

GOVERNANCE DES SA ET TRANSFERT DE RISQUES :LE CAS DES OBLIGATAIRES ET LES REPNSES DE LA LEGISLATION COMPTABLE (1856-1943)

Par Nicolas PRAQUIN

Résumé :

L'emprunt obligataire, principale source de financement de nombreuses sociétés anonymes au XIX^e siècle, offrait également la possibilité de transférer le risque sur des tiers. Face à des abus manifestes, les tentatives de réponses législatives ont notamment mobilisé la comptabilité comme outil d'information des obligataires ; le décret-loi de 1935 l'a finalement laissée dans l'ombre.

Mots-clé :

Financement obligataire – responsabilité limitée – législation comptable – transfert de risque – faillites – technique comptable.

Abstract :

The debenture loans, main financial resources of numbers of limited companies during the 19th Century, also offered the opportunity to transfer the risk to the stakeholders. Facing the obvious abuses, the legislative body tried to mobilize accounting as a tool of information of debenture loaners ; the 1935 « décret-loi » finally left it in the shadows.

Key-words :

Debenture loan – limited liability – accounting law – risk transfer – failures – accounting technique.

1. Introduction

Le choix des modes de financement des activités entrepreneuriales est à la fois le fait d'opportunités économiques – obtention des ressources au meilleur coût – et de respect de l'orthodoxie gestionnaire – symétrie partielle entre ressources et emplois de même échéance. Cette conception contemporaine de la gestion n'était pas inconnue de nos prédécesseurs de la deuxième moitié du XIX^e siècle. Mais le choix d'un mode de financement peut aussi être guidé par la possibilité de transférer sur les tiers des risques que l'entrepreneur ne souhaite pas prendre surtout lorsque celui-ci peut se garantir, du fait de son statut juridique, contre toute poursuite des créanciers sur ses biens propres ; cette possibilité offre encore plus d'intérêt lorsque ces tiers n'ont aucun droit de regard, c'est-à-dire de contrôle, sur la gestion faite du financement qu'ils opèrent. L'utilisation de cette conjonction d'opportunités économique, gestionnaire et juridique est l'une des particularités du fonctionnement des sociétés anonymes de la deuxième moitié du XIX^e siècle.

Ainsi, l'introduction de la responsabilité limitée dans les sociétés anonymes a permis de minimiser d'une part les risques individuels des administrateurs et actionnaires, et d'autre part, les risques entrepreneuriaux inhérents aux activités, parfois hasardeuses, pour lesquelles ce type d'entreprises avait été conçu¹ (2.) ; ce concept, combattu par la législation vichyssoise [1940-1943], a également favorisé le transfert des risques de financement sur la population des obligataires (3.) ; malgré des tentatives d'intervention relativement précoces du législateur [1883 ; 1886] pour réprimer ces abus manifestes et donner aux obligataires un droit de regard sur la gestion de leurs mandataires, il faut attendre le décret-loi de 1935 pour qu'une véritable reconnaissance légale, *a minima*, leur soit accordée (4.).

Ce travail a été réalisé à partir des textes et des débats législatifs qui permettent ainsi de cerner l'intention du législateur et comprendre les positions défendues par les parlementaires. Il est complété par la littérature savante de l'époque et par les recherches des historiens du droit et de la comptabilité. Les archives du tribunal de commerce de la Seine ont permis de réaliser une analyse des origines sociales des obligataires et de leur poids respectif et global dans le financement de certaines sociétés faillies de la deuxième moitié du XIXe siècle.

2. La « bonne » gouvernance : une minimisation des risques individuels et entrepreneuriaux ?

Anomalie sociale au XIXe siècle, la responsabilité limitée a favorisé l'émergence de comportements pathologiques² de la part de certains administrateurs qui ont abouti, sous Vichy, à une législation qui leur était moins favorable ; la comptabilité, déjà conçu comme un outil de contrôle des mandataires sociaux, accompagne marginalement ce mouvement répressif (2.1). La crainte que suscitait ce droit de regard dans les affaires sociales et la possibilité qu'offrait le financement obligataire de transférer les risques sur des tiers ont largement contribué à sa prépondérance dans les ressources des sociétés anonymes (2.2.).

2.1. Le gouvernement d'entreprise : responsabilité des administrateurs et contrôle comptable

Le fondement du capitalisme repose sur le principe de maximisation du profit ; lequel dépend notamment d'une minimisation des risques financiers pris par les investisseurs. L'institution de la société anonyme au début du XIXe siècle qui répondait à cette exigence ne fut pas sans susciter de nombreuses controverses et précautions juridiques afin de faire accepter un concept – la responsabilité limitée – que certains assimilaient à la légitimation d'une irresponsabilité pécuniaire et personnelle.

Autrement dit, on ne saurait reprocher à des administrateurs de vouloir augmenter les profits de leurs mandants en diminuant les risques qu'ils encourent ; mais leur réduction suppose qu'ils sachent les transférer sur des tiers qui ne disposent alors, a contrario des actionnaires, d'aucuns moyens de contrôle et d'appréciation de ces risques.

Jugée inefficace par le régime de Vichy, la responsabilité collégiale et solidaire est abandonnée au profit d'une responsabilité individuelle (2.1.1.). Au cours de la période, la comptabilité demeure un outil du contrôle de ces mandataires sociaux (2.1.2.).

2.1.1. Un regard juridique sur le principe de gouvernance : de l'(ir)responsabilité collective à la responsabilité individuelle ?

La période antérieure aux lois sur les sociétés [1856, 1863 et 1867] est relativement discrète sur la façon dont la responsabilité des administrateurs était mise en cause du fait que,

« jusqu'en 1845 tous les statuts contiennent une clause de renonciation aux voies de recours [judiciaires] »³ ; de plus, la connivence fréquente entre certains actionnaires et leurs mandants ne favorisent pas la dénonciation de pratiques frauduleuses. Ce sont surtout les tiers qui tenteront de mettre en cause leur responsabilité dans les années qui précèdent ces législatures ; mais les « *juges semblent avoir fait preuve d'une assez large compréhension* »⁴ à leur égard. Lors de la discussion parlementaire de la loi du 23 mai 1863⁵, l'article 27⁶ qui vise à préciser la responsabilité des administrateurs, déjà inscrite à l'article 32 du Code de commerce⁷, fait l'objet de vives discussions ; le principal reproche concerne le deuxième alinéa relatif aux dividendes fictifs – c'est à dire pris sur le capital – et à la responsabilité trentenaire de droit commun qui y est associé. Quatre ans plus tard, cette dernière est ramenée à cinq ans [art. 45, L. 1867] pour ce cas d'espèce, sans provoquer aucun débat⁸. Plusieurs facteurs contribuent à cette évolution : juridiquement, l'incertitude dans laquelle se trouvent administrateurs et actionnaires, née des revirements jurisprudentiels récents⁹, nécessite que soit tranchée cette question ; économiquement, dans un contexte de libre-échange croissant¹⁰, il convient de rassurer investisseurs et bailleurs de fonds en leur garantissant une prescription réduite. Ces précisions législatives n'empêcheront pas cette fin de siècle de constituer l'apogée judiciaire de procès pour distribution de dividendes fictifs.

Ce principe de responsabilité solidaire mais limitée ne sera pas pour plaire aux représentants du régime de Vichy. « Dès 1938, Gaston Bergery, futur ambassadeur de Vichy en URSS, demandait que le président et les administrateurs fussent responsables sur la totalité de leurs biens de la solvabilité de la firme »¹¹ ; Yves Bouthillier, secrétaire d'Etat aux Finances en 1940, précise la pensée dans son exposé des motifs du décret-loi du 18 septembre de la même année : « il importe de substituer au système de l'irresponsabilité collective celui de la responsabilité personnelle »¹² ; et de proposer que le président du conseil d'administration soit, pour l'occasion, considéré comme commerçant, avec toutes les responsabilités qui y sont attachées¹³. Amendé, du fait de la protestation des milieux d'affaires, le décret-loi sera complété par deux autres – 16 novembre 1940 et 4 mars 1943 – et entériné par le gouvernement de la République à la Libération ; ils resteront en vigueur jusqu'à la loi de 1966.

2.1.2. La comptabilité : l'outil du contrôle des actionnaires sur leurs mandataires

Alors que dans les sociétés de personnes, les associés ont le droit de se faire communiquer les livres comptables pour en vérifier les écritures et contrôler la gestion du gérant, la situation s'avère beaucoup plus floue pour les sociétés anonymes. Au début du XIXe siècle, le principe tend à devenir plutôt l'exercice de délégation plutôt que l'examen direct¹⁴ ; Delangle, dans un avis de la Cour de Paris du 20 août 1850 confirme cette tendance en justifiant que ce « *serait rendre la gestion impossible* » que d'« *accorder à chaque actionnaire individuellement la faculté de compulsier les écritures* »¹⁵.

