

# Quel patriotisme économique au XXI<sup>e</sup> siècle ?



« Je souhaite rassembler toutes nos énergies autour d'un véritable patriotisme économique. Je sais que cela ne fait pas partie du langage habituel mais il s'agit bien de (...) défendre la France et ce qui est français » (Dominique de Villepin).

Le capitalisme mondialisé donne aux Français le sentiment aigu d'être dépossédés de leur outil de production, et donc d'être dessais du contrôle de leur destin collectif. La formule du Premier ministre doit beaucoup de son succès à cette anxiété. Mais au-delà de sa puissance évocatrice, l'appel au « patriotisme

économique » résonne comme une injonction à dépasser les égoïsmes économiques. L'enracinement de nos champions sur le territoire national, leur présence dans les secteurs de pointe ne pourraient être simplement cédés au plus offrant sur le marché des fusions-acquisitions, mais devraient aussi répondre au souci du bien commun. Tout comme nos chefs d'entreprise, courageusement partis à l'assaut des marchés mondiaux, les actionnaires et les consommateurs devraient accepter un sacrifice dans l'intérêt supérieur de la Patrie.

Qui contrôle nos emplois ? Où se prennent les décisions les concernant ? La mondialisation des marchés de capitaux nourrit chez nos concitoyens des frustrations très vives. Le « patriotisme économique » peut-il constituer une réponse appropriée à ces anxiétés ? Un premier patriotisme économique, « défensif », visant à dissuader les investisseurs étrangers de prendre le contrôle des entreprises françaises, constitue une forme de protectionnisme qui aurait un coût économique élevé. C'est pourquoi cet article recommande un autre patriotisme économique, plus « offensif ». Pour que nos concitoyens reprennent le contrôle de leurs entreprises (et aussi... qu'ils mesurent les coûts d'un patriotisme défensif), il faut réformer notre système financier avec un objectif simple : que les épargnants français redeviennent les actionnaires des entreprises françaises.

Les économistes libéraux ont tôt fait de balayer ce virage « patriotique » comme une crispation protectionniste classique mais nuisible. Il est vrai que, pour ceux qui nous gouvernent, le refus de céder nos champions à l'étranger est une posture politiquement payante. Sans avoir le sentiment de céder aux sirènes du protectionnisme, puisque ce ne sont pas les importations de l'étranger que l'on interdit, mais simplement les prises de contrôle agressives. Mais il faut savoir que les coûts économiques d'une exposition plus faible de nos entreprises à des prises de contrôle externes sont

considérables : immuniser nos équipes dirigeantes du risque d'être contestées, en un mot, refuser que nos entreprises soient gérées par « le plus offrant », cela risque de dégrader l'efficacité de notre tissu productif. Par ailleurs, les investisseurs étrangers apportent des capitaux et un savoir-faire que nous n'avons pas toujours. De plus, l'ouverture de notre « terrain de jeu » est le prix à payer pour l'expansion de nos propres champions à l'international.

Il est toutefois impossible de nier l'enjeu symbolique et social que peut représenter le contrôle des actifs productifs et la localisation des centres de décisions dans l'esprit de nos concitoyens. On ne peut ainsi contester que des propriétaires « nationaux » sont plus sensibles aux pressions de l'opinion, qu'il s'agisse de délocaliser des emplois, de déplacer des centres de recherche ou de préserver l'équilibre des communautés locales.

Cet article rappelle les coûts du patriotisme économique, qui sont importants. Or, les Français sont insensibles aux coûts du protectionnisme pour la bonne raison qu'ils ne touchent pas les dividendes de la bonne gestion de leurs grandes entreprises, celles-ci étant possédées de manière disproportionnée par des actionnaires... étrangers. Un paradoxe pour un pays qui se vante d'avoir un des taux d'épargne parmi les plus élevés au monde. En réalité, cette pathologie française est pour partie le résultat d'institutions financières qui canalisent l'épargne en priorité vers la dette (de l'État, des entreprises). Cet article plaide donc pour une diffusion plus massive de la propriété d'actions dans la population française.

