, soit au point de vue de la garantie d'intérêt, de la période d'expiration de la garantie, de la valeur des actions de jouissance en fin de concession ; pourquoi les prix de vente des diverses obligations sont différents ; quelles sont la sécurité et les garanties de ces titres ; quels ont été les résultats des conventions de 1883 au point de vue du crédit de l'État, de celui des compagnies, du public et des actionnaires ; quels ont été les bénéfices des actionnaires et ceux de l'État, etc.

Dans la troisième partie, quelques graphiques résumeront les principaux chiffres de cette statistique et montreront aussi les cours moyens des actions et des obligations des six grandes compagnies depuis 1885, le montant des dividendes distribués, etc.

#### II

**Malgré la cherté des capitaux et la crise des marchés financiers, il a été vendu, en 1907, pour 263 millions d'obligations**

Pendant l'année 1907 écoulée, les six grandes compagnies de chemins de fer avaient d'importants travaux à exécuter, voies nouvelles à construire, voies anciennes

à améliorer, achats de matériel à effectuer, et conséquemment elles avaient de grosses dépenses pour lesquelles il leur fallait trouver les ressources nécessaires.

On pouvait se demander, étant donné la crise que le marché et que tous les marchés ont subie, la cherté générale des capitaux, la baisse de toutes ou presque toutes les valeurs à revenu fixe, l'engouement du public et de la spéculation pour les titres éruptifs et spéculatifs; étant données encore la véritable campagne de dénigrement faite contre les valeurs d'État ou touchant de près ou de loin à l'État, et les tendances du public à porter ses capitaux au dehors, sous prétexte que les projets d'impôt sur le revenu et de rachat des chemins de fer menaceraient la sécurité de l'épargne française, on pouvait se demander, disons-nous, comment les compagnies de chemins de fer, obligées par des conventions, traités ou contrats formels à se procurer, pour leurs travaux, les millions dont elles avaient besoin, pourraient se sortir de ces difficultés.

La réponse est nette, précise : elle fait honneur à l'épargne française, aux compagnies de chemins de fer ; elle montre leur crédit puissant et les abondantes ressources de nos capitalistes et rentiers.

Pendant l'année 1907, les six grandes compagnies de chemins de fer ont vendu **623 530** obligations 3 % et 2 1/2 % pour un capital de **263 577 000 francs** représentant pour 300 jours environ non fériés un placement quotidien moyen de 2 078 obligations, soit près de 880 000 francs par jour.

Pendant la même période, elles ont fait face aux remboursements d'obligations et d'actions anciennes dont le montant grossit chaque année et grossira encore au fur et à mesure que nous nous rapprocherons de la fin des concessions, c'est-à-dire d'ici 1950 à 1960, soit dans quarante-deux à cinquante-deux ans.

Elles ont remboursé et amorti **324 331** obligations diverses pour un montant total de **162 191 825 francs**.

Avec le montant des actions remboursées, le total des amortissements et remboursements dépasse 200 millions de francs.

Nous établissons régulièrement depuis 1885, d'après un cadre uniforme qui a été adopté par toutes les compagnies de chemins de fer, la statistique de ces émissions et remboursements. Il faut remonter aux années 1885, 1886 et 1901 pour retrouver un chiffre d'émissions aussi important que celui réalisé en 1907, avec cette différence qu'il ne faut pas oublier, c'est que rarement les placements de titres à revenu fixe ont été aussi difficiles que pendant l'année écoulée.

### III

#### Montant total des obligations 2 1/2 et 3 % vendues en 1907

|                          | Nombre<br>d'obligations<br>vendues | Montant produit<br>par<br>ces ventes |
|--------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|
| <b>Est</b> . . . . .     | 142 700                            | 60 353 541,00                        |
| <b>Lyon</b> . . . . .    | 190 180                            | 81 095 737,42                        |
| <b>Midi</b> . . . . .    | 47 270                             | 19 871 016,68                        |
| <b>Nord</b> . . . . .    | 27 568                             | 12 144 705,10                        |
| <b>Orléans</b> . . . . . | 131 294                            | 55 203 000,00                        |
| <b>Ouest</b> . . . . .   | 84 518                             | 34 909 000,00                        |
| <b>Totaux</b> . . . . .  | <b>623 530</b>                     | <b>263 577 000,20</b>                |

Les six grandes compagnies de chemins de fer ont vendu, en 1907, 623 530 obligations 2 1/2 % et 3 %, pour un capital de 263 577 000<sup>f</sup> 20, ce qui représente, pour 300 jours environ non fériés, un placement journalier moyen de 2 078 obligations pour un capital de 878 590 francs.