La loi de 1863 entérine ces dispositions et confie aux commissaires le droit, « *toutes les fois qu'ils le jugent convenable, [...], de prendre communication des livres, d'examiner les opérations de la société et de convoquer l'assemblée générale* » [art. 16] ; pour leur part, les actionnaires reçoivent, « *quinze jours au moins avant la réunion de l'assemblée générale, une copie du bilan résumant l'inventaire et du rapport des commissaires [...]* » et peuvent « *prendre au siège social communication de l'inventaire* » [art. 18]. Quatre ans plus tard, les commissaires se voient réduire leur droit de consultation des livres au trimestre précédent l'assemblée générale [art. 33, L. 1867] et ne peuvent examiner « *L'inventaire, le bilan et le*

compte des profits et pertes » que quarante jours avant cette même réunion [art. 34] ; le rapporteur justifie cette position en craignant que cette intervention « *ne dégénérât en une inquisition véritable, plus fâcheuse qu'utile pour la société* ». Quant aux actionnaires, ils doivent maintenant se déplacer « *au siège social* » pour consulter l'inventaire [art. 35]. Cependant, la jurisprudence vient atténuer cette nouvelle restriction législative : la Cour de cassation, dans un arrêt du 3 décembre 1872, autorise l'actionnaire à examiner la comptabilité lorsqu'il y trouve un intérêt personnel¹⁶.

La comptabilité peut servir aux actionnaires à engager, indirectement par le truchement des commissaires ou, plus exceptionnellement directement, la responsabilité des administrateurs. A la veille de la guerre, Gaston Bergery l'avait bien compris : « *les administrateurs devraient également être rendus pénalement responsables, pour toutes les fraudes ou mêmes imprudences comptables ayant entraîné une perte de l'actif* »¹⁷.

Même éloignés de l'entreprise, les actionnaires conservent un pouvoir de nuisance à l'égard d'administrateurs plus soucieux de leur enrichissement personnel que du devenir de la société. Pour employer un vocable propre à la théorie contemporaine de l'agence, on comprend mieux de la sorte la préférence que certains gouvernements d'entreprises pouvaient avoir pour un titre qui offrait les mêmes capacités de financement que l'action mais écartaient définitivement leur propriétaire du droit de regard sur leur gestion ; autrement dit, le « coût d'opportunisme » de l'obligataire était bien plus attractif que celui de l'actionnaire.

2.2. Risque et financement : le transfert des risques sur les obligataires

La théorie contemporaine nous enseigne que les investissements doivent être financés par des ressources à long terme propres ou étrangères à l'entreprise. Le recours à l'emprunt génère, dans certains cas, un effet de levier positif où l'endettement augmente la rentabilité des fonds propres. Le succès de cette démarche suppose que la société obtienne un financement à un taux inférieur à son taux de rentabilité. En acceptant l'hypothèse d'un marché pur et parfait, ce cercle vertueux trouve son origine dans la connaissance qu'ont les prêteurs de la bonne santé financière de l'entreprise : ils acceptent de prêter à un taux plus faible que celui du marché en échange d'un risque moindre de défaillance.

Le risque est donc partagé. La société obtient un emprunt à un taux intéressant et anticipe une activité future qui permettra de dégager une rentabilité supérieure au taux de l'endettement réalisé ; le risque réside donc dans la réalisation de cette rentabilité à venir. De leur côté, du fait de leur connaissance de l'entreprise, les prêteurs réduisent leur risque en prêtant à un taux peut-être inférieur à celui du marché, mais en augmentant les garanties de bonne fin de cet emprunt.

Ce type de raisonnement induit que le risque, bien que partagé, est supporté principalement par l'entreprise : le futur – c'est-à-dire la rentabilité espérée supérieure au taux d'endettement de la société – est par nature plus incertain que le présent – la bonne santé financière actuelle de l'entreprise qui « garantit » la bonne fin de l'emprunt. Pour ce motif, l'actionnaire peut espérer une meilleure rémunération de son investissement que l'obligataire.

Cet exposé succinct de l'articulation existant entre risque, financement, rentabilité et rémunération ne peut être transposé à la compréhension du rôle de l'emprunt dans le financement des sociétés à partir de la deuxième moitié du XIXe siècle. A l'objectif éventuel de bénéficier de l'effet de levier s'associe, de façon beaucoup plus prégnante, celui de transférer le risque du financement sur l'obligataire. Cette position se vérifie tant par une approche financière (2.2.1.) que comptable (2.2.2.).

2.2.1. Approche financière du risque : le rôle de l'emprunt obligataire

Le transfert de risque peut se mesurer en étudiant le rapport existant entre l'endettement obligataire et le capital social. Dans cette optique, toute augmentation du ratio d'endettement diminue la sécurité financière des prêteurs¹⁸. Après une brève analyse sectorielle (2.2.1.1.), le ratio d'endettement est étudié pour quelques sociétés faillies ayant émis des emprunts obligataires au XIXe siècle (2.2.1.2.).

2.2.1.1. Analyse sectorielle de l'endettement obligataire : de la [supposée] normalité des sociétés saines...

Le développement des émissions obligataires est principalement dû au secteur ferroviaire qui, après le désengagement de l'Etat, se tourne vers l'épargne privée. Dès 1850, les compagnies de chemin de fer utilisent abondamment la ressource obligataire¹⁹. Cette tendance s'affirme jusqu'à la fin du XIXe siècle ainsi qu'en témoignent les ratios d'endettement [capital-obligations / capital-actions] des six grandes compagnies dans les années 1885 et 1898 :

Tableau 1 : Ratio d'endettement des sociétés de chemin de fer en 1885 et 1898 (en %)

	C ^{ie} du Nord	C ^{ie} de l'Est	C ^{ie} de l'Ouest	C ^{ie} d'Orléans	C ^{ie} P.L.M.	C ^{ie} du Midi
1885	450	520	860	440	1030	650
1898	530	600	1070	600	1150	750

(Source : Selon Deschamps J. (1911), *Constitution du capital financier des compagnies de chemin de fer d'intérêt général*, thèse, Toulouse, p. 60 et s.).

Ce taux d'endettement reste exceptionnel ; trente ans plus tard, les autres secteurs d'activité continuent à avoir un recours mesuré à l'emprunt obligataire :

Tableau 2 : Ratio d'endettement des principales sociétés cotées par secteur d'activité en 1928 (en %)

	Electricité	Métallurgie	Textiles	Industries chimiques	Houillères
Taux d'endettement	47	40	17	20	11

(Source : Selon Buisson A. (1930), *Le groupement d'obligataires*, LGDJ, p. 14).

2.2.1.2. ... à la pathologie des sociétés faillies

Il n'existe pas un modèle d'endettement particulier aux sociétés faillies. A l'instar des sociétés saines, le recours à l'emprunt obligataire procède principalement des compagnies ferroviaires ; il demeure rare dans les autres secteurs économiques : l'analyse des dossiers de faillites du Tribunal de commerce de la Seine au XIXe siècle révèle que sur 36 sociétés dont la forme sociale autorise à l'émission d'un emprunt obligataire, seules 5 – soit 13,90% – d'entre elles y recourent :

Tableau 3 : Endettement de sociétés faillies et taux de remboursement des créanciers (1861-1884)

Nom de la société (Extraits des 36 sociétés faisant appel à l'emprunt obligataire)	Date de faillite	Capital- obligations (1) ^(a)	Capital- actions versé (2)	(1) / (2)	Taux de remb. des créanciers (b) (%)
<i>Compagnies de chemin de fer</i>					
C ^{ie} de Graissessac à Béziers	21.02.1861	16 554 250	18 000 000	91,97	86,41
C ^{ie} de Lyon à Sathonay	19.11.1865	2 976 532	2 434 000	122,29	95,03
C ^{ie} française d'exploitation	26.03.1874	75 192	50 000	150,38	4,67
C ^{ie} de la Vendée	22.06.1877	50 781 997	12 000 000	423,18	94,22
C ^{ie} de St-Etienne à St-B. le château	08.02.1876	3 282 708	469 526	699,15	11,79
C ^{ie} de Perpignan à Prades	06.11.1878	6 142 976	3 250 000	189,01	54,41
SA du ch. de fer de la sucrerie Billon	21.10.1884	1 365 175	⁽¹⁾ 1 500 000	91,01	7,53
<i>Autres activités</i>					
S ^{te} d'éclairage et de chauffage, dite « Le Gaz Provincial » ⁽²⁾	13.02.1874	986 000	52 500	1 878,1	11,64
S ^{te} pour la création et l'expl. d'usines à gaz	25.09.1874	13 403 132	2 500 000	536,13	33,55
C ^{ie} privilégiée des ports débarcadères maritimes et terrains de Cadix	21.11.1874	24 000 000	⁽³⁾ 0	+ α	5,70
C ^{ie} générale de carrières et de constructions	08.09.1882	2 421 000	⁽⁴⁾ 5 000 000	48,42	4,99
<p>Remarque : Les compagnies du secteur ferroviaire ne sont pas toutes représentées ici. Il existe 37 compagnies – hors sociétés de tramways – ayant fait faillite au XIXe siècle et relevant du Tribunal de commerce de la Seine. La plupart d'entre elles ont utilisé le financement obligataire. Les taux de remboursement élevés des compagnies de chemin de fer est dû à l'intervention de l'Etat.</p> <p>(a) : Il s'agit du capital-obligations restant dû et figurant au bilan de la déclaration de faillite. Il intègre donc les éventuels intérêts échus non payés.</p> <p>(b) : Tous créanciers confondus.</p> <p>(1) : Le capital est constitué à hauteur de 1 000 000 F d'apports en nature dont le syndic conteste la valeur.</p> <p>(2) : L'emprunt devait être constitué de 11 000 obligations de 500 F ; seules 1 972 ont été souscrites. Le capital émis était de 500 000 F ; seuls 52 500 F furent versés.</p> <p>(3) : Le capital émis est de 40 000 000 F, mais le rapport du syndic précise qu'aucun versement n'a été effectué.</p> <p>(4) : Le capital est composé d'apports en numéraire réalisés sous forme d'une inscription comptable dans les livres de la Banque Générale de Crédit pour 2 785 000 F, diminué d'une commission bancaire de 278 500 F; le syndic précise dans son rapport : « Rien n'indique le versement du premier quart des actions à souscrire en espèces ». Le solde est constitué d'apports en nature réalisés par la même banque et la Cie des Carrières de l'Oise ; selon le syndic, ils « ont été majorés d'une façon excessive ».</p>					

(Source : dossiers de faillites du Tribunal de commerce de la Seine, A.P.).

