

## **Le CAC 40 en 2012 : quel partage de la valeur ? Le grand hiatus**

Résultats de l'étude annuelle exclusive Euro RSCG C&O

Pour 68% des administrateurs du CAC 40, le partage de la valeur sera le sujet central du printemps 2012 et des prochaines assemblées générales avec les actionnaires.

Les entreprises du CAC 40 créent de la richesse (cashflow +22% depuis 2006). Le désendettement est devenu la priorité, pour assurer l'indépendance et réduire le risque des entreprises.

Elles sont confrontées à un grand hiatus : annoncer simultanément des bons résultats pour 2011 et des mesures d'austérité pour 2012 ; répondre aux attentes de ses publics, actionnaires, salariés, clients, opinion publique aux intérêts aujourd'hui très divergents et gérer les échéances sociales, électorales, financières, qui se superposent, situation inédite.

*« En 2012, la communication financière doit expliciter et clarifier les choix fondamentaux de répartition de la valeur. Il en va de la qualité de la démocratie actionnariale et de la qualité de la relation avec ses parties prenantes. »* explique Laurent Habib, Président de l'agence Euro RSCG C&O convaincu que *« l'entreprise doit garantir aux parties prenantes le choix d'une création de valeur durable. »*

*« Après un temps de communication très financière, arrive un nouveau cycle où l'entreprise est aussi attendue sur sa dimension sociétale. »*, souligne Bénédicte Hautefort, Partner Euro RSCG C&O.

### **L'analyse que nous publions aujourd'hui la première édition d'un rendez-vous annuel.**

Chaque année, début janvier, elle confrontera une analyse quantitative du partage de la valeur des entreprises du CAC 40 et le point de vue d'une centaine de leaders d'opinion interrogés en face-à-face (dirigeants, présidents non exécutifs, administrateurs, directeurs financiers, responsables de cabinets ministériels, syndicats, banquiers, avocats d'affaires).

### **La question du partage de la valeur se pose cette année avec une acuité particulière.**

En période de crise, le CAC 40 continue à créer de la richesse. Sa répartition est devenue un sujet majeur, autant politique qu'économique.

## Les 7 constats de l'étude

### **1. Les entreprises du CAC 40 ont créé de la richesse, même en période de crise**

Depuis 2006, le cashflow<sup>1</sup> des entreprises du CAC 40 a progressé de 22%. Les marges opérationnelles ont augmenté de 13% et les résultats nets de 10%. Toutefois, cette réalité positive est occultée par la mauvaise performance boursière de l'indice du CAC 40, qui a perdu 30% depuis 2006 dépréciant l'image de santé financière de ces entreprises.

**Les acteurs du marché estiment** que l'incertitude est extrême. Les signaux alarmants se multiplient, mais beaucoup n'observent, pour l'instant, aucun ralentissement de leur propre activité. C'est le paradoxe et la force des entreprises du CAC 40, très exposées à l'international et à la croissance des pays émergents.

**En termes de communication**, l'enjeu sera moins d'affronter la crise que d'apporter une réponse globale à des publics aux intérêts contradictoires : la situation inédite de ce printemps 2012 est que les calendriers financiers, sociaux et électoraux se superposent, dans un climat anxieux.

### **2. Le désendettement est devenu la priorité des entreprises du CAC 40**

Pour assurer leur indépendance par rapport aux banques et améliorer leur profil de risque, les entreprises du CAC 40 ont donné la priorité au désendettement. La crise de fin 2008 marque sur ce point un changement radical. Tous les signaux convergent : depuis 2009, 25 entreprises du CAC 40 ont réduit leur dette; entre 2006 et 2008, 26 entreprises l'avaient accrue. Les remboursements sont trois fois plus rapides depuis 2009, les emprunts sont sept fois moins importants,

**Les acteurs du marché estiment** que les entreprises du CAC 40 souffriront moins que leurs homologues plus petites car elles auront la possibilité de s'adresser au marché obligataire. 20% seulement des financements du CAC 40 sont aujourd'hui de source obligataire, vs. 80% aux Etats-Unis. Les émissions récentes ont été très largement souscrites. A moyen terme, cette source comporte cependant les mêmes inconvénients que le marché actions : volatilité et difficulté d'identification des contreparties.