**IV**

**Obligations 3 % vendues en 1907**

|                          | Nombre<br>d'obligations<br>vendues | Prix moyen<br>des<br>ventes | Montant produit<br>par<br>ces ventes |
|--------------------------|------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|
| <b>Est</b> . . . . .     | 131 700                            | 425,13                      | 55 989 621,00                        |
| <b>Lyon</b> . . . . .    | 187 120                            | 426,839                     | 79 870 255,19                        |
| <b>Midi</b> . . . . .    | 41 638                             | 424,42                      | 17 672 019,80                        |
| <b>Nord</b> . . . . .    | 23 158                             | 447,136                     | 10 354 767,20                        |
| <b>Orléans</b> . . . . . | 112 135                            | 425,835                     | 47 751 000,00                        |
| <b>Ouest</b> . . . . .   | 72 871                             | 418,14                      | 30 470 000,00                        |
| <b>Totaux</b> . . . . .  | <b>568 622</b>                     | »                           | <b>242 107 663,19</b>                |

Le prix moyen de vente des obligations 3 % a été moins élevé qu'en 1906, mais il faut tenir compte de deux faits : d'une part, la faiblesse générale des titres à revenu fixe, et, d'autre part, l'importance des placements d'obligations. Il avait été vendu 153 431 obligations en 1906 tandis qu'il en a été réalisé 568 622 en 1907.

Pour les prix de vente, le Nord tient, comme toujours, la tête : viennent ensuite le Lyon, l'Orléans, l'Est, le Midi, l'Ouest. Les prix de vente de l'Ouest s'entendent comme prix net, déduction faite des intérêts courus et de tous frais.

Pour l'Orléans, les prix de vente indiqués sont également des prix moyens *nets*.

Pour le Lyon, les prix de vente s'entendent également courtage et intérêts courus déduits.

En réalité, les prix de vente des obligations, — défalcation faite de celles du Nord qui portent sur de faibles quantités et de celles de l'Ouest sur lesquelles le public s'est d'autant moins porté que les menaces de rachat étaient plus vives, — s'établissent entre 424 et 426 francs, soit à 425 francs en chiffres ronds.

|  |                             |
|--|-----------------------------|
| Ces prix de vente avaient été de . . . . . | 159 <sup>f</sup> 50 en 1902 |
| — — . . . . .                              | 453 en 1903                 |
| — — . . . . .                              | 449 50 en 1904              |
| — — . . . . .                              | 448 06 en 1905              |
| — — . . . . .                              | 440 68 en 1906              |

**V**

**Obligations 2 1/2 % vendues en 1907**

|                          | Nombre<br>d'obligations<br>vendues | Prix moyen<br>des<br>ventes | Montant produit<br>par<br>ces ventes |
|--------------------------|------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|
| <b>Est</b> . . . . .     | 11 000                             | 396,72                      | 4 363 920,00                         |
| <b>Lyon</b> . . . . .    | 3 060                              | 400,484                     | 1 225 482,23                         |
| <b>Midi</b> . . . . .    | 5 632                              | 390,447                     | 2 198 996,88                         |
| <b>Nord</b> . . . . .    | 4 410                              | 405,882                     | 1 789 937,90                         |
| <b>Orléans</b> . . . . . | 19 159                             | 388,965                     | 7 452 000,00                         |
| <b>Ouest</b> . . . . .   | 11 647                             | 381,13                      | 4 439 000,00                         |
| <b>Totaux</b> . . . . .  | <b>54 908</b>                      | »                           | <b>21 489 337,01</b>                 |

De même que pour les obligations 3 %, le Nord tient la tête. Viennent ensuite le Lyon, l'Est, le Midi, l'Orléans et l'Ouest. Le prix de vente a varié de 405<sup>f</sup> 882 pour le Nord à 381<sup>f</sup> 13 pour l'Ouest, soit un prix moyen de 393<sup>f</sup> 50, si on comprend le Nord, et de 390<sup>f</sup> 81 si on comprend seulement les autres compagnies.

Le prix moyen de vente des obligations 2 1/2 % avait été :

|                                |                                 |
|--------------------------------|---------------------------------|
| De 410 <sup>f</sup> 50 en 1903 | De 415 <sup>f</sup> 388 en 1905 |
| De 407 21 en 1904              | De 415 695 en 1906              |

## VI

### Nombre d'obligations 2 1/2 % vendues depuis 1895

Voici, depuis 1895, quel a été annuellement le nombre d'obligations 2 1/2 % vendues par chaque compagnie :

| Années        | Est    | Lyon   | Midi   | Nord   | Orléans | Ouest  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 1895. . . . . | »      | »      | »      | »      | 25 864  | »      |
| 1896. . . . . | »      | 33 162 | »      | 7 164  | 24 802  | »      |
| 1897. . . . . | 8 960  | 33 831 | 35 387 | 27 208 | 49 328  | 65 502 |
| 1898. . . . . | 27 860 | 55 835 | 36 256 | 21 688 | 72 679  | 67 998 |
| 1899. . . . . | 16 220 | 45 896 | 75 586 | 36 700 | 74 675  | 81 328 |
| 1900. . . . . | 18 780 | 40 441 | 27 380 | 28 303 | 159 809 | 74 987 |
| 1901. . . . . | 20 260 | 29 621 | 12 930 | 19 791 | 26 786  | 37 429 |
| 1902. . . . . | 17 520 | 50 988 | 10 647 | 8 577  | 20 986  | 11 608 |
| 1903. . . . . | 13 120 | 18 242 | 6 219  | 8 815  | 18 837  | 14 314 |
| 1904. . . . . | 14 940 | 30 725 | 4 646  | 6 611  | 15 193  | 5 930  |
| 1905. . . . . | 14 900 | 13 429 | 1 989  | 4 389  | 11 294  | 5 200  |
| 1906. . . . . | 12 000 | 1 711  | 599    | 1 496  | 9 121   | 5 350  |
| 1907. . . . . | 11 000 | 3 060  | 5 632  | 4 410  | 19 159  | 11 647 |

