



Master

2022

Open Access

This version of the publication is provided by the author(s) and made available in accordance with the copyright holder(s).

Le déclin économique de Thames Water : Une analyse financière des
conséquences des stratégies de profit actionnariales sur la période 1991-
2020

Privet, Sébastien Emmanuel

How to cite

PRIVET, Sébastien Emmanuel. Le déclin économique de Thames Water : Une analyse financière des conséquences des stratégies de profit actionnariales sur la période 1991-2020. Master, 2022.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:162011>

Le déclin économique de Thames Water : Une analyse financière des conséquences des stratégies de profit actionnariales sur la période 1991-2020

Mémoire de Master en Political Economy of Capitalism

Par **Sébastien Privet**

Sous la direction de **Cédric Durand**

2021/2022



**UNIVERSITÉ
DE GENÈVE**

**FACULTÉ DES SCIENCES
DE LA SOCIÉTÉ**

Département d'histoire,
économie et société

Remerciements

Il y a environ 7 mois, je m'apprêtais à finaliser un mémoire consacré aux stratégies de profit des conglomérats français de l'eau. Pour des raisons méthodologiques, ce travail a été abandonné au profit de celui-ci. Sa réalisation n'aurait pu aboutir sans le soutien et l'aide précieuse d'un certain nombre de personnes qu'il s'agit ici de remercier.

Je tiens tout d'abord à remercier mon directeur de mémoire, Cédric Durand, pour sa disponibilité sans faille, ses conseils et ses commentaires instructifs, qui ont, sans nul doute, contribué à améliorer qualitativement ce mémoire.

Un grand merci également à Mary O'Sullivan pour le temps consacré et ses conseils lorsqu'il y a 7 mois, j'étais quelque peu perdu. Merci aussi à Thomas Bolognesi pour m'avoir accordé deux entretiens et pour ses conseils de lecture éclairants.

Je tiens à remercier par ailleurs Alexia pour sa disponibilité et André, Sebastian, Mathieu et Ludovic pour leur relecture.

Enfin, une attention particulière à Marie et à ma mère pour leur soutien inconditionnel tout au long de ce travail.

Table des matières

TABLES DES FIGURES ET TABLEAUX.....	4
INTRODUCTION GÉNÉRALE	5
1. L'ANGLETERRE, POINTE AVANCÉE DE LA GESTION CAPITALISTE DE L'EAU.....	10
1.1. XVII ^{ÈME} - XIX ^{ÈME} SIÈCLE : LONDRES, BERCEAU DE LA GESTION CAPITALISTE DE L'EAU	10
1.2. 1904 -1989 : DU <i>STATE HYDRAULIC PARADIGM</i> À LA PRIVATISATION DE LA GESTION DE L'EAU.....	11
1.3. 1989 - À NOS JOURS : RÉGLEMENTATION, INDUSTRIE ET ÉVOLUTION CONTEMPORAINE DE THAMES WATER	13
2. REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES	20
2.1. LA LITTÉRATURE SUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DES WASCs	20
2.2. LA FINANCIARISATION DES WASCs (BAYLISS, 2014).....	24
2.3. HYPOTHÈSES	30
3. MÉTHODOLOGIE.....	32
3.1. MÉTHODE	32
3.2. OPÉRATIONNALISATION ET MESURES.....	33
3.3. SOURCES ET DONNÉES	36
4. ANALYSE FINANCIÈRE DE THAMES WATER.....	37
4.1. LA DYNAMIQUE PROBLÉMATIQUE DE L'ENDETTEMENT DANS UN CONTEXTE DE DIMINUTION DES PROFITS	38
4.2. LE RÔLE DES STRATÉGIES DE PROFIT ACTIONNARIALES DANS LA FRAGILISATION FINANCIÈRE DE THAMES WATER	40
4.3. LE RÔLE DE LA RÉGULATION DANS LA FRAGILISATION FINANCIÈRE DE THAMES WATER.....	46
CONCLUSION GÉNÉRALE	56
BIBLIOGRAPHIE	59
ANNEXES	64

Tables des figures et tableaux

Table des figures

Figure 1. L'acquisition par effet de levier (LBO)	6
Figure 2. Factures d'eau moyennes par an des ménages en Angleterre (1989-2011)	15
Figure 3. Disposition des firmes anglaises actives dans les services de l'eau en 2021	17
Figure 4. Chiffre d'affaires de Thames Water (1991-2020).....	38
Figure 5. ROA et taux d'endettement de Thames Water (1991-2020).....	39
Figure 6. Dépenses en capital, flux de trésorerie opérationnel et flux de trésorerie disponible de Thames Water (1991-2020)	41
Figure 7. Le besoin de financement externe des dividendes en % du flux de trésorerie opérationnel de Thames Water (shortfall dividends) (1991-2020)	42
Figure 8. Les paiements financiers de Thames Water (1991-2020)	43
Figure 9. La rentabilité financière et le taux d'endettement de Thames Water (1991- 2020)	44
Figure 10. La rentabilité financière, le taux de rendement économique et le taux d'intérêt apparent de Thames Water (1991-2020)	45
Figure 11. Dépenses en capital en % du flux de trésorerie opérationnel de Thames Water (1991-2020)	47
Figure 12. Le ROA et la marge opérationnelle de Thames Water (1991-2020).....	48
Figure 13. Le ROA et la rotation des actifs de Thames Water (1991-2020)	49
Figure 14. La décomposition du total des actifs de Thames Water (1991-2020).....	50
Figure 15. Les sources de la fragilisation financière de Thames Water entre 2007 et 2013.....	54

Table des tableaux

Tableau 1. Chiffres d'affaires des dix firmes anglaises de distribution et d'assainissement de l'eau en 2020	8
Tableau 2. Les principaux modèles de la gestion de l'eau.....	13
Tableau 3. Les principales évolutions dans la régulation de l'Ofwat.....	16
Tableau 4. Évolution dans la structure de propriété de Thames Water (1989-2020)	19
Tableau 5. Synthèse des travaux de Helm-Tindall (2009), Armitage (2012) et Allen- Pryke (2013).....	24
Tableau 6. Moyenne annuelle estimée des prix de l'eau pour les ménages desservies par Thames Water (1994/1995 – 2019/2020)	51
Tableau 7. Consommation d'eau en moyenne par an et par personne pour les ménages desservis par Thames Water (2011-2016)	52

Introduction générale

En 2017, la presse anglo-saxonne et financière relate les difficultés économiques rencontrées par Thames Water, la principale société anglaise active dans la distribution et l'assainissement de l'eau. Depuis dix ans, sa dette prend une ampleur considérable, au point où la compagnie est en situation de défaut de paiement des cotisations retraite de ses salariés¹. Les pollutions d'eau et les fuites d'eau sont récurrentes, contribuant à la dégradation de l'image de la compagnie anglaise.

Pour le directeur de la principale agence réglementaire de l'industrie de l'eau – l'Ofwat – le responsable ne fait aucun doute : dans une tribune d'*Utility Week*, reprise ensuite par l'agence, il incrimine l'ancien actionnaire de référence de 2006 à 2017 - le groupe Macquarie - et son manque de *transparency and clarity about the financial returns*².

Cet épisode n'est pas sans rappeler les conséquences de ce qu'un certain nombre d'études, couvrant un large spectre de disciplines, ont mobilisées sous le nom de *valeur actionnariale*. Par cela, il faut entendre l'essor de l'orientation actionnariale de la gouvernance d'entreprise et des effets pervers que provoque cette nouvelle orientation *idéologique* initiée dès les années 1980 aux États-Unis (Lazonick-O'Sullivan, 2000). Afin d'augmenter la part des profits destinés aux actionnaires, les firmes adoptent, dès cette période, une nouvelle stratégie qui *restructure* et *distribue* (Lazonick-O'Sullivan, 2000). Elle vise à réduire les différents « coûts » de l'entreprise en diminuant les salaires (Lazonick-O'Sullivan, 2000) et les investissements (Auvray et al, 2020), au point de mettre en péril, dans certains cas, la pérennité financière de la firme (Baud-Durand, 2012 ; Benquet-Durand, 2016).

Cette *possible* détérioration financière - provoquée *a priori* par l'orientation actionnariale de la gouvernance de Thames Water – constitue à plusieurs égards un point de départ intéressant pour penser les problématiques de la gestion de l'eau. Tout d'abord parce qu'elle peut mettre en péril une firme fournissant des services essentiels à la survie humaine. Mais aussi, parce qu'elle se voit fréquemment rapportée à la gouvernance d'un *type* d'actionnaires spécifique, qualifié d'*acteurs collectifs les plus*

¹ Financial Times, 2017.

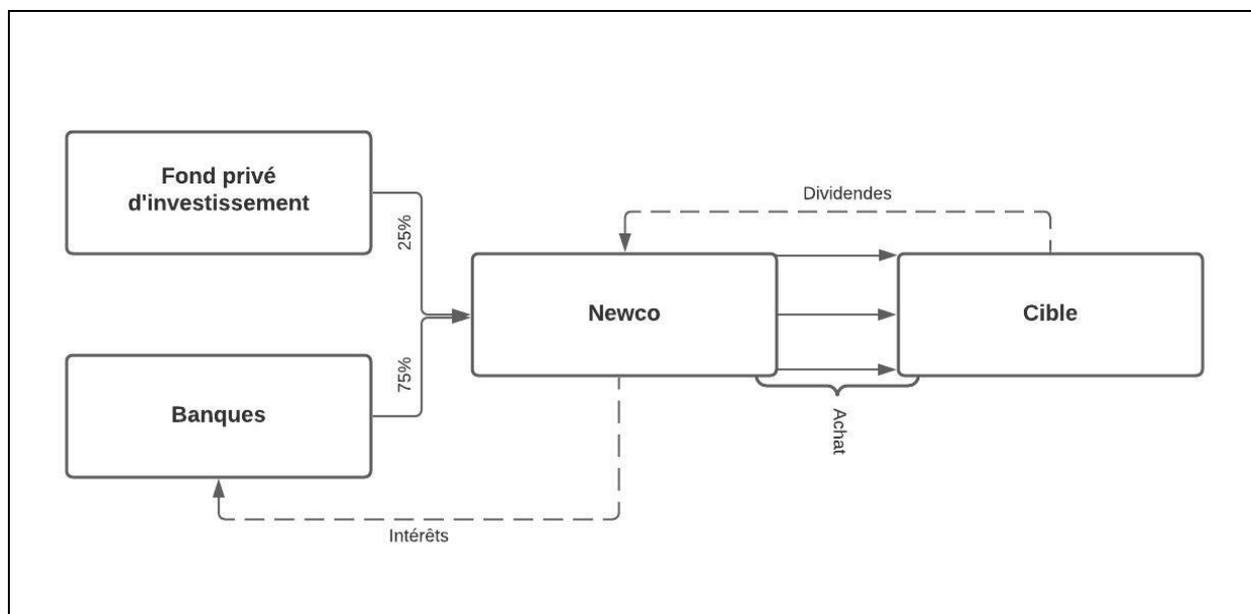
² Ofwat, 2017, p. 2.

révolutionnaires du « capitalisme financier » (Foureault, 2019, p.13) : les fonds privés d'investissement³ (*private equity*).

L'économie des fonds privés d'investissement

S'il existe différents types d'opérations, telles que le *capital risque*⁴ ou le *capital retournement*⁵, l'opération fréquente de ces fonds consiste à acheter une firme non-cotée par effet de levier. Cette opération financière, plus connue sous le nom de *leveraged buyout* (LBO), se définit classiquement comme un achat financé principalement par de l'endettement. Ces acteurs rassemblent pour cela un minimum de capitaux d'investisseurs et s'endettent auprès des banques afin d'acheter la *cible*, soit la société visée par les fonds. Formellement, c'est la holding de rachat créée spécialement pour l'occasion, appelée *Newco*, qui s'endette et qui détient les parts de la *cible*. Pour payer les intérêts de la dette d'acquisition, la holding prélève des dividendes à la société *cible* (Figure 1). Cette technique, qui consiste à financer un achat par l'élément que l'on vient d'acheter, est baptisée le *bootstrap financing* (Foureault, 2019).

Figure 1. L'acquisition par effet de levier (LBO)



Source : Élaboration de l'auteur. Foureault (2019) détermine que le montage initial comprend généralement 75% de dette et 25 % de fonds propres.

³ Dans ce travail, les fonds privés d'investissement comprennent les fonds d'infrastructures (Bayliss, 2014).

⁴ Investissement dans une société qui ne génère pas de profits (Benquet-Bourgeron, 2019).

⁵ Investissement dans une société qui génère peu de profits et connaît des difficultés financières (Benquet-Bourgeron, 2019).

Ces nouveaux propriétaires - qui achètent les compagnies *quasi* gratuitement en apportant une faible part des capitaux nécessaires à l'achat – obtiennent leur plus-value au moment de leur désengagement. Pour maximiser leur rentabilité d'investissement, ces acteurs visent à accroître la valeur financière de l'entreprise mais aussi les dividendes versés par la *cible* (Benquet-Bourgeron, 2019). Pour cela, ils restructurent l'entreprise. Ils organisent les opérations de la firme non plus dans un but de soutenir une stratégie de profit à long terme, mais adoptent une stratégie à court terme visant à maximiser la valeur qui leur est destinée (Benquet-Durand, 2016). Dans ce contexte, l'*insoutenabilité* d'une telle stratégie de profit actionnariale a été mise en lumière par la littérature. En exemple, dans la grande distribution, Benquet et Durand (2016) montrent comment cette stratégie - mise en place par le fond Blue Capital - détériore la capacité du groupe Carrefour à générer des profits dans la durée. Le groupe détourne désormais une partie de ses ressources financières à des fins actionnariales, réduisant les opérations du groupe et, *in fine*, sa capacité à faire croître sa rentabilité économique et financière⁶ (Benquet-Durand, 2016).

Démarche de recherche

Dans ce travail, le lien causal entre *les changements de stratégie de profit actionnariale* et *la performance financière* sera questionnée à l'aune de la société anglaise Thames Water. Firme privée chargée d'approvisionner et assainir l'eau dans la région de Londres et le bassin de la Tamise, Thames Water est la première firme anglaise de distribution et d'assainissement de l'eau en termes d'usagers desservis (15 millions) et de chiffres d'affaires (Tableau 1). En 2006, elle fut achetée par effet de levier par plusieurs fonds⁷ contrôlés par le groupe Macquarie. Si l'on se fie à la littérature susmentionnée, la restructuration de l'actionnariat de la compagnie anglaise pourrait provoquer - comme semble le suggérer le directeur de l'Ofwat - une fragilisation financière. Pour l'heure, pourtant, aucune étude n'a cherché à analyser les conséquences financières de la restructuration actionnariale du groupe Thames Water de 2006. Ce travail se structure, dès lors, autour de la question centrale suivante :

⁶ La théorie de la firme des travaux postkeynésiens en est la principale source d'inspiration. Dans cette approche, l'affirmation du pouvoir actionnariale détourne les ressources financières destinées initialement aux investissements, mettant en péril la capacité de la firme à accumuler des profits dans la durée. En exemple, on peut se référer aux travaux de Dallery (2009).

⁷ Il s'agit des fonds MEIF II, MEIF, MDIF, MBL, MPP et M-FIT. Voir à ce titre A1 dans *Annexes*.

Dans quelle mesure la restructuration de l'actionnariat de Thames Water en 2006 a-t-elle modifié la stratégie de profit actionnariale initiale de la compagnie anglaise ? Et avec quelles conséquences pour sa performance financière ?

Tableau 1. Chiffres d'affaires des dix firmes anglaises de distribution et d'assainissement de l'eau en 2020

<i>Firmes anglaises de distribution et assainissement</i>	<i>Chiffres d'affaires 2020 (M, Livre sterling)</i>
Thames Water	2172,8
United Utilities	1859,3
Severn Trent	1843,5
Anglian Water	1455,7
Yorkshire Water	1063,4
Northumbrian Water	900,4
Southern Water	878,0
Welsh Water	777,2
South West Water	571,6
Wessex Water	552,3

Source : Rapports annuels, Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration de l'auteur.

L'hypothèse qui sera avancée dans ce travail est que la stratégie de profit actionnariale peut se modifier au point de mettre en péril la pérennité financière de Thames Water. En m'appuyant sur le travail de Bayliss (2014), je postule en effet que cette stratégie risque d'être insoutenable à moyen terme. En cherchant à accroître les intérêts des actionnaires, la stratégie actionnariale peut détériorer non seulement la santé financière de la compagnie, mais, plus largement les intérêts des actionnaires eux-mêmes.

Pour la tester, je m'appuie sur une analyse financière de la *performativité* du groupe Thames Water de 1991 à 2020. Si je mets en lumière que la stratégie actionnariale s'est bel et bien transformée suite à l'entrée des fonds privés d'investissement dans l'actionnariat de la compagnie, les effets sur la performance financière sont à relativiser. Bien que la stratégie joue un rôle indéniable en accroissant considérablement la dette du groupe, le contexte institutionnel dans lequel évolue Thames est un facteur explicatif déterminant dans la dégradation de sa performance

financière. Le contrôle des prix et des investissements du régulateur Ofwat détériore la rentabilité économique du groupe et accroît son taux d'endettement.

Afin de le démontrer, il faut tout d'abord déterminer les spécificités du secteur de la gestion de l'eau. En me centrant sur l'Angleterre, je procède dans un premier temps à un bref historique qui en brosse les caractéristiques singulières (chapitre 1).

Il s'agit dans un deuxième temps, après avoir retranscrit les éléments saillants du secteur, de présenter une revue de la littérature. En insistant sur ses débats et ses limites, celle-ci permet de dégager deux hypothèses (chapitre 2). Ensuite, après un court détour qui présente la méthodologie (chapitre 3), ce travail analyse la performance de Thames Water (chapitre 4) et expose, pour conclure, ses principaux résultats (conclusion générale).

1. L'Angleterre, pointe avancée de la gestion capitaliste de l'eau

Dans ce chapitre préliminaire, je présente les principaux développements de la gestion capitaliste de l'eau en Angleterre. J'y suggère les principales caractéristiques du secteur et ses principaux acteurs. Ce chapitre me permet dès lors de justifier mon champ d'analyse en démontrant la place de choix que prend l'Angleterre dans le développement de la gestion capitaliste de l'eau hier comme aujourd'hui et, plus particulièrement, le rôle clé entrepris par sa principale entité, Thames Water.

Après avoir déterminé les fondements de la gestion capitaliste initiée par la New River Company à Londres au début du XVII^{ème} siècle (1.1), je définis les enjeux et termes de la privatisation de 1989 (1.2). Ceci me permet de délimiter la réglementation, l'industrie, et Thames Water (1.3).

1.1. XVII^{ème} - XIX^{ème} siècle : Londres, berceau de la gestion capitaliste de l'eau

Au sortir du Moyen-âge, l'accès à l'eau reste limité en Angleterre. La majeure partie de l'eau consommée résulte d'efforts individuels couvrant un large spectre de pratiques diverses, allant de la récupération directe de l'eau dans les rivières pour les plus démunis, au recours à des porteurs d'eaux, voire la possession de puits privés, pour les plus aisés (Defeuilley, 2017). En ce sens, jusqu'à la fin du XVI^{ème} siècle, l'eau courante à domicile relève de l'exception.

Ce n'est qu'avec l'apparition du système *en réseau*, développé par les premières compagnies privées, que la couverture et l'accessibilité à l'eau vont connaître leurs premiers progrès. Favorisé par l'urbanisation croissante du XVI^{ème} siècle mettant sous pression l'approvisionnement en eau, le système en réseau se développe à Londres en 1619 sous l'impulsion de la New River Company (Defeuilley, 2017). Cette firme londonienne - ancêtre de Thames Water - développe un système ingénieux s'appuyant sur *des infrastructures permettant de capter de grandes quantités d'eau, de les transporter, de les stocker puis de les distribuer* (Defeuilley, 2017, p.11). Cette évolution en réseau, qui va se répandre dans les villes anglaises et atteindre aux XVIII^{ème} et XIX^{ème} siècle les centres des grands pôles urbains en Europe et aux États-Unis, marque une rupture dans les techniques de l'eau. Elle va permettre de supplanter l'approvisionnement limité d'une source à un endroit précis (système *de ligne*) par un

système complexe interconnecté multipliant les points de consommation (Defeuilley, 2017). Désormais, la distribution de l'eau se meut en une activité lucrative et peut se penser à l'échelle d'un quartier, d'une ville, voire d'une région (Tomory, 2017).

