

Avons-nous encore besoin de la bourse ?

(Quand la bourse fonctionne à l'envers)

De Jean-Luc Gréau, Economiste, Auteur de « L'avenir du capitalisme » (Gallimard, 2005)

Quand je dis dans mon dernier livre que nous pourrions fermer les bourses et nous en passer, beaucoup de personnes ont pris cela pour une provocation, ce qui n'est pas ma méthode. Je vais développer ce thème à partir d'une question essentielle qui est celle de l'économie concurrentielle de marché et qu'on peut appeler capitalisme.

Les historiens et les économistes jettent deux regards essentiellement sur ce que l'on appelle capitalisme ou économie concurrentielle de marché. Il y a une économie majoritaire qui pense qu'il y a continuité de l'économie de marché depuis l'antiquité jusqu'à nos jours ; le capitalisme n'est que la variante la plus moderne de cette économie de marché. C'est seulement la conjugaison de l'économie de marché avec la technique et la science moderne qui commence à se développer à partir du XVIIIème siècle, avec la finance moderne qui commence aussi à se développer à partir du XVIIIème siècle qui permet le développement de ce que l'on appelle le capitalisme. Il existe un autre regard porté sur le capitalisme et qui considère ce système comme étant en discontinuité avec ce qui a précédé. Il y a bien sûr Marx qui a dit que le capitalisme c'était la reproduction élargie par opposition à l'économie marchande simple. Il y a aussi Schumpeter qui a beaucoup théorisé sur l'innovation et son rôle de destruction créatrice dans le système économique. Il y a aussi quelqu'un comme Adam Smith qui est très mal lu. Si on lit les chapitres d'Adam Smith relatifs au fonctionnement du marché, on s'aperçoit qu'il décrit un seul marché, le marché concurrentiel à l'exclusion des autres. Donc en réalité il y a deux regards. J'appartiens à l'école du second regard : le capitalisme est quelque chose qui a commencé à exister vraiment à partir du XVIIIème siècle aux Pays-Bas et en Angleterre et c'est un système différent des autres. Ce n'est pas le sujet du jour ; mais je vais essayer de raccrocher le sujet du jour à cette question. Si la nouvelle économie est bien apparue au début du XVIIIème siècle aux Pays-Bas et en Angleterre puis dans d'autres pays, on s'aperçoit que les bourses apparaissent pratiquement au même moment. Les premières cotations d'entreprises, société par actions sur un marché public ont lieu à Londres pendant la dernière décennie du XVIIIème siècle, entre 1690 et 1700 ; il y a donc coïncidence du point de vue historique, c'est le moment où l'Angleterre accomplit sa révolution agricole qui va précéder, être le préambule de sa révolution industrielle. Donc on voit apparaître une bourse avec la cotation d'entreprise. En France c'est l'échec avec l'expérience de Law. On abandonne le principe d'une bourse jusqu'en 1826, date à laquelle se crée la bourse de Paris. Donc il y a semble-t-il, une coïncidence historique.

Historique de la bourse

Je vais dans un premier temps faire un historique succinct de ce qu'a été la bourse jusqu'à nos jours.

Premier jalon : c'est un marché à cotation publique ; c'est très important, cela veut dire que chaque jour on donne une valeur à des actions cotées en bourse. C'est un marché d'enchères. Mais ce qui devrait retenir l'attention en premier lieu et le nombre d'entreprises qui ne sont pas cotées. Ces entreprises sont bien dans l'économie concurrentielle de marché ; elles obéissent aux mêmes règles et même principes que les entreprises cotées. Donc la bourse ne concerne, par sa cotation, qu'une minorité d'entreprises ; même aux États-Unis : 14000 entreprises en 2002.

Deuxième jalon : il est très important de comprendre que les actions émises sur le marché y restent. Les biens de consommation (les marchandises de Rungis mais aussi les biens manufacturés) s'écoulent une fois pour toutes. Les actions sont toujours sur le marché ; elles tournent en rond. Il y a des vendeurs et des acheteurs. C'est un stock qui tourne sur lui-même, ce n'est pas un marché de flux. La distinction ne vient pas de moi, c'est Keynes qui a dit cela ; il n'a pas été entendu et personne n'en a tiré de leçon.