Les taux d'endettement varient de 91% – SA du chemin de fer de la sucrerie Billon – à 1878% – Société d'éclairage et de chauffage, dite « Le gaz provincial ». Le taux d'endettement des compagnies ferroviaires ne se distingue guère de celui des grandes compagnies précédemment évoquées. En ce sens, il ne constitue pas un critère distinctif des compagnies saines. Les autres sociétés ont en revanche des taux d'endettement beaucoup plus élevés.

Cette différence du taux d'endettement constitue un indice de l'intention des fondateurs à transférer le risque de faillite sur les obligataires. En d'autres termes, plus le taux est élevé, plus l'intention est forte. Cette hypothèse se vérifie à la lecture des rapports de syndic où les faillites sont majoritairement dues à des malversations des fondateurs – capital non versé²⁰, jeux d'écritures²¹, manipulation d'actionnaires, publicité mensongère, etc. – où l'objectif principal est d'attirer l'obligataire en lui faisant espérer des gains certains et croire à l'absence de risques garantie par l'importance du capital-actions.

Au cas où l'entreprise réussit, les obligataires sont remboursés de leurs créances et les associés ont renforcé les fonds propres de leur société sans bourse délier. En cas d'échec, les porteurs d'obligations supportent seuls le coût de la faillite puisque les actionnaires initiaux ont rarement réalisé le capital.

2.2.2. Approche comptable du risque : l'emprunt comme mode de renforcement des capitaux propres

Le caractère hybride du statut juridique de l'obligataire, défini comme un créancier mais proche de l'actionnaire par la forme du titre, est transposable au rôle économique joué par sa créance – créance *et* capital – dans le financement des sociétés anonymes à compter du milieu du XIXe siècle. Tant du point de vue sémantique (2.2.2.1.) que de son mode d'amortissement (2.2.2.2.), l'emprunt s'apparente à un moyen de renforcer, voire de remplacer, les capitaux propres des entreprises.

2.2.2.1. Considérations sémantiques sur l'emprunt

L'emprunt est couramment nommé au XIXe siècle et au début du XXe siècle « capital-obligations ». Loin d'être une simple modification terminologique, ce choix sémantique traduit tout à la fois l'ambiguïté qui règne entre la définition juridique de l'obligation, considéré comme un titre de créance, et son utilisation économique qui amène son titulaire à supporter un risque initialement dévolu à l'actionnaire²².

Isaac Pereire, fondateur du *Crédit Mobilier* avec son frère Emile, et ardent défenseur de l'emprunt obligataire qui lui permit d'assurer le développement de ses affaires, voit en ces deux formes de capitaux, une complémentarité²³. Une lecture contemporaine permet d'y déceler un avant-gardisme conceptuel : le capital-obligations couvre les investissements « immobilisé à lointaine échéance » tandis que le capital-actions a pour objet d'assurer le financement du cycle d'exploitation « toujours en fonction ». Mais la fin du propos laisse envisager que toutes les dérives sont possibles : le « gros dividende » est servi aux actionnaires qui se voient ainsi « rembourser » rapidement leur mise initiale, le capital-actions n'a plus pour fonction que « d'alimenter de façon continue » le capital-obligations dont le « chiffre était illimité » ; dès lors que les affaires déclinent – hypothèse que n'envisage bien sûr pas ces aventuriers de la finance ! –, le risque est transféré aux obligataires qui supportent l'essentiel du financement de l'entreprise.

Cette double forme de capitaux, source de confusion ainsi que l'analyseront des auteurs plus tard²⁴, n'est pas le privilège des sociétés saines ; on retrouve les mêmes propos dans les rapports de syndics de faillites²⁵.

En fait, il n'existe pas véritablement de point de rupture entre financement interne et financement externe ; en d'autres termes, le critère d'un rapport entre l'endettement à long terme et le capital social n'est pas pertinent du point de vue économique – et non du risque : les entreprises empruntent généralement pour des durées longues qui correspondent, initialement à la durée prévue d'exploitation de l'investissement réalisé, et parfois à la durée même de la société²⁶. Dès lors, distinguer un capital-actions d'un capital-obligations n'a plus beaucoup de sens, dans la mesure où à l'issue de la durée prévue de la société, les capitaux des deux formes seront amortis²⁷.

Cette position, conceptuellement acceptable dans un contexte de continuité de l'exploitation, devient contestable dès lors que la société défaille et doit assurer le remboursement de ses

créanciers avec son capital-actions. Ce dernier, partiellement remplacé par un endettement de long terme, s'avère insuffisant pour couvrir le passif social.

La confusion entre deux sources de financement distincts dont l'ambiguïté sémantique constitue un signe, est également perceptible dans le mode d'amortissement comptable de l'emprunt qui permet de l'intégrer aux fonds propres.

2.2.2.2. *L'amortissement des emprunts : exposé général*

A compter de la deuxième moitié du XIXe siècle, les entreprises émettant des emprunts utilisent deux techniques comptables différentes pour constater leur amortissement : le prélèvement sur les bénéfices ou l'imputation sur le fonds de roulement.

Le premier moyen – et également le plus fréquemment utilisé – consiste à enregistrer au compte de pertes et profits l'annuité – principal et intérêt – de l'emprunt en contrepartie du décaissement réalisé ; le nominal au passif du bilan est alors constitué à la fois d'obligations remboursées et d'obligations vivantes, parfois scindées et inscrites sous les postes respectifs d'« obligations amorties » et d'« emprunt ». Les entreprises peuvent ainsi créer des réserves apparentes, opaques ou occultes selon qu'elles choisissent un intitulé plus ou moins compréhensible, ou une dissimulation sous forme d'un maintien des obligations payées au poste initial d'« emprunt ». De la sorte, elles renforcent leurs capitaux propres sans apports des actionnaires qui se voient, du même coup, dissimuler d'éventuelles distributions de dividendes.

Le second procédé est celui encore aujourd'hui en vigueur : l'amortissement de la dette s'effectue par imputation directe des obligations remboursées sur le poste « emprunt » figurant au bilan. N'apparaissent donc au solde du compte que les obligations restant à payer. Mais le recours massif à l'emprunt obligataire n'a été possible que dans la mesure où existait une population d'épargnants, ignorants de la vie des affaires, et attirés par la certitude d'un rendement important de leurs titres.

3. Le cas « favorable » des obligataires : une population ignorante de la vie des affaires

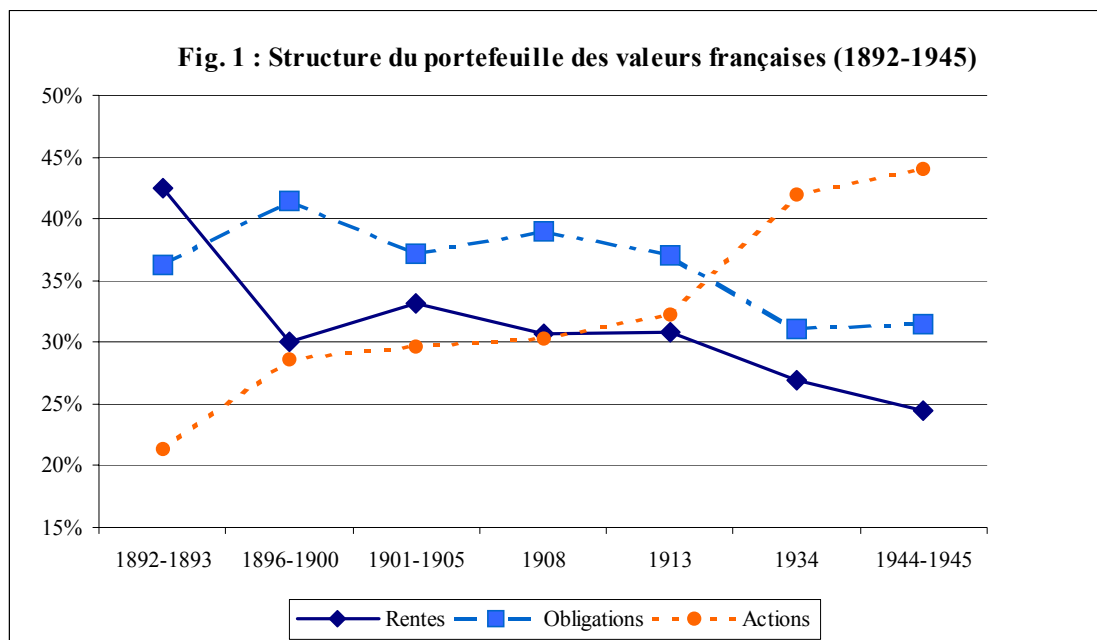
La fortune obligataire se diffuse dans la population française au cours du Second Empire (3.1.). L'origine sociale (3.2.) des détenteurs de titres obligataires rendait particulièrement attractive cette forme d'épargne pour des entrepreneurs souhaitant disposer de ressources de long terme sans être contraints à rendre des comptes à ceux qui les finançaient.