Si l'on totalise maintenant le nombre d'obligations 2 1/2 % vendues chaque année par les six compagnies, on arrive au chiffre suivant :

| Années                | Nombre           |
|-----------------------|------------------|
| 1895. . . . .         | 25 864           |
| 1896. . . . .         | 65 128           |
| 1897. . . . .         | 220 216          |
| 1898. . . . .         | 282 316          |
| 1899. . . . .         | 330 405          |
| 1900. . . . .         | 349 700          |
| 1901. . . . .         | 146 817          |
| 1902. . . . .         | 120 326          |
| 1903. . . . .         | 79 547           |
| 1904. . . . .         | 78 045           |
| 1905. . . . .         | 51 201           |
| 1906. . . . .         | 30 277           |
| 1907. . . . .         | 54 908           |
| <b>Total. . . . .</b> | <b>1 834 750</b> |

## VII

### Nombre et montant total des obligations remboursées

En 1907, les six grandes compagnies ont amorti et remboursé 324 331 obligations diverses pour un capital de 162 191 825 francs.

En voici le détail :

|              |                             | Nombre d'obligations | Montant           |
|--------------|-----------------------------|----------------------|-------------------|
| Est.....     | { Obligations 3 % . . . . . | 38 822               | 19 411 000        |
|              | { — 2 1/2 % . . . . .       | 1 720                | 860 000           |
|              | { — diverses. . . . .       | 6 255                | 3 595 200         |
| Lyon.....    | { Obligations 3 % . . . . . | 92 481               | 46 240 500        |
|              | { — 2 1/2 % . . . . .       | 4 033                | 2 016 500         |
|              | { — diverses. . . . .       | 1 459                | 1 036 875         |
| Midi.....    | { Obligations 3 % . . . . . | 27 824               | 13 375 000        |
|              | { — 2 1/2 % . . . . .       | 2 762                | 965 000           |
|              | { — diverses. . . . .       | »                    | »                 |
| Nord.....    | { Obligations 3 % . . . . . | 38 967               | 19 299 000        |
|              | { — 2 1/2 % . . . . .       | 2 124                | 1 055 000         |
|              | { — diverses. . . . .       | 1 014                | 509 000           |
| Orléans..... | { Obligations 3 % . . . . . | 49 384               | 24 692 000        |
|              | { — 2 1/2 % . . . . .       | 5 200                | 2 600 000         |
|              | { — diverses. . . . .       | 2 272                | 1 260 500         |
| Ouest.....   | { Obligations 3 % . . . . . | 46 021               | 23 010 500        |
|              | { — 2 1/2 % . . . . .       | 3 595                | 1 797 500         |
|              | { — diverses. . . . .       | 398                  | 468 250           |
|              |                             | <hr/> 324 334        | <hr/> 162 491 825 |

Les six grandes compagnies ont remboursé, en 1907, 162 millions d'obligations diverses alors qu'elles en ont placé pour 263 millions. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, les obligations placées en 1907 devront être remboursées et amorties dans le même délai que les anciennes obligations, ce qui augmente d'autant les charges des compagnies, car un emprunt remboursable dans une période courte nécessite une annuité d'amortissement plus élevée que pour une période longue.

D'autre part, on peut estimer, d'après le prix auquel les obligations diverses qui sont remboursées aujourd'hui à 500 francs ont pu être acquises, que ce remboursement représente pour le porteur de titres une plus-value, sur le capital, de 25 % en moyenne.

Sur un ensemble de remboursement d'obligations s'élevant à 162 millions, le bénéfice pour l'épargne française ne serait pas moindre de 40 millions. Après avoir reçu un intérêt régulier, normal, rémunérateur, l'obligation voit son capital accru de 2 1/2 % par le seul jeu de l'amortissement. On n'a pas besoin, on le voit, avec ce genre de placement, de courir après les aventures, rechercher les valeurs américaines ou autres titres exotiques. En restant tranquillement en France, on perçoit régulièrement son revenu et on améliore son capital.

### VIII

#### Nombre total et montant d'obligations amorties et remboursées depuis 1885

D'après nos statistiques antérieures, il a été amorti :

|                           |                            |
|---------------------------|----------------------------|
| De 1885 à 1891. . . . .   | 450 millions d'obligations |
| De 1892 à 1898. . . . .   | 732 —                      |
| De 1899 à 1905. . . . .   | 982 —                      |
| En 1906 et 1907 . . . . . | 318 —                      |

L'ensemble des amortissements d'obligations effectués depuis 1885 atteint presque

2 milliards 500 millions. Avec l'amortissement des actions, l'ensemble des amortissements atteint, en chiffres ronds, 3 milliards.

|   |               |
|---|---------------|
| De 1885 à 1891, la moyenne annuelle des remboursements d'obligations représente . . . . . | 64,3 millions |
| De 1892 à 1898 cette moyenne annuelle représente . . . . .                                | 104,5 —       |
| De 1899 à 1905 — — . . . . .  | 140,3 —       |
| En 1906 et 1907 — — . . . . .   | 159,0 —       |

Ces amortissements grossissent d'année en année et augmenteront d'autant plus que l'on se rapprochera de la fin des concessions des compagnies. D'ici 1950 à 1960 au plus tard, c'est-à-dire d'ici quarante-deux à cinquante-deux ans, tous les emprunts des compagnies, anciens et nouveaux, devront être amortis et remboursés. Il n'y aura plus alors ni actionnaires, ni obligataires. L'État restera seul propriétaire du réseau de ses grandes compagnies. Ce réseau, à l'heure actuelle, distribue annuellement en dividendes, intérêts et amortissement près de 815 millions.