Troisième jalon : les bourses offrent un avantage particulier, qui est en fait leur raison d'être du point de vue de l'épargne : elles offrent la liquidité. Si vous avez des actions d'une entreprise non cotée, il est très difficile de s'en dessaisir. Vous ne pouvez le faire qu'après avoir battu la campagne pour trouver un acheteur. Même si votre entreprise est performante il faut trouver la personne qui va accepter de venir au capital pendant une longue durée. Dans une entreprise non cotée, on y reste généralement longtemps. La liquidité est le terme clé qu'il faut retenir après celui de stock. C'est la facilité de vendre sans aucun délai. Face par exemple à un autre besoin financier, que la transaction soit favorable ou défavorable, vous avez la possibilité de transformer vos biens financiers en réserve monétaire.

Quatrième jalon : qui est très important et que l'on ne dit jamais ; une action n'a pas de coût de production ou de prix de revient. Les biens ont en général un prix de vente qui est proche du prix de production. Normalement le prix de vente ne peut pas évoluer très violemment pour les biens et services courants. En revanche les actions n'ont pas de prix de revient et ceci explique qu'elles peuvent prendre n'importe quelle valeur entre zéro et l'infini. Les bourses émergentes (25 pays émergents d'Asie et

d'Amérique latine) ont connu plus qu'un triplement en l'espace de 4 ans. Ceci ne peut être le cas de biens de consommation courante ou même de biens d'équipement comme des machines ou des logiciels qui ont un coût de production.

Cinquième jalon : pour qui a-t-on créé les bourses ? Pourquoi c'est la liquidité ? Les historiens semblent défailants sur ce point. C'est bien entendu pour les classes aisées ou riches. Or la bourse a eu cette singularité fin XVIIème - début XVIIIème de permettre à des gens riches de ne pas investir principalement comme ils le faisaient auparavant dans les biens immobiliers, fonciers ou biens de thésaurisation. La thésaurisation est le mode normal de l'épargne de l'économie ancienne. La bourse permet d'acquérir des biens en se défaisant de la monnaie-or ou de la monnaie-argent. Point remarquable : c'est au même moment que le Trésor public anglais commence à s'endetter et qu'il émet des obligations pour emprunter. On pourrait penser qu'une puissance économique comme l'Angleterre avait, au XVIIIème siècle, un budget équilibré, ce n'est pas vrai ; jusqu'à la fin des guerres napoléoniennes (1814), le Trésor public anglais a toujours été endetté. Si l'on rapproche les deux faits : la bourse et l'endettement du trésor public, qu'est-ce que cela veut dire ? On émet des titres qui sont des actions et des obligations et la monnaie sort des réserves personnelles pour circuler dans l'économie. Donc bourse et endettement des trésors publics sont un moyen de faire circuler la monnaie, d'éviter que celle-ci se stérilise. C'est un point capital.

Sixième jalon : quand le rôle financier des bourses est-il devenu réellement important pour les entreprises ? L'âge classique des bourses commence entre 1830 et 1860. C'est un moment où les entreprises se développent et ceci dans des secteurs lourds qui ont besoin d'argent : les chemins de fer, la métallurgie, la sidérurgie, la chimie puis d'autres secteurs encore. Il faut beaucoup d'argent ; les investissements sont chers ; ils sont amortis sur de longues périodes ; il faut au minimum 15-20 ans. Des entreprises ont à arbitrer : ou bien elles empruntent - elles pensent évidemment réinvestir leurs profits, mais pour réinvestir les profits il faut déjà un investissement initial - ou bien elles émettent des actions. La bourse offre la possibilité aux entreprises d'arbitrer entre les deux formules ou de doser leur politique financière en émettant des actions nouvelles, en s'introduisant en bourse, en augmentant le capital et ainsi des ressources leur sont procurées de façon définitive. Normalement, dans la bourse ancienne, le montant de l'action souscrite est acquis une fois pour toutes. Bien entendu l'entreprise a l'obligation de rémunérer ceux qui ont apporté leur argent. Mais le capital n'est pas remboursable : c'est le contraire de l'emprunt où en toute hypothèse, en sus de l'intérêt, on doit rembourser le capital. Donc les entreprises ont le choix entre les fonds propres, c'est-à-dire les actions émises, sans remboursement de capital mais avec une rémunération qui va s'étendre sur une très longue durée ou un emprunt qui arrivera à échéance, 5 ans, 10 ans ou 15 ans après, mais qui devra être remboursé. Donc les bourses ont un rôle financier non négligeable à cette époque, il y a un siècle, période qui va du premier tiers du XIXème siècle jusqu'à la grande crise de 1929. Sur 100 ans à peu près les bourses ont eu un rôle non négligeable : elles ont apporté aux entreprises une modalité de leurs investissements lourds. Trois points très importants : l'arbitrage que je viens de signaler ; ce sont des classes riches ou aisées qui mettent leur argent à la bourse ; ce sont des personnes physiques qui achètent des actions.