**En termes de communication**, la dette restera un thème sensible en 2012. Parce que qu'elle représente la priorité des entreprises, elle peut créer des tensions entre les publics. L'enjeu est d'en faire un thème positif, relié au projet d'entreprise plutôt qu'un thème strictement financier, potentiellement anxieux pour les autres publics.

### **3. La part de l'actionnaire a progressé de 31% en 5 ans, mais il reste perdant**

Depuis 2006, les entreprises du CAC 40 ont augmenté de 31% la part du cashflow allouée à leurs actionnaires. Les dividendes ont été maintenus, les rachats d'actions plus fréquents. Parallèlement, depuis le début de la crise, les augmentations de capital ont été moins fréquentes. Les dernières opérations importantes remontent à 2009 (Lafarge, Saint-Gobain, Danone) et étaient deux fois moindres que les opérations d'avant la crise. Malgré cela, l'actionnaire du CAC 40 a perdu en moyenne 18% de sa mise depuis 5 ans, à cause de la chute de 30% des cours de bourse.

---

<sup>1</sup> Pour objectiver la notion de création de valeur, nous avons retenu la notion de cashflow, la valeur d'une entreprise étant calculée comme une somme de cashflow actualisés. L'agrégat comptable retenu pour le calcul du cashflow est le flux de trésorerie d'exploitation, agrégat normé qui est calculé comme suit : Résultat net + dotations nettes aux amortissements et aux provisions sur actifs immobilisés - plus-values de cession d'actifs + moins-values de cession d'actifs - variation du besoin en fond de roulement

**Les acteurs du marché estiment** que 2011 devrait être une année record en termes de programmes de rachats d'actions (sans pouvoir encore avancer de chiffres) du fait du faible niveau des cours. Les publics non financiers sont tendus, les actionnaires aussi, parce qu'ils ne peuvent se satisfaire de cette perte de 18%.

**En termes de communication**, l'enjeu est d'éviter que l'actionnaire soit pris comme bouc émissaire, en soulignant ses intérêts communs avec les autres parties prenantes. Le fait que les critères non-financiers (plans de succession, actions pour l'environnement...) soient de plus en plus importants dans les choix d'investissement des investisseurs institutionnels est, par exemple, un fait méconnu.

#### **4. La rémunération des dirigeants a progressé de 34% depuis 2006, tout en étant plus encadrée**

**Pour les acteurs du marché**, cette augmentation pourrait être un effet inattendu de la fixation de critères de performance. L'ensemble des entreprises du CAC 40 a fixé des critères de performance pour la rémunération des dirigeants, en ligne avec le code AFEP-MEDEF. Bien souvent, le cashflow est un critère majeur et comme il a effectivement augmenté, il a joué un rôle d'accélérateur.

**En termes de communication**, l'opinion attend que les entreprises justifient la rémunération des dirigeants par des critères non plus seulement financiers mais aussi sociétaux (indice de satisfaction clients, mixité des effectifs, efforts en faveur de l'environnement...). Les entreprises qui ont déjà intégré ces critères, auront tout avantage à en faire un point saillant de leur communication. Le processus qui encadre la rémunération des dirigeants gagnera aussi à être mieux connu : le rôle des Comités de Rémunération, l'existence de critères objectifs et le cadre du code AFEP-MEDEF, l'effort de transparence fait par les entreprises.

#### **5. Les salaires ont progressé de 13% depuis 2006, les effectifs aussi**

Les salaires ont progressé de 13% depuis 2006. Les effectifs de l'ensemble des entreprises du CAC 40 ont progressé de 10%, essentiellement entre 2006 et 2008. Au total, en conjuguant la croissance des effectifs et celle des salaires par personne, la croissance de la masse salariale est de 25% depuis 2006. Toutefois, plus d'un tiers des emplois du CAC 40 sont aujourd'hui dits « précaires » : CDD et stages, temps partiels subis, emplois en dessous du niveau de qualification.