Les derniers chiffres officiels publiés dans les statistiques du Ministère des travaux publics et s'appliquant à l'année 1904 sont les suivants :

|                       | Dividendes et intérêts   | Amortissement            | Total                    |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Actions . . . . .     | 153 334 216 <sup>f</sup> | 6 027 403 <sup>f</sup>   | 159 353 619 <sup>f</sup> |
| Obligations . . . . . | 503 371 960              | 151 748 325              | 655 120 185              |
| Totaux . . . . .      | 656 706 176 <sup>f</sup> | 157 775 728 <sup>f</sup> | 814 473 804 <sup>f</sup> |

L'État est donc, à l'heure actuelle, propriétaire usufruitier d'une rente minima de 815 millions à échéance de quarante-deux à cinquante-deux ans au maximum. Capitalisée à 3 %, cette rente de 815 millions représente un capital de 28 milliards, c'est-à-dire 1 milliard de plus que le montant de la dette publique consolidée 3 % et de la dette 3 %, amortissable.

L'État sera propriétaire d'un immense domaine industriel, compensant sa dette publique. Pour qu'il en soit ainsi, il suffit que les pouvoirs publics aient la sagesse de ne pas compromettre un tel actif en le dépréciant par des surcharges imposées aux compagnies, par des menaces de rachat, etc. Tout ce qui pourrait nuire au crédit des compagnies et à leur situation portera inévitablement atteinte à la valeur future d'un réseau dont l'État sera le propriétaire absolu dans la seconde moitié de ce siècle. « Les partisans du rachat par l'État, écrivions-nous ici même le 27 septembre 1905, ressemblent à des enfants prodiges qui gaspilleraient un capital amassé par le travail, l'épargne et la prévoyance, sans avoir le moindre souci de l'avenir. »

Voici, année par année, et en détail, d'après notre statistique annuelle, le nombre total et le montant des obligations amorties et remboursées depuis 1892 :

| Années     | Nombre d'obligations amorties | Montant en capital | Années     | Nombre d'obligations amorties | Montant en capital |
|------------|-------------------------------|--------------------|------------|-------------------------------|--------------------|
| —          | —                             | —                  | —          | —                             | —                  |
|            |                               | francs             |            |                               | francs             |
| 1892 . . . | 177 290                       | 92 896 500         | 1900 . . . | 251 859                       | 127 299 400        |
| 1893 . . . | 184 383                       | 95 451 475         | 1901 . . . | 261 740                       | 132 617 375        |
| 1894 . . . | 197 721                       | 101 643 475        | 1902 . . . | 277 374                       | 139 035 200        |
| 1895 . . . | 202 643                       | 104 470 175        | 1903 . . . | 287 316                       | 147 509 375        |
| 1896 . . . | 211 073                       | 108 916 525        | 1904 . . . | 299 597                       | 153 850 950        |
| 1897 . . . | 222 099                       | 110 525 125        | 1905 . . . | 308 385                       | 158 521 900        |
| 1898 . . . | 230 099                       | 118 983 900        | 1906 . . . | 313 252                       | 156 587 000        |
| 1899 . . . | 238 613                       | 123 790 000        | 1907 . . . | 324 331                       | 162 191 825        |

**Relevé général des obligations vendues depuis 1885**

Voici, d'autre part, le relevé général des obligations vendues depuis 1885 :

| Années                 | Obligations<br>vendues | Total<br>du<br>prix de vente |
|------------------------|------------------------|------------------------------|
| —                      | —                      | —                            |
|                        |                        | Millions                     |
| 1885. . . . .          | 750 752                | 283,6                        |
| 1886. . . . .          | 873 992                | 336,0                        |
| 1887. . . . .          | 434 396                | 168,4                        |
| 1888. . . . .          | 496 743                | 197,2                        |
| 1889. . . . .          | 575 926                | 232,8                        |
| 1890. . . . .          | 463 484                | 198,8                        |
| 1891. . . . .          | 340 510                | 150,8                        |
| 1892. . . . .          | 420 153                | 191,0                        |
| 1893. . . . .          | 557 024                | 254,6                        |
| 1894. . . . .          | 408 541                | 188,0                        |
| 1895. . . . .          | 208 958                | 97,4                         |
| 1896. . . . .          | 212 230                | 98,3                         |
| 1897. . . . .          | 238 187                | 107,6                        |
| 1898. . . . .          | 282 316                | 125,0                        |
| 1899. . . . .          | 446 096                | 191,8                        |
| 1900. . . . .          | 817 006                | 349,6                        |
| 1901. . . . .          | 656 087                | 291,5                        |
| 1902. . . . .          | 433 971                | 194,3                        |
| 1903. . . . .          | 346 752                | 153,6                        |
| 1904. . . . .          | 300 470                | 131,2                        |
| 1905. . . . .          | 169 071                | 75,1                         |
| 1906. . . . .          | 153 431                | 67,0                         |
| 1907. . . . .          | 623 530                | 263,6                        |
| <b>Totaux. . . . .</b> | <b>10 209 626</b>      | <b>4 347,2</b>               |