Septième jalon : la grande dépression, la crise des années 30, la guerre et l'invention d'un nouveau capitalisme : celui que l'on appelle "les trente glorieuses". C'est une période de très forte expansion ; l'âge d'or de la croissance économique, l'âge d'or du progrès social, l'âge d'or de la stabilité des emplois, l'âge d'or de la promotion des personnes au travail, l'âge d'or de la protection sociale. Et cette période bâtit ses succès pratiquement sans que les bourses jouent le moindre rôle : c'est très troublant. On avait alors un capitalisme qui n'avait pas besoin de la bourse. Le financement des entreprises se faisait par réinvestissement des profits. A peu près 70% du financement se faisait par réinvestissement et complémentaiement par crédit bancaire, par des emprunts obligataires. On a eu dans des pays comme la France, l'Allemagne, l'Angleterre, le Japon, des taux de croissance de l'ordre de 5% voire plus. Et la plupart des entreprises connaissaient la prospérité ; il y a eu très peu de faillites durant cette période. Nous arrivons à la période des années 70. C'est une période de ralentissement de la croissance, d'apparition d'une forte inflation et d'interrogation sur la nécessité de réorganiser le système. Tout mon livre est bâti sur l'idée que l'on pourrait réorganiser le capitalisme d'aujourd'hui d'une autre manière. On l'a fait après la guerre et on l'a fait dans les années 70. On s'aperçoit d'une perte d'efficacité des grandes entreprises, on constate une forte inflation située généralement entre 8 et 25%, avec des taux très élevés (aujourd'hui on s'inquiète de taux de 2,5 à 3 % !). Les experts économiques et financiers commencent à prôner un retour à la bourse pour le financement des entreprises ; un retour aux sources en quelque sorte, retour à la bonne pratique financière orthodoxe consistant à bâtir l'investissement nouveau et l'embauche nouvelle sur de l'épargne qui était constituée au préalable et qui est confiée aux entreprises sous forme d'actions souscrites. Cette théorie va connaître le succès dans le contexte d'une idée nouvelle apparue et que Milton Friedmann, grand chef de l'école monétaire a introduit dès 1971. Il l'a rappelé avant sa récente disparition : la création de valeur pour l'actionnaire ce ne sont pas les marchés financiers qui l'ont inventé, c'est lui. Dans ce contexte particulier, à travers son capital, l'entreprise appartient exclusivement à ses actionnaires. C'est dans ce contexte que l'on tente un retour à la bourse. Ce contexte