Cette évolution importante a néanmoins une contrainte économique majeure. Le système en réseau demande l'apport de capitaux importants, qui ne seront couverts que sur le long terme. Contrairement aux autres industries de réseaux qui se développeront par la suite (télécommunication, chemin de fer, etc), la gestion de l'eau nécessite en effet d'importantes ressources financières. Encore aujourd'hui, les coûts fixes participent aux 2/3 des coûts totaux du secteur en Angleterre contre seulement 2/5 pour l'industrie du gaz et 1/3 pour l'industrie électrique (Consumer Association, 2000). Pour développer le système en réseau, la New River cherche, par conséquent, de nouvelles ressources financières. Elle s'appuie pour cela sur les capitaux d'investisseurs en se formant en société par actions (Tomory, 2017). Par cette stratégie, à laquelle elle adjoint une conquête lente mais constante d'abonnées au fil des années, la New River s'assure une génération de profits importante. Elle devient ainsi rapidement le modèle de référence de la gestion capitaliste de l'eau au point où les compagnies lancées en Angleterre et dans les pays voisins s'inspirent souvent explicitement de la compagnie londonienne (Defeuilley, 2017).

Ce succès londonien ne va toutefois pas perdurer. Avec la multiplication des épidémies de la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, l'approvisionnement en eau devient un enjeu majeur pour les collectivités locales et leur représentant. Face au manque de modernisation des réseaux et aux importants dividendes distribués (Hassan, 1985), les autorités locales municipalisent et fusionnent les compagnies pionnières londoniennes dans une nouvelles structure publique – le *Metropolitan Water Board* – en 1904 (Hassan, 1985).

1.2. 1904 -1989 : du *state hydraulic paradigm* à la privatisation de la gestion de l'eau

Ce basculement d'une gestion privée à une gestion publique⁸ marque un profond changement dans le paradigme de l'eau. Pour la première fois depuis le XVII^{ème} siècle,

⁸ Une trentaine de compagnies privées anglaises vont néanmoins persister (Barraqué, 1995).

les activités de distribution et d'assainissement sont universalisées et érigées en des services publics essentiels par les autorités municipales. Ce *state hydraulic paradigm*, présent non seulement en Angleterre mais dans la majeure partie des pays de nos jours, planifie également les services de l'eau ; assure une équité des prix ; et accroît la qualité des services (Bakker, 2005).

Il faut attendre l'arrivée de la crise idéologique et fiscale de l'État-providence des années 1970 - favorisée par l'essor du nouvel ordre économique et social néolibéral (Harvey, 2005) – pour voir la gestion publique des réseaux sous pression. Les municipalités et collectivités locales peinent à trouver les ressources financières suffisantes aux dépenses en capital de la gestion de l'eau. Le sous-investissement dans les réseaux d'eau se généralise, justifiant, selon certains, de libéraliser⁹ cette industrie. Après une régionalisation infructueuse, remplaçant les centaines d'entités municipales réparties par bassin (*Rivers Authorities*) par dix autorités régionales de l'eau (*Regional Water Authorities*) (Parker-Sewell, 1988), la privatisation est votée en 1989. Elle privatise les dix autorités régionales et introduit ces dix nouvelles compagnies sur le London Stock Exchange (Bakker, 2005).

Si les réformes d'inspiration libérale de la gestion de l'eau sont fréquentes à la fin des années 1980 dans un certain nombre de pays (Marin, 2009), l'Angleterre adopte la réforme la plus radicale. Elle organise la gestion de l'eau sur la base d'un monopole régional où les compagnies détiennent les infrastructures de l'eau et assurent la gestion, l'investissement, l'entretien et le renouvellement des services de l'eau pour une durée indéterminée (Bakker, 2005) (Tableau 2). Ceci contraste notamment avec les *greenfields contracts* de type BOT (*build own and transfer*), les concessions et les affermages où la collectivité locale détient la propriété des actifs et où les opérateurs ont des contrats déterminés dans la durée (Lorrain, 2008). Elle se distingue également, et de manière radicale, des affermages où les risques commerciaux sont partagés suite aux premiers investissements entrepris par les autorités publiques (Lorrain 2008) (Tableau 2).

⁹ Dans le cas européen, certains auteurs préfèrent parler de *modernisation* des industries de réseaux. A ce titre, on peut se référer aux travaux de Gee (2004) et Bolognesi (2014).

Tableau 2. Les principaux modèles de la gestion de l'eau

	Durée des contrats*	Propriété des actifs	Exploitation et maintenance	Investissement	Risque commercial
Privatisation	Indéterminée	Privée	Privée	Privé	Privé
BOOT-BOT	20-30 ans	Privée/publique	Privée	Privé	Privé
Concession	25-30 ans	Publique	Privée	Privé	Privé
Affermage	8-15 ans	Publique	Privée	Public et Privé	Partagé
Gestion publique	Indéterminée	Publique	Publique	Public	Public

Source : Adapté de Bakker (2003a). * La durée des contrats peut varier en fonction des différentes implémentations.

1.3. 1989 - à nos jours : réglementation, industrie et évolution contemporaine de Thames Water

Réglementation

Ce mode de gestion radical et unique à l'échelle internationale maintient néanmoins un contrôle public. Dans une industrie de monopole qui produit des services essentiels, trois¹⁰ agences principales de régulation se chargent de contrôler les activités des firmes : l'Environmental Agency (fondée en 1995), pour la dimension environnementale ; le Drinking Water Inspectorate (fondée en 1990), pour la dimension sanitaire ; et l'Office of Water Service (Ofwat, fondée en 1989), pour la dimension économique.

La dimension économique est la principale des trois dimensions réglementaires. Elle a pour objectifs de : protéger les consommateurs ; assurer la capacité de financement des compagnies, en garantissant un retour sur le capital investi ; et satisfaire une prestation satisfaisante et efficace des services (Ofwat, 2015).

Dans cette optique, l'Ofwat va, à partir des *business plan* fournies par les firmes, plafonner¹¹ les prix des factures d'eaux des ménages à l'avance pour une période de

¹⁰ Il existe également le Consumer Council for Water (CCW), chargé de représenter les consommateurs des services anglais de l'eau.

¹¹ Au-delà du plafonnement des prix, l'Ofwat peut également revenir sur sa fixation des prix entre deux prévisions (connu comme les *periodic review*) et infliger des sanctions économiques lorsque les résultats des firmes ne remplissent pas les critères principaux établis. Elle promeut également les bonnes pratiques ; compare et publie les résultats ; construit différents indicateurs de performances ; et s'assure que les compagnies ont suffisamment de ressources financières et un endettement contrôlé pour le maintien de leur licences.

cinq ans. Cette régulation par les prix plafonds (*price cap regulation*) est déterminée par la formule RPI + K (voir encadré 1). Elle consiste à laisser les compagnies augmenter les prix des factures d'eaux en fonction du taux d'inflation de l'ensemble de l'économie (*RPI*), auquel on additionne le facteur K, un élément complexe estimé par l'Ofwat.

Encadré 1 : Le RPI + K

Le Prix P de la période t est donné par :

$$P_t = P_{t-1} (1 + RPI + K)$$

Où P_t est le prix de la période t , P_{t-1} est le prix de l'année précédente $t - 1$ de la période de contrôle de cinq ans, *RPI* est le taux d'inflation de l'ensemble de l'économie, et K est le facteur $K = Q - X$, où X reflète les gains d'efficacité et Q reflète les changements de *outputs* que les entreprises sont censées fournir au cours de cette période.

Source : Traduit de Bertoméu-Sánchez (2020).

L'un des éléments clés pour déterminer ce facteur K est le coût du capital. Il est estimé à partir du coût moyen pondéré du capital – le WACC (*weighted average cost of capital*) – que le régulateur calcule à partir des estimations sur le coût de la dette et sur le coût des capitaux propres, pondérés au taux d'endettement (*gearing*). Une fois estimé, il est multiplié à la valeur du capital réglementaire (*regulatory capital value*, RCV¹²) – une mesure du capital employé – afin de déterminer le retour sur le capital investi compris dans l'estimation du K. Le coût du capital a, en ce sens, un impact important sur la valeur des prix des factures d'eaux. Une étude du *National Audit Office* (NAO) montre, par exemple, qu'une hausse de 1% du coût du capital provoque une augmentation de 6 à 7 % des factures d'eaux des ménages (NAO, 2013).

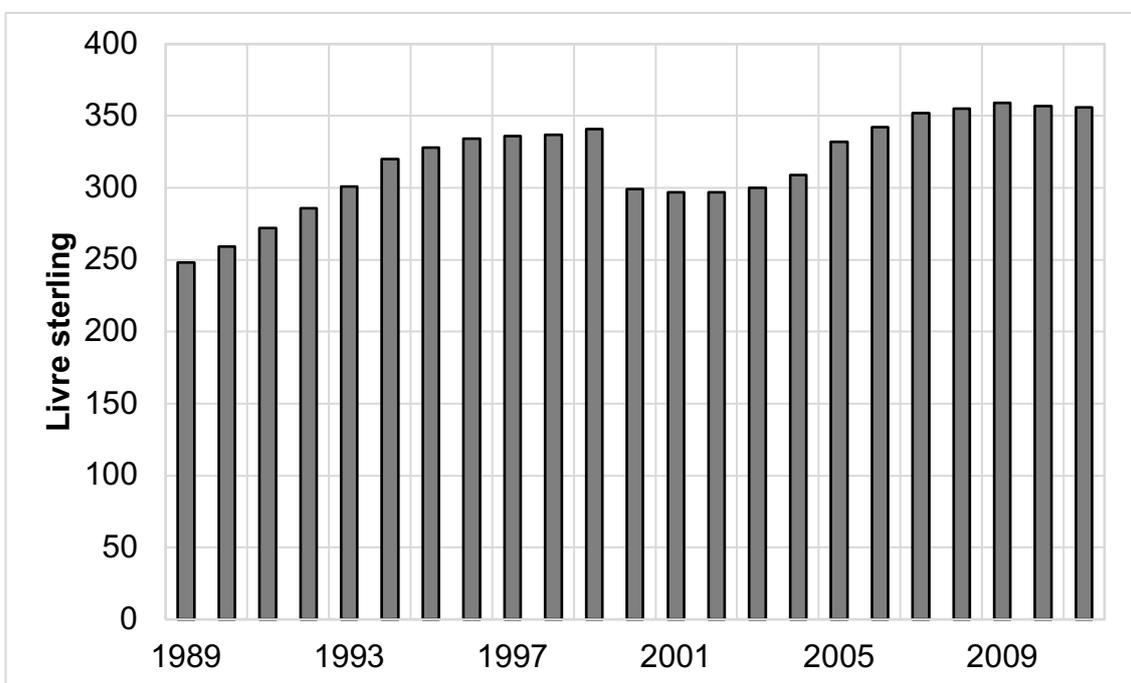
Depuis la privatisation, ce facteur K a globalement connu une estimation positive graduelle. Entre 1989 et 2011, les factures moyennes des ménages par an sont passées de 248 livres à 356 livres, soit une hausse des prix nominaux de 43 %¹³

¹² Calculé à partir de la valeur initiale de la compagnie lors de son introduction en bourse à laquelle on ajoute les nouvelles dépenses en capital et l'inflation, et auxquels on soustrait les amortissements.

¹³ L'étude du NAO (*National Audit Office*), intitulée *The economic regulation of the water sector*, a notamment illustré une augmentation de 40% des prix réels des ménages entre 1989 et 2015. Je n'ai toutefois pas pu accéder aux données de l'étude.

(Figure 2). Depuis 1989, en revanche, deux plafonnements des prix ont estimé un K négatif. Le plafonnement de 1999 (PR99), visant à réduire le retour sur le capital investit des débuts de la privatisation de 13% jugés trop importants (Ofwat, 1999), et le plafonnement de 2014 (PR14), qui a durcit les obligations réglementaires des compagnies (Tableau 3). Elles doivent dorénavant démontrer que leur *business plan* reflète les besoins des consommateurs au travers d'engagements de performance (*performance commitments*, PC) et d'incitations à la fourniture de résultats (*outcome delivery incentives*, ODI) (Ofwat, 2014) (Tableau 3).

Figure 2. Factures d'eau moyennes par an des ménages en Angleterre (1989-2011)



Source : Ofwat (2011). Élaboration de l'auteur.

Ce durcissement réglementaire de 2014 s'inscrit dans le prolongement de la *re-régulation* du secteur de l'eau anglais (Bakker, 2003b). Depuis les années 2000, les obligations et contraintes ne cessent en effet de se multiplier pour les compagnies. La Directive cadre sur l'eau de l'Union Européenne (DCE) - reprise en 2003 par l'Ofwat - a accru les obligations en matière de protection de l'environnement. Les compagnies sont incitées à établir des compteurs d'eaux (*metering*) et ont dû s'engager à investir près de 17 milliards de livres sterling supplémentaires (McEldowney- McEldowney, 2010) (Tableau 3).

Depuis 2009, l'Ofwat augmente également les contraintes visant à réduire le *Capex bias*, une incitation qu'ont les compagnies et qui consiste à falsifier¹⁴ les dépenses en capital fournies à l'Ofwat (Cave, 2009). Ce sont, en outre, les objectifs du *Capital Incentive Scheme* (CIS), qui permettent de diminuer l'asymétrie d'information en remboursant une partie des investissements si les firmes réalisent bel et bien leur *business plan* (Ofwat, 2009), et, du TOTEX (*total expenditure*), qui remplace depuis 2014 la séparation OPEX-CAPEX utilisée initialement dans l'estimation des prix plafonds (Ofwat, 2014) (Tableau 3).

Tableau 3. Les principales évolutions dans la régulation de l'Ofwat

	1989	1999	2009	2014
Régulation	"Souple"	Durcissement	DCE (dès 2003) et incitations	Durcissement
Traits économiques saillants	Sous-investissement ; taux de rendement de 13 %	Diminution des prix et du taux de rendement ; obligations d'investissement (dès 1994)	Augmentation des obligations d'investissements ; compteurs d'eaux ; nouvelles incitations (RCM, CIS, AMA)*	Diminution des prix ; TOTEX ; PC et ODI

Source: *Élaboration de l'auteur.* * Le *Asset Management Assessment (AMA)* vise à inciter les entreprises à réduire leurs dépenses d'entretien. Le *Revenue Correction Mechanism (RCM)* permet, quant à lui, d'ajuster les prix de l'eau lors de la prochaine prévision des prix, lorsque les firmes connaissent une diminution de la demande.

Industrie

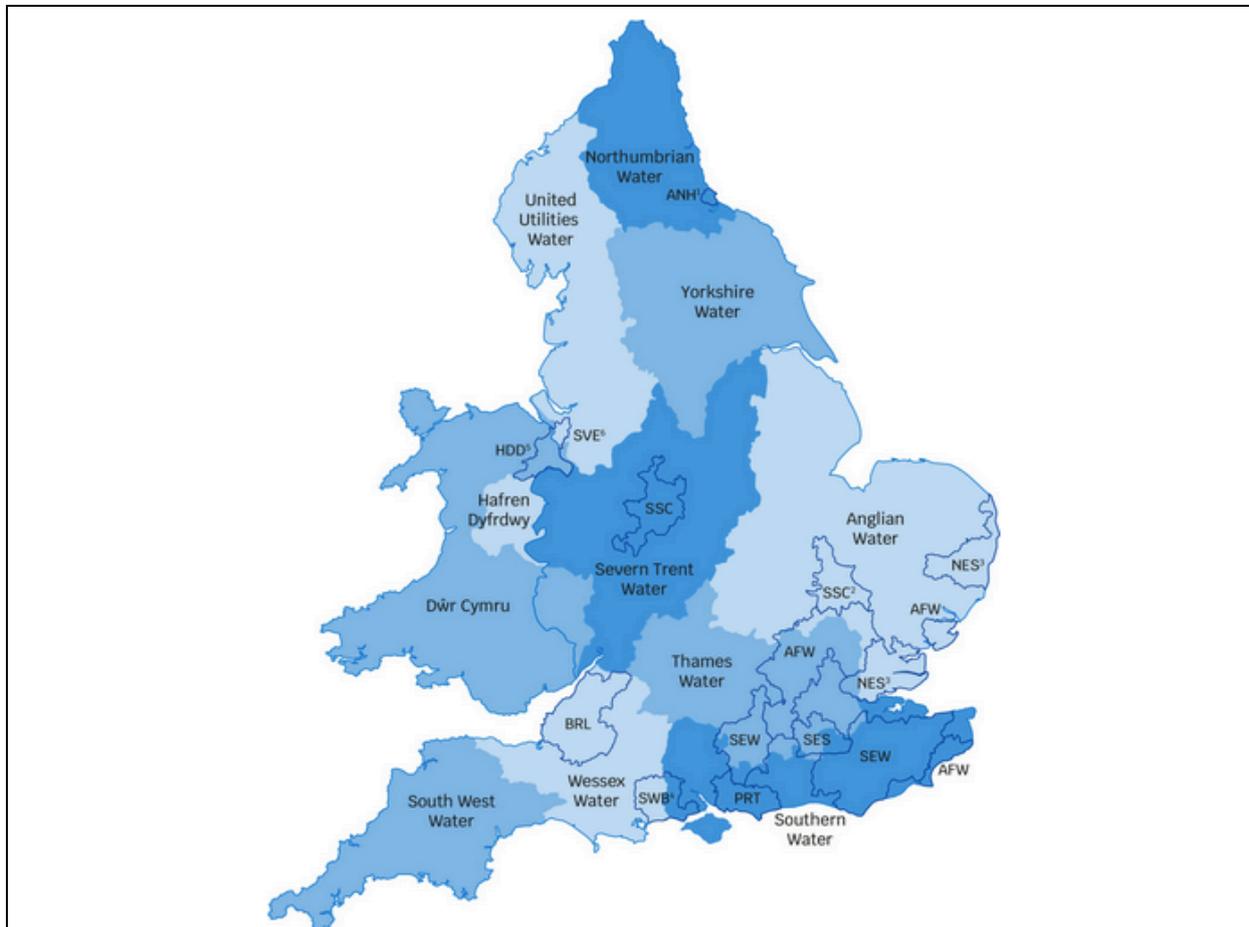
Ces principales évolutions de la régulation économique s'appliquent à l'ensemble des compagnies chargées de fournir les services de distribution et d'assainissement de l'eau en Angleterre et au Pays de Galle¹⁵. Correspondant le plus souvent à l'appellation *water utility industry* ou *water infrastructure industry*, l'industrie anglaise de la gestion de l'eau comprend deux types de sociétés privées. Neuf compagnies privées (dix initialement) de distribution et d'assainissement (*Water and Sewage Company*, WaSC), qui se chargent des services sur la base d'une organisation régionale (Figure

¹⁴ Ce biais est en partie dû à l'estimation du RCV, valorisé de manière importante lorsque les dépenses en capital annoncés sont surestimées.

¹⁵ L'industrie anglaise de la gestion de l'eau ne comprend pas l'Ecosse et l'Irlande du Nord, toutes deux ayant encore aujourd'hui une gestion publique de l'eau.

3). Et plusieurs firmes de taille plus modeste, desservant uniquement des villes et des microrégions pour la fourniture d'eau (*Water only Compagny, WoC*) (Figure 3).