**DEUXIÈME PARTIE**

**IX**

**Résumé de cette statistique et considérations générales**

1° Les six grandes compagnies de chemins de fer ont vendu, en 1907, un nombre total de **623 530** obligations 3 % et 2 1/2 %, représentant un capital de **263 millions 577 000 francs** ;

2° Le nombre d'obligations 3 %, vendues a été de **568 622** pour un capital de **242 107 000 francs**. Le prix moyen de vente, sans tenir compte de celles du Nord et de l'Ouest pour les raisons que nous avons expliquées, peut s'établir vers **425 francs** ;

3° Le nombre d'obligations 2 1/2 %, vendues a été de **54 908** pour un capital de **21 469 000 francs**. Le prix moyen de vente a varié de **405' 882** pour le Nord à **381' 13** pour l'Ouest ;

4° Depuis 1895, date de la création de ce nouveau type de titres, les six compagnies ont vendu **1 834 750** obligations 2 1/2 % ;

Elles répondent aux goûts du public en émettant à la fois des obligations 3 % et



des obligations 2 1/2 %, ou bien en émettant seulement l'une ou l'autre catégorie de ces obligations. Les obligations 3 % donnent quelques centimes pour cent de plus de revenu que les obligations 2 1/2 %, mais ces dernières offrent une prime plus élevée au remboursement que les obligations 3 %. En combinant les achats d'obligations 3 % et 2 1/2 % des six grandes compagnies, le capitaliste ou rentier peut se constituer un placement d'une sécurité absolue, rapportant plus de 3 % net, donnant 20 à 25 % de plus-value, au moment du remboursement, et ayant des coupons d'intérêt presque tous les mois ;

5° Pendant l'année 1907, les six grandes compagnies ont remboursé 162 millions d'obligations diverses. Avec le montant des actions remboursées, le total des amortissements effectués dépasse 200 millions de francs ;

6° La moyenne annuelle des remboursements d'obligations, qui était de 64,3 millions, de 1885 à 1891, atteint aujourd'hui 160 millions en chiffres ronds. Le moment approche où, par le jeu automatique de l'amortissement, le montant annuel des obligations remboursées atteindra et dépassera 200 millions ;

7° Depuis 1885, les six grandes compagnies ont vendu et placé, par leurs procédés habituels de placement, sans peser sur les cours des autres valeurs, sans nuire à l'ascension des cours de nos rentes, 10 209 626 obligations, pour un capital de 4 milliards 347 millions ;

8° Pendant le même laps de temps, le nombre de kilomètres de chemins de fer d'intérêt général, qui était de 30 491 kilomètres en 1885, atteint aujourd'hui 40 000 kilomètres ;

9° Pendant la même période, les compagnies ont amorti et remboursé sur leurs anciens emprunts plus de 3 milliards ;

10° A l'heure actuelle, l'État est propriétaire usufruitier d'un immense domaine industriel qui paie annuellement plus de 809 millions à ses actionnaires et obligataires et qui lui appartiendra en entier, sans bourse délier, dans quarante-deux à cinquante-deux ans, à la fin des concessions. Cette fortune est l'équivalent du montant de la dette publique consolidée en 3 % et en rente 3 % amortissable ;

11° L'intérêt de l'État, du public, des actionnaires et obligataires, de tous les contribuables, est que les pouvoirs publics consolident cette fortune et, au lieu d'alarmer ceux qui la détiennent, lui inspirent confiance, puisque toute cette fortune reviendra à l'État ;

12° Voici les dates d'expiration des concessions et celles à partir desquelles l'État s'est réservé le droit de racheter les concessions ; le revenu réservé aux actionnaires ; l'expiration de la période de garantie :

| Compagnies        | Dates                       |                 | Revenu réservé aux actionnaires         |            |                               |            |
|-------------------|-----------------------------|-----------------|---|------------|-------------------------------|------------|
|                   | Expiration de la concession | Droit de rachat | pour le calcul de la garantie de l'État |            | pour le partage des bénéfices |            |
|                   |                             |                 | Total                                   | Par action | Total                         | Par action |
|                   |                             |                 | Millions                                | Francs     | Millions                      | Francs     |
| Nord . . . . .    | 31 déc. 1950                | 1867            | 28 400                                  | 54, 10     | 46 462, 5                     | 88, 50     |
| Est. . . . .      | 28 nov. 1954                | 1870            | 20 750                                  | 35, 50     | 29 500                        | 50, 50     |
| Ouest. . . . .    | 31 déc. 1956                | 1884            | 11 550                                  | 38, 50     | 15 000                        | 50, 00     |
| Orléans . . . . . | 31 — 1956                   | 1873            | 33 600                                  | 56, 00     | 43 200                        | 72, 00     |
| Lyon . . . . .    | 31 — 1958                   | 1875            | 44 000                                  | 55, 00     | 54 000                        | 67, 50     |
| Midi . . . . .    | 31 — 1960                   | 1877            | 12 500                                  | 50, 00     | 15 006                        | 60, 00     |