est aussi nouveau par un point essentiel : les succès acquis pendant la période d'après guerre ont donné naissance à une consommation de masse. On est passé d'une consommation cantonnée dans les classes aisées ou riches à une consommation de masse. C'est donc aussi une société d'épargne de masse ; si on a les moyens de consommer, on a aussi les moyens d'épargner, d'acheter des obligations, d'acheter des actions, de se constituer un petit pécule. Et c'est bien ce qui s'est passé dans l'après-guerre. Le triplement effectif du pouvoir d'achat dans la période 1948-1973 en France a permis une élévation des revenus telle que les gens ont pu épargner. Nous sommes passés dans une société d'épargne de masse. Cette épargne de masse, et c'est le point nouveau des années 70, elle se concentre dans des fonds de placement collectifs que sont les Sicav (créées dans les années 60 en France), les fonds de pension américains (créés à partir de 1974 par une loi votée au Congrès), par ce que l'on appelle aujourd'hui les fonds spéculatifs, par d'autres fonds plus récents, les "private equity". Cette épargne de masse n'est plus gérée directement par des personnes physiques mais par des gérants professionnels. Ces gens-là sont théoriquement des experts des marchés financiers et des entreprises et des secteurs économiques qui sont représentés à la bourse. Ils sont donc compétents pour valoriser l'épargne des actionnaires ; leur puissance est incomparablement supérieure à celle des boursicoteurs, qui n'ont pas disparu mais qui occupent aujourd'hui une place tout à fait restreinte. 7% seulement de la capitalisation boursière de Paris est détenue par des personnes physiques directement et 93% par des fonds de placement collectifs et sur ces 93%, il y a environ la moitié de fonds d'origine non française. Donc, puissance extraordinaire de fonds qui peuvent gérer des masses très lourdes. Plusieurs millions d'euros, parfois plusieurs dizaines de millions d'euros ou de dollars. L'important à retenir c'est qu'il s'agit d'une gestion professionnelle, par des experts à qui l'on a confié en quelque sorte un mandat. Et dès lors vous voyez bien le nouveau système qui se met en place : une épargne concentrée, des experts pour gérer cette épargne et une théorie ou une idéologie du marché ; l'entreprise est un "money-maker" ; elle doit faire de l'argent, son but c'est de rendre de l'argent aux actionnaires, soit en valorisant l'action, soit en permettant le versement de dividendes très importants. Il y a donc un changement de nature très profond entre la bourse contemporaine et la bourse de l'âge classique. Le retour aux sources a été en quelque sorte un reniement des sources d'un point de vue formel. Une anecdote : en Août 1982, "Business Week", la magazine économique américain qui est analogue au magazine français "L'Expansion", titre : "Les bourses sont mortes". En effet, la période 70 avait été très mauvaise pour les bourses, parce qu'il y avait de l'inflation. En régime inflationniste, les bourses ne peuvent pas fonctionner ; il faut que l'inflation reste inférieure à 4 ou 5%. Or la grande innovation de la politique monétaire menée à partir des années 80 casse l'inflation ; on n'a pas connu d'inflation en Occident depuis 25 ans. Au moment même où "Business Week" titre "Les bourses sont mortes", deux mois plus tard, la bourse de New-York démarre pour ne plus s'arrêter, entraînant dans son sillage bien d'autres bourses, en Europe, en Amérique du Nord, en Amérique latine et en Asie. Le "Dow Jones" est actuellement à 12500 ; il était à 770 en 1982. Ces chiffres sont bien supérieurs au taux de croissance.

Quel constat aujourd'hui ?

Faisons maintenant le constat. A quels résultats a abouti cette renaissance des bourses ?

Première observation : le dialogue figurant dans l'invitation à cette soirée le dit : les bourses ont cessé de financer les entreprises. C'est paradoxal, c'est le reniement total depuis les origines, du mécanisme financier ; ce ne sont pas des assertions sans fondement ; je donne ci-après des chiffres. - Pour les 500 premières entreprises cotées à la bourse de New York 2006 : leur investissement productif c'est-à-dire leur achat de biens d'équipement matériel ou immatériel se monte à 425 milliards de dollars, soit 3 à 3,5% du PIB américain - un énorme morceau de l'économie américaine -. Les rachats d'actions se montent à 437 milliards de dollars ; ils sont supérieurs aux investissements productifs. Et à ces 437 milliards de dollars il faut ajouter 124 milliards distribués en dividendes. Ainsi ce que l'on donne aux actionnaires est une fois et demie le montant des investissements productifs ; et pendant ce temps les émissions d'actions nouvelles sont relativement modestes. - Pour la bourse de Paris en 2005 : les émissions d'actions nouvelles se montent à 15 milliards d'euros (essentiellement des privatisations) et les rachats d'actions à 30 milliards d'euros. L'écart est de 15 milliards d'euros soit 1% du PIB français. Les entreprises ont été décapitalisées à hauteur de 15 milliards d'euros. Comment se fait-il que chaque année les entreprises soient obligées de sortir un cash qui va en croissant ? Pourquoi cet unilatéralisme ? Les entreprises doivent valoriser les actions, racheter des actions, distribuer des dividendes. Pourquoi en contrepartie les actionnaires refusent-ils de les financer ? Pire, indépendamment de la question financière, l'actionnaire est devenu nomade. On pourrait penser que les fonds de placement collectifs connaissant bien les entreprises, restent durablement au capital de ces entreprises. Or ils sont moins fidèles que le boursicoteur du temps passé. La durée moyenne d'un placement à la bourse de Paris est de 7 mois sur un fond de placement ou une Sicav ; pour les étrangers il est de 4 mois.