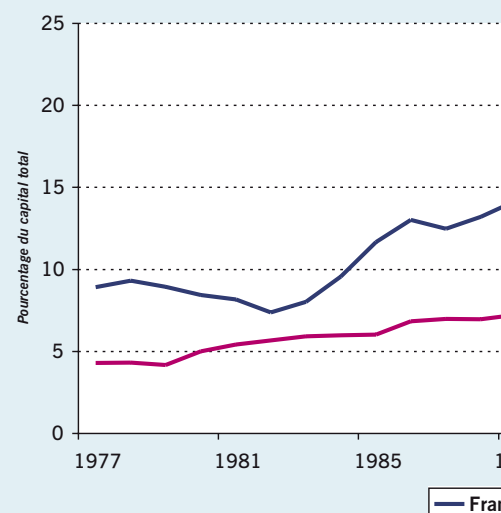
## 1. Économiquement, entraver le marché du contrôle des entreprises est coûteux

Depuis le début de 2005, les investisseurs étrangers ont acquis pour plus de 20 milliards d'euros d'entreprises françaises<sup>1</sup>, soit environ 0,3 % de la valeur de toutes les entreprises françaises. La vitalité de ce marché amplifie un sentiment collectif de perte de contrôle déjà ancré dans l'opinion par les délocalisations et la concurrence internationale. Toutefois, le prisme médiatique offre une image déformée des prises de contrôle d'entreprises françaises par des investisseurs étrangers. 95 % de ces acquisitions sont des transactions amicales, c'est-à-dire qu'elles se font avec l'accord du management de l'entreprise<sup>2</sup>. La raison est simple : environ la moitié d'entre elles correspondent à des entreprises familiales dont les propriétaires historiques ne veulent plus s'occuper. L'autre moitié correspond à la vente par les grands groupes français de filiales difficiles à rentabiliser ou trop éloignées de leurs cœurs de métier. Ces cessions ne suscitent que rarement une crispation médiatique importante (voir l'exemple récent de la cession de Framatome Connectors par Areva au fonds américain Bain Capital).

À l'inverse, ce sont presque systématiquement les rares tentatives d'acquisitions hostiles (au management de l'entreprise) qui occupent le devant de la scène médiatique : l'opinion publique ressent alors de manière aiguë le

### PÉNÉTRATION DES NON-RÉSIDENTS DANS LE CAPITAL DES ENTREPRISES FRANÇAISES

Ces deux courbes retracent l'évolution du pourcentage du capital total des entreprises françaises détenues par des investisseurs étrangers (cotées et non cotées).



sentiment d'une confiscation d'un des outils de production. Souvent se dégage l'impression que des « vautours » étrangers tirent parti d'une faiblesse temporaire du cours en bourse d'une de nos entreprises pour se l'approprier et la dépecer. Mais qu'en est-il des différentes parties prenantes de l'entreprise cible ? Il faut en considérer deux principales : les salariés et les actionnaires.

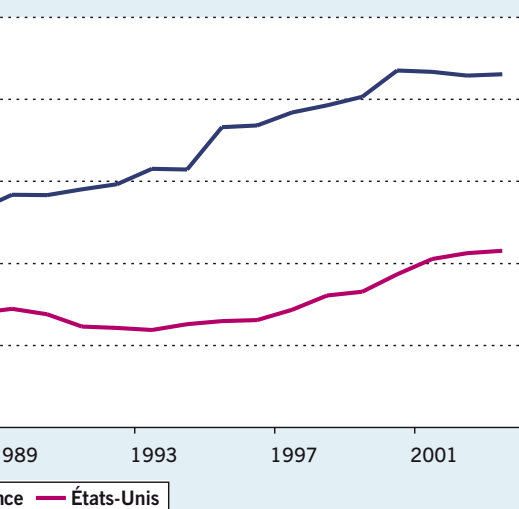
■ **Le débat sur les prises de contrôle à l'étranger se concentre en général sur l'avenir des emplois.** Il est vrai, en effet, que certaines entreprises en mauvaise santé financière sont

1 - Source : SDC Platinum. Les actions de l'ensemble des entreprises françaises valent environ 3 600 milliards d'euros selon la Banque de France.

2 - Source : SDC Platinum.