La date d'expiration de la garantie est fixée comme suit :

|                        |                         |
|------------------------|-------------------------|
| <b>Nord</b> . . . . .  | <b>31 décembre 1914</b> |
| <b>Lyon</b> . . . . .  | <b>31 — 1914</b>        |
| <b>Est</b> . . . . .   | <b>31 — 1934</b>        |
| <b>Ouest</b> . . . . . | <b>31 — 1935</b>        |

Pour l'Orléans et le Midi, la statistique des chemins de fer français publiée par le ministère des travaux publics continue à indiquer, malgré l'arrêt du Conseil d'État, malgré les débats retentissants qui ont eu lieu, la date du 31 décembre 1914 comme celle de l'expiration de la garantie d'intérêt, alors que l'arrêt du Conseil d'État reconnaît, sans conteste, que cette date expire en même temps que la concession, c'est-à-dire le 31 décembre 1956 pour l'Orléans et le 31 décembre 1960 pour le Midi.

Cette persistance d'une administration de l'État à paraître vouloir ne tenir aucun compte de l'arrêt rendu par la plus haute juridiction du pays ressemble à une véritable insurrection contre cette juridiction que les pouvoirs publics devraient être les premiers à respecter.

Pour les compagnies secondaires ayant la garantie de l'État, la durée de cette garantie est égale à celle de la concession, qui expire en 1984 et 1985 pour le sud de la France et le réseau des chemins de fer départementaux, et qui est expirée depuis le 20 août 1892 pour les Chemins de fer Économiques.

Quant aux compagnies n'ayant pas la garantie de l'État, la date d'expiration de la concession est la suivante :

|  |             |
|--|-------------|
| Enghien-Montmorency . . . . .  | <b>1947</b> |
| Somain-Anzin ; Hazebrouck frontière . . . . .                                  | <b>1949</b> |
| Médoc . . . . .  | <b>1965</b> |
| Chauny à Saint-Gobain . . . . .  | <b>1966</b> |
| Wassy à Saint-Dizier . . . . .   | <b>1967</b> |
| Nancy-Château-Salins ; Bazancourt ; Épernay-Romilly ; Port-Marseille . . . . . | <b>1970</b> |
| Nancy à Vézelize . . . . .   | <b>1971</b> |

13° A l'expiration des concessions, l'État, *sans bourse délier*, par le seul fait de l'expiration de ces concessions, sera subrogé à tous ses droits sur le chemin de fer et entrera immédiatement dans la jouissance de tous ses produits.

Il n'aura à payer, — d'après l'article 26 du cahier des charges, — *si la compagnie le requiert, et après estimation à dire d'experts*, que les objets mobiliers, matériel roulant, combustibles, approvisionnements, et encore sous déduction des sommes que la compagnie pourrait devoir à l'État à un titre quelconque.

Comme il ne restera plus que des actions de jouissance en circulation, ce sont ces actions qui auront à se partager l'actif liquide des compagnies, tel que cet actif est déterminé par l'article 36 du cahier des charges.

Pour le Lyon, l'amortissement des actions finira en 1954, cinq ans avant l'expiration de la concession ; pour l'Est et l'Ouest, cet amortissement finira en 1950 et 1952, quatre ans avant la fin de la concession ; pour le Nord seul l'amortissement des actions finit en même temps que la concession.

Les bénéfices nets que ces compagnies réaliseront pendant cette période transitoire de quatre ans et cinq ans appartiendront aux actions de jouissance, à moins encore, suivant l'article 36 du cahier des charges, que l'État ne « *saisisse ces revenus pour*

*les employer à rétablir en bon état le chemin de fer et ses dépendances* » ; à moins encore que ces recettes n'aient été gagées par un emprunt, ou bien qu'elles ne soient employées, avec le produit des biens mobiliers et du domaine privé des compagnies, au remboursement des sommes qu'elles pourraient devoir à l'État.

Ainsi, l'action de jouissance des compagnies de chemins de fer a droit :

1° Au dividende distribué à l'action, jusqu'à l'amortissement,

Et éventuellement, sous les réserves contenues dans le cahier des charges :

2° Au prorata des biens mobiliers, matériel roulant, approvisionnements, etc., qui pourront exister en fin de concession, et que l'État aura la faculté de reprendre, à dire d'experts ;

3° Au prorata des bénéfices nets que les compagnies pourront réaliser dans la période transitoire s'écoulant entre le remboursement total de leurs actions et obligations et la fin de leurs concessions.

Cet actif disponible sera plus ou moins élevé et n'appartiendra aux actions de jouissance qu'autant que les compagnies auront payé tout ce qu'elles doivent à l'État du fait de la garantie d'intérêt ou de ses avances. Il y aura compte à faire entre l'État et les compagnies avant d'arriver au règlement final.