**Les acteurs du marché s'attendent** à un durcissement du climat social en 2012. Dans ce contexte tendu, toute réduction d'effectifs peut être amalgamée à un « licenciement boursier », même s'il s'agit, par exemple, d'un plan de départs volontaires. La « précarité » peut aussi accélérer la crise, en cas de panne de croissance.

**En termes de communication, deux enjeux centraux** : mettre en évidence la dynamique de création d'emplois, et anticiper les sujets difficiles, comme les réductions d'effectifs, qui le plus souvent ne sont pas des licenciements secs.

#### **6. Les investissements ont été réduits de 24% depuis 2006**

**Les acteurs du marché expliquent** que la croissance externe est très ralentie, pour encore longtemps : les cibles sont trop chères s'il faut les payer avec le cash destiné au désendettement, ou avec des titres perçus comme sous-évalués. L'investissement pourrait redémarrer mais hors de France dans des pays à forte croissance : Asie du Sud-est, Chine, Inde, Brésil.

**En termes de communication**, ces investissements à l'étranger pourront faire polémique dans un contexte de tension sociale forte en France, il sera encore plus important d'anticiper et d'être pédagogique. Les sociétés gagneront aussi à parler des investissements qui ne sont pas intégrés sur la ligne comptable « investissement », la formation, le travail sur la réputation de l'entreprise, sa marque.

#### **7. L'impôt a progressé de 21% depuis 2006 : il n'y a pas de « délocalisation fiscale »**

L'impôt a progressé de 21% depuis 2006 tout comme le cashflow des entreprises. Il n'y a pas eu de « délocalisation fiscale ».

**Les acteurs du marché** constatent que les entreprises du CAC 40 paient moins d'impôts que les entreprises plus petites du fait d'activités majoritairement à l'international, qui réalise l'essentiel de la croissance.

**En termes de communication**, la question de l'impôt payé par les entreprises du CAC 40 – déjà posée en 2011- fera débat en 2012. Alors qu'il incarne la dimension citoyenne de l'entreprise quand les sommes versées aux actionnaires symbolisent la logique financière, les entreprises devront redoubler d'efforts pour réaffirmer qu'elles n'ont pas recours aux évasions fiscales et faire œuvre de pédagogie en direction d'une opinion publique en défiance.

## Quels enseignements pour les entreprises du CAC 40 ?

« Les entreprises du CAC 40 ont hypertrophié l'axe financier dans leur communication, les éléments financiers étant les remèdes à la crise de 2008, qui était une crise financière. Aujourd'hui, les attentes des différentes parties prenantes ne sont plus seulement financières, et les entreprises doivent aborder simultanément tous les registres, financiers et extra-financiers. La transparence sur la stratégie de partage de la valeur et l'anticipation des sujets sensibles sont déterminants.», analyse Bénédicte Hautefort, Partner Euro RSCG C&O

L'opinion est inquiète et certains sujets peuvent être lus de façon polémique ou anxiogène : l'effort consacré au remboursement de la dette, la rémunération des dirigeants, l'impôt payé par le CAC 40 en France, l'évolution des effectifs.... L'enjeu pour les entreprises est d'aborder ces sujets et d'être pédagogiques.

A titre d'exemples, les entreprises du CAC 40 se sont trop peu exprimées sur le nombre d'emplois créés jusqu'ici (+10% depuis 2006), les initiatives citoyennes (les entreprises sont nombreuses à avoir développé des fondations), le processus de définition de la rémunération des dirigeants et les critères qui déterminent la part variable (toutes les entreprises du CAC 40 ont aujourd'hui un comité de rémunération constitué en majorité d'administrateurs indépendants); l'impôt véritablement payé et la cartographie de la création de valeur qui le sous-tend (la France ne représente aujourd'hui qu'une part mineure des activités et des emplois du CAC 40).

La politique de ressources humaines, développement de produits innovants, initiatives citoyennes, actions pour l'environnement, savoir-faire des hommes, culture de l'entreprise ... Les entreprises développent des initiatives qu'elles ne communiquent qu'à des cénacles spécialisés, en se cantonnant à l'axe financier lorsqu'elles s'adressent au grand public. Attentes partagées par tous les publics de l'entreprise, ces actifs et le projet d'entreprise qu'ils sous-tendent permettront de fédérer les intérêts à un moment où les sujets purement financiers sont devenus sources de clivages.

