

# Evolution de la répartition de la valeur au sein du CAC 40

Données et analyse (2009 – 2018)

Juin 2020

**BASIC**



## Sommaire

1. Introduction .....	3
2. Eléments introductifs .....	5
2.1 Les parties prenantes directes de la création de valeur des entreprises .....	5
2.2 Périmètre et méthodologie de l'étude .....	7
3. La répartition de la valeur créée au sein des entreprises du CAC 40.....	10
3.1 Vue d'ensemble de la répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes des entreprises de l'échantillon .....	10
3.2 Part touchée par les fournisseurs : évolution et analyse.....	13
4. La répartition de la valeur ajoutée au sein des entreprises du CAC 40 .....	20
4.1 Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés, aux actionnaires et autres acteurs (États et financeurs) entre 2009 et 2018 .....	20
4.2 Analyse des évolutions constatées .....	27
5. La répartition des bénéfices au sein des entreprises du CAC 40 .....	30
5.1 Bénéfices, actionnaires et free cash-flow des entreprises .....	30
5.2 Retours attendus par les actionnaires et poids du système boursier.....	33
6. La prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux par les entreprises du CAC 40.....	41
6.1 Inégalités sociales.....	41
6.2 Inégalités Hommes-Femmes.....	46
6.3 Enjeux environnementaux .....	48
7. Conclusion : concrétiser un changement de paradigme de la gouvernance des entreprises du CAC 40 pour faire face aux défis socio-environnementaux .....	52

# 1. Introduction

**Au lendemain de la crise de 2008**, le président Sarkozy déclarait dans un discours au Forum de Davos : « *Il ne peut y avoir de développement durable quand le profit immédiat et la valeur pour l'actionnaire sont les seuls critères.* » [...] « *On redécouvre aujourd'hui, heureusement, que les entreprises sont des communautés humaines, des organismes vivants, qui ont besoin d'un leader [...] et qui dépendent du savoir-faire de leurs salariés. Cela vit, une entreprise. [...] Cela doit avoir une finalité qui n'est pas simplement un cours de bourse [...].*<sup>1</sup> »

Ce n'est qu'une dizaine d'années plus tard que **le parlement français a inscrit cette conception de l'entreprise dans la loi** relative au plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises, dite « loi PACTE », adoptée le 22 mai 2019.

**Ce faisant, le législateur français a entériné un changement de paradigme**, l'entreprise étant considérée jusque-là comme devant être gérée dans le seul intérêt financier de ses actionnaires, comme en témoigne :

- **Son mode de gouvernance**, régi depuis le 19<sup>ème</sup> siècle par le cadre juridique de la « société commerciale »<sup>2</sup>, elle-même « constituée dans l'intérêt commun de ses associés »<sup>3</sup>.
- **Sa finalité**, limitée à la recherche de profits pour les actionnaires d'après la **théorie de la souveraineté actionariale** popularisée en 1970 par le prix Nobel d'économie Milton Friedman dans une tribune du New York Times dans laquelle il déclarait que « *la responsabilité de l'entreprise se limite à faire le plus d'argent possible pour ses actionnaires [...] tout en se conformant aux règles basiques de la société, à la fois celles inscrites dans la loi et celles inscrites dans les coutumes et l'éthique.* »<sup>4</sup>

Prenant acte des **risques engendrés par la financiarisation** de l'économie<sup>5</sup>, de la montée en puissance des **attentes des citoyens** à l'égard des entreprises sur les plans environnementaux et sociaux<sup>6</sup>, et des **orientations de la Commission Européenne** selon lesquelles les entreprises doivent désormais être responsables « vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société »<sup>7</sup>, le parlement français a ainsi décidé de modifier en profondeur la définition de la société commerciale en précisant dans le code civil que :

- « **La société est gérée dans son intérêt social...** »
- « **...et en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité** »<sup>8</sup>

---

<sup>1</sup> Sarkozy, N., Déclaration de M. Nicolas Sarkozy, Président de la République, sur la régulation du capitalisme mondialisée, à Davos le 27 janvier 2010.

<sup>2</sup> A l'exception des cas particuliers des acteurs de l'économie sociale et solidaire qui sont souvent régis par des statuts d'association à but non lucratif et de certaines professions régies par celui de société civile

<sup>3</sup> Article 1833 du Code Civil. Cette définition s'explique dans le contexte du 19<sup>ème</sup> siècle où les entrepreneurs, les gestionnaires et les actionnaires n'étaient pas encore dissociés, contrairement à aujourd'hui, dans les grandes entreprises.