## X

### **Pourquoi les prix de vente des obligations sont-ils différents ?**

Les prix de vente des obligations en 1907 sont inférieurs à ceux de 1906 et présentent entre les diverses compagnies des différences sensibles. Il en a été à peu près de même tous les ans et il ne peut en être autrement. Les compagnies n'effectuent pas uniformément leurs placements d'obligations aux mêmes dates, la jouissance d'intérêts des obligations vendues varie suivant l'époque même à laquelle le placement est effectué. Telle compagnie vend à ses guichets des obligations jouissance janvier-juillet, telle autre jouissance avril et octobre. Une obligation vendue en juin, avec coupon payable en juillet, sera négociée plus cher qu'une même obligation vendue en août, ex-coupon. D'autre part, les ventes d'obligations ont été plus nombreuses en 1907 qu'en 1906 et les prix de vente ont dû s'en ressentir. Les fluctuations de la rente, le fléchissement des titres à revenu fixe, ont pesé sur les cours des obligations de chemins de fer.

En 1907, les obligations de l'Ouest 3 % et 2 1/2 % ont été vendues à des prix beaucoup plus bas que ceux des obligations des autres compagnies. Les menaces de rachat, qui effraient le public, en sont la cause, car à l'heure actuelle, le détenteur d'une obligation possède une double garantie : celle de la compagnie, dont les recettes nettes dépassent amplement les sommes nécessaires au service de l'intérêt et de l'amortissement ; puis la garantie de l'État, sous forme d'avances remboursables pour payer aux actionnaires un minimum de revenu : or, il ne pourrait être distribué un centime aux actionnaires avant que le service des obligataires fût assuré.

Au lendemain du rachat, quelle serait la situation des obligataires ? Les obligataires auraient comme débiteur, l'État. L'annuité de rachat que l'État devrait payer devrait servir tout d'abord à assurer les intérêts et l'amortissement des obligations. L'État remettrait aux ayants droit ou à leurs représentants une annuité qui devrait être suffisante pour assurer ce service. Mais il n'en est pas moins vrai qu'à l'heure

actuelle, les obligataires possèdent deux garanties et qu'au lendemain du rachat ils n'en posséderaient qu'une seule : celle de l'État. Cette différence explique pourquoi les obligations de la Compagnie de l'Ouest, menacées du rachat, se négocient plus bas que celles des autres compagnies (1).

## XI

### Sécurité et garantie des obligations

Il y a quelques années, la cote officielle des agents de change, en mentionnant les cours quotidiens des obligations de chemins de fer, ajoutait à la suite de plusieurs d'entre elles : « *garanties par l'État* ; ou bien *intérêts et amortissement garantis par l'État* ». Brusquement, du jour au lendemain, ces mentions ont été remplacées par les suivantes : « *garantie de l'État dans les conditions déterminées par les lois et conventions en vigueur* ». Il est certain cependant que garanti *par l'État* et garantie *de l'État* ce n'est pas la même chose ; il y a une nuance. Il est heureux que les compagnies de chemins de fer, par l'excédent de leurs recettes sur leurs dépenses, aient une garantie qui leur soit personnelle et qui leur permette, en ce qui concerne leurs obligations notamment, de n'avoir pas besoin de garantie autre que la leur ; il peut dès lors leur être indifférent qu'elles soient mentionnées garanties *par l'État* ou avec une garantie *de l'État*. Mais de tels procédés ne risqueraient-ils pas de nuire au crédit des compagnies qui appartiendront à l'État, dans quarante-deux à cinquante ans, c'est-à-dire, à cinq ans près, dans la même période de temps écoulée depuis 1870, année qui est toujours si près de nous par les souvenirs qu'elle évoque ! Aujourd'hui, la cote officielle mentionne une seule obligation qui porte « *intérêts et amortissement garantis par l'État* », c'est celle des chemins de fer et du port de la Réunion. Même les obligations algériennes d'Aïn-Thizy à Mascara, de Méchéria à Aïn-Sefra, de Mosbah à Méchéria, de Mostaganem à Tiarret, lignes de l'ancienne Compagnie franco-algérienne qui ont été rachetées et payées *par l'État*, et dont la charge d'intérêt et d'amortissement incombe à l'État seul puisqu'il en est seul propriétaire, portent la mention suivante : « *garantie de l'État conformément à la loi du 15 avril 1885* ».

Autre exemple encore. Quand les actions et obligations Bône à Guelma ont été émises, elles ont été inscrites à la cote avec la mention : « *garanties par l'État* ». Cette mention a été modifiée par celle de : « *garantie de l'État* ».

Quelles que soient ces différences, elles n'ont qu'une importance relative, car on peut dire, avec preuves à l'appui, qu'un des placements français les plus sûrs et les mieux garantis a toujours été et sera toujours — à moins de supposer que l'État ne viole les engagements et conventions contractés — celui qui consiste purement et simplement à mettre en portefeuille et à conserver des obligations des six grandes compagnies de chemins de fer français.