Figure 3. Disposition des firmes anglaises actives dans les services de l'eau en 2021



Source: Ofwat, site officiel <https://www.ofwat.gov.uk/households/your-water-company/contact-companies/>. Les WaSCs : Anglian Water, Dwr Cymru (Welsh Water – not for profit compagny); Northumbrian Water; Severn Trent Water; South West Water ; Southern Water; Thames Water; United Utilities Water ; Wessex Water ; Yorkshire Water. Les WoCs: AFW: Affinity Water ; BRL : Bristol Water ; PRT : Portsmouth Water; SEW : South East Water; SSC : South Staffs Water; SES : SES Water.

Thames Water

En termes d'usagers desservis (15 millions) et de chiffres d'affaires (Tableau 1), Thames Water est la plus importante des WaSCs. Elle approvisionne et assainit l'eau dans la région de Londres et le bassin de la Tamise depuis la privatisation de la Thames Water Authority en 1989.

Historiquement, le champ d'activité de la compagnie ne se limite toutefois pas à cette région. Les premières années post-privatisation de Thames Water sont en effet marquées par une expansion de ses activités à l'étranger. Dès 1993, elle obtient son

premier contrat dans la région de Corientes en Argentine (Marin, 2009) avant de signer plusieurs autres contrats¹⁶ à l'international dans la décennie des années 1990 (Lorrain, 2000).

Malgré des débuts internationaux prudents, cette stratégie internationale confère à Thames Water la place de première compagnie anglaise active à l'étranger. En 2000, elle dessert 9 millions d'utilisateurs en dehors de l'Angleterre et fait figure de compagnie parmi les plus importantes¹⁷ dans la gestion de l'eau sur plan international (Marin, 2009).

Avec le durcissement réglementaire du plafonnement des prix de 1999 et les pertes de ses activités internationales non-rentables, Thames Water se doit néanmoins de trouver une nouvelle voie pour maintenir et développer ses activités. Elle se tourne vers l'arrivée d'un nouvel intrant, le groupe allemand de l'électricité RWE, qui rachète Thames Water en 2000 (Lorrain, 2000) (Tableau 4).

Ce rachat, qui devait permettre au groupe RWE de diversifier ses activités face à la hausse de la concurrence dans le secteur de l'électricité, s'avère être un « gouffre financier ». Suite aux pertes liées aux remunicipalisations et à la hausse de son endettement, le groupe RWE annonce vouloir se retirer des activités dans le secteur de l'eau. Il revend Thames Water en 2006 à Kemble - la *Newco* de Thames - contrôlé à près de 50% jusqu'en 2017 par le groupe Macquarie au travers de ses différents fonds (voir A1 dans *Annexes*) (Tableau 4) .

Cette vente marque un profond chamboulement dans les activités de la première compagnie anglaise. Le nouvel actionnaire de référence – Macquarie – insiste pour que Thames Water revende les dernières activités internationales du groupe (Hall-Lobina, 2019). En 2006, la compagnie s'exécute et vend ses dernières opérations situées à Jakarta et au Chili (Marin, 2009). Cette « désinternationalisation »- partagée

¹⁶ On peut citer notamment Buenos Aires, Adelaïde, Shanghai, Puerto Rico ou encore Bangkok (Lorrain, 2000). Un indicateur démontrant les activités internationales de la compagnie anglaise – par exemple la segmentation géographique du chiffre d'affaires – serait utile. Je n'ai toutefois trouvé aucune donnée indiquant la part du chiffre d'affaires par régions ou pays.

¹⁷ Elle reste toutefois éloignée de ses concurrents principaux que sont Veolia, Suez, la Saur et Agbar (Marin, 2009).

par les autres firmes anglaises - démontre *the political reality that some existing contracts were being terminated anyway, and the economic reality that they were unable to deliver reliable returns* (Hall et Lobina, 2019, p. 127).

Depuis le départ de Macquarie, Thames Water est détenu à majorité par le fonds de pension canadien OMERS. Le reste des parts du groupe sont détenues par le fonds de pension des universités britanniques, les fonds souverains d'Abu Dhabi et de la Chine ainsi que par d'autres investisseurs institutionnels (voir A2 dans *Annexes*) (Tableau 4).

Tableau 4. Évolution dans la structure de propriété de Thames Water (1989-2020)

	1989-1994	1994-2000	2000-2006	2006-2017	2017-2020
Type de propriété	Firme cotée en bourse	Firme cotée en bourse	Filiale d'un conglomérat multi-utilité	Fonds privés d'investissements	Fonds de pension et fonds souverains
Actionnaire de référence	État (<i>golden share</i>)	-	RWE	Fonds de Macquarie	Fond de OMERS

Source : Élaboration de l'auteur. Entre 1994 et 2000 je n'ai trouvé aucune information sur l'actionnaire de référence de Thames Water, malgré de multiples recherches.

Conclusion

Dans ce premier chapitre, j'ai retracé le champ de la gestion capitaliste anglaise de l'eau du XVII^{ème} siècle à nos jours. Après avoir indiqué le modèle de référence de la gestion capitaliste initiée à Londres - fondé sur la vente lucrative de l'eau dans un système en réseau - j'ai suggéré les évolutions de ce modèle jusqu'à la privatisation de 1989. Cette dernière, forme particulière et radicale dans les modes de gestion de l'eau actuel, établit une régulation économique fondée sur le plafonnement des prix.

Au-delà de sa portée descriptive, ce chapitre a permis plus largement de situer Thames Water dans l'histoire passée et actuelle de la gestion de l'eau. Dans ses tendances récentes, on peut citer sa « désinternationalisation » et ses changements d'actionnaire de référence en 2006 et 2017.

2. Revue de la littérature et hypothèses

Ces changements de propriétés – partagés par un certain nombre de WaSCs - ont donné lieu à différents travaux. Parmi les plus récents et les plus cités, le travail de Bayliss (2014) est sans aucun doute le plus exhaustif et approfondi. Intitulé *The Financialisation of Water in England and Wales*, elle y développe les effets distributifs de la *financiarisation*. Par ce terme, l'auteure entend rendre compte de la montée en puissance de la valeur destinée aux actionnaires et des effets néfastes qu'engendre cette stratégie sur les usagers, les salariés, voire la pérennité financière des compagnies (Bayliss, 2014).

Afin de témoigner des apports fournis par Bayliss, ce chapitre revient sur la littérature consacrée à la gouvernance d'entreprise des WaSCs. Pour cela, je traite dans un premier temps des principaux travaux qui ont contribué à l'émergence de l'étude de Bayliss (2.1). Je développe ensuite son étude (2.2) avant d'en indiquer une limite principale (2.2.). Ceci me permet, enfin, de proposer deux hypothèses centrales à ma question de recherche (2.3).

2.1. La littérature sur la gouvernance d'entreprise des WaSCs

De par les services essentiels que les WaSCs fournissent, leurs gouvernances ont suscité un certain intérêt. A ce titre, deux approches académiques y ont porté une attention particulière en économie politique : une approche néo-institutionnaliste concentrée autour de *l'efficience* de la gouvernance, et une approche hétérodoxe, s'intéressant davantage aux dimensions sociales et politiques de la gouvernance.

Il est d'ailleurs intéressant de noter que, malgré cette distinction, cette littérature converge vers des résultats similaires. En effet, les études de Helm-Tindall (2009), Armitage (2012) et Allen et Pryke (2013) contribuent à mettre en lumière l'orientation actionnariale des compagnies anglaises de l'eau. La teneur de cette orientation et les stratégies qui en découlent sont, quant à elles, davantage débattues. Afin d'en révéler les différents majeurs, il convient en préambule de définir les notions principales mobilisées par cette littérature : la gouvernance d'entreprise et les structures de propriété.

Définition de la gouvernance d'entreprise et des structures de propriété

La notion de *gouvernance d'entreprise* (*corporate governance*) a tout d'abord été mobilisée pour répondre au *problème* suscité par la séparation¹⁸ entre la propriété et le contrôle de l'entreprise moderne. D'après la théorie de l'agence (Jensen-Meckling, 1976), cette séparation entraîne une divergence d'intérêts entre les actionnaires (principal), propriétaires de l'entreprise, et les dirigeants (agent), gestionnaires de la firme. En « prenant le contrôle » de la firme, les dirigeants orientent l'entreprise dans leurs propres intérêts, au lieu de maximiser les intérêts des actionnaires (Weinstein, 2012).

Dans un tel contexte, la théorie de l'agence vise à démontrer l'*efficience* de la restauration du contrôle des actionnaires sur l'entreprise. Elle présume pour cela l'existence d'une variable d'ajustement principale : la structure de propriété (*ownership structure*). Celle-ci correspond de manière générale à la concentration de l'actionnariat voire le type d'actionnaire, influençant dans les deux cas la réduction du contrôle des dirigeants.

En clair, les assertions de la gouvernance d'entreprise se réfèrent d'après Weinstein (2012) au *principe de la valeur actionnariale selon lequel les managers* (ou dirigeants) *doivent défendre les intérêts des seuls actionnaires* (Weinstein, 2012, p.9). La notion de structure de propriété se réfère, quant à elle, à la nature des actionnaires et leur concentration.

L'ambivalence « du type d'actionnaire » pour la gouvernance d'entreprise des WaSCs

C'est à partir de ces deux notions qu'une littérature de l'industrie anglaise de l'eau, s'intéressant au type d'actionnaire (structure de propriété), a émergé. Se centrant sur les *utilities*¹⁹, Helm et Tindall (2009) font figure de précurseurs. Dans leur étude intitulée *The evolution of infrastructure and utility ownership and its implications*, ils mettent en exergue l'*opportuniste* des fonds privés d'investissement. Suite à leur « prise de contrôle » des *utilities* depuis le début des années 2000, ils constatent une forte hausse de la dette en proportion des fonds propres (taux d'endettement ou *gearing*).

¹⁸ Avec l'essor de la société par action, Berle et Means (1991) retracent la dispersion de la propriété entre de multiples actionnaires, entraînant *in fine*, la séparation entre la propriété et le contrôle (Weinstein, 2012).

¹⁹ Dans leur étude ils s'appuient sur les différents secteurs de l'eau, de l'électricité, du gaz, des télécommunications et des chemins de fer (Helm-Tindall, 2009).

Si une partie découle d'une stratégie visant à *discipliner*²⁰ les dirigeants par la dette, Helm et Tindall mettent en lumière la part importante provenant d'un *arbitrage financier*. Ce dernier, créé par l'estimation du régulateur, permet aux fonds d'extraire *a return from the difference between the WACC and the marginal cost of debt* (Helm-Tindall, 2009, p.425). En effet, par le remplacement des fonds propres par de la dette, les fonds diminuent leur coût du capital, sans que l'estimation du coût moyen pondéré du capital (WACC) – déterminant leur rendement - ne le prenne en considération²¹. La stratégie de profit des fonds privés d'investissement consiste donc à endetter les *utilities* afin de bénéficier de cet arbitrage financier.

Ce rôle conséquent, donné par Helm et Tindall (2009) aux fonds privés d'investissement dans la gouvernance et l'endettement, est toutefois contesté par Armitage (2012). Dans son étude *Demand for dividends: The case of UK water companies*, il met en exergue une stratégie constante et indépendante du type d'actionnaire dès la privatisation des WaSCs : la distribution de dividendes par emprunt. A l'aide du *shortfall dividend*²², il montre en effet que si la propriété d'un fond privé d'investissement peut faire varier la vitesse de l'emprunt, toutes les WaSCs *paid regular dividends that were substantially greater than their available cash flows after interest* (Armitage, 2012, p.471). D'après Armitage, cette « déconnexion » entre les politiques de distribution et le *cash disponible* ne peut s'expliquer que par un alignement *quasi naturel* des dirigeants sur les actionnaires. Les premiers répondent, quel que soit le *cash à disposition*, à la *demande*²³ des seconds, engendrant une

²⁰ En mobilisant la théorie de l'agence, les auteurs expliquent la réduction du *pouvoir discrétionnaire* des dirigeants. Par la dette, le dirigeant se voit « discipliné » en pré-allouant une partie des ressources financières de l'entreprise aux créanciers. Pour les *utilities*, ceci se traduit par une prise de contrôle des fonds privés d'investissement sur la gouvernance au tournant des années 2000 (Helm-Tindall, 2009).

²¹ Le WACC, déterminant le rendement destiné aux actionnaires, est estimé indépendamment du type de financement (dette ou fonds propres). Lorsque la dette est moins coûteuse que les fonds propres, le coût *réel* diminue sans que le coût *estimé* par le régulateur (WACC) ne le prenne en compte. Le rendement (retour sur le capital investi) se voit, dit autrement, « surestimé » par l'arbitrage financier ce qui, *in fine*, bénéficie aux nouveaux actionnaires (Helm-Tindall, 2009).

²² Le *shortfall dividend* correspond au besoin de financement externe de dividendes (Armitage, 2012).

²³ Pour le justifier, Armitage s'appuie sur la *catering theory of dividend policy*. Développée par Baker et Wrugler (2004), cette théorie suggère que le versement de dividendes de la part des dirigeants dépend essentiellement d'un *Dividend Premium* (DP). Cette dernière peut se définir comme la *valorisation boursière qu'obtiendra l'entreprise en distribuant des dividendes en comparaison à celle qui n'en verse pas*. Autrement dit :

- *plus* les investisseurs valorisent l'entreprise qui verse des dividendes en comparaison à celle qui n'en verse pas (DP élevé), *plus* les dirigeants verseront des dividendes
- *moins* les investisseurs valorisent l'entreprise qui verse des dividendes en comparaison à celle qui n'en verse pas (DP faible), *moins* les dirigeants verseront des dividendes

hausse importante du taux d'endettement (*gearing*) entre 1991 et 2009 pour l'ensemble des WaSCs.

Allen et Pryke (2013) montrent toutefois que dans le cadre de Thames Water, ce financement par emprunt, dépend de la structure de propriété de la compagnie anglaise. En effet, dans leur étude *Financializing household water: Thames water, MEIF, and 'ring-fenced' politics*, les auteurs argumentent que la distribution de dividendes, et plus largement la *valeur* extraite par les actionnaires, provient d'une ingénierie complexe, qui multiplie les *holdings* de Thames Water : la titrisation (mise en place par les fonds de Macquarie). Par cette ingénierie financière - consistant essentiellement à lever des obligations adossées aux flux des factures d'eau (*Asset backed Securities, ABS*)²⁴ - les fonds de Macquarie sont non seulement en mesure de percevoir des dividendes, mais aussi de rembourser la dette d'acquisition de la compagnie. En ce sens, la dette levée par la titrisation *has become one of the prime mechanisms for infrastructure fund managers and global investors to extract value from the water business* (Allen-Pryke, 2013, p. 426). L'accroissement de la dette de Thames entre 2007 et 2013 (Allen-Pryke, 2013) a en ce sens un objectif précis : maximiser la *valeur* destinée aux fonds de Macquarie.

La littérature laisse donc clairement présager l'intérêt d'étudier les stratégies de profit actionnariales des compagnies anglaises de l'eau. Pour mieux le comprendre, le tableau 5 ci-après récapitule les principaux résultats de la littérature sur la gouvernance des WaSCs. Il souligne les différents ressorts de la gouvernance et les stratégies de profit actionnariales qui en découlent. De manière synthétique, il met en lumière, d'un côté les points de convergence, c'est à dire la gouvernance actionnariale et la hausse de l'endettement (Tableau 5). D'un autre côté, il en présente les divergences, c'est-à-dire les stratégies actionnariales et le rôle des structures de propriété (Tableau 5). De la sorte, il permet de mettre en exergue que malgré les

Il s'ensuit que la distribution de dividendes dépend essentiellement de la *demande* des actionnaires, les dirigeants s'alignant *quasi naturellement* sur leur demande. Contrairement à la théorie de l'agence qui présume l'existence d'un « problème » entre les actionnaires et les dirigeants, ces derniers sont ici alignés « *quasi naturellement* » sur les intérêts des actionnaires.

²⁴ Thames Water va sélectionner les actifs générant des flux de trésorerie futurs – soit les factures d'eaux des ménages - et les regrouper sous forme de portefeuilles. Elle vend ensuite son portefeuille à une société annexe, créée spécialement à cette occasion et qui se charge d'émettre des obligations (dette) adossées aux flux de trésorerie des actifs initiaux (*Asset backed securities, ABS*) (Allen-Pryke, 2013).

nombreux points communs des études susmentionnées, il reste à comprendre deux points importants : le degré qui différencie les stratégies de profit entre différents types d'actionnaires ; et les conséquences de l'orientation actionnariale pour les composantes de l'entreprise.

Tableau 5. Synthèse des travaux de Helm-Tindall (2009), Armitage (2012) et Allen-Pryke (2013)

	Gouvernance	Stratégie de profit actionnariale	Structure de propriété	Structure du capital
Helm-Tindall (2009)	Actionnariale (fusion de la propriété et du contrôle par la fonction disciplinaire de la dette)	Arbitrage financier en remplaçant les fonds propres par la dette	Fonds privés d'investissement	Hausse du taux d'endettement
Armitage (2012)	Actionnariale	Financement de dividendes par emprunt	-	Hausse du taux d'endettement
Allen-Pryke (2013)	Actionnariale	Financement de dividendes par emprunt (titrisation)	Fonds privés d'investissement	Accélération de la dette

Source : Élaboration de l'auteur. Il convient de noter que ce tableau délaisse la régulation afin de mettre en exergue les stratégies actionnariales et leur lien avec la gouvernance. Néanmoins, on peut noter que dans une industrie où la régulation est en mesure de contrôler les opérations des firmes, l'intervention ou la non-intervention du régulateur dans certains pans réglementaires détermine en partie l'établissement de chaque stratégie.

2.2. La financiarisation des WaSCs (Bayliss, 2014)

Il faut attendre 2014 et l'arrivée de l'étude de Kate Bayliss pour voir ces points éclairés. En effet, pour la première fois depuis l'essor de cette littérature, les conséquences de l'orientation actionnariale et les différences stratégiques entre type d'actionnaires vont être considérablement développées. Pour le montrer, la section qui suit procède en trois étapes. La première, s'attache à présenter l'approche de l'étude de Bayliss (2014) ; la seconde, ses principaux résultats ; et la troisième, une limite principale.

Approche de Bayliss (2014)

Avant de présenter de manière détaillée les contributions de Bayliss, il est nécessaire d'indiquer l'approche mobilisée par l'auteure. Dans *The Financialisation of Water in England and Wales*, Bayliss (2014) étudie les effets distributifs de la financiarisation²⁵ des WaSCs de 1991 à 2013. Si elle se détourne d'une définition limpide de la financiarisation, Bayliss attribue ce terme à la progressive montée en puissance d'investisseurs financiers dans les firmes non-financières:

Ownership of non-financial firms is increasingly in the hands of financial investors
(Bayliss, 2014, p.10).

D'après l'auteure ces (nouveaux) actionnaires mettent en place des nouvelles stratégies afin d'aligner les dirigeants sur leurs intérêts. Ces stratégies, qui augmentent la « shareholder value » ont toutefois de nombreux effets pervers : elles entraînent des « cost cutting » et des « job reductions », mettant en péril « the long term success of the firm » (Bayliss, 2014, p.10).

Pour étudier ces différentes conséquences de la financiarisation, Bayliss mobilise l'approche en *System of Provision* (SOP). Concrètement, cette approche détermine que les *outcomes* (résultats) d'un secteur particulier sont fonction d'interactions entre différents agents. Ces derniers - ancrés dans des contextes sociaux, économiques, et culturels différents et historiquement produits - ont des intérêts divergeants, et souvent contradictoires. Du fait de la variété d'agents et des contextes qui les produisent, chaque secteur a toutefois ses propres contradictions²⁶ et son propre *system of provision*. Dans le secteur de l'eau anglais, Bayliss décrit trois types d'agents principaux ayant des intérêts divergeants : les consommateurs, les producteurs (actionnaires, dirigeants et salariés)²⁷ et l'État (l'Ofwat) (Bayliss, 2014).

²⁵ « La financiarisation de l'eau » est une notion popularisée par Bayliss dans un article particulièrement cité en 2013. Celui-ci, intitulé *The financialization of water*, retrace les différents développements contemporains de la distribution d'eau en lien avec les pratiques contemporaines de la financiarisation (valeur actionnariale, régime d'accumulation, rentiers, etc).