Deuxième observation très importante : 1- l'actionnaire refuse de jouer son rôle d'actionnaire du point de

vue financier et du point de vue stratégique ; 2- la gouvernance financière est prise en défaut. Vous avez des analystes financiers, des agents de notation, des autorités de marché qui surveillent le marché ; eh bien, la crise financière américaine et d'autres ont montré que la gouvernance par ces super-experts pouvait être défaillante ; aux États-Unis : affaire Enron, 16 grands scandales ; en Europe : Vivendi, Parmalat. Il s'agissait d'entreprises dont le "business" était largement fictif ou très largement surévalué, alors qu'aujourd'hui les gérants professionnels qui opèrent à la bourse disposent d'une information économique et financière sans commune mesure avec celle dont on disposait il y a 50 ans. Cela est troublant : plus il y a d'information économique et financière apparemment fiable et moins il y a de sécurité dans le fonctionnement global du système.

Troisième observation : la multiplication des fusions-acquisitions et surtout des OPA hostiles. Le record a été battu en 2006 et sur le premier trimestre 2007 on est là aussi sur un record. En 2006, c'est un mouvement qui vient de lui-même et qui n'a pas grand chose à voir avec les besoins de l'économie. La concentration des entreprises est un processus normal. La concentration fait partie de l'évolution économique. Encore faut-il qu'elle ait un motif économique. Il faut que les entreprises qui s'allient et qui fusionnent mettent en commun leurs moyens, leurs marchés. Là, les fusions-acquisitions dans la grande majorité des cas (2/3 à 3/4) sont faites dans le but précis de valoriser les actions cotées en bourse ; une fusion-acquisition se fait toujours à un prix largement supérieur au prix du marché (10, 15, 20, 25%). Non seulement le vendeur à l'occasion du raid doit pouvoir liquider sa position, c'est-à-dire prendre sa plus-value au prix du marché, mais il va ajouter une prime. Les opérateurs qui mènent le bal satanique des fusions-acquisitions, ce sont les banques d'affaires ; cela fait partie de leur "business" : elles gagnent énormément d'argent grâce aux commissions des OPA. Il faut quelques personnes pour mener une OPA et avec ces quelques personnes qui ont travaillé quelques semaines ou quelques mois, on a des commissions gigantesques de quelques centaines de millions de dollars ou d'euros. Les rendements financiers sont considérables. Vous savez que la plupart des fusions-acquisitions et en particulier celles résultant d'OPA hostiles, échouent. C'est-à-dire que l'on est obligé d'opérer des plans de restructuration : on perd des emplois, on perd de la valeur économique, de la valeur financière, du savoir-faire. Une référence : l'ouvrage « L'entreprise européenne » de Donald Kalff, publié en 2005 chez Vuibert ; cet ancien manager de Shell et de KLM, aujourd'hui professeur de management à Leyde, dit carrément que 80% des fusions-acquisitions aboutissent à des échecs. C'est un coût global pour l'économie et pour les personnes qui y travaillent. Tout le monde le sait !

Quatrième observation : l'explosion des rémunérations des présidents des entreprises cotées ; indépendamment de la question morale, c'est une anomalie. Entre 1980 et 2002, les entreprises cotées américaines ont multiplié par 50 les rémunérations de leurs dirigeants. Pourquoi, alors qu'ils sont sous la surveillance étroite des fonds de placement ?