## RÉSIDENTS ENTREPRISES FRANÇAISES ET AMÉRICAINES

Evolution de la part de la valeur des actions



Sources : Banque de France, Federal Reserve Board

Entre 1977 et 2003, la part des non-résidents dans la propriété des entreprises françaises est passée de 9 à 22 %. Sur la même période, cette part ne s'est accrue, outre-Atlantique, que de 4 à 10 %. Ces chiffres comprennent aussi bien les investissements de portefeuille SICAV et fonds de pensions étrangers que les prises de participations dans les sociétés non cotées par les multinationales et fonds d'investissement étrangers.

Ce décalage entre France et États-Unis a deux causes. Premièrement, l'épargne française, qui est importante, est en partie détournée des actions pour être canalisée vers la dette publique. Deuxièmement, le développement de l'épargne retraite aux États-Unis a stimulé, via les fonds de pensions, la demande d'actions de la part des ménages américains.

prioritairement cédées à des étrangers, a priori moins sensibles aux pressions des syndicats, des médias, des politiques ou même de l'État. Cette relative immunité tend à en faire les « plus offrants » lors de la cession d'actifs dont la survie nécessite ensuite souvent un vaste « cost-cutting ». Mais il faut bien voir que, étrangers ou pas, les repreneurs de ces entités ne peuvent les viabiliser qu'au prix d'importantes réductions d'effectifs. Ce « biais de sélection » (pour reprendre un terme que les économistes affectionnent) provenant du léger avantage comparatif qu'ont des étrangers

quand il s'agit de faire « le sale boulot », est peut-être responsable de leur image de cow-boys insensibles – mais il ne doit pas faire perdre de vue la réalité des responsabilités. Par exemple, dans le cas de la cession par Alcatel de ses usines au groupe international Flextronics (en avril 2001), il s'agissait de sous-traiter la restructuration de la production à un spécialiste. Dans ce cas, il est évidemment absurde de blâmer Flextronics pour les réductions d'emplois qu'il a mises en œuvre. La non-viabilité de ces usines vient originellement de la décision d'Alcatel d'imposer une baisse du coût de

certaines composants en mettant ses anciens centres de production en concurrence avec l'étranger. Bref, c'est la concurrence internationale sur le marché des biens, et non leur cession à Dieu sait quels investisseurs étrangers psychopathes ou malfaisants, qui a décidé, fût-ce indirectement et avec un effet retard, du sort de ces usines.

Par ailleurs, l'idée couramment répandue qu'un patron français est plus généreux à l'égard de salariés qui sont aussi ses compatriotes soutient assez mal l'épreuve des faits. Selon le palmarès français 2004 du *Journal du Management*, parmi les 20 entreprises les mieux notées par leurs employés, 8 sont étrangères, dont 7 américaines. Les grands patrons français ne sont plus des « pères de famille », mais souvent des apôtres résolus de la valeur actionnariale (les rapports annuels de nos grandes entreprises témoignent de leur conversion). Ce changement culturel est encore renforcé par le fait qu'une partie très significative de leur propre rémunération (stock options ou actions) est aujourd'hui liée à celle des actionnaires de l'entreprise. Il est dans ces conditions irréaliste d'attendre d'eux qu'ils protègent l'emploi au détriment de la valeur boursière de l'entreprise. Ce serait faire l'hypothèse que la direction de l'entreprise serait prête à agir contre son propre intérêt – et contre le mandat qu'elle a reçu, dont les actionnaires institutionnels sont les gardiens vigilants.

Mais au-delà des anecdotes, que sait-on de ce qu'il advient, en moyenne, à une entreprise qui fait l'objet d'un rachat par un investisseur étranger ? Les études réalisées sur données américaines, suédoises ou britanniques<sup>3</sup> sont unanimes. **La prise de contrôle par un étranger se**

3 - À notre connaissance, aucune étude française n'a été réalisée à ce jour. Pour le Royaume-Uni, voir par exemple : Griffith et Simpson, « Characteristics of Foreign Owned Firms in British Manufacturing », Document de Travail NBER n° 9573. Pour la Suède, voir Heyman, Sjöholm et Gustavsson « Is There Really a Foreign Ownership Wage Premium ? Evidence From Matched Employer Employee Data », Document de travail TRUIER n°199. Pour les États-Unis, voir Bernard and Jensen, « Firm Structure, Multinationals and Manufacturing Plant Deaths », mimeo Dartmouth.

traduit en général par une augmentation très importante de la productivité de l'entreprise. Ces gains de productivité sont pour partie reversés aux salariés qui voient leurs salaires augmenter. En revanche, ces gains de productivité ne sont pas (en moyenne) obtenus par des réduction d'effectifs.