<sup>4</sup> M. Friedman, "The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits", New York Times, 13 septembre 1970 <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/article-15-no-title.html>

<sup>5</sup> Aglietta, M., Rébérioux, A., « Les dérives du capitalisme financier », 2004

<sup>6</sup> Nicole Notat et Jean-Dominique Senard. « L'entreprise Objet d'Intérêt Collectif », 2018

<sup>7</sup> Communication de la Commission Européenne, « Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014 », novembre 2012

<sup>8</sup> En reconnaissant les limites de cette dernière formulation du fait de la liberté de son interprétation d'une entreprise à l'autre, cf. [https://www.lemonde.fr/idees/article/2019/03/15/dominique-schmidt-la-loi-pacte-n-ajoute-ni-n-enleve-rien-au-droit-actuel\\_5436691\\_3232.html](https://www.lemonde.fr/idees/article/2019/03/15/dominique-schmidt-la-loi-pacte-n-ajoute-ni-n-enleve-rien-au-droit-actuel_5436691_3232.html) consulté le 25 mars 2020

Ce faisant, **le droit français reconnaît dorénavant** qu'au-delà de la recherche de profitabilité financière que se fixent les actionnaires :

- **il existe une finalité propre à l'entreprise**<sup>9</sup>,
- **l'entreprise est redevable des impacts de ses activités** sur la société et l'environnement, en particulier **à un moment où les défis ne cessent de s'accroître** : dérèglement climatique, effondrement de la biodiversité, montée des inégalités...

**En 2020, une décennie après la crise financière de 2008, l'Etat français se retrouve à nouveau au chevet des entreprises** en raison de la crise économique sans précédent déclenchée par la pandémie du Coronavirus, qui touche en premier lieu les plus vulnérables et met en première ligne bon nombre de salariés sous-valorisés et précaires, en particulier les femmes, dont les fonctions sont indispensables au fonctionnement de l'économie.

**Afin de nourrir le débat sur la relance à enclencher, la présente étude investigate dans quelle mesure les entreprises du CAC 40, « champions » de l'économie française, ont fait évoluer leur mode de fonctionnement depuis la crise de 2008 afin de :**

- ne plus être géré par les seuls impératifs financiers et **s'aligner avec la conception de l'entreprise désormais entérinée par la loi PACTE,**
- **contribuer à résoudre les enjeux sociaux et écologiques auxquels nous sommes confrontés.**

Pour mener à bien cette recherche, **nous avons analysé la distribution de la valeur créée** par les entreprises du CAC 40 depuis la dernière crise financière **pour voir si elle révèle des changements de fond**, notamment en ce qui concerne :

- l'importance donnée à la recherche de profitabilité pour les actionnaires,
- la prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux dans leur modèle économique

Les résultats de ces investigations, menées entre octobre 2019 et avril 2020, sont exposés ci-après.

---

<sup>9</sup> En cela, la nouvelle version du code civil correspond à la jurisprudence qui s'est exprimée sur le sujet.  
Cf. A. et G. Lyon-Caen, « La doctrine de l'entreprise », in Dix ans de droit de l'entreprise, Paris, 1978