Laurent Habib, Président de l'agence Euro RSCG C&O et Président de l'Observatoire de l'Immatériel propose un changement substantiel : « *Terrain de rencontre entre l'entreprise et ses parties prenantes, la communication financière – jusqu'ici guidée par la prudence et la culpabilité – doit changer de paradigme. Une communication fondée sur les actifs immatériels pourra désormais passer de la culpabilité à l'optimisme, du passé au futur, du constat à la dynamique, de la gestion au management, du financier à l'économique. Elle permettra à l'entreprise de parler de ses vraies richesses et expliciter comment elle va durablement générer de la valeur et mieux la répartir.* »

## **Méthodologie**

Euro RSCG C&O, leader français de la communication financière a étudié l'ensemble des documents de référence publiés depuis 2006 ainsi que les communiqués financiers et rapports intermédiaires en 2011.

Pour objectiver la notion de création de valeur dans notre étude, nous utilisons pour les calculs la notion de « cashflow » ou « flux de trésorerie d'exploitation », agrégat comptable IFRS calculé comme suit : Résultat net + dotations nettes aux amortissements et aux provisions sur actifs immobilisés - plus-values de cession d'actifs + moins-values de cession d'actifs - variation du besoin en fond de roulement."

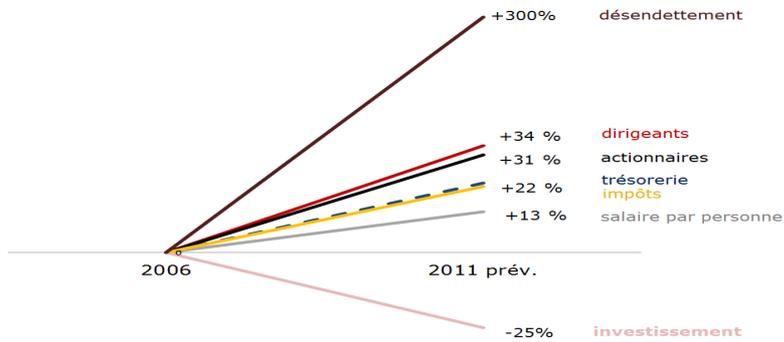
Euro RSCG C&O a également conduit une série d'entretiens individuels avec une centaine de leaders d'opinion (dirigeants, présidents non exécutifs, administrateurs, directeurs financiers, responsables de cabinets ministériels, syndicats, banquiers, avocats d'affaires) en octobre et novembre 2011. Parmi ces leaders d'opinion : 15 dirigeants (PDG ou DG) du CAC 40, exerçant également des mandats d'administrateurs dans d'autres sociétés, 6 Présidents non exécutifs, ou Présidents d'honneur d'une entreprise du CAC 40, 17 autres administrateurs non exécutifs siégeant au Conseil d'Administration, ou au Conseil de Surveillance d'une société du CAC 40, 21 Directeurs financiers du CAC 40, 5 responsables de l'AMF, du Trésor, des cabinets ministériels, 6 représentants des syndicats, 2 représentants d'associations d'actionnaires salariés, non syndiqués, 5 banquiers créanciers, 3 banquiers d'investissement, 3 avocats d'affaires.

Chacun des chapitres rend compte à la fois de notre analyse des chiffres et des interviews.

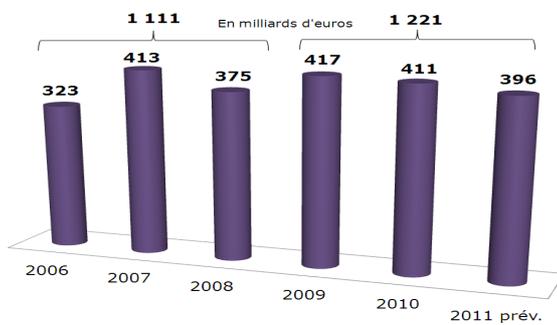
Contact Presse : Yaël DORFNER  
Tél : 01 58 47 95 26 – 06 16 94 16 81  
yael.dorfner@eurorscg.fr