3.1. Une approche macro-économique : la diffusion de la fortune obligataire

En même temps que les structures sociales se transforment et que s'impose la grande bourgeoisie au pouvoir²⁸, la composition du patrimoine des français se modifie ; au cours du XIXe siècle, la part de la fortune mobilière ne cesse de croître.

Si les premiers financements obligataires privés se développent sous la Monarchie de Juillet²⁹, l'obligation ne prend une place significative dans l'actif mobilier des français que bien plus tard³⁰. Elle fait cependant partie, dès la moitié du XIXe siècle, de l'engouement suscité par le développement des valeurs mobilières³¹ ; leur fractionnement n'y est pas étranger³² : « *Le morcellement des valeurs mobilières en petites coupures de 100 francs et même de 25 francs, dans certains cas, permet à toutes les classes d'en posséder. Elles présentent pour la petite épargne un excellent moyen de participer aux entreprises les plus considérables, en employant ses capitaux d'une façon productive et suivant ses goûts* »³³.

A leur début, en 1837, les obligations constituent encore un financement marginal et sont moins bien rémunérées que les actions ; à compter de 1856, la tendance s'inverse et les compagnies éprouvent des difficultés à placer leurs titres et sont contraintes d'offrir des taux de 5,75% à 6%³⁴, nettement supérieurs à ceux de la rente. Les compagnies ferroviaires s'appuient sur le développement de l'intermédiation bancaire ou s'en dispensent en vendant leurs titres au guichet – « vente au robinet » –, créent un syndicat de placement et obtiennent « l'appui de la Banque de France et des Receveurs généraux [qui] avait donné définitivement droit de cité à l'obligation »³⁵. Dès lors, le recours à l'emprunt obligataire ne connaît plus de limites et sa part dans le financement à long terme des compagnies ne cesse d'augmenter³⁶. Dans cet engouement pour les valeurs mobilières, l'emprunt constitue une facilité à laquelle les compagnies ne savent pas toujours renoncer : l'offre de titres des grandes compagnies excède régulièrement la capacité d'absorption du marché de l'épargne. L'obligation remplace cependant peu à peu la rente dans la fortune mobilière des français (fig. 1) :



(Source : Selon Michalet Ch.-A. (1968), *Le placement des épargnants français de 1815 à nos jours*, PUF, p. 156 et p. 248).

3.2. Une typologie sociale favorable aux abus des entrepreneurs

Le faible montant de l'obligation – comparé au nominal de la rente – la rend accessible à tous (3.2.1.). Une analyse plus détaillée, réalisée à partir d'archives de compagnies ferroviaires faillies, permet de s'apercevoir que dès le milieu du XIXe siècle, l'obligation est essentiellement un placement populaire (3.2.2.).

3.2.1. L'obligation : un placement accessible à toutes les classes sociales

L'absence de réglementation et de valeur minimale de l'obligation favorise la diffusion de l'obligation auprès d'un large public³⁷ ; petites et grosses fortunes ne manquent pas d'investir dans ce type de placement qui offre un rendement souvent supérieur à la rente, les avantages de la modernité et de la divisibilité des titres³⁸, et une garantie certaine de plus value dès la souscription³⁹... à condition que la société ne fasse pas faillite !

L'obligation s'avère facilement cessible lorsqu'elle est au porteur et aisément négociable à compter du Second Empire, période à partir de laquelle le développement des bourses de valeurs favorise une relative liquidité des titres. La fixité du dividende assure le porteur de la régularité d'un revenu. Il constitue le placement type du « bon père de famille »⁴⁰, surtout lorsque, dans le cas des compagnies de chemins de fer, l'Etat [1852] offre sa garantie à l'émission.

3.2.2. Représentation sociale de l'obligataire : le cas des chemins de fer

Les dossiers de faillite offrent l'avantage de souvent fournir la profession et le nombre de titres détenus par les obligataires qui déclarent leurs créances au syndic ; l'examen de quatre d'entre elles⁴¹ permet d'en dresser la typologie suivante.

Les petits porteurs – moins de 11 titres – constituent toujours la majorité des obligataires. Cette situation est constante au cours de la période – plus de 80% en 1865, plus de 60% en 1877 – et confirme le fort développement de l'obligation sur un plan national. Les moyens porteurs – de 11 à 50 titres – représentent collectivement entre 15% et 43% du total des obligataires. Bien que couvrant une population de titres quatre fois plus importante, il représentent un poids social moins important que les petits porteurs. Les gros porteurs – supérieurs à 50 titres – représente un faible poids social – entre 1,4% et 13,4%.

Pour les petits et les gros porteurs, la représentation financière est inversement proportionnelle au nombre de titres détenus : entre 7% et 16% pour les premiers et entre 32% et 58% pour les seconds. Le poids financier des moyens porteurs correspond approximativement à leur poids social – entre 34% et 51%. Autrement dit, on assiste à une très forte dispersion des titres pour environ un peu moins de la moitié d'entre eux.

L'activité exercée par les porteurs est également instructive de l'appartenance sociale des obligataires. Soixante-dix-huit professions différentes ont été relevées⁴² qui peuvent être classées de la façon suivante :

Tableau 4 : Classement socio-professionnel des obligataires

Catégorie	Ouvrier- Employé	Commerçant	Petite bourgeoisie	Moyenne bourgeoisie	Grande bourgeoisie	Autres
Professions exercées	Travailleur exerçant une activité physique	Entrepreneur exerçant une activité en autonomie familiale	Militaire du rang – Sous- officier – Employé administratif	Officier – Employé exerçant une activité intellectuelle – Fonctionnaire de rang intermédiaire	Officier supérieur – Fonction- naire de rang supérieur	Entrepreneur exerçant une activité en société – Cultivateur
Nombre de professionnels recensés	22	24	8	17	3	4

Le nombre d'activités différentes recensées par catégorie professionnelle confirme l'analyse de la répartition sociale des groupes de porteurs de titres en fonction de la quantité d'obligations détenues ; les professions les plus populaires et intermédiaires sont les mieux représentées⁴³.

On voit ici la suprématie de l'emprunt sur le capital : une absence totale de réglementation⁴⁴, le refus d'une reconnaissance légale du groupement d'obligataires, la dilution des porteurs, leur ignorance du milieu des affaires et leur faible niveau socio-professionnel garantissent aux

émetteurs l'absence d'immixtion des obligataires dans la gestion de la société. Cette situation ne pouvait laisser durablement inactif le pouvoir législatif.

4. Les réponses de la législation comptable

Le recours abusif à l'emprunt obligataire a généré relativement précocement l'intervention du législateur (4.1.). Mais il faut attendre le décret-loi de 1935 pour que cette intention de protéger les porteurs de titres obligataires bénéficie d'un cadre légal (4.2.).

4.1. La comptabilité comme enjeu social : le cas des tentatives de réforme législative de 1883 et 1886

A la suite de la crise financière de 1882 déclenchée par le krach de l'Union Générale au mois de janvier auquel succèdent des faillites en chaîne, une commission extra-parlementaire instituée le 14 février 1882, reçoit pour mission « *d'étudier les modifications qui pourraient être apportées aux diverses lois sur les valeurs mobilières et à la loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés* »⁴⁵.

Le rapport extra-parlementaire est suivi d'un projet de loi du Garde des Sceaux, M. Martin-Feuillé présenté le 6 décembre 1883 au Sénat, et d'un rapport parlementaire du sénateur M. Bozérián présenté le 24 juillet 1884. Adopté par le Sénat, il est discuté à la Chambre des Députés le 2 février 1885 ; un an et demi plus tard, le 25 octobre 1886, le député René Brice, opposé à l'interventionnisme du législateur, soumet à l'assemblée une contre-proposition de loi qui dénonce « *la multiplicité des formalités, des nullités et des pénalités destinées à protéger les intérêts engagés dans les sociétés [qui] est pour eux [les actionnaires et les tiers] plutôt une cause de ruine qu'une garantie* »⁴⁶. Aucune des deux tentatives n'aboutira.

Le projet de loi est intéressant à double titre. D'une part, il constitue un projet de circonstance destiné à répondre aux inquiétudes de l'opinion publique ; cet argument, auquel il est fait allusion deux fois dans l'exposé des motifs⁴⁷, est également le seul invoqué pour justifier l'existence du projet. D'autre part, il constitue la genèse d'un lent mouvement de réflexion visant à assurer la protection des obligataires par trois moyens : la reconnaissance du groupement, la publicité (4.1.1.) et le contrôle comptable (4.1.2.).