Statistiquement, l'arrivée d'un étranger dans le capital n'est pas synonyme de destructions d'emploi ou de fermeture d'établissement. Le changement de propriétaire est donc, a priori, plutôt une bonne nouvelle pour les salariés car il facilite l'expansion de l'entreprise en apportant capitaux et savoir-faire. Ce phénomène n'est en rien paradoxal : le rachat d'une entreprise française reflète souvent pour un groupe étranger une stratégie de croissance ambitieuse sur le marché européen. De fait, lorsque cette logique prévaut, les centres de recherche et de décision ne migrent pas systématiquement vers l'acquéreur. Ainsi, Rossignol, qui avant son rachat par l'américain Quicksilver avait déjà la moitié de ses effectifs à l'étranger, a vu ses activités regroupées géographiquement à Voiron dans les Alpes. Comme pour les restructurations, ce sont en définitive souvent des impératifs économiques qui dictent la localisation géographique des entreprises : si la City londonienne est restée une place financière bouillonnante ce n'est pas parce que les grandes banques sont anglaises, mais bel et bien parce que toutes les grandes institutions financières trouvent avantage à y être présentes.

Certaines de ces études (notamment en Europe) nuancent toutefois le tableau en observant un changement de *composition* de l'emploi de ces

entreprises. **Après avoir été acquises par un investisseur étranger, les entreprises emploient moins de travailleurs non qualifiés, et davantage de travailleurs qualifiés.**

Toutefois, ce mouvement s'observe, de manière générale, dans l'ensemble des économies développées depuis environ 25 ans, et est imputé par les études économiques au progrès technique qui mécanise progressivement les emplois les moins qualifiés, et crée des besoins de travailleurs qualifiés. Il est donc vrai qu'un propriétaire étranger, en général, accélère ce processus de restructuration, mais celui-ci est en fait inévitable (une entreprise qui ne le ferait pas se verrait très rapidement évincée par ses concurrents).

■ **S'il n'est pas du tout évident que les salariés font les frais d'une prise de contrôle par un étranger, ce qui est certain, c'est que les actionnaires de la cible sortent gagnants.** Pour se fixer les idées, penchons-nous sur le cas de Danone, qui a fait couler tant d'encre. En septembre 2005, les analystes de la Société Générale évaluaient le cours d'une potentielle OPA aux alentours de 137 euros, alors que l'action se cotait quelque 92 euros. Sous ces hypothèses, les actionnaires auraient gagné près de 11 milliards d'euros si l'offre avait été faite.

De manière générale, la terminologie prédateur/cible est peu appropriée, car **ce sont de loin les actionnaires de la cible, qui encaissent la majeure partie de la survalueur générée par une acquisition.** C'est un des résultats classiques d'économie financière : le paradoxe de Grossman et Hart. Pour que les actionnaires répondent favorablement à une offre d'achat, il faut que leur gain immédiat surpasse

celui qu'ils pensent pouvoir faire en gardant leurs titres. S'ils anticipent un succès de l'OPA, ils ne céderont pas leurs titres au-dessous de sa valeur post-OPA. Il n'est donc pas facile d'acheter une cible au moindre prix sur un marché financier : il faut payer non seulement la valeur « courante » de l'entreprise, mais aussi payer une large partie de la valeur créée par la fusion elle-même<sup>4</sup>. Cette intuition est confirmée lorsqu'on mesure rétrospectivement les gains réalisés par les actionnaires des entreprises cibles et des acheteuses : de manière générale, les actionnaires de la cible perçoivent l'essentiel du bénéfice des synergies attendues. À vrai dire, **les actionnaires de l'initiateur de la transaction sont même, en moyenne, perdants...** Les dirigeants ayant souvent du mal à résister à la tentation d'accroître le périmètre de leur entreprise, ils ont en effet statistiquement tendance à acheter même quand le prix est trop élevé. Les Français devraient donc se féliciter de la bonne affaire qu'ils font en revendant leurs entreprises « trop cher » aux étrangers<sup>5</sup>, et... en revanche s'inquiéter davantage de la viabilité financière des acquisitions réalisées à l'étranger par nos propres champions !