²⁶ L'un des principes de la SOP est que la conflictualité des agents de la production détermine la consommation. Cette approche, initiée par Fine et Leopold (1993), s'est en outre construite en opposition à la théorie néoclassique de la consommation qui postule que la consommation est le résultat d'agents rationnels « maximisateurs » de leur propres intérêts (Bayliss et al, 2013). L'un des principes de la SOP est que la conflictualité des agents de la production détermine la consommation

²⁷ Ces agents peuvent entrer en conflits. Le plus évident étant le conflit dirigeants-actionnaires vs salariés (Bayliss et al, 2013).

Les conséquences de la financiarisation des WaSCs (Bayliss, 2014)

En parcourant ces différents agents, Bayliss soutient que le secteur de l'eau n'a que peu évolué entre 1991 et 2013 du point de vue de la consommation. Dans un secteur monopolistique soumis à une régulation complexe, les ménages – principaux consommateurs²⁸ - ont peu d'influence sur la distribution et l'assainissement de l'eau. Ils sont obligés de payer leurs factures quel qu'en soit le prix, et doivent compter sur le gouvernement et le régulateur pour protéger leurs intérêts (Bayliss, 2014).

En revanche, Bayliss constate que, du point de vue de la production, le secteur s'est profondément modifié. Depuis la privatisation, elle souligne que quatre (Thames Water, Southern Water, Anglian Water et Yorkshire Water) des six firmes délistées du London Stock Exchange (LSE) sont désormais détenues par des fonds privés d'investissement. Cette structure de propriété, qu'elle qualifie de « complexe et peu transparente » (p.26), établit une chaîne de compagnies autour de la WaSC, qu'elle décrit de la façon suivante:

The regulated company sits in a chain of group companies, some of which are based in tax havens, and funds are transferred up and down the ownership chain in a dense sequence of dividends and interest payments on inter-group loans. Several holding companies with similar names in the chain of ownership do nothing apart from receive interest and/or dividends and then pay these out to other group companies (Bayliss, 2014, p.26).

Cette chaîne verticale de *holdings* - ayant pour seul but de transférer et de recevoir des prêts, des dividendes et des intérêts - se démarque par son *unicité*. En effet, les firmes appartenant aux investisseurs institutionnels *classiques* (United Utilities, Severn Trent et South West Water) et aux conglomérats de l'énergie (Wessex Water et Northumbrian Water) ne détiennent pas ce type de structure. Pour Bayliss, ceci suggère que le degré de financiarisation n'est de loin pas uniforme, et dépend profondément de la nature du « propriétaire » (Bayliss, 2014, p.29).

²⁸ Les autres consommateurs sont respectivement le secteur industriel et le secteur agricole (Bayliss, 2014),

Pour expliquer cette différence dans la financiarisation entre type d'actionnaire, Bayliss s'appuie sur les structures complexes de titrisation²⁹ dans lesquelles évoluent ces compagnies. Via leurs filiales offshore de leur structure titrisée, l'auteure affirme que les firmes gouvernées par les fonds sont en mesure d'accroître considérablement leur endettement. Dans la continuité des travaux d'Allen et Pryke (2013), la dette levée par titrisation sert, d'après Bayliss, à distribuer des dividendes aux actionnaires et à payer la dette d'acquisition (du LBO) (Bayliss, 2014). Entre 2009 et 2013, elle remarque que ces firmes ont en effet versés des dividendes cumulés supérieurs à leurs profits nets, et ont connu, entre 2003 et 2013, un accroissement de leur dette nette plus important que les autres compagnies (Bayliss, 2014, p.60, p.69).

Cet endettement, plus important pour les firmes gouvernées par des fonds privés d'investissement, tend à engendrer ses propres effets pervers. Si Bayliss remarque en outre une augmentation de 56% de la part du chiffre d'affaires consacré à la rémunération des dirigeants entre 2003 et 2013 (p.76) ; une diminution de cette même part et sur la même période de 15 à 10 % pour les salariés (p.76) ; et une précarité hydrique pour les usagers due à la hausse de l'endettement qui accroît les prix³⁰ (p.84) ; elle souligne que les compagnies gouvernées par les fonds mettent davantage en danger leur pérennité financière. Leurs structures financières, suggère Bayliss, sont en effet particulièrement inflexibles, les rendant vulnérables aux aléas économiques et institutionnels (Bayliss, 2014, p.73).

Dans cette orientation actionnariale *inégalitaire* des compagnies, l'Ofwat a finalement un rôle décisif selon l'auteure. Sa médiation *a priori* neutre est en réalité profondément politique puisqu'il *concède* aux actionnaires et *pourchasse* les usagers en précarité hydrique. Bien qu'une partie des effets distributifs résulte d'un choix politique de l'Ofwat, l'absence de régulation sur les politiques de distribution et sur les ratios de liquidité s'apparente, pour Bayliss, davantage à une incapacité à pouvoir contrôler une financiarisation *incoercible*, comme elle l'explique par les mots suivants :

²⁹Bayliss fait ici référence au *Whole Business Securitization (WBS)* qui permet, comme son nom l'indique, d'effectuer une titrisation globale de l'entreprise via la levée de fonds au travers de *Special Purposed Vehicule (SPV)*.

³⁰ Étant meilleure marché que les fonds propres, la dette réduit le coût moyen pondéré du capital. Ce dernier, comprend le coût de la dette et le coût des fonds propres. En remplaçant les fonds propres par de la dette, le coût du capital diminue, influençant le retour sur le capital investi qu'estime l'Ofwat pour déterminer le facteur K (Bayliss, 2014).

Group companies, particularly those owned by private-equity firms, transfer revenue, debts, dividends and interest up and down companies within group structures to maximize shareholder returns. Mostly this activity is outside the scope of Ofwat (Bayliss, 2014, p.55).

Par ces différents apports, l'étude de Bayliss (2014) est à ma connaissance l'analyse la plus exhaustive de l'orientation actionnariale des WaSCs. Elle propose une compréhension originale de la gouvernance actionnariale qui tient compte de la complexité des interactions entre les différents agents en énonçant une thèse principale : grâce à une ingénierie financière – la titrisation - les firmes gouvernées par des fonds privés d'investissement lèvent des fonds par emprunt aux bénéfices des actionnaires. Si cette distribution engendre des gagnants – les actionnaires - elle a également pour conséquence de fragiliser la pérennité financière des compagnies. Outre les conséquences similaires au secteur – sur les usagers et les salariés - une conséquence spécifique est, dès lors, rattachée aux fonds privés d'investissement : celle de la fragilisation financière.

Compte tenu de ses résultats, l'étude de Bayliss (2014) est doublement précieuse. D'abord parce qu'elle met au jour les stratégies actionnariales distinctes selon les structures de propriété ; ensuite parce qu'elle souligne la conséquence singulière de la stratégie des fonds: le mise en péril de la pérennité financière de l'entreprise.

Une fragilisation financière *suggérée* par Bayliss (2014)

Cette étude, qui servira de base à la *culture matérielle de la financiarisation*³¹ (Bayliss, 2017), soulève néanmoins des questionnements. Loin de remettre en cause la validité et l'apport de l'auteure, ma démarche critique entend mettre en évidence une « zone d'ombre » principale dans sa démonstration: l'absence de mesure de la fragilisation financière.

Pour Bayliss, l'endettement est le principal responsable de la *déstabilisation* financière des compagnies détenues par des fonds privés d'investissement. En effet celui-ci

³¹ Dans cette étude, Bayliss retrace les normes culturelles (discours et récits) qui permettent de *normaliser* « le pouvoir des actionnaires » dans le *system of provision* de l'eau anglais (Bayliss, 2017).

fragilise leurs bilans comptables (*balance sheets*) afin de satisfaire la valeur actionnariale :

Private equity owners, operating in global markets can make more use of their capital by extracting as much as possible from water companies to finance other investments. For these investors, the English water companies are just a small part of an extensive investment portfolio. By stretching their balance sheets to the limit, increasing borrowing to a point where they stay just within investment grade boundaries, they are able to increase their global wealth further (Bayliss, 2014, p.70).

Plus largement, l'auteure soutient que cette fragilisation financière peut entrer en contradiction avec les objectifs réglementaires de l'Ofwat. D'après l'auteure, le moindre aléa réglementaire³² - visant à diminuer le taux d'endettement - mettrait en péril les fonds destinées aux actionnaires :

There are clear tensions between the efforts of the regulator to maintain a regulatory environment that is conducive to financeability at the same time as firms are stretching their balance sheets to the limit to take out debt ... Companies may struggle in response to the current price review. The WACC on which price controls are based is expected to be lower in the next price period (PR14) in part because Ofwat will revise their expected gearing levels upward. For firms that are highly indebted, this may lower their interest rate cover ratio which is a key indicator for ratings agencies ... the private equity ownership structure is attractive to the financial sector because of its closed ownership. Increasing equity through share issues is unlikely to be a viable strategy which leaves increasing equity through retained earnings (and lower dividends) as the only available option (Bayliss, 2014, p.73).

Par ces mots, Bayliss évoque donc les risques engendrés par la stratégie de profit des fonds privés d'investissement. En levant des fonds par emprunt afin de maximiser leurs intérêts, les fonds fragilisent les capacités financières des compagnies. En conséquence, les firmes s'exposent aux aléas réglementaires, ce qui peut conduire, *in fine*, à mettre en péril la *valeur* destinée aux actionnaires.

³² Elle souligne surtout les risque engendrées par la régulation sur les agences de notation de crédit. Ces dernières, pourraient revoir leur notes de crédit à la baisse, mettant en péril les licences des compagnies (Bayliss, 2014).

Bien que stimulante, cette fragilisation financière n'est toutefois pas mesurée par Bayliss. En effet, l'auteure ne fournit ni donnée chiffrée ni démonstration concrète pour étayer son propos. En conséquence, la fragilisation financière des compagnies engendrée par la stratégie de profit des fonds privés d'investissement garde, en l'état, son caractère « hypothétique ».

2.3. Hypothèses

Ce travail propose, dès lors, d'explorer la fragilisation financière suggérée par Bayliss (2014). A ma connaissance, aucun travail³³ depuis son étude n'a cherché à le démontrer. Compte tenu de la revue précédente et en vue d'adresser la question des conséquences financières des stratégies de profit actionnariales, deux hypothèses principales sont formulées pour le groupe Thames Water.

Premièrement, dans la continuité de Bayliss (2014), je postule que la restructuration de l'actionariat de Thames Water en 2006 a favorisé une stratégie à court terme visant à maximiser les fonds levés par endettement au bénéfice des actionnaires. Sur la base des travaux d'Armitage (2012), je soutiens que cette stratégie revient à intensifier la stratégie initiale constituant, dès la privatisation, à financer des dividendes par emprunt.

Deuxièmement, dans la continuité de Bayliss (2014), j'avance l'*insoutenabilité* à moyen terme de cette stratégie. Elle vulnérabilise non seulement la pérennité financière du groupe mais également les versements aux actionnaires.

Conclusion

Dans ce chapitre, j'ai retracé les principales thèses de la littérature sur la gouvernance d'entreprise des WaSCs. En me focalisant dans un premier temps sur les travaux d'Helm-Tindall (2009), Armitage (2012), et Allen-Pryke (2013), j'ai montré que la littérature délaissait la question des *conséquences* de l'orientation actionnariale, et différait quant au rôle assuré par le type d'actionnaire (structure de propriété). De la

³³ Parmi les travaux les plus récents on peut citer le travail de Bayliss (2017) et celui de Bertoméu-Sánchez (2020). Si le premier développe la culture matérielle du SOP de l'eau anglais, le second examine économétriquement les effets de la financiarisation. Il démontre notamment que les firmes détenues par des fonds ont un taux d'endettement (*gearing*) plus élevé que les autres compagnies.

sorte, j'ai pu mettre en valeur l'étude de Bayliss, démontrant non seulement une distinction entre les stratégies de profit selon le type d'actionnaire, mais aussi, leurs conséquences particulières pour les composantes de l'entreprise.

Au sortir de ce chapitre, il m'est dès lors possible de dégager deux hypothèses principales. La première, postule une intensification de la stratégie initiale – consistant à lever des fonds au bénéfice des actionnaires – dès l'entrée des fonds de Macquarie dans la propriété de Thames Water. La seconde avance, quant à elle, les effets pervers engendrés par cette stratégie. Cette dernière nuit non seulement à la pérennité financière du groupe mais également aux versements destinés aux actionnaires.

3. Méthodologie

Sur la base de ces hypothèses, le quatrième chapitre présentera et discutera des principaux résultats de ce travail. Pour aider à sa compréhension et pour justifier ma méthode, ce chapitre en présente la méthodologie. J'y décris la méthode (3.1) ainsi que les mesures mobilisées (3.2). J'y présente enfin mes sources et données (3.3).

3.1. Méthode

Dans ce travail, je m'attache à révéler les stratégies de profit actionnariales, leurs modifications, et leurs conséquences financières de 1991 à 2020 pour le groupe Thames Water. Afin de « tester » mes hypothèses, je m'appuie sur une analyse financière adoptant une méthode inductive. Celle-ci me permet de partir « des faits concrets » - en l'occurrence les données comptables du groupe - en vue de les expliquer. A ce titre, et au vu de mes hypothèses, l'analyse financière se divise en trois étapes principales :

- 1) Exposer une problématique : *quelles sont les évolutions principales de la performance financière ?*
- 2) Expliquer cette problématique au regard de mes hypothèses : *dans quelle mesure les stratégies de profit actionnariales expliquent les évolutions de la performance ?*
- 3) Chercher d'éventuel(s) facteur(s) explicatif(s) alternatif(s)

La performance financière³⁴ a pour ambition de « capturer » la fragilisation financière énoncée par Bayliss (2014). Pour cela, ce travail fait le choix de l'aborder sous la notion de rentabilité et celle de risque financier, soit respectivement *la capacité du groupe à générer un résultat (économique ou financier)* et *la vulnérabilité du résultat aux charges financières* (Colasse-Oxibar, 2021). De cette manière, la *solidité* ou la *fragilité* financière d'une société peut être mise en lumière.

La *solidité financière*, soit le *risque a priori faible de faire défaut auprès des créanciers*, lorsque :

³⁴ La performance financière est toutefois une notion vaste, se référant à des réalités multiples mesurée par un certain nombre d'indicateurs (Colasse-Oxibar, 2021).

- La rentabilité augmente et le risque financier diminue (profits ↑ ; charges financières ↓).

La *fragilité financière*, soit le risque a priori important de faire défaut auprès des créanciers³⁵ lorsque :

- La rentabilité diminue et le risque financier augmente (profits ↓ ; charges financières ↑)³⁶.

3.2. Opérationnalisation et mesures

Mesures de la performance financière

Pour mesurer la performance financière, ce travail opérationnalise la rentabilité et le risque financier de la façon suivante.

En ce qui concerne la rentabilité, elle est opérationnalisée par le ratio de rentabilité des actifs (*return on assets*, ROA) utilisé pour mesurer la rentabilité économique d'une société. Il désigne son aptitude à dégager des profits à partir de son capital, et se calcule comme suit:

$$\frac{\text{Résultat opérationnel}}{\text{Total des actifs}}$$

Dans cette mesure de la rentabilité économique, le résultat opérationnel est préféré au résultat net. En effet, comme l'explique Du Tertre-Guy (2008) *le profit de l'entreprise et notamment son résultat net... sont des variables extrêmement volatiles. Leurs montants dépendent non seulement de la situation conjoncturelle de l'entreprise, qui résulte de l'état du marché et de sa capacité à réaliser des profits, mais ils sont aussi déterminés par les choix financiers qui sont effectués par la direction de l'entreprise en matière d'amortissement de ses équipements pour compenser des détériorations prévisibles, et en matière de provisions pour faire face à des risques de dévalorisation dans le futur* (Du Tertre-Guy, 2008, p.36-37).

En conséquence, afin d'éviter la volatilité du résultat net, ce dernier sera également remplacé par le résultat opérationnel - soit le résultat net avant impôt, taxes etc – dans le cadre des mesures utilisant le résultat net.

³⁵ Cette définition permet de corroborer celle de Guy, déterminant la fragilité financière comme *l'exposition au risque de défaut* (Guy, 2011, p.123).

³⁶ Cette définition a pour avantage d'expliquer les principaux déterminants de la *fragilité* financière en lieu et place d'une simple capture par un taux de liquidité ou de solvabilité par exemple.

En ce qui concerne le risque financier, ce dernier est opérationnalisé par le taux d'endettement (*gearing*). Cet indicateur renseigne le niveau d'endettement d'une société et se calcule par :

$$\frac{\text{Dette nette}}{\text{Fonds propres}}$$

Cette mesure est préférée à celle mobilisée par le régulateur $\frac{\text{Dette nette}}{\text{RCV}}$ afin d'éviter le *capex bias* et les asymétries d'informations du RCV, recensés dans un certain nombre d'études³⁷.

Mesures des stratégies de profit actionnariales

Une fois la *performativité* mesurée, l'analyse financière cherchera à indiquer le rôle des stratégies de profit actionnariales. Pour cela, je m'appuie sur les indicateurs fournis par Armitage (2012) et Du Tertre-Guy (2008).

Le *shortfall dividend* est défini par Armitage comme *the amount that the industry had to borrow in a given year, ignoring changes in holdings of financial assets, as a proportion of operating cash flow* (Armitage, 2012, p.470). Dit autrement, il représente, le besoin de financement externe de dividendes. Il indique ainsi la stratégie de profit actionnariale qui consiste à financer des dividendes par la dette en l'absence de *cash disponible*, et se mesure comme suit :

$$\frac{\text{Dividendes} - \text{flux de trésorerie disponible}}{\text{Flux de trésorerie issus des opérations}}$$

Cette première mesure ne capture toutefois pas l'ensemble de la *valeur* destinée aux actionnaires. En effet, les investisseurs peuvent extraire de la *valeur* par le biais de *share buybacks* (rachats d'actions) visant à accroître le cours des actions. Dans le cas des compagnies détenant des *holdings* - comme dans le cas de Thames Water - les rachats d'actions sont effectués directement par les *holdings* et sont de fait indisponibles dans nos données. Pour capturer néanmoins la *valeur* dont bénéficient les actionnaires au-delà des dividendes, ce travail s'appuie sur le ratio de rentabilité

³⁷ Voir en exemple le rapport de VividEconomics (2018) intitulé *Fair rate of return for the regulated water industry in England and Wales*.

financière (*return on equity*, ROE). Celui-ci correspond à l'ensemble des profits *a priori* destinés aux actionnaires et se calcule de la manière suivante :

$$\frac{\text{Résultat opérationnel}}{\text{Fonds propres}}$$

En décomposant la mesure sur la base des travaux de Du Tertre et Guy (2008), il est par ailleurs possible d'expliquer plus concrètement quels sont les facteurs explicatifs de la rentabilité financière. En effet, l'effet de levier de la rentabilité financière peut provenir davantage du taux d'endettement, ou davantage de l'écart entre le taux de rendement économique (*return on capital employed*, ROCE) et le taux d'intérêt apparent (I) d'après la formule suivante :

$$ROE = ROCE + (ROCE - I) \times \text{Taux d'endettement}$$

$$\text{Où le ROCE} = \frac{\text{Résultat opérationnel}}{\text{Capitaux employés}}^{38} \text{ et } I = \frac{\text{Intérêts}}{\text{Dette nette}}$$

Mesures des facteurs explicatifs alternatifs

Finalement, certains facteurs explicatifs alternatifs seront mis en relief. Outre les dépenses en capital (*capital expenditure*, CAPEX) en pourcentage du flux de trésorerie issus des opérations³⁹, le ROA sera décomposé à l'aune des travaux de O'Sullivan (2019). En effet, d'après l'auteure, les deux composantes du ROA, à savoir la rotation des actifs et la marge opérationnelle, déterminent *the success of a capitalist firm* (O'sullivan, 2019, p.13). La rentabilité économique peut, à ce titre, provenir davantage de l'efficacité dans la gestion d'actifs (rotation des actifs) ou davantage d'une capacité à générer une marge opérationnelle importante. Cette décomposition est capturée par la formule suivante :

$$ROA = \text{Rotation des actifs} \times \text{Marge opérationnelle}$$

$$\text{Où la rotation des actifs} = \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Total des actifs}}^{40} \text{ et la marge opérationnelle} =$$

$$\frac{\text{Résultat opérationnel}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

³⁸ Les capitaux employés sont calculés comme suit : *Total des actifs – current liabilities*.