4.1.1. L'information comptable par la publicité

Le projet de loi initial impose⁴⁸, en son article 76, la publication du « *dernier bilan et, s'il n'en pas été dressé encore, la situation de la société* » au *journal officiel* avant toute émission d'obligations ; pour M. Martin-Feuillé, les obligataires doivent bénéficier de mesures de publicité analogues à celles dont profitent les actionnaires [art. 4 du projet].

Mais la commission parlementaire, présidée par le sénateur J. Bozérián, émet des réserves à l'égard de la « situation », qui « *grâce à l'habileté de sa rédaction, [il] pourrait devenir une cause d'erreur et même un moyen de fraude* »⁴⁹ ; il préfère lui substituer « *la mention qu'il n'a pas encore été dressé d'inventaire* ».

Le député René Brice supprime toute obligation de publicité dans sa contre-proposition.

4.1.2. Le contrôle comptable

Le principe est d'aligner les droits des obligataires sur ceux des actionnaires. Ils doivent donc être informés de la gestion des mandataires sociaux⁵⁰. Ils désignent « *un ou plusieurs commissaires pris ou non parmi les porteurs d'obligations* » ; à défaut, « *il est procédé à leur nomination par ordonnance du président du tribunal de commerce* » [art. 79 du projet du 6

déc. 1883]. Ils ont droit « *aux mêmes communications, délivrance de pièces ou de copies, que les actionnaires et aux mêmes époques* », « *peuvent assister à toutes les assemblées générales* » sans y voter, puisque leurs titres se limitent à un droit de créance [art. 80]. Ils peuvent exiger, aux frais de la société, autant d'assemblées d'obligataires⁵¹ qu'il y a d'assemblées générales d'actionnaires [art. 81] ; enfin, ils « *doivent surveiller l'emploi des fonds empruntés* » [art. 82] si cette destination a été indiquée lors de l'émission de l'emprunt. Dans cette logique, la disposition de l'information financière ne dépend pas de la nature du titre – droit de propriété ou droit de créance, action ou obligation – mais du pouvoir financier qui lui est conféré. A l'existence d'un risque doit correspondre la possibilité pour l'obligataire de l'évaluer ; le contrôle comptable en est le moyen. N'ayant pu imposer⁵² la libération totale des actions avant toute émission obligataire et l'existence d'une proportion minimale entre le capital-actions et le capital-obligations, bien que cela ait semblé être le souhait de l'opinion publique⁵³, M. Martin-Feuillé reconnaît aux obligataires un risque analogue à celui des actionnaires en leur accordant des droits quasi-identiques en matière d'information. La distinction entre les uns et les autres ne repose plus sur la communication des documents comptables, mais sur le droit de participation, prérogative de l'actionnaire-propriétaire. Le contrôle des mandataires sociaux n'est plus assujéti uniquement au droit de vote, mais au pouvoir financier du titre.

Adoptés sans modifications substantielles par le Sénat, ces articles sont supprimés par René Brice dans sa contre-proposition. Le député réfute le projet⁵⁴ ; ses arguments⁵⁵ sont le secret des affaires et le risque de paralysie de la société du fait de l'immixtion des commissaires, représentants des obligataires : toutes les propositions précitées du Garde des Sceaux sont abrogées⁵⁶.

Ses réticences cristallisent la querelle des anciens et des modernes ; deux conceptions de la comptabilité s'opposent. Les premiers attribuent à l'information comptable un rôle social, voire subversif : ils assimilent sa diffusion au dévoilement du secret des affaires et à l'immixtion dans les affaires sociales ; les seconds considèrent que le pouvoir financier confère un droit de regard – et non d'intervention – sur la gestion des mandataires sociaux.

En moins d'un siècle, la comptabilité passe de l'ombre à la lumière et change de paradigme⁵⁷ dans son rapport aux tiers ; du voile qui la couvre et que l'on ôte pour garantir la régularité ou la moralité des affaires, on glisse – pour certains – à sa surexposition. Alors que le Code de commerce la réduisait à un moyen de résoudre des litiges entre commerçants [art. 12 et 15] ou en faisait le signe d'un opprobre social lié à une faillite souvent présumée coupable [art. 587 et 593], un premier pas est franchi en 1867 lors du vote de la loi sur les sociétés anonymes qui impose la communication de documents comptables aux actionnaires ; un deuxième pas devait être réalisé avec le projet de loi de 1883 en élargissant l'information financière, non plus aux propriétaires, mais aux principaux détenteurs du pouvoir financier dans l'entreprise.

4.2. Le cas de la France : de l'organisation contractuelle à l'organisation légale

La possibilité pour les créanciers de se regrouper en une masse unique était reconnue depuis l'Ancien Régime mais était réservée aux seuls cas de faillite ; en créant ainsi un seul interlocuteur, la procédure était allégée et accélérée. Mais cet aménagement, en réduisant les frais de faillite, ne permettait pas aux créanciers de s'organiser avant que ne surgissent les difficultés ; il répondait à l'esprit du Code de commerce où la comptabilité du commerçant n'était accessible aux tiers que pour un nombre de cas limités [art. 14 du Code de commerce].

Il existe une problématique particulière à la reconnaissance légale du groupement d'obligataires (4.2.1.) ; c'est vraisemblablement pour cette raison qu'il faut attendre le décret-loi de 1935 pour que celle-ci voit le jour (4.2.2.).

4.2.1. Problématique de la reconnaissance du groupement d'obligataires

Le régime antérieur au décret-loi de 1935 est émaillé, dès le lendemain⁵⁸ de la loi du 24 juillet 1867, de tentatives de réglementation de la protection des obligataires. Les projets ou propositions de lois successifs défendent deux conceptions opposées du rôle de l'obligataire. Pour les uns, son contrat est individuel et ses droits se confondent avec ceux d'un créancier ordinaire. Pour les autres, il participe largement au financement à long terme des entreprises et le caractère collectif de son contrat n'est plus à démontrer ; il doit donc jouir d'une protection spécifique.

Confrontée, à partir des années 1880, à des pratiques de groupements contractuels d'obligataires, la jurisprudence a anticipé les débats parlementaires ; mais elle s'est contentée de trancher des cas d'espèce sans dégager de solution de principe⁵⁹.

La difficulté de la jurisprudence à fournir une solution de principe traduit les enjeux que la reconnaissance *suis generis* du groupement entraînerait. L'obligataire, à la fois premier créancier en valeur et souvent premier financeur de la société, est également un anonyme sans moyen d'action dans l'entreprise. Lui accorder un pouvoir de représentation juridique, qui serait entériné par une jurisprudence constante, reviendrait à modifier sensiblement les rapports de force dans l'entreprise. Tout comme les parlementaires lors des débats législatifs, les tribunaux ne veulent pas s'engager sur une voie dont l'issue est incertaine ; ce serait remettre en cause les rôles et fonctions respectives des actionnaires et obligataires et, plus largement, un ordre social établi⁶⁰.

Entre la loi de 1867 et le décret-loi de 1935, pas moins de dix-sept projets, propositions ou rapports visent à réglementer le droit des obligataires au sein des sociétés. A compter du projet de loi de 1883, l'ensemble des tentatives de réglementation du droit des obligataires traduit une préoccupation qui demeure jusqu'au décret-loi de 1935 : assurer la représentation de ce type de créancier au sein de la société sans que l'octroi de ce droit particulier, assis sur le pouvoir financier que confère la place majeure de l'emprunt dans le financement des entreprises, ne mette en péril le rôle et le pouvoir dévolus aux administrateurs et actionnaires. Isolé, l'obligataire ne constitue aucun danger pour la société ; sa créance individuelle est souvent minime et il ne peut revendiquer la reconnaissance d'un droit de regard sur la gestion de son débiteur. Réunis en une assemblée, les obligataires peuvent alléguer de la domination du capital-obligations sur le capital-actions pour prétendre à intervenir dans le fonctionnement des organes sociaux.

Au cours de ces cinquante années de projets et de propositions de lois, leurs auteurs, confronté à cette problématique, visent à réduire l'antagonisme d'intérêts entre d'une part, les épargnants obligataires, et d'autre part, les actionnaires et leurs mandataires sociaux. L'emprunt obligataire est devenu un élément indispensable au financement des industries nouvelles et des infrastructures ferroviaires ; il convient de rassurer l'obligataire en lui garantissant des droits sans que ceux-ci modifient l'équilibre des pouvoirs existant au sein des entreprises.

Pour ces motifs, les parlementaires et les gouvernements innoveront peu dans leurs propositions et projets au cours de la période⁶¹ ; ils s'inspirent, peu ou prou, des propositions de 1883 :

présence de représentants aux assemblées générales, droit de communication des documents comptables identique à celui des actionnaires, nomination de commissaires.

4.2.2. *Le décret-loi de 1935 ou la comptabilité oubliée*

Après plusieurs législations de circonstances⁶² qui visent, dans leur ensemble, à limiter l'endettement à une certaine quotité du capital social, il faut attendre 1935 pour qu'un décret-loi édicte un cadre général à la protection des obligataires.