Plus que les opérations elles-mêmes, au demeurant assez rares, on peut également établir que la menace des acquisitions hostiles augmente substantiellement la productivité, la profitabilité et la valeur boursière des entreprises qui s'y soumettent. Cet effet vient de la motivation à la performance et à la frugalité que les managers ressentent lorsque leur équipe peut être contestée par un concurrent ambitieux<sup>6</sup>. La menace de l'OPA est un formidable aiguillon car

4 - Cette théorie ressemble un peu à ce qu'on appelle la « malédiction du vainqueur » en théorie des enchères : on ne gagne une enchère que lorsqu'on a trop misé. • 5 - C'est d'ailleurs systématiquement ou presque la posture de l'opinion et de la presse britanniques. Voir en particulier le *Financial Times* du 1<sup>er</sup> novembre 2005, au lendemain de plusieurs OPA étrangères sur des groupes britanniques, O2, P&O et LSE, considérées comme surpayées. • 6 - Voir Bertrand et Mullainathan, « *Enjoying the Quiet Life ? Corporate Governance and Corporate Preferences* », *Journal of Political Economy* 2003. Les deux chercheurs américains établissent que les entreprises immatriculées dans les états qui ont adopté une législation anti-OPA dans les années 1980 ont connu une diminution de leur profitabilité, de leur valeur boursière et de leur productivité. Les salaires de leurs dirigeants ont également augmenté. Voir également Bebchuk et Cohen, « *The Costs of Entrenched Boards* », *Journal of Financial Economics*, qui établissent que les entreprises dont la prise de contrôle est rendue difficile par les statuts se vendent moins cher.

elle organise la concurrence entre les équipes dirigeantes. Dans ces conditions, il n'est guère étonnant de voir certains membres du grand patronat s'élever contre ces manifestations d'un « capitalisme sauvage ». Cette énergie mise au service de la résistance à l'OPA n'est pas choquante. Elle est aussi légitime et compréhensible que celle qu'un politicien met à être réélu. Mais ils n'ont aucune légitimité pour trancher : c'est aux actionnaires, qui, nous l'avons vu, peuvent gagner ou perdre le plus dans ce type d'opération, qu'il revient de porter un jugement ultime sur leur stratégie.

Au total, **toute limitation du marché des OPA implique des coûts économiques élevés pour les actionnaires sans nécessairement servir la cause de salariés qui sont exposés, changement de propriétaire ou non, aux remous de la concurrence internationale ou du progrès technique.**

## 2. Une société d'actionnaires pour sensibiliser les Français aux coûts du protectionnisme financier

En théorie, on peut imaginer que la dialectique entre intérêt pécuniaire et intérêt national, si tant est qu'elle ait un sens, soit arbitrée par ceux qui ont à la fois toute légitimité et toute faculté de le

faire : les actionnaires. Après tout, si les Français étaient actionnaires de leurs entreprises, ils pourraient librement décider de ne pas vendre leurs actions à des investisseurs étrangers, privilégiant par là le « patriotisme économique » à leurs propres calculs « égoïstes ». Ils feraient alors collectivement un arbitrage raisonné entre les coûts économiques du protectionnisme et le prestige de la Patrie tel qu'exalté par certains politiciens... Mais le malheur est que les Français, justement, ne détiennent qu'une faible part de leurs actions ! 45 % du capital des entreprises du CAC40 (en moyenne) appartient à des non-résidents. Si l'on étend le champ à l'ensemble des entreprises cotées, ce chiffre baisse légèrement à 40 %. Il demeure le plus élevé des grands pays industrialisés, même en incluant la Grande-Bretagne, dont le marché est pourtant très ouvert. C'est là au fond que réside l'objet véritable du « patriotisme économique ». **Les cessions d'actifs aux étrangers ne sont que la surface visible d'un phénomène bien plus profond : près de la moitié du capital de nos grandes entreprises appartient à des étrangers.**