Un bilan plutôt négatif

Le résultat des bourses est plutôt négatif. Rappelons encore en effet que la sphère boursière n'est qu'une fraction du monde économique.

Premièrement : on constate que la bourse a un coût ; les coûts de production des entreprises sont surveillés très étroitement ; on dit que les administrations des services publics sont coûteuses mais les bourses sont aussi coûteuses ! Un "trader" cela coûte entre 700 000 euros et un million dans l'année et il en existe des dizaines de milliers. Il y a les coûts des transactions ; les autorités de marché, les agences de notation sont coûteuses. On attend toujours une initiative permettant d'évaluer, même de façon très approximative le coût de fonctionnement des bourses dans les économies.

Deuxièmement : un partage de la valeur ajoutée, c'est-à-dire de la richesse des entreprises, qui est de plus en plus défavorable ; les rapports de la Banque des Règlements Internationaux qui surveille le fonctionnement de l'économie mondiale indique que la part des salaires dans la valeur ajoutée a baissé de six points en quelques années. Il n'y a pas que la bourse qui agit dans ce sens, il y a aussi le libre-échange. Donc un partage de la richesse qui est de plus en plus inéquitable.

Troisièmement : une dépendance des économies qui est de plus en plus forte vis-à-vis de l'endettement des particuliers. Les économies prospères d'Europe (par exemple : Angleterre, Espagne) sont des économies où l'endettement est élevé. Là où l'on arrive à persuader les gens de s'endetter, il y a une forte demande. Notre taux d'endettement des ménages en France, où le taux de croissance est bas, est la moitié de celui de l'Angleterre, le tiers de celui des Pays-Bas. Si l'on échangeait le taux d'endettement des ménages avec celui de l'Angleterre, on perdrait 2 millions de chômeurs ! Lorsque l'on se refuse à rémunérer le travail en fonction de sa qualité et de sa productivité, il faut trouver une formule de rechange : un endettement mondial des ménages qui devient préoccupant dans les pays développés.

Quatrièmement : une concurrence dévoyée. La bourse est le seul marché économique où une entreprise

peu performante peut prendre le contrôle d'une autre. Pechiney était largement plus performante qu'Alcan, entreprise en difficulté soutenue par le gouvernement canadien. C'est Alcan qui a acheté Pechiney au moment même où Pechiney annonçait qu'il aurait en 2006 les procédés de fabrication les moins coûteux en terme d'énergie électrique. Arcelor était l'une des trois premières en terme de productivité sur le plan mondial ; cette entreprise a été rachetée par Mittal uniquement pour les procédés de fabrication. On s'empare à la bourse d'une société comme Arcelor, restructurée à la hache dans les années 1980 - et coûteusement pour le contribuable français - pour s'approprier le processus de fabrication. La bourse est le seul marché économique qui peut permettre cela.

Cinquièmement : une dissymétrie frappante entre l'Amérique du Nord et l'Europe d'un côté et l'Asie d'un autre côté. L'Asie n'est pas "opéable" ; pas d'OPA possible en Chine ou au Japon. Les Asiatiques peuvent nous racheter, nous avons beaucoup de mal à les racheter, sauf Renault-Nissan, parce que Nissan avait des difficultés et devait se rapprocher d'un partenaire. C'est très important pour l'avenir. Nos entreprises semblent énormément vulnérables sauf quand une famille comme la famille Peugeot ou la famille Michelin verrouille le capital.

Que peut-on faire ?