Rapidement décidé avec de nombreux autres textes, son économie générale ne présente pas d'innovations majeures à propos de la reconnaissance du titre obligataire, du droit des détenteurs et de leurs modes d'organisation et de protection. Les porteurs de titres ont la possibilité – mais pas l'obligation – de se regrouper pour défendre leurs intérêts [art. 10]. Chaque titre est considéré comme la fraction d'un tout global, « *constituant numériquement une seule créance* » en cas de faillite [art. 31].

En matière d'examen des comptes, le décret-loi ignore toutes les tentatives d'information des obligataires, initiées par les projets ou propositions de lois antérieures. Le projet du décret-loi prévoyait une disposition selon laquelle « *le montant des obligations émises ne pouvait dépasser le quadruple du capital et des réserves* »⁶³ ; cette disposition est abandonnée au profit de celle qui consiste à interdire « *aux sociétés qui n'ont pas encore établi le bilan de leur premier exercice* » [art. 2]⁶⁴ d'émettre des obligations. Contestée pour son inefficacité⁶⁵, elle sera assouplie par le décret-loi du 17 juin 1938 : certaines sociétés peuvent alors lancer un emprunt obligataire sans établir de premier bilan à condition que les obligations émises soient garanties par des collectivités publiques ou des sociétés ayant elles-mêmes établi le bilan de leur premier exercice.

5. Conclusion

Le succès des sociétés anonymes, qui détrônera d'abord la commandite par actions, avant de devenir une forme de société répandue, même pour des entreprises mineures, montre que leur adaptation à la révolution industrielle leur a permis de passer du rang d'anomalie sociale à celui de normalité. En revanche, les comportements de transfert de risques sont demeurés socialement inacceptables, c'est-à-dire pathologiques. Les tentatives de solutions législatives, régulièrement repoussées par les représentants des milieux d'affaires, ont finalement abouti à la reconnaissance légale des agents du risque – les obligataires – sans leur octroyer un droit de regard sur la gestion du principal – les mandataires sociaux. La comptabilité, grande oubliée de cette réponse légale, demeurerait pour certains encore trop subversive pour en faire un outil d'information financière des principaux porteurs du risque.

Nicolas PRAQUIN

Doctorant à l'Université de Paris IX-Dauphine – Crefige

Prag à l'Université de Marne la Vallée

Rue Galilée – Cité Descartes

77420 Champs sur Marne

praquin@univ-mlv.fr

¹ Cf. Loaré J.G. (1808), *Esprit du Code de commerce*, tome I, titre III : « *Des Sociétés* ».

² Au sens d'une utilisation abusive de leur responsabilité limitée qui leur permettait des prises de risques au détriment des tiers, ou plus généralement de l'épargne publique.

³ Lefebvre-Theillard A. (1985), *La société anonyme au XIXe siècle*, PUF, p. 306.

⁴ Lefebvre-Theillard A., *op. cit.*, p. 308.

⁵ Il s'agit de créer des sociétés anonymes « libres » – dites *société à responsabilité limitée* –, au capital limité à 20 millions de francs qui peuvent ainsi déroger à l'autorisation gouvernementale [art. 3]. La loi du 24 juillet 1867 abrogera le régime de l'autorisation administrative et, du même coup, rendra caduque les dispositions antérieures.

⁶ Art. 27 : « *Les administrateurs sont responsables, conformément aux règles de droit commun, soit envers la société, soit envers les tiers, de tous dommages-intérêts résultant des infractions aux dispositions de la présente loi et des fautes par eux commises.*

Ils sont tenus solidairement du préjudice qu'ils peuvent avoir causé soit aux tiers, soit aux associés en distribuant ou en laissant distribuer sans opposition des dividendes qui, d'après l'état de la société constaté par les inventaires, n'étaient pas réellement acquis ».

⁷ Art. 32 : « *Les administrateurs ne sont responsables que de l'exécution du mandat qu'ils ont reçu.*

Ils ne contractent, à raison de leur gestion, aucune obligation personnelle ni solidaire relativement aux engagements de la société ».

⁸ A cet égard, il est intéressant de souligner le décalage entre le silence législatif de 1867 et l'ardeur avec laquelle Duvergier, commissaire du gouvernement, défend la prescription trentenaire en 1863 : « *comment pourrait-on songer à limiter à cinq ans l'action des tiers qui auraient été trompés par des distributions de dividendes qui n'auraient pas été régulières et légales, [...] ?* », D.P. 1863.4.67, p. 72a.

⁹ Cf. Duvergier J.B. (1867), *Collection complète des lois, décrets...*, t. 56, pp. 270-271.

¹⁰ Au cours de la décennie, la France ratifie de nombreux accords de libre-échange avec l'Angleterre (1860), la Belgique (1861), l'Italie (1864), la Prusse (1865).

¹¹ Peyrelevalde J. (1999), *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica, p. 28. Dès 1923, le parlementaire Delahaye proposait que les directeurs généraux, président du conseil d'administration et administrateurs « *soient, en tout état de cause, présumés responsables individuellement et solidairement des dommages causés aux tiers ou à la société* » ; cité par Kramata G.J., *La protection de l'épargne dans la législation des sociétés anonymes en droit français*, thèse, Bordeaux, 1936, p. 125.

¹² « *La France nouvelle* », *Documents officiels*, sept. 1940 ; cité par Peyrelevalde J., *op. cité*, p. 32.

¹³ « *Au cas de faillite de celle-ci [la société], il [le président du conseil d'administration] est soumis aux déchéances attachées par la loi à la faillite. En outre, au cas de faillite de la société, le tribunal civil peut, à la demande du syndic, décider en cas d'insuffisance d'actif, que les dettes sociales seront supportées jusqu'à concurrence du montant qu'il fixera [...]* », al. 2 du décret-loi du 18 sept. 1940 ; cité par Peyrelevalde J., *op. cité*, p. 32.

¹⁴ « *Dès lors, les clauses, qui à la fin de la Restauration et les premières années de la Monarchie de Juillet, apparaissent dans les statuts pour accorder à l'actionnaire le droit de prendre personnellement connaissance des livres et registres de la société [...] devraient plutôt être analysées comme restreignant les droits primitifs de l'actionnaire* », in Lefebvre-Theillard A., *op. cité*, p. 333.

¹⁵ D., 50.2.130 ; cité par Lefebvre-Theillard A., *op. cité*, p. 333.

¹⁶ S., 155.1873.1.33 ; cité par Lefebvre-Theillard A., *op. cité*, p. 334.

¹⁷ « *Vers la réforme des sociétés* », *La Flèche*, n° 112, avril 1938 ; cité par Peyrelevalde J., *op. cité*, p. 29.

¹⁸ « *Cet indicateur, interprété le plus souvent comme ratio d'autonomie financière, est en fait un critère de risque de faillite puisqu'il est imposé par les créanciers* » in *Gestion financière*, Charreaux G. (1991), Litec, 3^{ème} éd., p. 350.

¹⁹ « *Le financement par obligations des chemins de fer est de 20% dès 1850, de 60% en 1855* » Palmade G. -P. (1961), *Capitalisme et capitalistes français au XIXe siècle*, Armand Colin, p. 132.

²⁰ « *Cette société n'est jamais sortie de la période de formation, en ce sens qu'elle n'a pas fonctionné ni produit aucun bénéfice ni même aucune ressource en dehors du placement des obligations. Des difficultés se sont élevées presque dès le début au sujet de l'actif social qui devait former le capital et qui en réalité n'a jamais été à la disposition de la société* » in Rapport du syndic enregistré le 22 décembre 1874 relatif à la faillite du 13 février 1874 de la *Cie privilégiée des ports débarcadères maritimes et terrains de Cadix*, (Archives du Tribunal de la Seine, A.P., d11u3/46/787). Dans le même sens, cf. rapports des syndics de la société anonyme *Le Gaz Provincial* du 22 déc. 1874 (archives du tribunal de commerce de la Seine, A.P., d11u3/18456/758).

²¹ « *Ces divers actes n'avaient qu'un caractère fictif, les souscripteurs étaient de pure complaisance. A l'exception de M. de la Teillais, pas un seul actionnaire n'avait libéré du quart les actions qui lui étaient attribuées. Il s'étaient bornés à prier Berthier [un administrateur], par lettre, d'effectuer pour eux ce versement aux conditions ordinaires de la Banque. Nul d'entre eux n'avait de fonds chez ce banquier [...]. Bien que le commissaire eut déclaré, et que Berthier eût écrit que les fonds étaient déposés chez ce banquier, celui-ci s'était borné sur ses livres à donner crédit à la Société de 75.000 fr. et ce crédit, qui n'a jamais été rempli, n'était que le résultat d'un jeu d'écritures. Il est manifeste que ces simulations mensongères n'avaient d'autre but que de rendre possible une émission d'obligations* » in rapport du syndic enregistré le 6 avril 1881, faillite du 9

novembre 1875 de la société anonyme la *Cie des chemins de fer de Saint-Brieuc à la mer*, (Archives du Tribunal de la Seine, A.P., d11u3/47/1300/820).