³⁹ Cette mesure permet d'indiquer la proportion de *cash* issue des opérations, utilisable à des fins d'investissement.

⁴⁰ La rotation des actifs est calculée par le rapport entre le chiffre d'affaires et le total des actifs. Une autre formule préfère la calculer en rapport au total des actifs moyens.

3.3. Sources et données

Pour calculer ces différents indicateurs, ce travail s'appuie sur les données financières de Thames Water. Ces données ont été tirées des logiciels financiers Bloomberg et Refinitiv Eikon, mis à disposition par la *Geneva School of Economics and Management* (GSEM) de l'Université de Genève. Le reste des données proviennent de certains travaux dont celui d'Allen et Pryke. Pour une vue d'ensemble et afin d'exploiter les indicateurs et données déjà récoltées, ce travail met à disposition un fichier Excel de l'ensemble des figures présentées.

Finalement, il convient de préciser que certaines données manquent à notre analyse : les rachats d'actions sont indisponibles ; la segmentation géographique des opérations n'est pas traitée par les logiciels ; et aucune donnée pour 2006 (année de dé-listage de Thames Water) n'est accessible. Ces limites - témoignant d'un manque de transparence sur certaines opérations financières⁴¹ - restreignent les connaissances de certains choix stratégiques du groupe. En effet, en ne mettant à disposition sur son site que les trois derniers rapports annuels (soit seulement depuis 2017), Thames Water limite la capacité à expliquer certaines tendances économiques, justifiées pourtant dans les rapports annuels des compagnies.

Conclusion

Dans ce chapitre, j'ai décrit la méthodologie mobilisée dans le quatrième chapitre. J'y avance ma méthode, les mesures, ainsi que les sources et données de références. De la sorte, ce chapitre vise à faciliter et justifier l'analyse de la performance financière de Thames Water entre 1991 et 2020. Étudions donc à présent la *performativité* du groupe.

⁴¹ Depuis le début des années 2000, de nombreuses firmes ne sont plus listées, dont Thames Water. Cela implique certaines limitations pour mes données, puisqu'une fois dé-listées, les firmes ont moins d'incitations à fournir des informations sur leurs activités et leurs structures financières (Bayliss, 2014).

4. Analyse financière de Thames Water

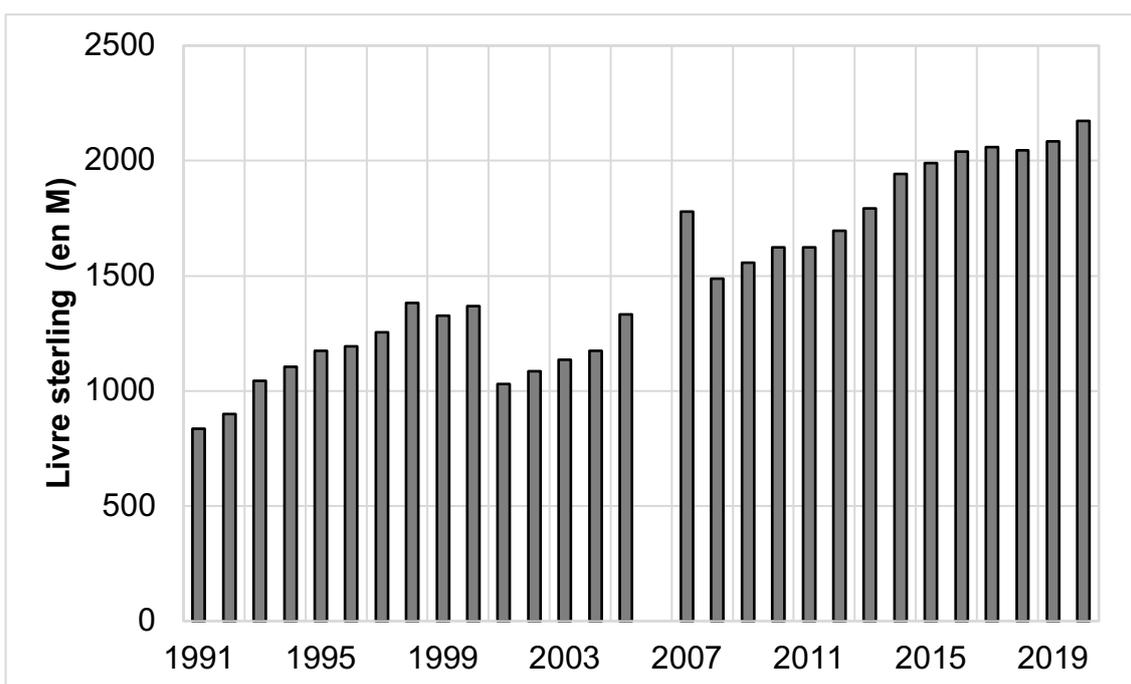
Dans ce dernier chapitre, je m'attelle à entreprendre une analyse approfondie de la performance financière de Thames Water de 1991 à 2020. Je vise, de la sorte, à éclairer les suggestions soulevées par Bayliss dans le second chapitre et qui ont trait aux conséquences économiques et financières provoquées par l'arrivée des fonds privés d'investissement dans l'actionnariat de Thames Water.

Dans cet objectif, je propose d'organiser mon analyse financière autour de trois points principaux. Le premier, soumet la problématique de la hausse de l'endettement dans un contexte de baisse des profits (4.1). Les suivants, s'attachent à expliquer ces phénomènes à l'aune des changements dans la stratégie de profit actionnariale (4.2) et du durcissement réglementaire (4.3).

Préambule

Avant d'entrer plus en détails dans l'analyse financière, il est utile de présenter un fait stylisé représentatif de la performance de Thames Water. Pour cela, il est commun de se référer au chiffre d'affaires. Dans le cadre de la compagnie anglaise, il témoigne d'une relative progression. En effet, à l'exception de sa dégradation au tournant du millénaire (Figure 4), le chiffre d'affaires de Thames Water a connu une croissance positive depuis la privatisation. Augmentant de près de 60% durant la première décennie (1991-2000), il connaît néanmoins un ralentissement de sa progression sur la période 2007-2020 (22,19%) (Figure 4).

Figure 4. Chiffre d'affaires de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration de l'auteur.

4.1. La dynamique problématique de l'endettement dans un contexte de diminution des profits

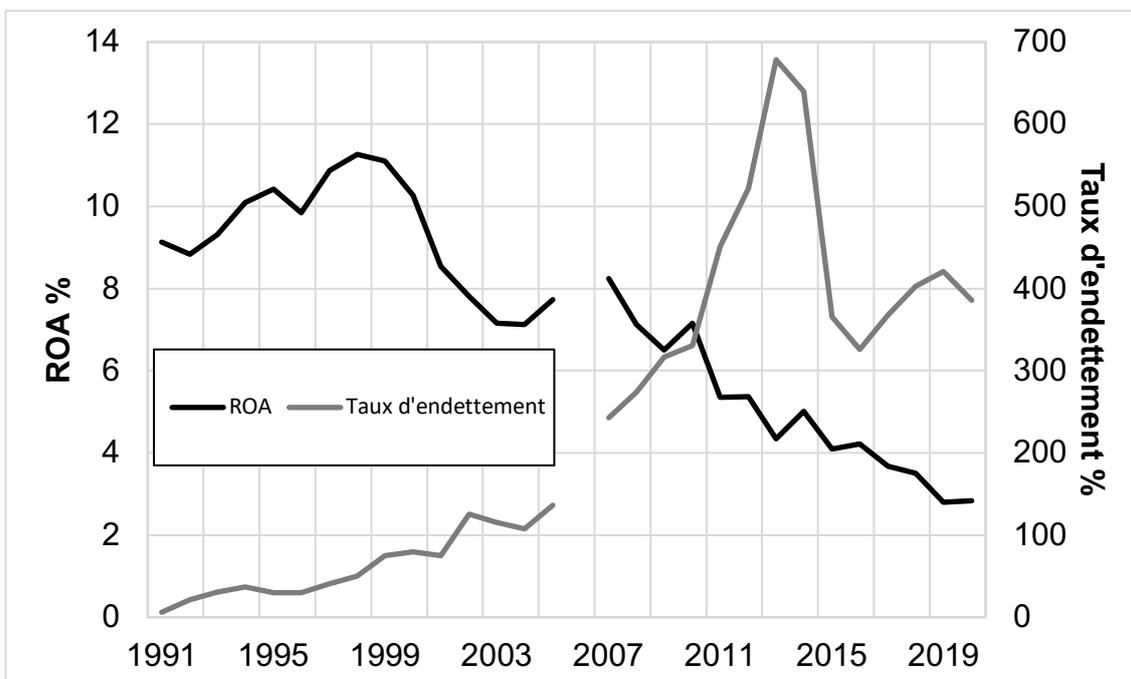
Si cet indicateur mesure l'aptitude de Thames Water à faire croître sa taille (Colasse-Oxibar, 2021), le chapitre précédent adresse la question de la performance à l'aune de la rentabilité économique (ROA) et du taux d'endettement. Ces mesures permettent en effet non seulement d'indiquer la *solidité* ou *fragilité* financière de Thames Water, mais aussi quels en sont les facteurs déterminants (voir chapitre 3). Dans cette première section, je m'attache uniquement à indiquer l'évolution de la santé financière de Thames.

A cet égard, la figure 5 ci-après présente l'évolution de la rentabilité économique et du taux d'endettement. Elle montre que Thames Water connaît une détérioration de sa performance financière depuis l'an 2000. Les profits issus du capital diminuent en effet dès le tournant du millénaire tandis que le taux d'endettement augmente jusqu'en 2013 (Figure 5). A partir de 2007 et jusqu'en 2013, on constate notamment un « pic » de la détérioration financière. Les profits du groupe, après une brève restauration (2004-2007), connaissent un fort déclin, alors que le taux d'endettement augmente de manière importante (Figure 5).

Dit autrement, la compagnie génère sur la période 2000-2013 de moins en moins de profits à partir de son capital tandis que ses obligations financières se multiplient. Le groupe Thames Water s'expose, dans ces conditions, aux risques de défauts de paiements auprès de ces créanciers. Ce risque est d'autant plus significatif qu'il se distingue de la première décennie de la privatisation. Le ROA entre 1991 et 1999 progresse, indiquant un moindre risque pour la compagnie, malgré la hausse de ses charges financières (Figure 5).

En conséquence, cette figure livre un enseignement majeur : si la fragilisation connaît bel et bien son « pic » durant l'ère des fonds privés d'investissement (2007-2013), ses premiers développements interviennent dès les années 2000. Ce chapitre propose de discuter, dès lors, des causes de la fragilisation financière non seulement entre 2007 et 2013 mais également dès les années 2000. Bien que l'ensemble des causes de la fragilisation du groupe dépasse largement les objectifs de ce travail, ce chapitre propose d'en explorer deux principales : les stratégies de profit actionnariales ; et le durcissement réglementaire.

Figure 5. ROA et taux d'endettement de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration et calcul de l'auteur.

4.2. Le rôle des stratégies de profit actionnariales dans la fragilisation financière de Thames Water

Une absence de *cash disponible* renforcée depuis 2007 par les dépenses en capital

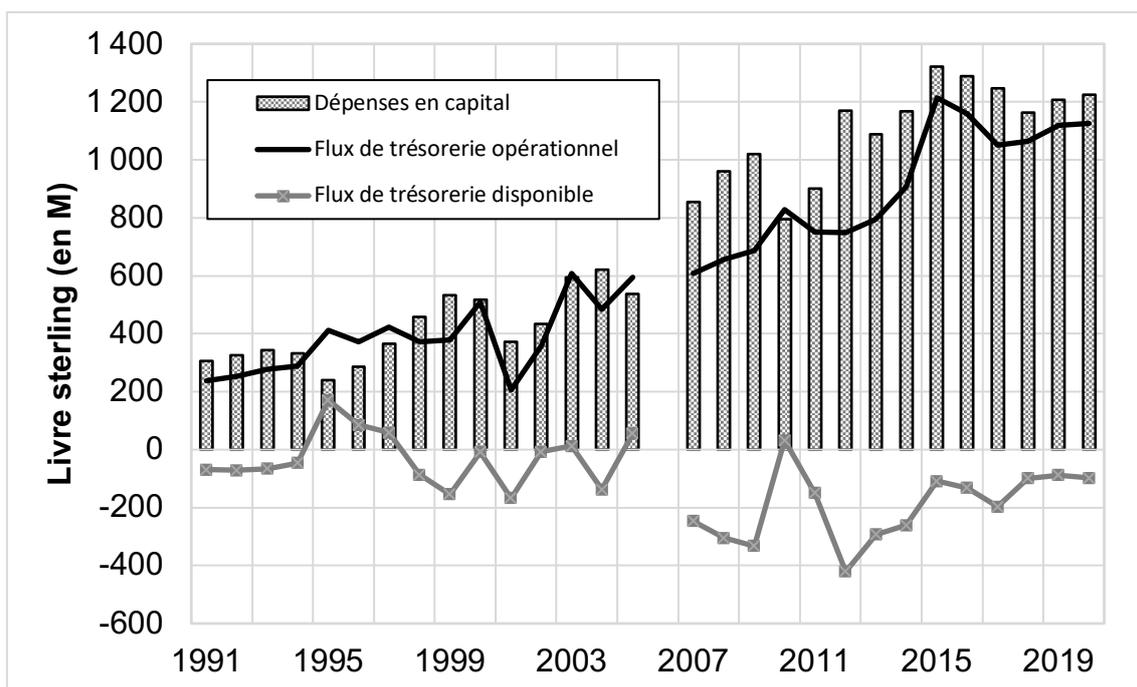
L'un des points de départ pour analyser les stratégies de profit actionnariales est le flux de trésorerie disponible (*free cash flow*). Il désigne le *cash* généré par les activités opérationnelles qui est *disponible* après avoir payé les investissements nets (dépenses en capital). En comptabilité, il représente couramment la somme d'argent qui peut être *distribuée* aux actionnaires (dividendes/rachats d'actions) et/ou aux créanciers (intérêts).

Si le *free cash flow* peut s'avérer positif – indiquant la capacité à générer des excédents d'argent disponible – Armitage (2012) a mis en lumière les *free cash flow négatifs* de l'industrie de l'eau anglaise⁴². Cette absence de *cash disponible* de l'industrie est identique à ce que l'on peut observer pour Thames Water. En effet, la principale compagnie anglaise est, à l'exception notable de 1995-1996, et dans une moindre mesure 1997, 2003, et 2010, en incapacité de générer suffisamment de *cash* afin de rémunérer ses actionnaires (Figure 6). Suite notamment aux obligations⁴³ en matière d'investissement introduits après la *price review* de 1994 - renforcée depuis par la DCE – l'absence de *cash* se voit même amplifiée. En particulier, on peut distinguer la période 1991-2005 de la période 2007-2020. En moyenne, sur la première, le *free cash-flow* atteint les -28,90 millions de livres sterling. Sur la seconde, en revanche, la trésorerie équivaut à -190,97 millions de livres sterling.

⁴² Sur la période 1991-2009, Armitage remarque un *free cash flow* négatif pour l'industrie dans son ensemble (Armitage, 2012, p.469).

⁴³ Cette dernière réagit aux sous-investissements des premières années de la privatisation, causant en outre des sécheresses. A ce titre, on peut se référer à Bakker (2000).

Figure 6. Dépenses en capital, flux de trésorerie opérationnel et flux de trésorerie disponible de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration de l'auteur.

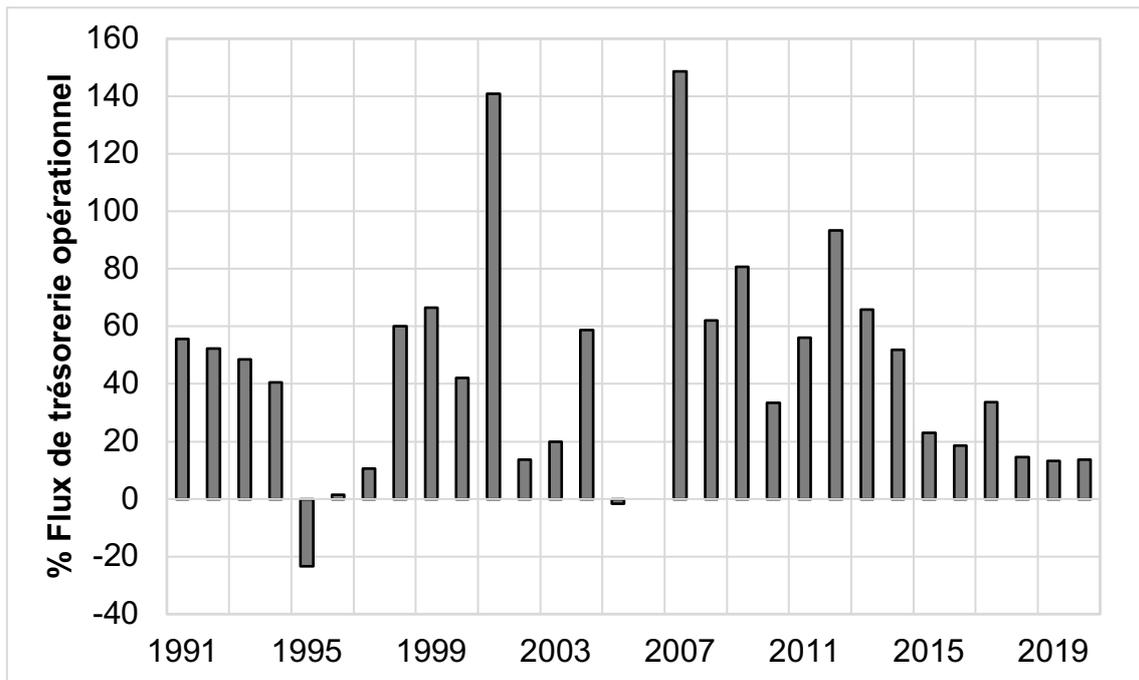
L'accroissement (en moyenne) du *shortfall dividend* et des paiements financiers de 2007 à 2020

La place prise par les dépenses en capital dans le flux de trésorerie disponible, laisse Thames Water dans l'embarras : dans un cas, elle peut décider de ne *distribuer* aucun dividende à ses actionnaires, espérant renforcer ses revenus afin de générer du *cash* les prochaines années ; dans l'autre, elle peut choisir de *distribuer* des dividendes en levant des fonds par emprunt, au risque toutefois de fragiliser sa structure financière. Le *shortfall dividend* (voir chapitre 3) indique que la seconde possibilité prime sur la première. À l'exception de 1995 et 2005, les dividendes nécessitent en effet un financement *externe* en pourcentage du flux de trésorerie opérationnel (Figure 7). Cette dynamique - révélée par Armitage (2012) - peut être distinguée en fonction du type d'actionnaire. Entre 1991 et 2005, soit la période marquée par des investisseurs classiques de la *première financiarisation*⁴⁴, le besoin de financement de dividende équivaut en moyenne à 39% du flux de trésorerie opérationnel. Sur la période suivante (2007-2020), marquée cette fois-ci par les acteurs de la *seconde financiarisation*, ce

⁴⁴ Benquet et Bourgeron (2021) distinguent les acteurs de la *première financiarisation* (banques, assurances, etc) de ceux de la *seconde financiarisation* (fonds privés d'investissements, hedge funds etc).

taux atteint en moyenne les 50,6 %. Ces résultats corroborent donc ma première hypothèse selon laquelle la stratégie de profit actionnariale des fonds accentue la stratégie initiale. En effet, après 2006 le financement de dividendes par emprunt est plus élevé en moyenne que sur la période 1991-2005.