Comment expliquer ce déséquilibre, alors même que les Français font figure, dans les comparaisons internationales, d'épargnants forcenés ?<sup>7</sup> Le rapport Garnier au Commissariat Général au Plan a récemment proposé une réponse basée sur l'examen minutieux du patrimoine des Français<sup>8</sup>. L'une de ses principales conclusions est que la part de la richesse de nos concitoyens investie en actions est bien inférieure à celle des ménages américains ou britanniques. Elle se situe seulement dans la moyenne des pays européens (hors Royaume-Uni), alors que notre marché financier, depuis le « Big Bang » des années 1984-1988, est le plus développé d'Europe continentale. Les auteurs constatent qu'alors même que notre marché financier se développait

et s'ouvrait, l'épargne des Français ne s'est pas davantage dirigée vers les actions. Ils pointent du doigt le secteur de la gestion collective, qui devient progressivement, en France comme dans les pays anglo-saxons, le vecteur principal de l'épargne en action. En effet, en France comme ailleurs, les ménages préfèrent s'appuyer sur des professionnels de la gestion, et leur délèguent le soin de s'occuper de leur épargne via les Sicav par exemple. Mais les fonds de placement, en France, achètent beaucoup moins d'actions que leurs homologues aux États-Unis ou au Royaume-Uni<sup>9</sup>. Au-delà de la gestion collective de l'épargne, les auteurs du rapport rappellent la tradition, héritée de l'interventionnisme des trente glorieuses, d'encourager l'épargne de court terme à rendement faible mais sûr. Le plan d'épargne logement, le CODEVI et le livret A en sont les très importants vestiges, et dévient, chaque année, des sommes colossales hors des actions françaises vers le financement de la dette de l'État et la dette des entreprises. Finalement, le rapport souligne que le système de retraite par répartition choisi dans l'après-guerre a eu pour effet d'empêcher la diffusion des titres de propriétés français à un large public, concentrant la propriété française dans les mains d'actionnaires peu nombreux d'entreprises qui sont demeurées non cotées en bourse – la demande pour leur titre demeurant faible. **Si le système de retraite par répartition n'a pas nécessairement affecté l'accumulation de richesse de la part de la nation toute entière, il en a affecté la distribution en limitant les revenus de la propriété à quelques-uns.** Paradoxalement, sur le sol français, seules les « 200 familles » auraient ainsi vraiment profité des extraordinaires revenus engendrés par les actions au cours du siècle<sup>10</sup>. D'ailleurs, aujourd'hui encore la détention d'actions est largement le privilège des plus riches,

7 - Une possibilité pourrait être que les épargnants français, mieux que les Américains ou les Britanniques, savent diversifier leurs investissements en achetant des actions dans le monde entier plutôt que dans leur seul pays. Comme nous le verrons plus bas, cela provient plutôt du fait que les Français surinvestissent dans les produits liquides, peu risqués et peu profitables, comme les obligations d'État. • 8 - « La place des actions dans le patrimoine des ménages : Mesures et comparaisons internationales », Rapport du groupe de travail du CGP, présidé en 2002 par Olivier Garnier. Guiso, Haliassos et Japelli aboutissent à des conclusions similaires dans « Household Stockholding in Europe : Where Do We Stand and Where Do We Go ? », *Economic Policy*, 2003. • 9 - D'après les données rassemblées par Guiso, Jappelli et Hassianios, les fonds commun de placement détiennent en moyenne 14% d'actions, contre 40% en Allemagne, 55% aux États-Unis et 85 % au Royaume-Uni.

L'Amicus Curiae est traditionnellement, en droit, une contribution versée spontanément au débat par un tiers à une cause qui entend éclairer le décideur en tant qu'«ami de la cour».

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

alors qu'elle est totalement démocratisée au Royaume-Uni ou aux États-Unis. Et qu'elle l'était en France avant-guerre. En un mot, **les Français sont des créanciers, non les actionnaires de leurs entreprises**. Plus ou moins consciemment, puisque l'allocation de l'épargne est pour l'essentiel intermédiée, ils préfèrent prêter aux entreprises ou à l'État, percevant pour cela des taux d'intérêt relativement bas, mais courant un risque quasi-nul. Ils sont réticents à investir dans les profits futurs de leurs entreprises (les dividendes que paieront les actions). Ce biais vers l'épargne non risquée tient moins à un tempérament national (aversion au risque, méfiance à l'égard de la finance) qu'à un système financier hérité de l'interventionnisme triomphant des années d'après-guerre et toujours vaillant grâce à une multitude de réglementations favorisant les obligations au détriment des actions.