²² Ed. Folliet (1920) dans sa classification des postes du bilan introduit le capital-obligations dans le compte de capital et le justifie de la façon suivante : « *Ce n'est pas très régulier, puisque le capital obligations est une dette de la société envers les tiers, mais il est encore moins exact de le comprendre dans les valeurs mobilisées, car, par sa nature même, il se rapproche beaucoup plus du capital que d'une simple créance. Avec le capital actions, il représente l'ensemble des sommes que la société met en activité* » in *Le bilan dans la société anonyme*, 2^e éd., Payot, p. 20.

²³ « *Il lui fallait toujours deux capitaux, un capital-actions toujours en fonction, et un capital-obligations immobilisé à lointaine échéance, car quelle que soit l'exactitude apportée à la sélection des affaires entreprises, celles-ci ne peuvent donner qu'après les longs délais de l'établissement et de la vulgarisation des résultats arithmétiques que l'on en attend mathématiquement. Pour que le jeu des deux capitaux puisse sortir son plein effet, il faut que le capital-actions produise de gros bénéfices et que le capital-obligations soit garanti à la fois par l'emploi qui en est fait et la prélation dont il jouit sur la généralité des produits. La nécessité rendait le gros dividende obligatoire, afin de faciliter l'action centripète destinée à alimenter de façon continue le capital-obligations dont le chiffre était illimité* » in *Œuvres complètes*, G 4257 ; cité par Dupont-Ferrier P.(1925), *Le marché financier de Paris sous le Second Empire*, PUF, p. 120.

²⁴ « *Elle montre bien par là que pour les compagnies actions ou obligations, bien que juridiquement distinctes concourent à la formation du capital social* » in Lefebvre-Theillard A., *op. cité*, p. 251.

²⁵ « *Le capital social, fixé à 1.500.000 francs était divisé en 3 000 actions de 500 francs chacune. Il pouvait être augmenté par délibération de l'assemblée générale. Pour compléter les capitaux nécessaires, la société devait émettre, dès sa constitution définitive, et dans les conditions à déterminer par le Conseil d'administration, une série d'obligations, pouvant fournir un capital de 1.500.000 francs* » ; rapport du syndic du 19 février 1890 (p. 6) in *Faillite du 21 octobre 1884 de la Société anonyme de la sucrerie Billon* (archives du tribunal de commerce de la Seine, A.P., dossier d11u3/1161).

²⁶ Tel est le cas de la *Compagnie des chemins de fer de Graissessac à Béziers* qui fait faillite en 1861 (durée de l'emprunt : 89 ans), de la *Compagnie des chemins de fer de Lyon à Sathonay* qui fait faillite en 1865 (durée de l'emprunt : 69 ans) et de la *Compagnie des chemins de fer d'Orléans à Rouen* qui fait faillite en 1877 (durée de l'emprunt : 99 ans).

²⁷ Il ne faut pas oublier que ces durées d'emprunt et de vie des sociétés sont exceptionnellement longues pour l'époque ; à cette même période, il est encore fréquent de rencontrer des sociétés dont les statuts prévoient des durées de quelques décennies, voire quelques années. La logique comptable sous-jacente est donc une logique de liquidation – même si celle-ci tend à s'affaiblir avec les sociétés anonymes – où tant les créanciers que les actionnaires sont remboursés à terme de leurs créances ou de leurs apports. Dans ce cas, obtenir un financement externe d'une durée identique à la durée de vie de la société correspond *quasiment* à une augmentation les capitaux propres.

²⁸ Cf. Lhomme J. (1960), *La grande bourgeoisie au pouvoir (1830-1880)*, PUF, pp. 68-71.

²⁹ « *Par ailleurs, à côté de l'action et des augmentations de capital, « l'obligation » se naturalisait dans l'industrie, à partir des années 1840, et surtout sous le Second Empire, et elle venait de plus en plus massivement soutenir l'entreprise* ». Léon P., « *Le moteur de l'industrialisation : l'entreprise industrielle* », ouvrage collectif sous la dir. de Braudel F. et Lbrousse E. (1976), *Histoire économique et sociale de la France (1789-1880)*, PUF, coll. Quadrige, 1993, p. 531.

³⁰ Les études ayant porté sur le patrimoine mobilier des français ne distinguent que tardivement les actions des obligations. L'une et l'autre sont reprises sous le vocable de « valeurs mobilières ». La distinction n'apparaît qu'à compter des années 1880-1890, où la part de chacune est suffisamment significative pour être isolée.

³¹ « *La seconde moitié du XIXe siècle, par contraste, donne le primat aux actifs financiers : c'est l'époque de l'engouement pour les valeurs boursières françaises et étrangères* » in Michalet Ch.-A. (1968), *Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours*, PUF, p. 10.

³² « *Avant 1856, on avait profité de la liberté qu'elle laissait, pour fractionner parfois le capital en actions ou en coupures d'actions d'une valeur tellement minime (cinq francs, un franc même) qu'on les avait comparées à des billets de loterie* », in Lyon-Caen Ch. et Renault L. (1928), *Manuel de droit commercial*, 15^{ème} édition, LGDJ, p. 225.

³³ Desmays A. (1927), *Le contrôle du marché financier de Paris par les pouvoirs publics*, thèse, Paris, p. 47.

³⁴ Michalet Ch.-A., *op. cité*, pp. 171-173.

³⁵ Girard L. (1952), *La politique des travaux publics du Second Empire*, Armand Colin, p. 196.

³⁶ « *Tout le réseau secondaire, le troisième réseau, les lignes stratégiques [...] ont été exécutées par elles [les compagnies de chemin de fer] au moyen d'obligations émises avec des garanties d'intérêt de l'Etat* », Jeannot Cl. (1892), *Le capital, la spéculation et la finance au XIXe siècle*, Plon, p. 511.

³⁷ « Le titre bon marché à revenu fixe... devait coaguler d'immenses épargnes tirées des couches sociales moyennes et être la pierre d'angle du financement des grands réseaux [de chemins de fer] pendant les décennies suivantes [de celles des années 1830-40] » in Bouvier J. (1967), *Les Rothschild*, Paris, p. 59 ; cité par Bergeron L. (1978), *Les capitalistes en France (1780-1914)*, Gallimard, p. 116.

³⁸ « A la vieille obligation 3% de 1.000 francs remboursable à 1.250 se substitue l'obligation de 3% de 500 francs. [...] De Waru avertit ses collègues : sans déplaire aux gros capitalistes, elles sont à la portée des petits, ce qui permet de s'adresser à tout le monde et donnera plus de ressort au cours du titre sur le marché », Girard L., *op. cit.*, p. 101.

³⁹ A tel point que le député Garnier Pagès ne manque pas d'en souligner la coutume lors du débat parlementaire relatif à la loi du 24 juillet 1867 : « Dans les émissions d'obligations, M. le ministre sait bien que le chiffre de 500 fr. est un chiffre fictif et que l'émission de l'obligation a lieu réellement à 300 fr. et même au dessous de 300 fr. Tout le monde sait bien que cela se fait habituellement ».

⁴⁰ « Les capitalistes prudents, quand l'intérêt promis est raisonnable et la date de remboursement suffisamment rapprochée, accueillent ces titres [les obligations] avec faveur et n'hésitent pas à faire de leurs fonds un emploi rémunérateur et sans grands risques apparents, un emploi de père de famille. C'est ce qu'on exprime en disant que les obligations sont des valeurs de placement, par opposition aux actions qui constituent des valeurs de spéculation ». Tricot J. (1917), *De la protection des obligataires*, thèse, Paris, p. 2.

⁴¹ *Cie de chemin de fer de Graissessac à Béziers* (faillite du 21 février 1861 ; dossier d11u3/335/18704) ; *Cie de chemin de fer de Lyon à Sathonay* (faillite du 19 janvier 1865 ; dossier d11u3/475/4070) ; *Cie de chemin de fer de Saint-Etienne à Saint-Bonnet-le-Château* (faillite du 8 février 1876 ; dossier d11u3/828/1648) ; *Cie de chemin de fer d'Orléans à Rouen* (faillite du 22 mars 1877 ; dossier d11u3/864/3519) – Archives du tribunal de la Seine, A.P..

⁴² On peut citer, à titre d'illustration : comptable – militaire du rang – officier et officier supérieur – ancien concierge – épicier – cordonnier – rentier – blanchisseuse – propriétaire – marchand de vins – monteur en bronze – lardier – débitant de tabacs – ouvrier typographe – cultivateur – etc.

⁴³ L'existence d'une représentation sociale variée est corroborée par le type de clientèle que recherche les banques de dépôts, à l'instar du Crédit Lyonnais : « C'est vers les masses très diverses de la moyenne et de la petite bourgeoisie, vers les couches aisées de la paysannerie, et la partie supérieure de la classe ouvrière, que se tourne la banque » in Bouvier J. (1961), *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882 : les années de formation d'une banque de dépôts*, Imprimerie Nationale, p. 804.

⁴⁴ « Si la création et l'émission des actions est rigoureusement réglementée par des dispositions impératives, les émissions d'obligations ont joui de la plus grande liberté, et sauf des exceptions prévues par des lois spéciales [...], on peut dire que la liberté des conventions a trouvé ici sa complète application » in Dolbeau A. et Cantenot G. (1936), *Réformes de la législation des sociétés*, Lib. A. Rousseau, p. 297.