Figure 7. Le besoin de financement externe des dividendes en % du flux de trésorerie opérationnel de Thames Water (shortfall dividends) (1991-2020)



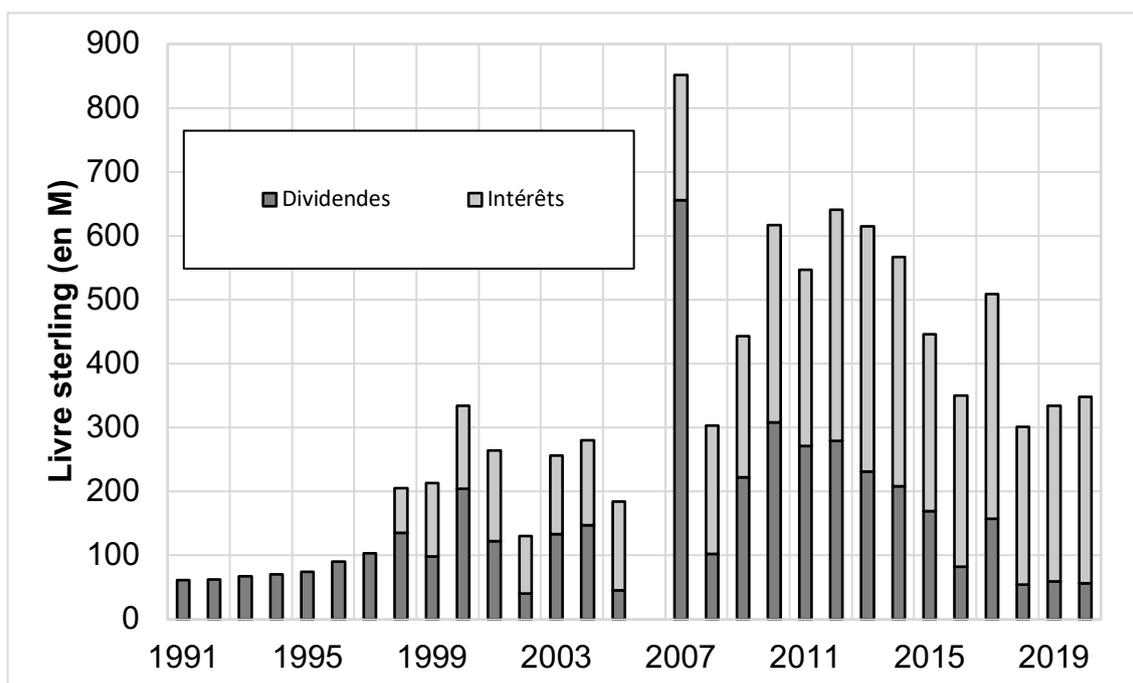
Source : Bloomberg, Refinitiv Eikon, Allen-Pryke(2013) et Hall et Lobina (2007). Élaboration et calcul de l'auteur.

L'observation des paiements financiers – soit les intérêts destinés aux banques et les dividendes servant les intérêts des actionnaires⁴⁵ - renforce cette hypothèse d'un bouleversement de la stratégie de profit actionnariale dès 2006. En effet, suite à l'entrée des fonds privés d'investissement dans l'actionnariat de Thames, le groupe connaît une valeur nominale de ses dividendes de 2007 à 2013 supérieure au « pic » de la période précédente (à l'exception de 2008) (Figure 8). La brièveté de cet épisode révèle cependant la fragilité de cette stratégie. Dans un contexte où Thames Water ne dispose d'aucun *cash* pour effectuer ses paiements financiers, le groupe se voit dans l'obligation de diminuer la valeur nominale des dividendes dès 2012 (Figure 8). Cette réduction, résultant certainement de l'augmentation de ses paiements d'intérêts sur la

⁴⁵ Rappelons qu'une partie des dividendes ne va pas directement *dans la poche* des actionnaires mais permet de rembourser la dette d'acquisition (Bayliss, 2014).

période 2007-2020 (Figure 8), pénalise en retour les actionnaires. En exemple, depuis le départ de Macquarie en 2017, Thames Water ne verse pratiquement plus de dividendes (Figure 8). Le *shortfall dividend* fluctue désormais autour des 13 % du flux de trésorerie opérationnel, témoignant d'un fort ralentissement de la nécessité de lever des fonds par la dette (Figure 7).

Figure 8. Les paiements financiers de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg, Refinitiv Eikon, Allen-Pryke(2013) et Hall et Lobina (2007). Élaboration de l'auteur.

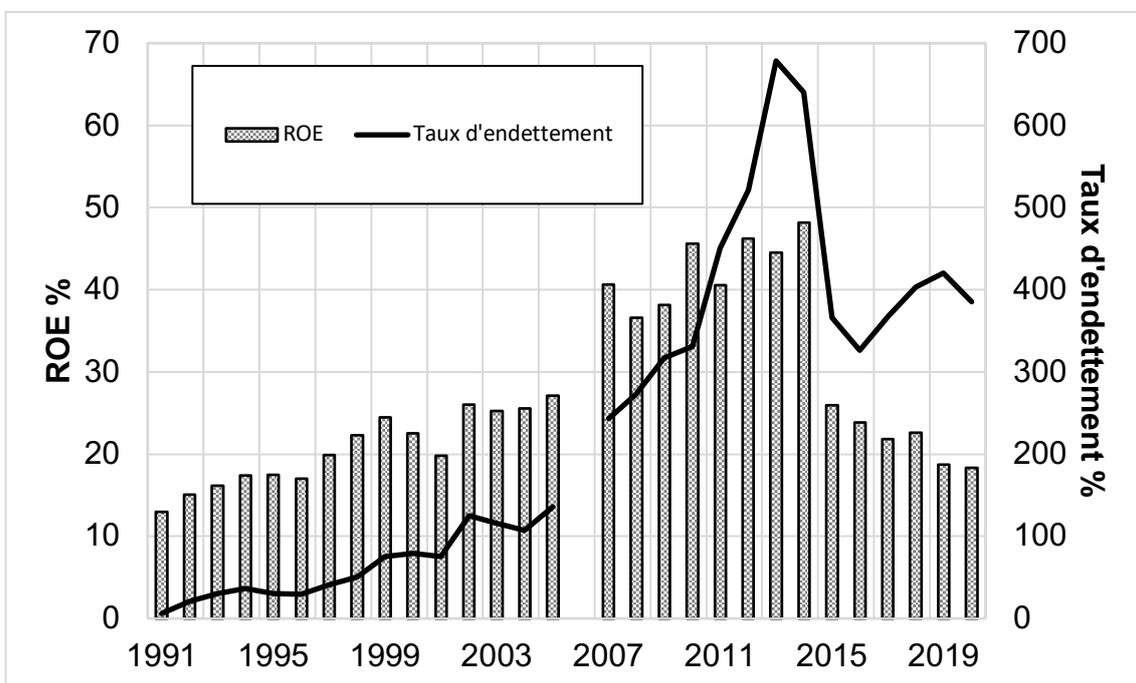
Le contrecoup de l'effet de levier en 2014

La contradiction inhérente à cette stratégie de profit à court terme s'apprécie davantage lorsque l'on s'arrête sur l'évolution de la rentabilité financière. Cette dernière – représentant la part des profits revenant *a priori* aux actionnaires (voir chapitre 3) – décline en 2014 après une forte progression (Figure 9). Pour expliquer cette détérioration⁴⁶, le ROE est décomposé à la lumière des deux facteurs présentés dans le chapitre 3. Dans la figure 9, je présente « le facteur taux d'endettement » de la rentabilité financière. *A contrario*, c'est l'écart entre le taux d'intérêt apparent et le taux de rendement économique (ROCE) qui est présenté dans la figure 10. En les

⁴⁶En outre, cette détérioration peut refléter l'épuisement de la stratégie actionnariale *usuelle* d'un LBO : l'effet de levier financier (Foureaux, 2019). Par cela, il faut entendre le phénomène économique qui consiste à limiter les fonds propres afin de démultiplier la valorisation de la *cible* à la revente, en accroissant la rentabilité financière.

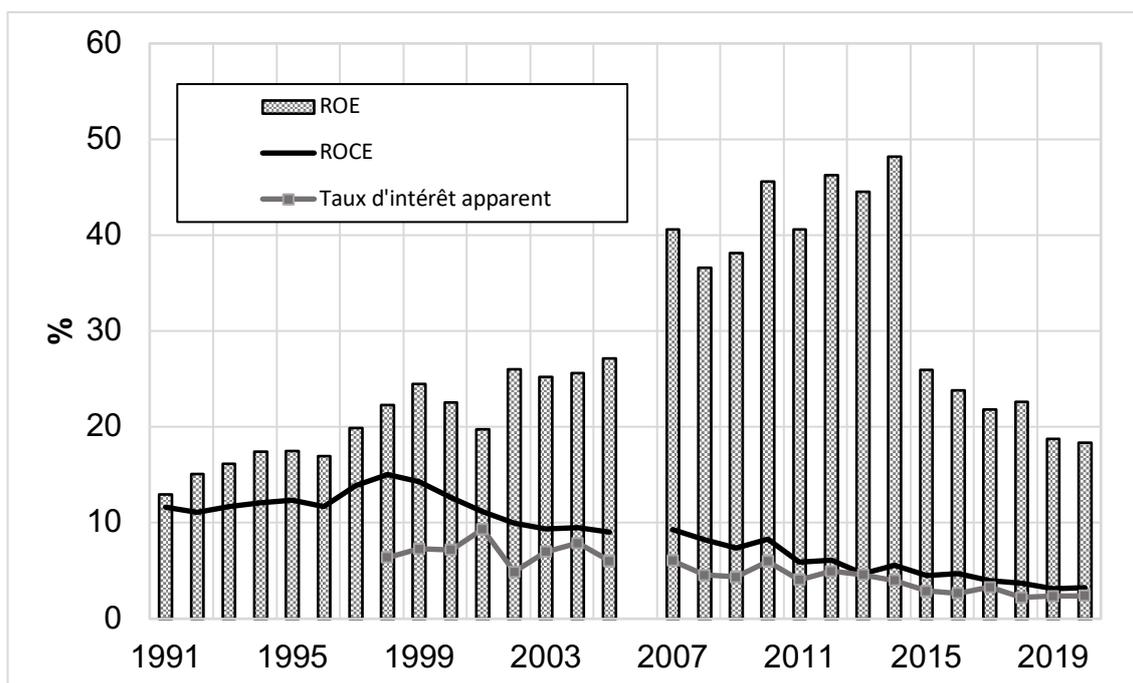
comparant, le résultat est sans ambiguïté : la hausse du taux d'endettement explique davantage la détérioration du ROE que les variations de l'écart entre le taux de rendement économique et le taux d'intérêt apparent. En effet, sur l'ensemble de la période, le taux d'endettement suit les dynamiques similaires à la rentabilité financière (Figure 9), contrairement à l'écart entre le taux de rendement économique et le taux d'intérêt apparent (Figure 10).

Figure 9. La rentabilité financière et le taux d'endettement de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration et calcul de l'auteur.

Figure 10. La rentabilité financière, le taux de rendement économique et le taux d'intérêt apparent de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration et calcul de l'auteur.

Si la dégradation de la rentabilité financière s'explique par la diminution du taux d'endettement, il convient d'expliquer les raisons qui ont conduit Thames Water à réduire son endettement. Pour cela, je propose de retourner une nouvelle fois aux travaux de Bayliss (2014). En effet, d'après l'auteure, le durcissement réglementaire⁴⁷ de 2014 met sous pression les compagnies très endettées. Face au risque de voir leur notes de crédits rétrogradées - déterminantes pour le maintien des leurs licences – ces compagnies n'ont d'autres choix que d'injecter de nouveaux fonds propres afin de diminuer leur taux d'endettement (Bayliss, 2014). Comme l'explique l'agence Moody's en 2013, l'Ofwat *creates regulatory pressure on companies to maintain their credit quality in line with current ratings, which are on average in the A3/Baa1 category* (Moody's, 2013). Avec une note de *Baa1* Thames Water fait face à une pression pour maintenir une note «suffisante⁴⁸» (Moody's, 2013). Face à la réévaluation de son endettement, elle doit donc injecter de nouveaux fonds propres,

⁴⁷ En particulier, le TOTEX modifie la mesure du RCV, déterminant dans le *gearing* calculé par l'Ofwat (dette nette/RCV).

⁴⁸ Les agences de notations - comme Moody's - indiquent la solvabilité des compagnies au travers de note de crédit. Pour maintenir leur licence, les firmes doivent maintenir leur note entre *Aaa* et *Baa*, appelée le *investment grade*.

diminuant non seulement son taux d'endettement mais également sa rentabilité financière (Figure 9).

En clair, les stratégies de profit actionnariales de Thames Water évoluent sur la période 1991-2020. La stratégie initiale qui consiste à lever des fonds pour distribuer des dividendes s'intensifie à partir de 2007. Confirmant ma première hypothèse, elle indique l'essor d'une nouvelle stratégie de profit actionnariale, mise en place par l'arrivée d'un nouveau type d'actionnaire : les fonds privés d'investissement. S'opposant non seulement aux paiements financiers engendrés par la dette, mais aussi à la régulation anglaise de 2014, cette stratégie n'est toutefois viable qu'à court terme (2007-2013). L'accroissement de l'endettement à des fins actionnariales conduit effectivement à mettre en péril la rentabilité financière et le versement de dividendes soit, en dernière analyse, les intérêts des actionnaires eux-mêmes.

Si cette analyse confirme donc la première hypothèse, elle ne saurait néanmoins témoigner *entièrement* de la fragilisation financière présentée au début du chapitre. En effet, dans cette industrie, les entreprises sont limitées dans leur choix d'investissement et sont dépendantes de la régulation en matière de prix. Il s'ensuit que la régulation et ses évolutions peuvent jouer sur deux aspects importants de la performance, à savoir l'usage de la dette à des fins d'investissements, et la génération de profits issus du capital. La suite de l'analyse s'attache à tester ces deux aspects.

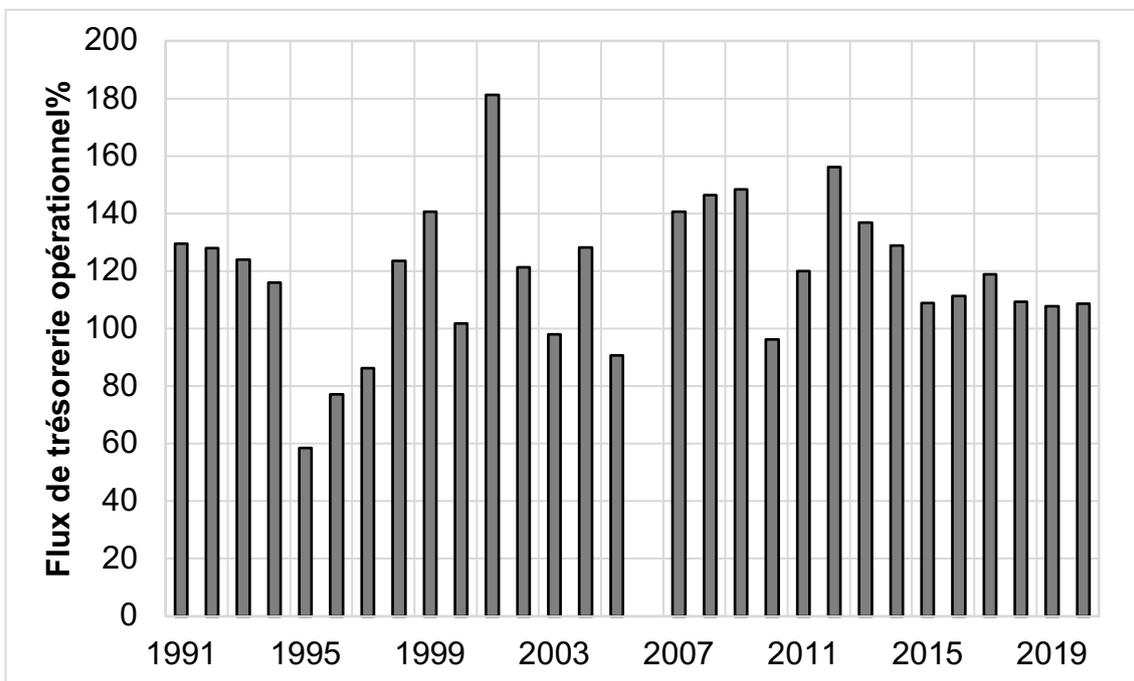
4.3. Le rôle de la régulation dans la fragilisation financière de Thames Water

Des dépenses en capital financées par l'endettement

Il faut préciser d'emblée ce que mon analyse suggérait précédemment. Au point 4.2, je montrais l'influence des dépenses en capital dans l'évolution du *cash disponible*. La figure 11 ci-après complète cette première analyse, en indiquant le pourcentage de ces dépenses vis-à-vis du flux de trésorerie opérationnel. Elle désigne qu'à l'exception de 1995 à 1997, et dans une moindre mesure 2003, 2005 et 2010, Thames Water ne génère pas suffisamment de *cash* de ses opérations pour investir. Ce point est important puisqu'il témoigne du fait que sans l'introduction des obligations d'investissements en 1994 et de ses renforcement plus récents - introduit par exemple par la DCE-, la compagnie aurait certainement pu financer ses investissements sans

financement *externe*. En effet, le CAPEX ne nécessite qu'une faible part de financement, ne variant sur l'ensemble de la période qu'entre 101% et 181% du flux de trésorerie opérationnel (Figure 11). Le durcissement réglementaire joue, en ce sens, un rôle décisif dans les politiques d'endettement du groupe après 1994. Il oblige Thames à perpétuer son emprunt à des fins d'investissements, indiquant que le taux d'endettement découle non seulement des stratégies actionnariales, mais également du durcissement réglementaire d'un secteur *intensif en capital*⁴⁹ (*capital intensiv*).

Figure 11. Dépenses en capital en % du flux de trésorerie opérationnel de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration et calcul de l'auteur.

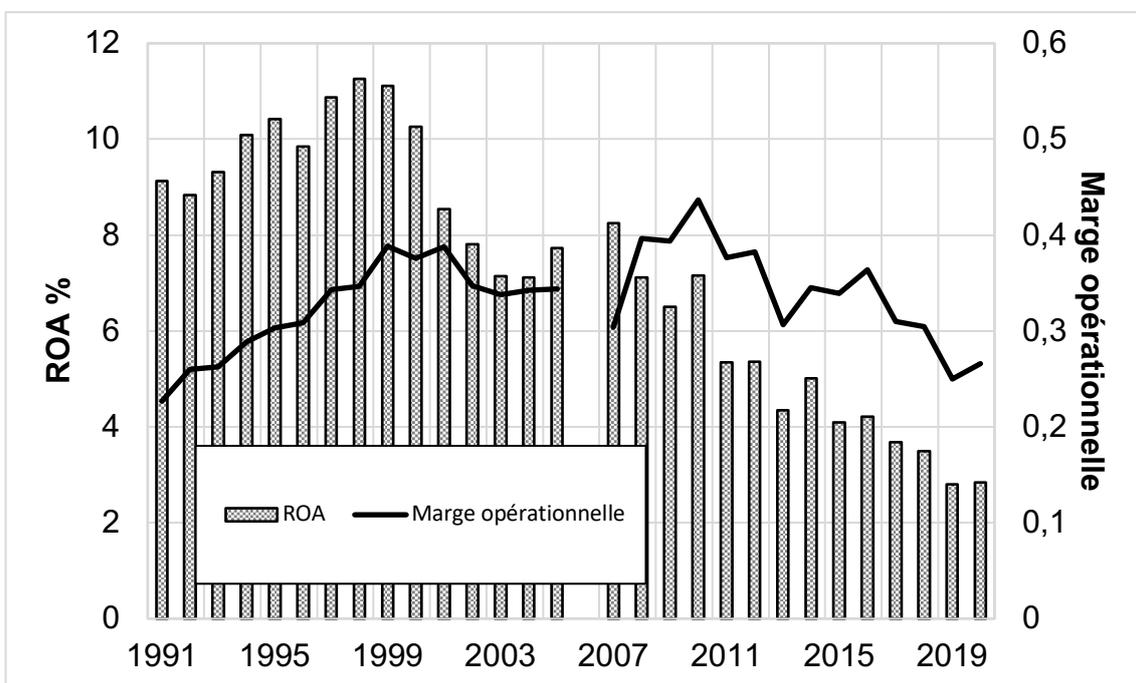
La décomposition de la rentabilité économique de Thames Water

Le rôle le plus flagrant de la régulation tient cependant dans sa capacité à influencer sur la rentabilité économique de la première compagnie anglaise. Pour le montrer, il convient de décomposer, en préambule, le ROA sur la base des éléments énoncés dans le chapitre 3. Dans la figure 12, je présente la marge opérationnelle de la rentabilité économique. L'autre composante du ROA, la rotation des actifs, est indiquée dans la figure 13. A l'aide de ces composantes, deux explications distinctes

⁴⁹ En langue anglaise *capital intensiv* se réfère aux investissements conséquents pour produire des services – en général dans des actifs fixes - dans certaines industries.