## ANNEXES

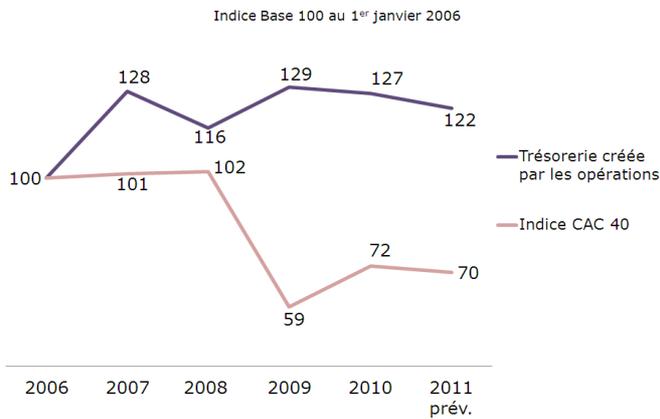
### 1. Le partage de la valeur de 2006 à 2011



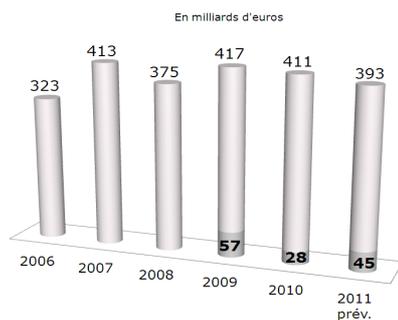
### 2. Trésorerie des entreprises créée par les opérations



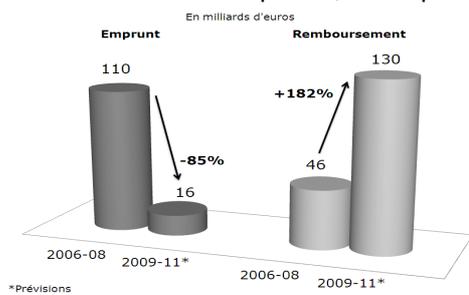
### 3. Trésorerie et indice CAC 40



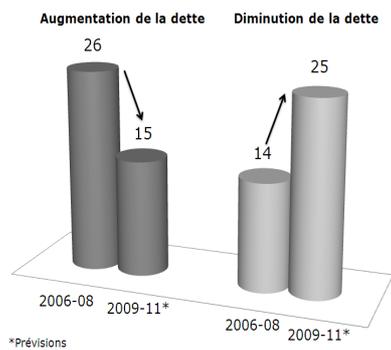
### 4. Priorité donnée au désendettement depuis 2008



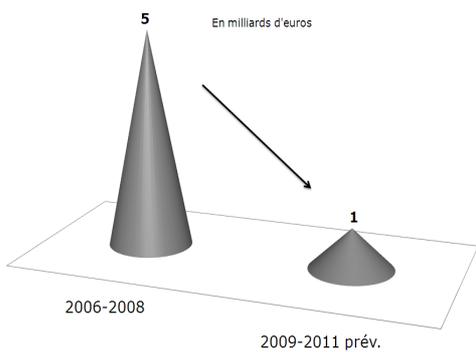
5. 7 fois moins d'emprunts, 3 fois plus de remboursements



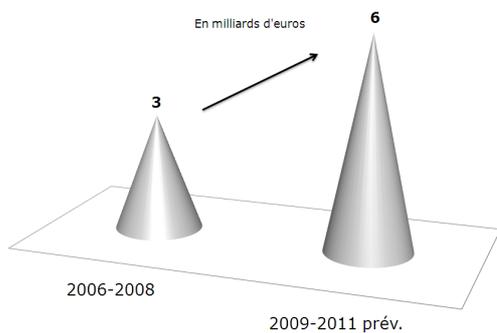
6. Nombre d'entreprises du CAC 40 qui réduisent/augmentent leur dette