⁴⁵ Exposé des motifs du projet de loi du 6 décembre 1883, présenté par M. Martin-Feuillé, Garde des Sceaux in *Annales du Sénat*, séance du 6 décembre 1883, p. 40.

⁴⁶ Exposé des motifs de la proposition de loi du 25 octobre 1886 présentée par René Brice, député, in *Annales de la Chambre des Députés*, séance du 25 octobre 1886, p. 411.

⁴⁷ « Nous ne croyons pas que l'opinion publique, dont il faut tenir compte dans ces matières qui touchent à la confiance et au crédit, soit disposée en ce moment à admettre une pleine liberté » [de la société par actions], *op. cit.*, p. 41, col. 1. Dans le même sens, cf. le rapport parlementaire du sénateur J. Bozérian, *Annales du Sénat*, séance du 24 juillet 1884, p. 324.

⁴⁸ Il est complété de quatre autres obligations : objet de la société ; date de l'acte de la société et de sa publication ; montant des obligations déjà émises ; nombre, valeur nominale, intérêts et conditions de remboursement des obligations à émettre.

⁴⁹ Exposé des motifs du projet de loi, *op. cit.*, p. 342.

⁵⁰ « De la sorte, les porteurs d'obligations seront tenus au courant comme les actionnaires », in exposé des motifs du projet de loi du 6 déc. 1883, *op. cit.*, p. 49.

⁵¹ « On ne saurait refuser aux créanciers de pareils droits, dès qu'ils sont accordés aux actionnaires pour la même cause, la défense de leur intérêts ». Exposé des motifs du projet de loi, *op. cit.*, p. 49.

⁵² Tant l'exposé des motifs du projet de loi (séance du 6 décembre 1883) que le rapport parlementaire (séance du 24 juillet 1884) font état de vives discussions au sein des commissions pour imposer ces deux mentions.

⁵³ « Elle [l'opinion publique] se préoccupe, par exemple, d'interdire l'émission d'obligations avant la libération totale intégrale des actions, d'établir une proportion entre le capital-actions et le capital-obligations ». Exposé des motifs, *op. cit.*, p. 48.

⁵⁴ Exposé des motifs, *op. cit.*, séance du 25 octobre 1886, pp. 417-418.

⁵⁵ Ces mêmes motifs sont exploités par les dirigeants lors d'assemblées générales d'actionnaires (cf. Lemarchand Y. (1992), « La face cachée du résultat : autofinancement et choix comptable dans l'industrie française au XIXe siècle », *Actes du XIIIe Congrès de l'AFC*) ; même époque, autre lieu et autre contexte : la comptabilité est un

enjeu social où la diffusion-rétention de l'information constitue le signe de l'antagonisme entre le pouvoir financier des petits porteurs – d'actions ou d'obligations – et le pouvoir de décision des dirigeants.

⁵⁶ Cf. articles 80 à 84 de la proposition de loi, séance du 25 octobre 1883, pp. 411 et s.

⁵⁷ « *chaque grande innovation théorique implique un changement de modèle (paradigme) à l'occasion d'une crise souvent déchirante. La nouvelle représentation du réel ne s'ajoute pas aux précédentes mais s'y substitue* » in Clément E. et al. (1994), *Pratique de la philosophie de A à Z*, Hatier, p. 260.

⁵⁸ Paraît en 1869 la première tentative de réforme de la Loi sur les sociétés par actions.

⁵⁹ Les tribunaux ne « *se prononcent point sur la validité du groupement comme tel et se contentent d'exercer sur la convention qui lie entre eux les obligataires un contrôle basé sur les idées de fraude ou d'abus de droit* » in Buisson A. (1930), *Les groupements d'obligataires*, LGDJ, p. 34.

⁶⁰ En ce sens, la faillite du 19 janvier 1865 de la Compagnie anonyme de chemin de fer de Lyon à Sathonay est instructive. Généralement passifs, voire absents, pendant les séances au tribunal de commerce, les obligataires tentent dans ce cas et obtiennent un concordat où les pouvoirs sont conjointement exercés avec les actionnaires. Adossés au pouvoir financier de leurs titres, les obligataires revendiquent un droit de gestion sur la société faillie. Alors que les conditions légales du concordat sont remplies, le ministère des travaux publics refuse l'accord.

⁶¹ Il faut garder à l'esprit, en toile de fond de cet immobilisme législatif, la collusion d'intérêts existant entre les milieux d'affaires et les milieux politiques dont l'affaire du Canal de Panama en 1892 constitue le point d'orgues des nombreux scandales financiers ayant éclaboussé la III^{ème} République ; en ce sens, cf. Guarrigues J. (1997), *La République des hommes d'affaires (1870-1900)*, Aubier.

⁶² A cet égard peuvent être cités le décret-loi du 28 février 1852 instituant les sociétés de Crédit Foncier et la première réglementation relative à l'émission d'obligations, les décrets des années 1870 inspirés de la loi du 12 juillet 1865 sur le financement par emprunt obligataire du réseau ferroviaire secondaire qui donneront lieu à la loi du 11 juin 1880, puis à celle du 13 juillet 1913 [art. 38] ou du 29 octobre 1919, ou enfin celle du 27 mai 1921 relative à l'aménagement du Rhône.

⁶³ Solus H. (1938), *La réforme du droit des sociétés par les décrets-lois de 1935 et 1937*, lib. du recueil Sirey, p. 334.

⁶⁴ Cette disposition avait été précédée par celle de la loi du 30 janvier 1907 qui obligeait les sociétés souhaitant émettre un emprunt obligataire à publier notamment le dernier bilan certifié conforme au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires ou, le cas échéant, à porter « *la mention qu'il n'en a pas encore été dressé* » (art. 3). Le décret-loi complète cette obligation de publication au B.A.L.O. par une insertion simultanée dans un journal d'annonces légales.

⁶⁵ Les principales objections sont les suivantes : il n'existe pas de durée minimale du premier exercice, les obligataires préfèrent connaître les garanties qui leur sont offertes plutôt qu'avoir connaissance du premier bilan, etc. ; pour de plus amples développements, cf. Hamel J. (1936), « *Le nouveau régime des obligations* », *Rev. Pol. et Parl.*, 10 mai 1936, pp. 264-282.

Bibliographie réduite

- Bergeron L. (1978), *Les capitalistes en France (1780-1914)*, Gallimard, p. 116.
- Bouvier J. (1961), *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882 : les années de formation d'une banque de dépôts*, Imprimerie Nationale , p. 804.
- Buisson A. (1930), *Les groupements d'obligataires*, LGDJ.
- Canguilhem G. (1943), *Le normal et le pathologique*, PUF, coll. Quadrige, 1966.
- Charreaux G. (1991), *Gestion financière*, 3^{ème} éd., Litec.
- Clément E. et al. (1994), *Pratique de la philosophie de A à Z*, Hatier.
- Desmaisons A. (1927), *Le contrôle du marché financier de Paris par les pouvoirs publics*, thèse, Paris.
- Dolbeau A. et Cantenot G. (1936), *Réformes de la législation des sociétés*, Lib. A. Rousseau.
- Dupont-Ferrier P. (1925), *Le marché financier de Paris sous le Second Empire*, PUF.
- Folliet Ed. (1920), *Le bilan dans la société anonyme*, 2^e éd., Payot.
- Girard L. (1952), *La politique des travaux publics du Second Empire*, Armand Colin.
- Guarrigues J. (1997), *La République des hommes d'affaires (1870-1900)*, Aubier.
- Hamel J. (1936), « Le nouveau régime des obligations », *Rev. Pol. et Parl.*, 10 mai 1936.
- Jeannet Cl. (1892), *Le capital, la spéculation et la finance au XIXe siècle*, Plon.
- Kramata G.J. (1936), *La protection de l'épargne dans la législation des sociétés anonymes en droit français*, thèse, Bordeaux.
- Lefebvre-Theillard A. (1985), *La société anonyme au XIXe siècle*, PUF.
- Lemarchand Y. (1992), « La face cachée du résultat : autofinancement et choix comptable dans l'industrie française au XIXe siècle », *Actes du XIIIe Congrès de l'AFC*, 1992.
- Léon P., « Le moteur de l'industrialisation : l'entreprise industrielle », ouvrage collectif sous la dir. de Braudel F. et Labrousse E. (1976), *Histoire économique et sociale de la France (1789-1880)*, PUF, coll. Quadrige, 1993.
- Lhomme J. (1960), *La grande bourgeoisie au pouvoir (1830-1880)*, PUF.
- Locré J.G. (1808), *Esprit du Code de commerce*, tome I, titre III : « Des Sociétés ».
- Lyon-Caen Ch. et Renault L. (1928), *Manuel de droit commercial*, 15^{ème} édition, LGDJ.
- Michalet Ch.-A. (1968), *Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours*, PUF.
- Palmade G. -P. (1961), *Capitalisme et capitalistes français au XIXe siècle*, Armand Colin.
- Peyrelevade J. (1999), *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica.
- Solus H. (1938), *La réforme du droit des sociétés par les décrets-lois de 1935 et 1937*, lib. du recueil Sirey.
- Tricot J. (1917), *De la protection des obligataires*, thèse, Paris.