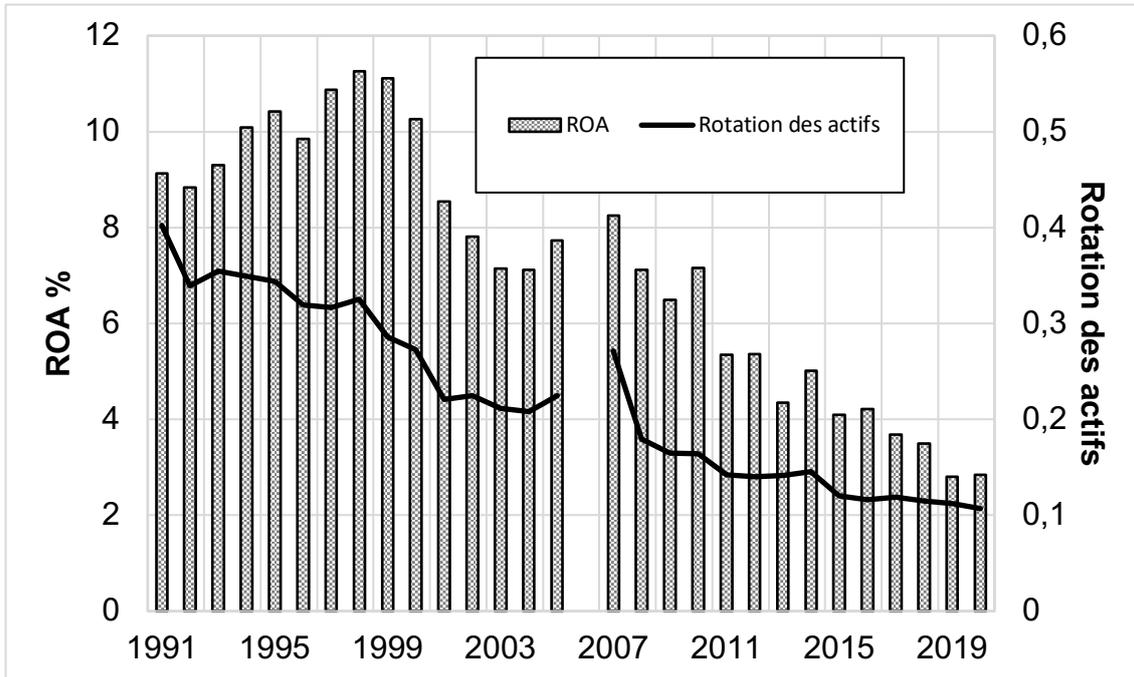
de la rentabilité économique méritent d'être soulignés. D'un côté, entre 1991 et 2005, la marge opérationnelle apparaît être - en comparaison à la rotation des actifs - la principale source des profits de Thames. On observe en effet, sur cette période, une plus grande correspondance entre la dynamique de la marge opérationnelle et la dynamique du ROA (Figure 12) que pour celles rattachant la rentabilité à la rotation des actifs (Figure 13). De l'autre, entre 2007 et 2020, la rotation des actifs explique davantage la rentabilité économique (Figure 13) que la marge opérationnelle (Figure 12).

Figure 12. Le ROA et la marge opérationnelle de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration et calcul de l'auteur.

Figure 13. Le ROA et la rotation des actifs de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration et calcul de l'auteur.

Alors qu'il apparaît ainsi un changement dans le facteur entraînant la rentabilité du groupe en 2007, les « sources » des profits ne sont pas réellement saisies par ces deux composantes. En effet, elles n'indiquent que des « directions » de profitabilité qu'il s'agit d'explorer. Afin de les repérer plus concrètement, il convient d'approfondir, à présent, ces dynamiques respectives.

L'internationalisation et la titrisation comme facteurs explicatifs alternatifs de la rentabilité économique ?

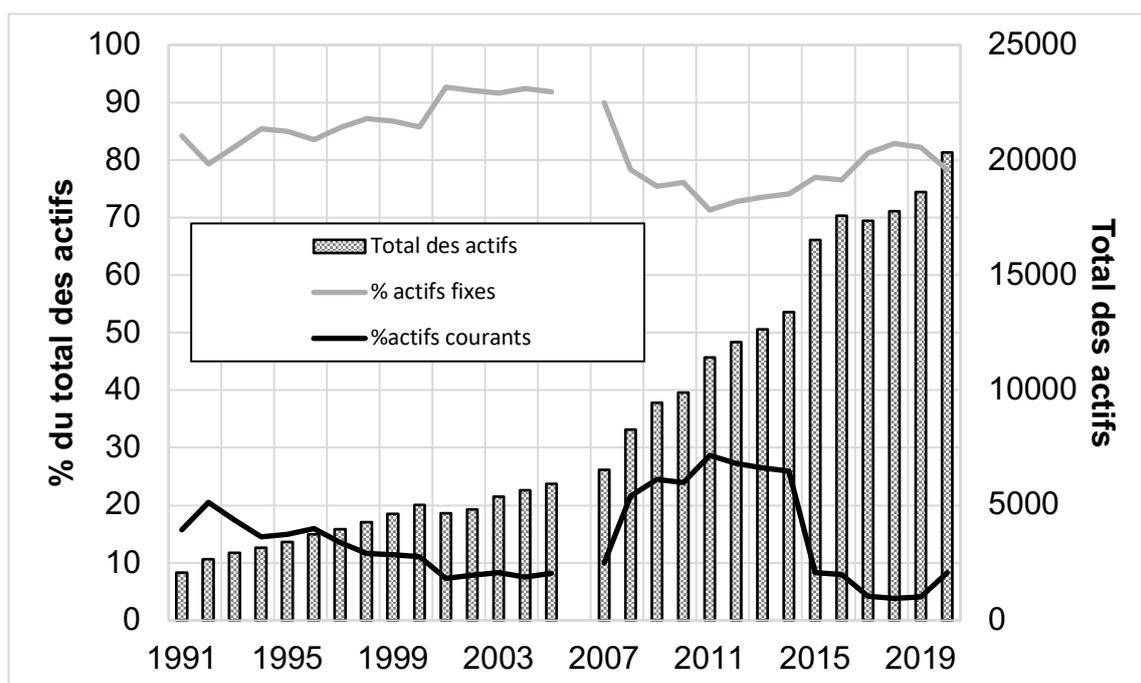
En ce qui concerne la rotation des actifs, tout d'abord, la figure 13 illustre une persistance dans l'inefficience de la gestion des actifs. Entre 1991 et 2001 et de 2007 à 2020, Thames Water n'a pas l'aptitude d'améliorer sa gestion d'actifs (Figure 13). Pour expliquer cette dégradation *quasi* constante de la rotation des actifs on peut relever deux hypothèses. En premier lieu, l'inefficience avant 2007 pourrait être rattachée aux expansions internationales non-rentables de Thames Water. La littérature souligne, à ce titre, les pertes engendrées par les activités internationales du groupe (Hall et Lobina, 2019). Les actifs fixes à l'étranger prendraient dans cette

hypothèse un poids trop important dans le total des actifs et, ne seraient reliés qu'à une faible part de chiffre d'affaires par actif.

En second lieu, l'inefficience après 2007 serait rattachée aux effets de la titrisation dans l'estimation de la mesure. Avec des créances, parfois considérées comme des actifs courants, la titrisation peut accélérer *artificiellement* le total des actifs. Dans ce cas, la valeur de la rotation des actifs se verrait, même avec un chiffre d'affaires en progression, diminuer.

Les données et informations disponibles à ce jour ne permettent toutefois pas de tester la première hypothèse. Aucune donnée sur les activités internationales, leur rentabilité, ou le nombre d'actifs fixes à l'étranger, ne sont disponibles. La seconde hypothèse peut, en revanche, être renforcée par la décomposition des actifs résumée dans la figure 14. Elle indique qu'il y a bel et bien un *gonflement* des actifs courants de 2007 à 2014 (Figure 14). Il s'ensuit que la rotation des actifs semble être une mesure en partie *inopérante* depuis 2007 et rend, de ce fait, difficile l'explication de la rentabilité sur la durée. Des recherches supplémentaires, cherchant à approfondir les explications de la gestion des actifs et de la rentabilité économique depuis 2007, sont nécessaires.

Figure 14. La décomposition du total des actifs de Thames Water (1991-2020)



Source : Bloomberg et Refinitiv Eikon. Élaboration et calcul de l'auteur.

Le poids des variations des prix plafonds dans l'explication de la marge opérationnelle de la rentabilité économique

En ce qui concerne la marge opérationnelle, en revanche, mes résultats sont plus concluants. La capacité de la compagnie à user de son *pouvoir de marché* (O'sullivan, 2019), évolue en effet, tout comme la rentabilité, au gré des plafonnements des prix. De 1994 à 1999, l'augmentation des prix des ménages (Tableau 6) se traduit par une hausse significative de la marge opérationnelle (Figure 12). De manière similaire, lorsque le nouveau plafonnement des prix de 1999 durcit l'estimation (Tableau 6), Thames Water connaît un net recul de sa marge opérationnelle et de sa rentabilité économique (Figure 12). Cette correspondance entre la marge, les prix et le ROA conduit à un résultat important pour ce travail. Elle indique que le durcissement réglementaire des prix en 1999 est un des principaux facteurs de la dégradation financière du groupe à partir des années 2000. *A contrario* du durcissement concernant les investissements, ce renforcement de la régulation détériore cette fois-ci la rentabilité économique de la compagnie anglaise.

Tableau 6. Moyenne annuelle estimée des prix de l'eau pour les ménages desservies par Thames Water (1994/1995 – 2019/2020)

	1994/1995	1999/2000	2000/2001	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2014/2015	2019/2020
PR 94	169	182												
PR 99		206	183	182	180	180								
PR 04						210	246	252	255	258	261			
PR 09											304	313		
PR 14												379	353	

Source : Divers price review de l'Ofwat. Élaboration de l'auteur.

Malgré ce résultat, il convient toutefois de noter que cette démonstration – fondée sur la correspondance entre les prix et la marge opérationnelle - atteint ses limites sur la période 2007-2020. En effet, entre 2010 et 2014 la marge opérationnelle diminue (Figure 12) alors que les prix augmentent de 2008/2009 à 2014/2015 (Tableau 6).

Les effets de la DCE sur la marge opérationnelle

Pour expliquer cette interruption de l'explication de la marge par les prix on peut se référer à la consommation d'eau des ménages desservis par Thames Water. Pour cela, le tableau 7 ci-après présente la consommation d'eau moyenne par an et par personne pour les ménages desservis par la compagnie entre 2011 et 2016. De manière évidente, on observe une diminution de la consommation d'eau des usagers sur cette période (Tableau 7). D'après WWT, cette réduction de la consommation d'eau est imputable à l'essor des compteurs d'eaux . Ces derniers, soutenus par la DCE, réduisent en effet le volume de vente en diminuant la consommation d'eau des usagers (en moyenne 33 litres d'eau par jour) (WWT, 2019). En conséquence, il semble que cette diminution de la demande prend alors le pas sur l'augmentation des prix. Malgré la hausse de ces derniers, la réduction du volume de vente est si importante qu'elle détériore désormais la marge opérationnelle entre 2010 et 2014 (Figure 12)⁵⁰.

Tableau 7. Consommation d'eau en moyenne par an et par personne pour les ménages desservis par Thames Water (2011-2016)

Années	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consommation d'eau/personne	161	155	156	151	149	146

Source : WWT(2019). *Élaboration de l'auteur.*

En somme, cette seconde partie de l'analyse démontre le rôle de la régulation dans la dégradation de la performance financière de Thames Water. Elle montre que les divers durcissements réglementaires jouent une influence non-négligeable sur le taux d'endettement et la rentabilité économique de la compagnie. En effet, le durcissement des prix plafonds au début des années 2000 ainsi que l'essor des compteurs d'eaux (introduits sous l'impulsion de la DCE) contribuent à détériorer la marge opérationnelle de Thames Water. De plus, les obligations en matière d'investissement participent,

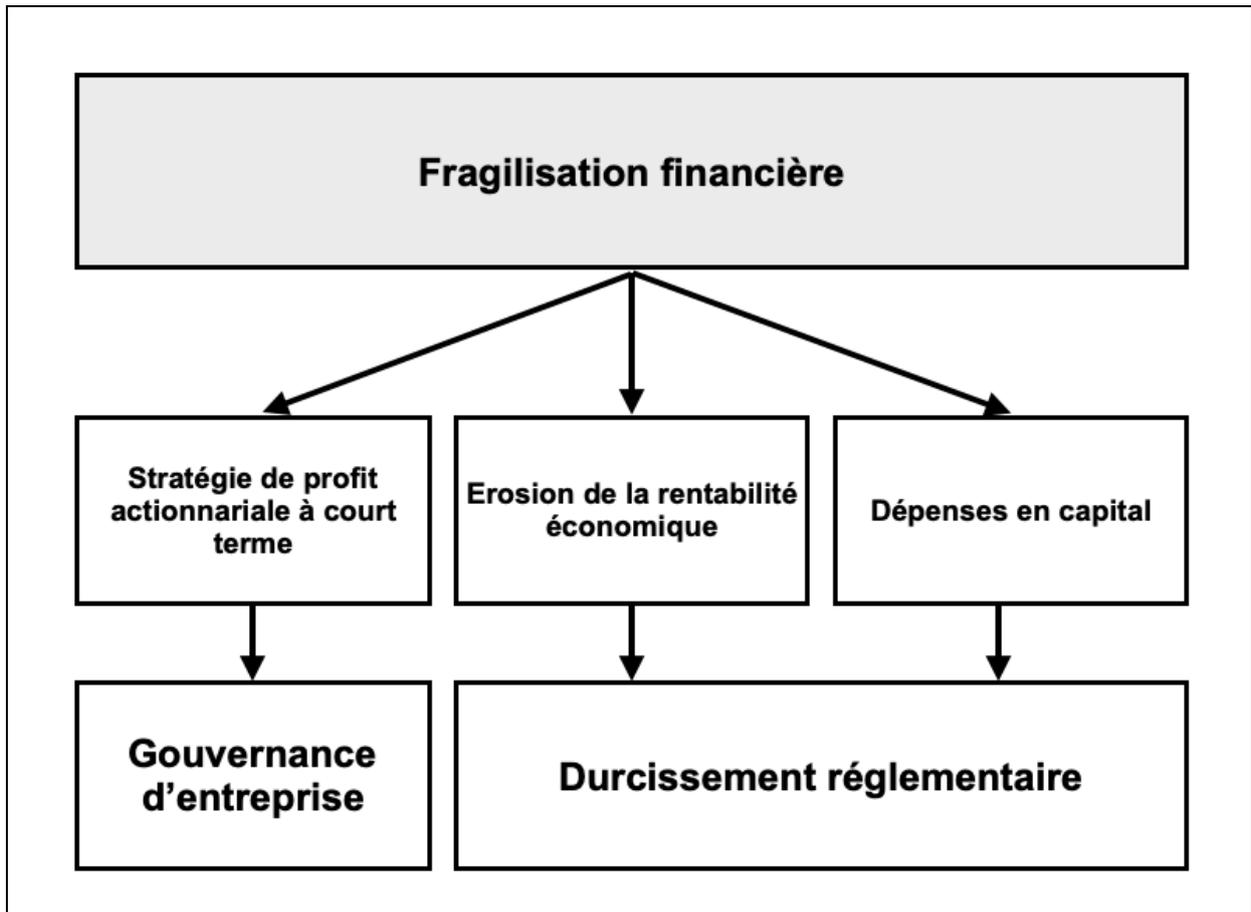
⁵⁰ En réaction, l'Ofwat a cependant mis en place depuis 2009, une nouvelle incitation, le Revenue Correction Mechanism (RCM). Ce nouvel instrument doit permettre de reporter sur les prix lors de la prochaine révision, la baisse de la consommation provoquée par l'accroissement des compteurs d'eaux (Ofwat, price review 2009). C'est ainsi que dès 2014, soit la nouvelle révision des prix, Thames Water voit sa marge opérationnelle augmenter jusqu'en 2016 malgré une baisse du volume de vente vendu (Figure 12). La DCE joue ainsi un rôle contradictoire dans la marge opérationnelle, expliquant certainement sa forte volatilité depuis 2007 (Figure 12).

dans un contexte de baisse des profits, à accroître le taux d'endettement. En ce sens, il apparaît que la fragilisation financière du groupe depuis le début des années 2000, résulte de la dynamique réglementaire de l'industrie.

Ce point est, dès lors, particulièrement important. Il tend à suggérer que, contrairement à ma seconde hypothèse, la fragilisation financière ne résulte pas simplement de la nouvelle stratégie actionnariale. Il apparaît davantage que la fragilisation entre 2007 et 2013 soit *co-déterminée* par la stratégie de profit actionnariale et les contraintes réglementaires⁵¹. Pour l'illustrer, la figure 15 récapitule les principales sources de la fragilisation financière de la compagnie anglaise. Elle indique, qu'au-delà de la gouvernance d'entreprise, le durcissement réglementaire occupe une place de choix dans l'explication de la détérioration financière du groupe Thames Water. Plus largement, elle permet de clarifier le fait suivant : si la stratégie initiale était déjà en partie un facteur déterminant de la détérioration financière de la compagnie à partir des années 2000, il apparaît que la nouvelle stratégie n'engendre qu'un « effet accélérateur » de la détérioration financière du groupe jusqu'en 2013. En ce sens, la case « stratégie de profit actionnariale à court terme » peut être remplacée par une case intitulée « stratégies de profits actionnariales », en ce qui concerne la fragilisation financière du groupe depuis l'an 2000 (Figure 15).

⁵¹ Rappelons que ce résultat doit toutefois être pris avec précaution. Il m'est pour l'heure difficile de donner des explications à la dynamique de la rentabilité après 2007, indiquant pourtant un renforcement de la fragilisation financière jusqu'en 2013.

Figure 15. Les sources de la fragilisation financière de Thames Water entre 2007 et 2013



Source : *Élaboration de l'auteur.*

Conclusion

Dans ce chapitre, j'ai testé et illustré les suggestions de Bayliss. Pour cela, j'ai débuté par montrer la fragilisation financière de Thames Water depuis le début des années 2000. Ensuite, à l'aide de l'analyse des flux de trésorerie et de la rentabilité financière, j'ai décrit le rôle des stratégies de profit actionnariales dans la détérioration de la santé financière de la compagnie. J'ai souligné, l'essor d'une nouvelle stratégie de profit actionnariale à court terme de 2007 à 2013, qui nécessite un taux d'endettement supérieur à la période précédente, et qui de ce fait, nuit à la santé financière de Thames Water.