## 2. Eléments introductifs

### 2.1 Les parties prenantes directes de la création de valeur des entreprises

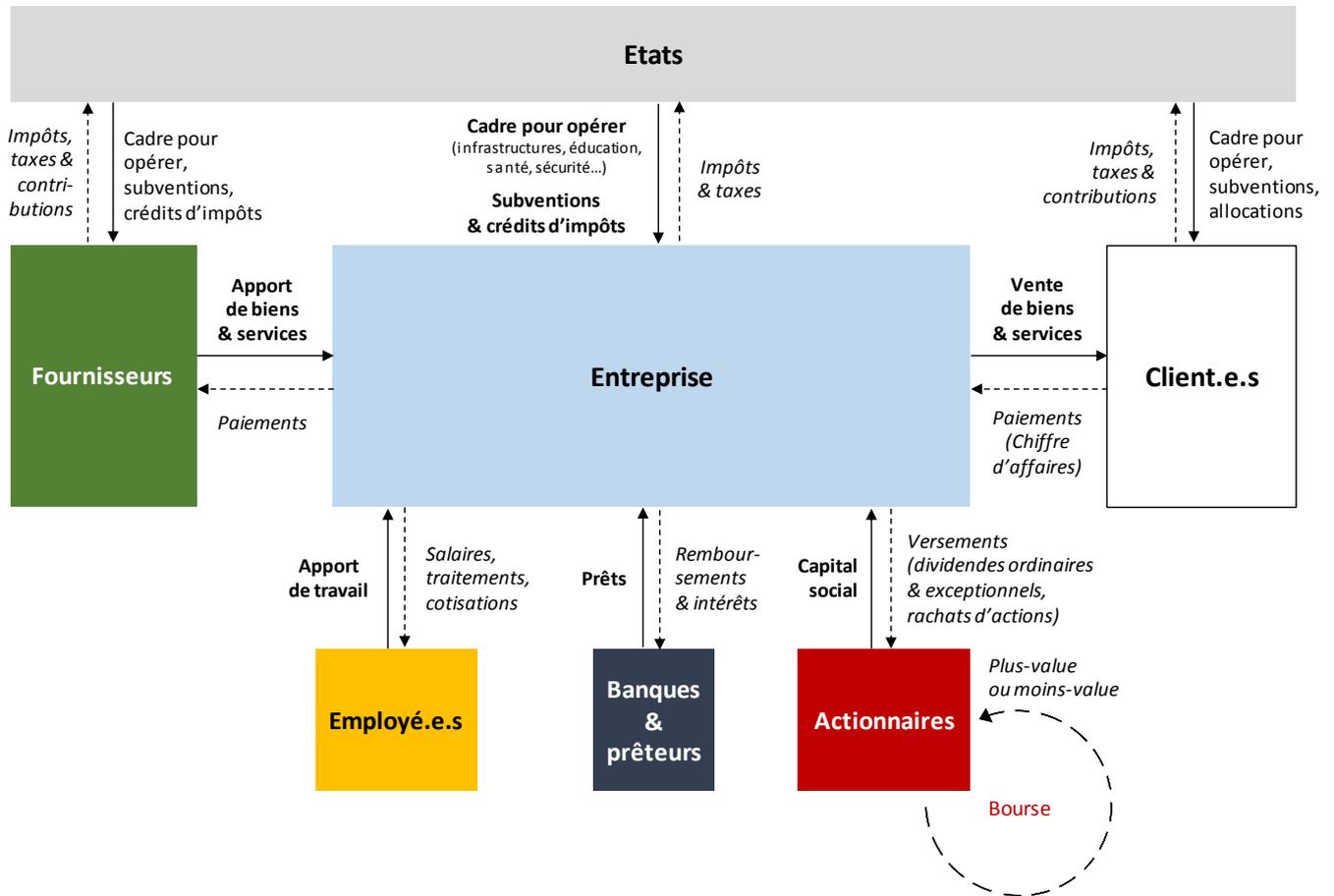


Figure 1 : Schéma récapitulatif des parties prenantes directes de la création de valeur des entreprises. Source : BASIC

La création de valeur de toute entreprise repose sur un certain nombre d'apports qui sont indispensables à son fonctionnement économique.

En premier lieu, **les états où l'entreprise est implantée offrent le cadre qui lui permet d'opérer**, que ce soit en termes d'infrastructures (transports individuels et collectifs, accès à l'énergie...) de système éducatif et de main d'œuvre formée, de système de santé, de sécurité... Ceci est également valable pour les fournisseurs et les clients de l'entreprise. Toute entreprise contribue financièrement au fonctionnement de ce cadre par le biais des impôts, taxes et contributions sociales dont elle s'acquitte chaque année. L'impôt sur les bénéfices, qui est comptabilisé dans la catégorie « impôts » des comptes consolidés, ne représente qu'une part de cette contribution ; le reste est composé de la taxe sur la valeur ajoutée et des impôts de production (cotisations foncières, contributions sociales de solidarité...) et peut être comptabilisé dans les dépenses de personnel ou le coût des ventes (voir ci-après). En vis-à-vis, une partie des entreprises, en particulier les grandes, bénéficient de subventions publiques et de crédits d'impôts venant des Etats (de même que leurs fournisseurs). En amont de la chaîne, toute entreprise fait appel à **des fournisseurs et sous-traitants qui lui apportent les biens et services qu'elle ne produit pas en interne et dont elle a besoin pour ses activités** (matières premières, produits transformés, prestations de communication, de conseil...). Les paiements effectués en contrepartie sont enregistrés dans la comptabilité des entreprises dans une rubrique « paiement aux fournisseurs ».