7. Montant moyen des emprunts divisés par 5



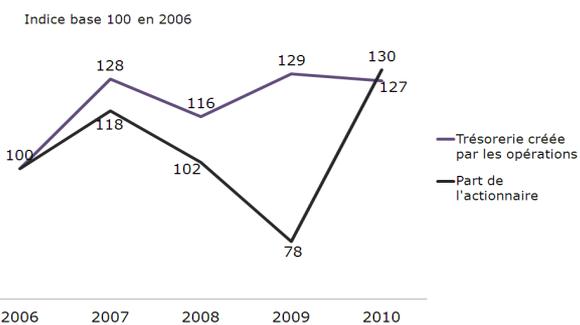
8. Montant moyen des remboursements a doublé



## 9. Part des actionnaires dans la trésorerie



## 10. Part de l'actionnaire et trésorerie



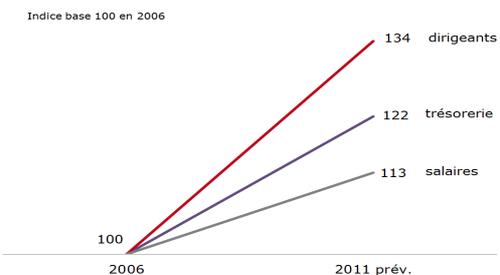
## 11. Trésorerie, TSR et CAC 40



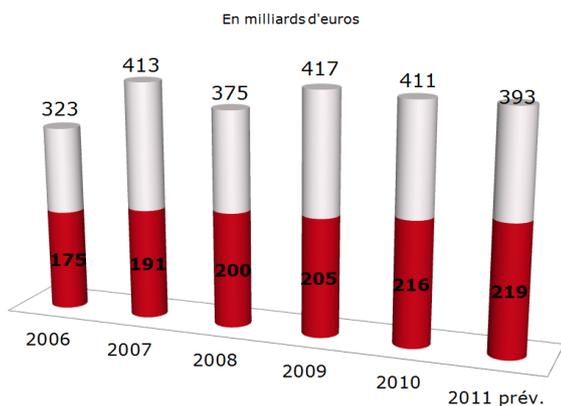
## 12. Flux de trésorerie avec les actionnaires



### 13. Rémunération des dirigeants, salaires, trésorerie



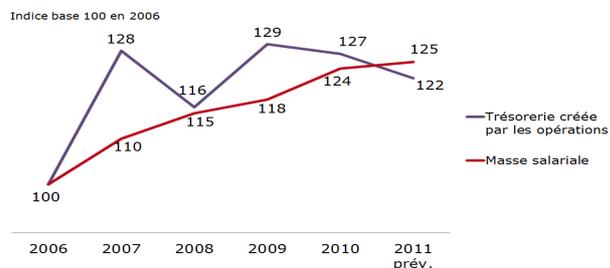
### 14. Priorité à la masse salariale dans la trésorerie



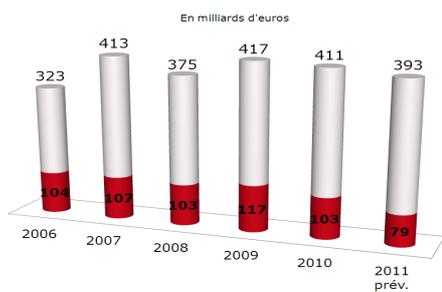
### 15. Masse salariale et effectifs



### 16. Masse salariale et trésorerie



## 17. Part de l'investissement dans la trésorerie



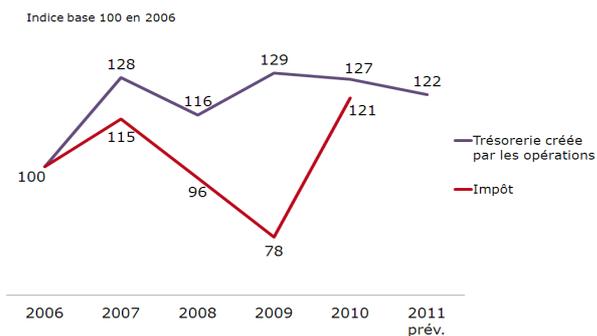
## 18. Investissement et trésorerie



## 19. Part de l'impôt dans la trésorerie



## 20. Impôts et trésorerie



## 21. Part de l'actionnaire et Impôts