On n'a pas fait et on ne fera pas fortune, avons-nous dit souvent, avec de semblables titres : mais, du moins, on ne se ruinera pas et on n'aura pas la crainte de voir un jour son capital anéanti. Quand on relève les plus hauts et les plus bas cours

---

(1) Depuis plusieurs années, dans nos statistiques sur les chemins de fer, nous avons montré, à diverses reprises, le côté tout particulier de la question du rachat des chemins de fer et de ses conséquences pour les obligataires (Voir notamment le *Rentier* du 27 janvier 1903).

des obligations, depuis leur création, on voit que les prix extrêmes ont été de 490 à 495 francs en 1897, au plus haut, à 250 francs, au plus bas, en 1871. Le plus haut cours coté a été de 350 à 360 francs, sous l'Empire. De 1871 à 1890, on a pu acquérir des obligations entre les prix de 250 à 400 francs. Depuis une dizaine d'années, sans parler des prix exceptionnels de 1907, les prix se sont établis dans les 430 à 460 francs. En ce moment, les cours sont aux environs de 430 francs. Un capitaliste qui aurait acheté des obligations avant la guerre de 1870, aurait régulièrement perçu 4 à 4  $\frac{1}{2}$  % de son capital, sans compter la prime au remboursement qu'il aurait reçue dans le cas où l'un de ses titres serait sorti remboursable. Celui qui aurait acheté des obligations dans la période comprise entre 1871 et 1880, aurait déboursé 250 à 375 francs par obligation. Il aurait perçu encore plus de 4 %, sans compter le bénéfice du remboursement au pair. Les obligations, malgré la surcharge d'impôt qu'elles acquittent depuis la guerre, rapportent plus de 3 % net et donnent une prime au remboursement de 70 francs qui représente bien près de 17 % du capital déboursé. Ce sont là des avantages sérieux que le rentier prudent doit considérer.

Il n'y a aucune assimilation à faire entre les obligations des six grandes compagnies de chemins de fer français : Est, Lyon, Midi, Nord, Orléans et Ouest, et la plupart des obligations de chemins de fer étrangers ou autres, et surtout avec les obligations des chemins de fer américains sur lesquelles, dans ces dernières années, l'épargne moyenne de notre pays s'est portée trop inconsidérément. C'est ce que nous avons maintes fois répété et c'est ce qu'il n'est pas inutile de répéter encore.

Les obligations 3 % des six grandes compagnies de chemins de fer français ont été créées dans la seconde moitié du siècle dernier. Dans ce long espace de temps, des événements graves, politiques et financiers, intérieurs et extérieurs, se sont produits. Jamais le service des intérêts et de l'amortissement de ces titres n'a subi une seconde de retard. Ni en 1848, ni en 1852 lors d'un changement de régime politique, ni en 1855, 1859, en 1867, 1870 lors des guerres de Crimée, d'Italie, du Mexique, d'Allemagne, ni en 1871 lors de la Commune, leur sécurité n'a pu être mise en doute. Elles ont subi des fluctuations en hausse et en baisse, comme toutes les valeurs mobilières : mais leurs détenteurs qui les ont conservées en portefeuille, leurs héritiers qui les ont reçues, les capitalistes qui les ont acquises pour employer leurs disponibilités, n'ont jamais pu concevoir d'inquiétudes sur le sort réservé à leur placement. La Banque de France consent des avances sur ces obligations jusqu'à concurrence de 80 % de leur valeur vénale. Elles ont, à la Bourse de Paris, un large marché. Aux plus hauts cours cotés en 1870, avant la guerre, les obligations des six grandes compagnies auraient coûté 2 155 francs : elles valent aujourd'hui environ 2 600 francs, soit une plus-value de 445 francs, soit de plus de 20 %. Et cependant, pendant la même période, les impôts qui frappaient les titres mobiliers ont augmenté.

La sécurité que présentent les obligations des six grandes compagnies est complète : elles sont mises en portefeuille, à l'égal des rentes sur l'État, par les compagnies d'assurances sur la vie et contre l'incendie, les caisses de retraites, la Caisse des dépôts et consignations, de nombreuses sociétés de prévoyance, de secours mutuels, de capitalisation, de fondations laïques ou religieuses.

Cette sécurité s'appuie sur des garanties bien précises :

1° Celle de l'État qui a garanti un minimum de revenu à l'action ; l'actionnaire

ne peut être payé qu'autant que les dettes sociales, c'est-à-dire celles des obligations, sont assurées ;

2° La garantie personnelle aux compagnies et qui résulte de leurs recettes. Ces recettes dépassent bien au delà les sommes nécessaires au service des intérêts et du remboursement des obligations ;

3° Elles sont remboursables par tirages annuels à 500 francs, que ce soit dans un an, cinq ans, dix ans, etc. ;

4° En supposant que l'État, usant de son droit de rachat, rachète les compagnies avant la date d'expiration de la concession, il serait impossible, à moins d'un déni de justice et d'une violation des contrats, de ne pas maintenir aux obligataires qui sont des créanciers les mêmes droits et avantages que ceux qu'ils possèdent aujourd'hui. On pourrait discuter — et on discuterait assurément sur ce qui pourrait revenir, en plus ou en moins, aux actionnaires, — mais les droits des obligataires ne sauraient être méconnus.

Ces droits sont, d'une part, les 15 francs d'intérêt annuel, et, d'autre part, le remboursement à 500 francs par voie de tirages annuels d'ici la fin de la concession. Quand l'État a racheté plusieurs compagnies secondaires comme les Charentes, la Vendée, etc., pour se constituer le réseau d'État actuel, les droits des obligataires ont été sauvegardés. Il n'en pouvait être autrement et il ne pourrait en être autrement dans le cas où l'État rachèterait telle ou telle compagnie, car, en lésant les porteurs de titres, il porterait de lui-même atteinte à son crédit.

(A suivre.)

Alfred NEYMARCK.

---