Cette découverte - confirmant la première hypothèse de ce travail et *a priori* la seconde - doit néanmoins être relativisée par la dernière partie de l'analyse. En effet, je tends à montrer que la régulation a également joué un rôle important dans la fragilisation

financière du groupe. Elle a non seulement une influence sur le taux d'endettement de la compagnie - en établissant des obligations en matière d'investissement - mais nuit plus largement à la marge opérationnelle du groupe, via un durcissement de l'estimation des prix et l'arrivée de compteurs d'eaux.

Conclusion générale

Dans ce travail, je me suis intéressé aux stratégies de profits actionnariales de la principale compagnie anglaise de distribution et d'assainissement de l'eau, Thames Water. En m'appuyant sur une analyse de sa performance financière entre 1991 et 2020, j'ai cherché à en démontrer les principales conséquences économiques et financières. Il convient, au sortir de ces quatre chapitres, d'en présenter les principaux résultats.

Résultats

Premièrement, à la question *du degré de modification de la stratégie de profits actionnariale*, je réponds que la restructuration de l'actionnariat de Thames Water en 2006 a engendré une influence plus importante des actionnaires sur le groupe. Au travers d'une intensification de la stratégie actionnariale initiale, les dividendes versés par emprunt, ainsi que la rentabilité financière, augmentent à partir de 2007. Ne reposant sur aucun *cash disponible*, je montre que cette stratégie n'est toutefois pas soutenable dans la durée. Elle conduit à accélérer le taux d'endettement de la compagnie et les paiements d'intérêts aux créanciers, ce qui, *in fine*, vulnérabilise le groupe aux aléas institutionnels.

Deuxièmement, à la question *des conséquences pour la performance financière*, je réponds que la nouvelle stratégie actionnariale contribue *en partie* à détériorer la pérennité financière de Thames Water. D'autres éléments de réponses se trouvent en effet dans les divers durcissements réglementaires. La réduction des prix plafonds en 1999, ou encore l'introduction récente des compteurs d'eau, en sont des parfaits exemples. Ils restreignent la capacité du groupe à améliorer la marge opérationnelle, soit en définitive, sa capacité à user de son pouvoir de marché pour faire croître sa rentabilité économique.

Plus précisément, si mon étude montre que la nouvelle stratégie actionnariale n'est pas l'instigatrice de la fragilisation financière, elle indique qu'elle est un des facteurs clés de son accélération. En effet, il apparaît que la période 2007-2013 constitue « le pic » de la détérioration financière de Thames Water. Malgré l'antériorité de la

fragilisation à la restructuration de l'actionnariat, je suis ainsi en mesure de démontrer un rôle - somme toute conséquent - des fonds privés d'investissement dans la dégradation de la performance du groupe.

Bien évidemment, l'ensemble des causes et des conséquences de la fragilisation financière n'ont pas été abordées dans ce travail, ce qui en constitue une limite majeure. D'un point de vue méthodologique, ce travail manque également d'informations pour approfondir certaines trajectoires de Thames Water. Les effets de l'internationalisation et les choix stratégiques qui en découlent pourraient, à bien des titres, renforcer l'analyse financière de ce travail.

Implications

En tenant compte de ces limites, ce travail a deux implications générales. La plus évidente concerne la littérature sur la gouvernance d'entreprise des WaSCs. Je montre que cette littérature sous-estime en partie le rôle du type d'actionnaire dans la pérennité financière des compagnies. En m'appuyant sur le travail de Bayliss (2014), je démontre les risques engendrés par les fonds privés d'investissement jusqu'ici suggérés par l'auteure⁵².

Une autre implication de ce travail concerne la littérature économique des fonds privés d'investissement. Dans cette littérature, les effets des fonds sur la performance financière sont sujets à une véritable controverse. Si certains auteurs y voient des conséquences *bénéfiques*, améliorant la création de valeur au sein de la firme, d'autres en soulignent les effets néfastes sur la performance financière et les composantes de l'entreprise⁵³. Dans cette controverse, mon travail apporte sa propre contribution dans le secteur de l'eau en Angleterre. Je montre que si les fonds peuvent effectivement engendrer *a priori* une détérioration financière de la firme, le contexte institutionnel peut réduire le risque de défaillance. Dans un secteur particulièrement régulé, les choix réglementaires peuvent passablement contribuer à inciter les

⁵² J'y apporte par ailleurs également une nuance en indiquant l'influence de la régulation dans la fragilisation financière de Thames Water.

⁵³ Ces débats s'organisent particulièrement autour de l'instrument phare des fonds privés d'investissement : le LBO. Voir à ce titre Bedu-Palard, (2014).

compagnies à réduire leur taux d'endettement, soit à diminuer les risques encourus par les firmes.

Dans le cas de Thames Water, il semble toutefois peu probable que cette incitation étatique soit suffisante. Dans un rapport de Moody's publié en 2021, on apprenait la dégradation de sa note de crédit de *Baa1* à *Baa2*, soit la moins bonne note autorisée pour conserver une licence (Moody's, 2021). Celle-ci témoigne d'une nouvelle détérioration financière de la compagnie ces dernières années. En effet, depuis 2016, le taux d'endettement de la compagnie augmente à nouveau et sa rentabilité économique ne cesse de se dégrader. La question de repenser le paradigme de l'eau se fait, dès lors, de plus en plus pressant. À l'heure où, ni le secteur privé ni le secteur public ne semblent en mesure d'assurer un service essentiel, la question des *communs* prend de plus en plus en plus d'ampleur dans le champ académique de la gestion de l'eau. Il souligne le besoin de repenser la manière dont les ressources essentielles sont gérées par l'État et le marché, et en propose une alternative : la copropriété et la coopération. Bien qu'encore peu développée dans le champ anglais de l'eau, de futures recherches s'empareront sans nul doute de cette perspective face aux différents défis climatiques et financiers.

Bibliographie

Littérature

- Allen, J., et Pryke, M. (2013). Financialising household water: Thames Water, MEIF, and 'ring fenced' politics. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 6(3), 419-439.
- Armitage, S. (2012). Demand for dividends: The case of UK water companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 464-499.
- Auvray, T., Durand, C., Rabinovich, J. et Rikap, C. (2020). Financialization's Conservation and Transformation: From Mark I to Mark II. *Political Economy Working Paper*.
- Baker, M., et Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of finance*, 59(3), 1125-1165.
- Bakker, K. J. (2000). Privatizing water, producing scarcity: The Yorkshire drought of 1995. *Economic geography*, 76(1), 4-27.
- Bakker, K. (2003a). Archipelagos and networks: urbanization and water privatization in the South. *Geographical Journal*, 169(4), 328-341.
- Bakker, K. (2003b). Du public au privé au... mutuel?. *Flux*, (2), 87-99.
- Bakker, K. (2005). Neoliberalizing nature ? Market environmentalism in water supply in England and Wales. *Annals of the association of American Geographers*, 95(3), 542-565.
- Barraqué, B. (1995). Les politiques de l'eau en Europe. *Revue française de science politique*, 420-453.
- Baud, C., et Durand, C. (2012). Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers. *Socio-economic review*, 10(2), 241-266.
- Bayliss, K., Fine, B., et Robertson, M. (2013). From financialisation to consumption: The systems of provision approach applied to housing and water. *FESSUD*.
- Bayliss, K. (2013). The financialization of water. *Review of Radical Political Economics*, 46(3), 292-307
- Bayliss, K. (2014). The financialisation of water in England and Wales. *FESSUD*.
- Bayliss, K. (2017). Material cultures of water financialisation in England and Wales. *New Political Economy*, 22(4), 383-397.
- Bedu, N., et Palard, J. E. (2014). L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises.

- Le cas des cibles françaises (2000-2010). *Finance Contrôle Stratégie*, (17-2).
- Benquet, M., et Bourgeron, T. (2019). Accumuler le capital : Sociohistoire du capital-investissement en France, 1982-2017. *Actes de la recherche en sciences sociales*, (4), 46-71.
- Benquet, M., et Bourgeron, T. (2021). *La Finance autoritaire. Vers la fin du néolibéralisme*. Liber/Raisons d'agir.
- Benquet, M., et Durand, C. (2016). La financiarisation de la grande distribution. *Revue française de socio-économie*, (1), 37-59.
- Berle, A. A., et Means, G. G. C. (1991). *The modern corporation and private property*. Transaction publishers.
- Bertoméu-Sánchez, S. (2020). On the effects of the financialization of private utilities: lessons from the UK water sector. *ECARES working paper*.
- Bolognesi, T. (2014). *Modernisation et soutenabilité des systèmes hydriques urbains en Europe : une approche néoinstitutionnaliste des régimes de ressources*. [Thèse de doctorat, Université de Grenoble, France].
- Colasse, B. et Oxibar, B. (2021). *L'analyse financière de l'entreprise*. La Découverte, « Repères ».
- Dallery, T. (2009). Post-Keynesian theories of the firm under financialization. *Review of Radical Political Economics*, 41(4), 492-515.
- Defeuilley, C. (2017). *L'entrepreneur et le prince: la création du service public de l'eau*. Presses de Sciences Po.
- Du Tertre, R., et Guy, Y. (2008). Le profit contre la croissance?. *Horizons stratégiques*, (1), 30-51.
- Fine, B., et Leopold, E. (1993). *The World of Consumption*. London and New York.
- Foureault, F. (2019). *Le capital en action. Comment les fonds d'investissement prennent le contrôle des entreprises*. Paris, Presses des Mines, coll. Sciences sociales.
- Gee, A. (2004). Competition and the Water Sector. *Antitrust*, 2, 38-40.
- Guy, Y. (2011). D'une crise à l'autre. L'investissement des grands groupes français pris dans le cycle déflationniste. *Revue d'économie industrielle*, (134), 105-132.
- Hall, D., et Lobina, E. (2007). From a private past to a public future?: The problems of water in England and Wales. PSIRU.
- Hall, D., et Lobina, E. (2019). The birth, growth and decline of multinational water companies. Dans *Water Services Management and Governance: Lessons for a*

Sustainable Future, Chapter 11, 123-132.

- Hassan, J. A. (1985). The growth and impact of the British water industry in the nineteenth century. *Economic History Review*, 531-547.
- Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford University Press, Oxford.
- Helm, D., et Tindall, T. (2009). The evolution of infrastructure and utility ownership and its implications. *Oxford Review of Economic Policy*, 25(3), 411-434.
- Jensen, M. C., et Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Lazonick, W., et O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13-35.
- Lorrain, D. (2000). Les entreprises anglaises de l'eau: Thames Water et Kelda Group. *FLUX Cahiers scientifiques internationaux Réseaux et Territoires*, 16(41), 71-84.
- Lorrain, D. (2008). La naissance de l'affermage: coopérer pour exister. *Entreprises et histoire*, (1), 67-85.
- Marin, P. (2009). *Partenariats public-privé pour les services d'eau urbains: bilan des expériences dans les pays en développement*. The World Bank.
- McEldowney, J., et McEldowney, S. (2010). I. L'eau: réguler une ressource naturelle dans un climat économique changeant. *Annuaire des Collectivités Locales*, 30(1), 259-274.
- O'Sullivan, M. (2019). Economic Fetishes of "Modern" Retail Capitalism. Department of History Economics and Society University of Geneva, 2, 33.
- Parker, D. J., et Sewell, W. D. (1988). Evolving water institutions in England and Wales: An assessment of two decades of experience. *Natural Resources Journal*, 751-785..
- Tomory, L. (2017). *The history of the London water industry, 1580–1820*. JHU Press.
- Weinstein, O. (2012). Les théories de la firme. *Idées économiques et sociales*, (4), 6-15.

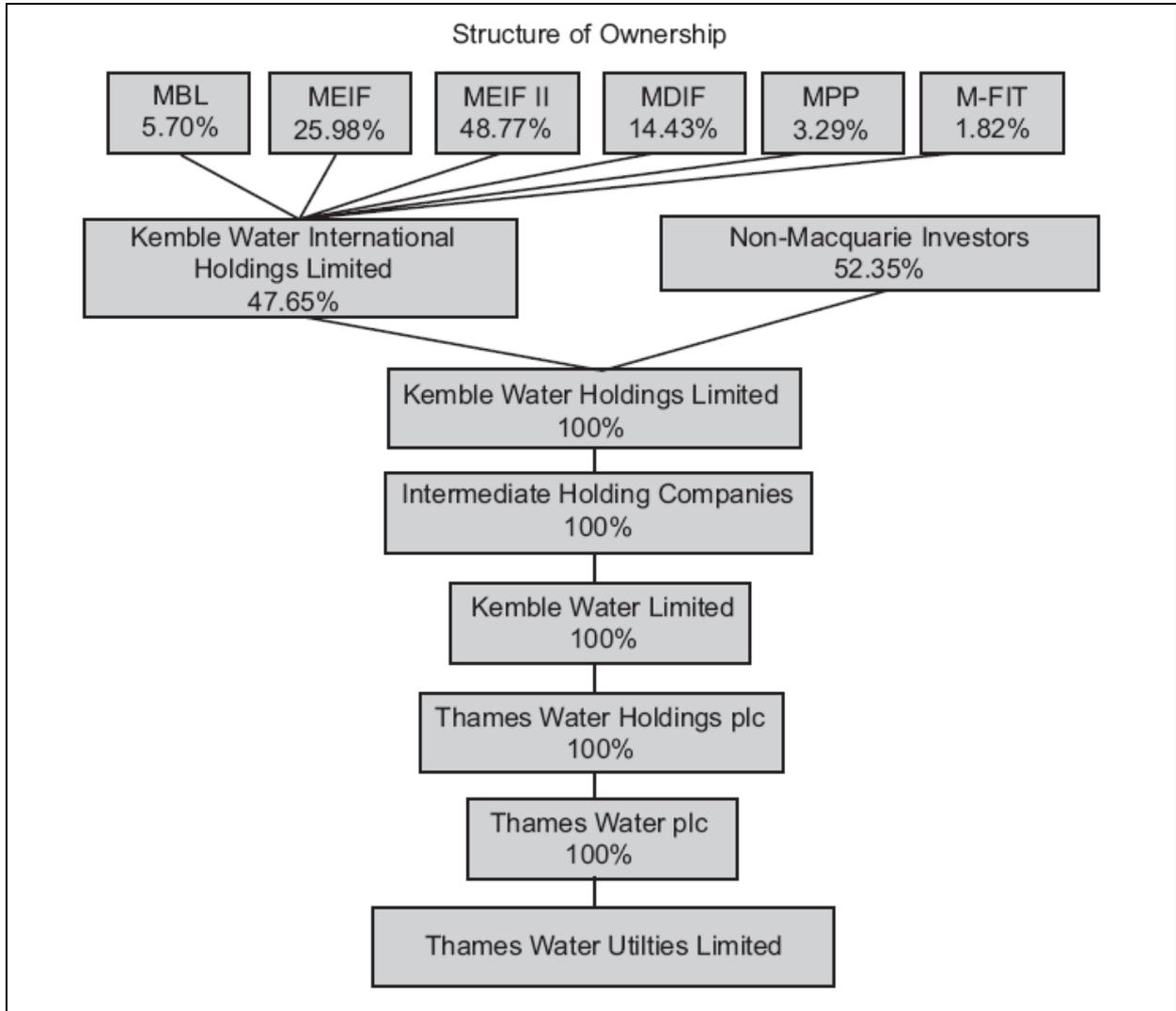
Articles de presse, rapports économiques et réglementaires

- Cave, M. (2009). Independent review: Of competition and innovation in water markets. Consumer's Association (2000): Water competition : pipe dreams ?. London.

- Defra. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/69462/cave-review-final-report.pdf, consulté le 15 janvier 2022.
- Consumer Association (2000), Water competition : pipe dreams ?, London, Consumer's Association/Which.
- Financial Times (2017). Macquarie 'transferred £2bn of debt' on to Thames Water's Books. <https://www.ft.com/content/61bd8f0a-9181-11e7-bdfa-eda243196c2c> consulté le 15 janvier 2022.
- Moody's (2013). Ofwat announcement on change of price review process credit negative for UK water sector. <file:///Users/sebastienprivet/Downloads/Announcement%20-%20Moody's-Ofwat-announcement-on-change-of-price-review-process-credit-negative-for...%20-%202020Dec13.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.
- Moody's (2021). Thames Water Utilities Ltd. Regular update reflecting HY results and performance YTD. <https://www.thameswater.co.uk/media-library/home/about-us/investors/debt-investors/thames-water-utilities/thames-water-utilities/Ratings-agencies-reports/moodys-april-2021.pdf>, consulté le 15 janvier 2022.
- National Audit Office (2013). Infrastructure investment: the impact on consumer bills. Report by the Comptroller and Auditor General, National Audit Office, London. <https://www.nao.org.uk/wp-content/uploads/2013/11/10286-001.Full-Report1.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.
- National Audit Office (2015). The economic regulation of the water sector. Report by the Comptroller and Auditor General, National Audit Office, London. <https://www.nao.org.uk/wp-content/uploads/2014/07/The-economic-regulation-of-the-water-sector.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (1994). Future charges for water and sewerage services – aussi appelée *Price Review 1994*. <https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2020/10/PR94--determinations-document.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (1999). Future water and sewerage charges 2000–05– aussi appelée *Price Review 1999* <https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2020/10/PR99-final-determinations-document.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (2004). Future water and sewerage charges 2005-10– aussi appelée *Price*

- Review 2004* <https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2020/10/PR99-final-determinations-document.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (2009). Future water and sewerage charges 2010-15– aussi appelée *Price Review 2009* https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2015/11/det_pr09_finalfull.pdf , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (2011). Average household bills 2011-12. https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20150624091829/https://www.ofwat.gov.uk/consumerissues/chargesbills/prs_inf_charges2011-12.pdf/ , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (2014). *Price Review 2014*. Document en plusieurs parties disponible en ligne , <https://www.ofwat.gov.uk/regulated-companies/price-review/price-review-2014/> , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (2015). The form of the price control for monopoly water and sewerage services in England and Wales – a discussion paper. https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2015/11/prs_inf_1010fplform.pdf , consulté le 15 janvier 2022.
- Ofwat (2017). Holding Thames Water to account – Utility Week column by Jonson Cox, Chair of Ofwat. <https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2017/06/Holding-Thames-Water-to-account-Utility-Week-column-by-Jonson-Cox.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.
- VividEconomics (2018). Fair rate of return for the regulated water industry in England and Wales. Report prepared for Defra, London. https://www.vivideconomics.com/wp-content/uploads/2019/08/14476_WT1562project15_Final_Report_Fairrateofreturn.pdf , consulté le 15 janvier 2022.
- WWT (2019). PR19 Challenge Report 5: Water consumption, London. <https://waterwise.org.uk/wp-content/uploads/2019/10/WWT-Report-.pdf> , consulté le 15 janvier 2022.

A1: Structure de propriété de Thames Water en 2006



Source: Parlement britannique, site officiel
<https://publications.parliament.uk/pa/cm200708/cmselect/cmtreasy/166/166we03.htm>. Dans cette structure on distingue notamment Thames Water Utilities Limited soit, la firme opérationnelle, et Kemble Water Holdings Limited, la holding initiale du rachat par effet de levier.

A2: Actionnaires de Thames Water en 2020

Actionnaire	Type d'actionnaire	Parts détenues
Omers	Fond de pension	31,7%
USS	Fond de pension	10,9%
Infinity	Fond souverain	9,9%
Wren House	Fond souverain	8,7%
bclMC	Fond privé d'investissement	8,7%
Hermes	Fond de pension	8,6%
Cicero Investment Corporation	Fond souverain	8,6%
QIC	Fond privé d'investissement	5,3%
Aquila	Fond privé d'investissement	4,9%
PGGM	Fond de pension	2,1%

Source : Thames Water, *Our finances explained 2020*, p30, <https://www.thameswater.co.uk/media-library/home/about-us/investors/our-finances-explained-nov-19.pdf>.