Les effets pervers de ce déséquilibre sont graves : tout d'abord, les Français sont financièrement peu intéressés à la croissance et à la rentabilité de leurs entreprises. D'où une déformation des préférences collectives en faveur de la sécurité de l'emploi et contre les risques qu'implique une stratégie de croissance ambitieuse. Rien de plus logique à cela : pourquoi accepter les risques de la croissance si l'on n'en touche pas les dividendes ? Dès lors que l'actionariat reste l'apanage des étrangers ou des Français les plus fortunés, les marchés financiers sont très naturellement perçus par l'opinion publique comme une force tyrannique et illégitime leur imposant des changements dont ils ne veulent pas. Une diffusion plus large de la détention des actions dans la population aurait au

contraire pour effet de créer dans la population un socle stable pour le développement financier, les dividendes et la croissance de nos entreprises. Elle désamorcerait également le sentiment d'expropriation que les Français ressentent, en réalité, à bon droit. La clef de la ré-appropriation par les Français de leurs entreprises est dans l'évolution de la réglementation, notamment prudentielle, des investisseurs institutionnels. Ceux-ci, gérants de l'épargne des Français, optent encore trop souvent pour la dette de l'État ou les placements de court terme<sup>11</sup>. La plus large diffusion de la propriété des actions passe également par une évolution de notre système de retraite, qui, sans rien céder sur le système de répartition auquel les Français sont attachés, doit contenir un volet de financement par capitalisation à destination des classes moyennes et moyennes supérieures.

Tant que les Français seront encouragés à acheter des emprunts d'État, ils ne seront pas vraiment actionnaires de « leurs » entreprises. Tant qu'ils ne le seront pas, ils continueront à se défier des marchés et, en particulier, de faire porter aux actionnaires étrangers la responsabilité d'une situation économique plus incertaine qu'hier sans que cela se traduise par plus de croissance ni plus d'opportunités d'enrichissement individuel et collectif. **La priorité d'un gouvernement qui croit au « patriotisme économique » devrait être de faire de ses citoyens, via la bourse, les propriétaires de leur économie.**

*Augustin Landier, Professeur à New York University*

*David Thesmar, Professeur associé de finance et d'économie à HEC Paris*

10 - Voir A. Tanay, « Les actions plus rémunératrices que les obligations et l'or au XX<sup>e</sup> siècle », INSEE Première, n° 827, février 2002. • 11 - Pour rediriger l'épargne française vers les actions, les mesures gouvernementales se sont accumulées au cours des 25 dernières années (loi Monory en 1978, plans d'épargne en actions, contrats DSK, PEE). La fiscalité elle-même n'est pas si défavorable en France (par exemple, l'avoir fiscal limite la double taxation des dividendes). Pourtant, ces mesures sont insuffisantes au regard de ce qui subsiste du soutien à la rente (règles de détention s'appliquant aux assureurs et aux intermédiaires financiers, etc.). Au surplus, l'épargne salariale peut apparaître comme le type même de la « fausse bonne idée ». Si elle peut être, pour l'entreprise, un très bon levier de gestion de ressources humaines en donnant aux salariés le sentiment de participer à un projet commun, elle fait disparaître l'un des grands acquis du salariat (l'assurance d'une rémunération fixe dans toutes les circonstances) et prive ceux qu'on oriente vers elle de l'avantage clé de la finance de marché : la diversification des portefeuilles.

L'Amicus Curiae est téléchargeable sur le site [www.institutmontaigne.org](http://www.institutmontaigne.org)



15 pistes (parmi d'autres...) pour moderniser la sphère publique



Manifeste pour l'Europe 20 propositions pour faire redémarrer l'Union



Hôpital : le modèle invisible par Denise SILBER et al.

Institut Montaigne

38, rue Jean Mermoz - 75008 Paris

Tél. +33 (0)1 58 18 39 29 - Fax +33 (0)1 58 18 39 28

[www.institutmontaigne.org](http://www.institutmontaigne.org)

Directeur de la publication : Philippe Manière

Création : [latoutepetiteagence](http://latoutepetiteagence.com)

Réalisation : EPBC

Impression : Fusium

Illustration de couverture : BOD'Z Agence Christophe