Cette situation ne peut pas perdurer sans provoquer des dégâts collatéraux encore plus lourds. Des mesures immédiates comme celles que préconise Peyrelevade dans son petit livre « Le capitalisme total » ; il dit : assez de stock-options, assez de rachats d'actions, on encadre les OPA. Toutes ces mesures paraissent devoir être réalisées. Dans les programmes établis par les différents candidats on ne voit pas grand chose apparaître de ce côté là. On dénonce les délocalisations mais on ne donne pas la réponse ; on dénonce les rémunérations excessives des dirigeants mais on ne dit pas ce que l'on ferait contre cela. Ces mesures recueillent mon accord. Il faudrait revenir à des pratiques plus anciennes, plus orthodoxes. On peut supprimer les stock-options à mon avis sans grand dommage pour la marche de l'économie française tout en l'assainissant moralement. Je crois cependant qu'il faut une révision d'ensemble beaucoup plus lourde en ne tenant plus compte de ce que j'appelle "l'idéologie boursière", mais de l'intérêt bien compris des entreprises, de leurs salariés, de leurs partenaires, leurs fournisseurs, leurs clients. 1- Tout d'abord je trouve absolument illogique que des droits de vote attachés à l'action, qui sont déterminants pour la désignation et la révocation des dirigeants, ne soient pas subordonnés à un engagement de l'actionnaire à rester au capital de l'entreprise, c'est-à-dire un engagement contractuel sur une certaine durée. L'actionnaire nomade ne doit pas avoir de droit de vote. Il faut distinguer entre les actions nomades sans droit de vote, dont les détenteurs ont droit aux dividendes et les actions avec droit de vote, pour les personnes qui ont pris le risque d'accompagner l'entreprise dans les bons et les mauvais jours en restant 5 à 6 années dans le capital comme les actionnaires familiaux, qui ne peuvent pas sortir librement du capital. 2- Le traitement fiscal favorable des actions devrait être réservé aussi à ceux qui s'engagent durablement dans le capital, soit en tant que personne physique soit en tant que personne morale. La loi de finances 2004 a inséré une disposition qui exonère fiscalement les plus-values des actions des personnes physiques qui détiennent des actions pendant au moins 7 ans. Il faudrait trouver une mesure du même genre pour les actionnaires personnes morales qui s'engagent au moins 7 ans au capital de l'entreprise. Cela signifie aussi que les OPA hostiles deviendraient beaucoup plus problématiques ; car si le capital des entreprises était verrouillé, il serait beaucoup plus difficile de s'emparer d'une entreprise. Les entreprises cibles sont forcément des entreprises rentables ; les entreprises en difficulté se rachètent au tribunal de commerce, pas à la bourse. Si Arcelor et Pechiney avaient été improductifs, ils n'auraient pas été des cibles. 3- Enfin, la troisième chose, c'est qu'au fond, il faudrait encourager les entreprises à sortir de la bourse, si elles le souhaitent. En ce moment même, un processus très troublant est en cours : c'est celui des "private equity" (qui signifie "actif privé") ; ce sont des fonds spécialisés dans le placement non coté. Il y a énormément d'argent aussi dans ce type de fonds. En ce moment beaucoup d'entreprises sont en train de sortir de la bourse, en particulier aux États-Unis, rachetées par ces fonds qui en prennent le contrôle. Ces fonds sont à prendre avec des pincettes parce qu'ils font souvent leurs opérations avec des emprunts préalables. Ils rachètent le capital des entreprises après avoir emprunté 60, 80 ou 90% du montant de l'opération. Ce qui fait que l'entreprise va devoir dans la suite, sortir le cash nécessaire pour rembourser les emprunts ; c'est dire qu'il y a une certaine turpitude de ce côté là aussi. Cependant le fait même que ces fonds existent et que, chose remarquable, leur durée moyenne de présence au capital d'entreprises non cotées est de 6 à 11 ans, nous met dans une autre configuration. Le fait même qu'ils existent, qu'ils aient de l'argent et qu'ils s'occupent d'entreprises rentables pourrait ainsi aider à organiser le déperissement des bourses. Cela n'est pas à l'ordre du jour ; peu de monde va proposer cela à l'échelon international ; mais c'est possible techniquement, juridiquement, financièrement et le "private equity" le démontre. Je suis persuadé que nous aurons dans les années à venir de nouveaux tournants, de nouveaux bouleversements et que le paysage économique et financier que nous connaissons d'ici 5 ou 10 ans sera profondément différent de celui que nous connaissons. Il faut donc nous préparer à ce tournant. C'est pourquoi je me permets immodestement de vous recommander la lecture de mon ouvrage (« L'avenir du capitalisme », Gallimard, 2005).