En interne à l'entreprise, **la force de travail est apportée par les employé.e.s** qui sont rémunéré.e.s en retour sous forme de « salaires et traitements », lesquels regroupent les rémunérations fixes et variables, les primes, etc. A ces éléments de rémunération s'ajoutent les contributions payées par l'entreprise aux systèmes de sécurité sociale et de retraite de chacun des pays où elle est implantée, qui permettent d'assurer un filet de sécurité en matière sociale et de santé pour les travailleurs ainsi que les sommes payées au titre de l'intéressement et de la participation. Le cumul de ces éléments forme les « dépenses de personnel ».

Quand les entreprises décident d'externaliser une partie de leur force de travail à des sous-traitants, en particulier des agences de travail temporaire, la frontière peut être rendue floue avec la catégorie précédente. En effet, les dépenses associées sont alors comptabilisées dans les paiements aux fournisseurs et la responsabilité du respect des normes du travail et autres obligations légales est reportée sur le(s) sous-traitant(s), même si les personnes concernées travaillent exclusivement pour l'entreprise.

Enfin, **les financements de l'entreprise sont apportés d'un côté par les banques et prêteurs, de l'autre par les actionnaires.** Ils permettent à l'entreprise de disposer de l'argent nécessaire pour créer et développer ses activités (investissements dans les machines et les bâtiments, achats de brevets ou de marques...) mais aussi pour assurer son fonctionnement au quotidien (trésorerie nécessaire pour régler les factures des fournisseurs et payer les salaires dans l'attente des rentrées d'argent des clients...).

Ces financements prennent des formes différentes en fonction des acteurs qui les apportent :

- **Les banques apportent des prêts** à l'entreprise qui peuvent être de court ou de long terme en fonction de ses besoins, l'entreprise remboursant le montant emprunté ainsi que les intérêts de manière échelonnée pendant une durée fixée à l'avance. Parmi les autres formes sous laquelle des **prêteurs** peuvent avancer des sommes d'argent à l'entreprise, on trouve également **les « obligations »** qui sont des titres de créances pouvant être détenus par des individus ou des institutions (le montant prêté est appelé valeur nominale et leurs intérêts des coupons).
- **Les actionnaires apportent quant à eux une part des capitaux propres** à l'entreprise pendant une durée indéterminée (également appelé « capital social » de l'entreprise) et dont cette dernière peut faire l'usage qu'elle désire. En contrepartie, les actionnaires :
  - o peuvent toucher des versements annuels qui prennent la forme de dividendes ordinaires et potentiellement exceptionnels, et éventuellement de rachats d'actions.
  - o détiennent un pouvoir de décision sur la stratégie de l'entreprise, la plupart du temps en proportion de la part du capital social qu'ils possèdent et qui prend la forme d'une ou plusieurs « actions » (qui sont des titres de propriété du capital de la société).

En externe à l'entreprise, **des marchés standardisés d'échange d'actions appelés "bourses"** (il s'agit de l'entreprise Euronext pour le CAC 40) permettent aux actionnaires de se revendre entre eux, librement et simplement, les titres de propriété qu'ils possèdent dans différentes entreprises cotées, et ainsi réaliser des plus-values ou des moins-values en fonction de l'offre et de la demande sur ce marché<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Dans toute société commerciale, qu'elle soit cotée ou non en Bourse, tout actionnaire peut décider de revendre à un autre individu ses actions à un prix résultant de la négociation entre les deux parties, dans le respect des statuts de l'entreprise concernée. Ces échanges sont facilités par l'introduction des actions de l'entreprise sur un marché boursier, dont le rôle est 1/ de mettre en relation des acheteurs et des vendeurs, et 2/ de standardiser les échanges de titres financiers. Par leur fonction, les bourses permettent une démultiplication des échanges d'actions. On dit que les titres financiers ainsi échangés sur les marchés boursiers sont "liquides".

Alors que le produit de la vente des actions émises pour la première fois par les entreprises rentre dans leur caisse, que ce soit à l'introduction en bourse ou lors d'augmentations de capital (on parle alors de marché boursier « primaire »), l'argent de l'achat-revente des actions déjà émises par les entreprises reste entre les mains des actionnaires et ne rentre pas dans les comptes de ces dernières (**ce marché boursier qu'on qualifie de « secondaire » représente plus de 95% des échanges de titres du CAC 40 depuis 2009**).

**En bout de chaîne, la création de valeur de l'entreprise se matérialise à travers les ventes de biens et services à ses client.e.s qui génèrent en retour des paiements qui constituent son chiffre d'affaires annuel.**

Chacune de ces parties prenantes est pris en compte dans les parties qui suivent pour étudier quelle part de la valeur créée par les sociétés du CAC 40 leur revient in fine, et comment cette part a évolué durant la période 2009-2018.

## 2.2 Périmètre et méthodologie de l'étude

**Cette étude s'appuie sur un périmètre de 40 entreprises qui ont été présentes dans le CAC 40 au moins 6 ans entre 2009 et 2018** : Accor, Air liquide, Airbus, Alstom, Arcelor, Axa, BNP, Bouygues, Capgemini, Carrefour, Crédit Agricole, Danone, EDF, Engie, Essilor (devenue EssilorLuxotica), Kering, L'Oréal, Lafarge (devenue LafargeHolcim), Legrand, LVMH, Michelin, Alcatel-Lucent (devenue Nokia), Orange, Pernod Ricard, PSA, Publicis, Renault, Safran, Saint Gobain, Sanofi, Schneider Electric, Société Générale, Solvay, STMicroelectronics, Technip (devenue TechnipFMC), Total, Unibail Rodamco (devenue Unibail Rodamco Westfield), Veolia, Vinci, Vivendi.

Parmi ces entreprises, seules 35 ont été conservées pour l'analyse de la valeur ajoutée : 5 sociétés financières, banques et assurances (Axa, BNP, Crédit Agricole, Société Générale et Unibail Rodamco) ont été exclues de cette partie de l'étude en raison du profil très spécifique de leur modèle économique et comptable (conformément aux méthodes utilisées par les économistes pour les analyses macroéconomiques de la valeur ajoutée<sup>11</sup>).

**Ce faisant, le périmètre de la présente étude est plus large que celui du précédent rapport publié par Oxfam et Le Basic en 2018 sur la répartition de la valeur au sein du CAC40<sup>12</sup>. En effet :**

- ce dernier ne prenait en compte que 31 sociétés présentes dans l'indice CAC 40 entre 2009 et 2016<sup>13</sup> qui sont toutes incluses dans la présente analyse,
- au-delà de la question de la répartition des bénéfices, l'analyse porte plus globalement sur la création des valeur des entreprises étudiées.

---

<sup>11</sup> P. Askenazy, G. Cette et A. Sylvain, « Le partage de la valeur ajoutée », Editions La Découverte, 2012

S. Piton, et P. Vatan. « Répartition de la valeur ajoutée entre revenus du travail et du capital : de quoi parle-t-on ? », CEPIL, 2018

P. Artus. « La déformation du partage des revenus dans les pays de l'OCDE est à la fois un problème social et d'équité et un problème d'efficacité économique », 2018

<sup>12</sup> Oxfam et Le Basic, « CAC 40 : des profits sans partage », 2018

<sup>13</sup> Accor, Air liquide, Airbus, Arcelor, Axa, BNP, Bouygues, Capgemini, Carrefour, Crédit Agricole, Danone, Engie, Essilor, Kering, Lafarge, L'Oréal, LVMH, Michelin, Orange, Pernod Ricard, PSA, Renault, Saint Gobain, Sanofi, Schneider Electric, Société Générale, Total, Unibail Rodamco, Veolia, Vinci, Vivendi

En termes temporels, nous avons analysé, comme pour le précédent rapport, les **données publiées par les entreprises depuis 2009** afin de mettre en lumière l'évolution du partage des richesses créés au sein du CAC 40 à la suite de la crise économique de 2008.

Les normes comptables applicables aux entreprises cotées en bourse en Europe n'ayant été harmonisées qu'à partir de 2005 (selon le standard américain IFRS) et les entreprises ne publiant des documents de références annuels que depuis 2007, l'extension du périmètre de l'étude avant cette date aurait engendré des problèmes de cohérence et de comparabilité des données, et donc des limites trop importantes pour l'analyse. Quant à la période 2007-2008, elle est trop marquée par les fortes volatilités dues à la crise économique et financière pour permettre de mener une analyse systémique et pas uniquement contextuelle.

Afin d'investiguer l'effet d'un délai éventuel de « retour à la normale » après la crise de 2008, nous avons analysé l'évolution des indicateurs sur la période 2009-2018, puis sur 2010-2018, et avons comparé les résultats obtenus.

En termes de données, la présente étude s'appuie sur 3 sources principales :

1. La première et principale source est constituée des **documents de référence que les entreprises cotées au CAC 40 ont l'obligation de publier chaque année**. Nous y avons collecté une série de 12 données « socle » :
  - Chiffre d'affaires,
  - Bénéfice Ensemble du groupe,
  - Bénéfice Part du groupe,
  - Dépenses de personnel,
  - Salaires et traitements,
  - Nombre d'employés,
  - Rémunération du dirigeant,
  - Impôts payés,
  - Nombre de membre du Conseil d'Administration,
  - Nombre de salarié administrateurs,
  - Dividende par action,
  - Versements aux actionnaires.

Pour chaque donnée, nous avons tracé précisément l'endroit d'où elle provient (année et page du document de référence) afin d'assurer la transparence de l'analyse.

2. En complément, nous nous sommes appuyés **sur la base de données Diane/Orbis de l'agence Moody's qui récolte, homogénéise et consolide les données détaillées de comptes et de bilans** de plus de 10 millions d'entreprises en France. Nous en avons extrait une série de 43 données pour chacune des 40 entreprises incluses dans notre périmètre de recherche et pour chaque année entre 2009 et 2018<sup>14</sup>. Ces informations nous ont permis de reconstituer un certain nombre d'indicateurs clés qui ne sont pas accessibles dans les documents de référence, en particulier la valeur ajoutée de chaque entreprise. Elles nous ont également permis d'investiguer les composantes du bilan des entreprises étudiées.

---

<sup>14</sup> Actions propres, Amortissement du capital corporel, Amortissement du capital incorporel, Autre passif courant, Autre passif non courant, Benefices part du groupe, Buildings, Capital social, Charges financieres, Chiffre d'affaires, Cost of goods sold, Depenses de personnel, Depletion, Depreciations et amortissements, Dette long-terme, Enterprise Value, Fournisseurs, Impairment of Asset Subject to Depletion, Impots payes, Investments, Long Term Associated Companies, Net Assets, Net Debt, Nombre d'employees, Ordinary dividends, Other Intangibles, Other Property Plant & Equipment, Partie courante de la dette a long-terme, Passif et capitaux propres, Plant & Machinery, Prime d'emission, Produit financier, Reserves, Reste du benefice, Revaluation du capital incorporel, Revaluation des reserves, Revaluation du capital corporel, Salaires et traitements, Total Debt, Total Long Term Debt, Total revenues, Total Short Term Debt, Total taxes

3. **Nous avons collecté les versements aux actionnaires dans la lettre Vernimmen<sup>15</sup>** qui publie chaque année les dividendes ordinaires et exceptionnels ainsi que les rachats nets d'actions pour chaque entreprise du CAC 40. Quand les données n'étaient pas disponibles (en particulier pour les entreprises situées en dehors du CAC 40 pour certaines années entre 2009 et 2018), nous avons reproduit la méthodologie de la lettre Vernimmen le plus fidèlement possible afin de compléter les points de données manquants par les informations publiées dans les documents de références.

**Les données récupérées**, aussi bien dans les documents de référence qu'à travers la base Diane/Orbis et la lettre Vernimmen, **ont été envoyées pour vérification à chaque entreprise concernée**, et corrigées le cas échéant sur la base des réponses reçues.

Pour conduire l'analyse, **une base de données, dont les données principales sont visualisables et téléchargeables sur le portail <https://lebasic.com/cac40-2020/>, a été constituée afin :**

- d'homogénéiser les indicateurs (périmètre, conversion des devises...),
- de croiser les informations récoltées,
- de calculer des indicateurs d'analyse (valeur ajoutée, free cash-flow, moyennes sur la période et sur l'échantillon d'entreprises, ratios sur chiffre d'affaires et sur valeur ajoutée, salaires moyens, retours sur capitaux investis...)

Enfin, des **données contextuelles ont été récoltées dans des sources secondaires** afin de mieux informer l'analyse : panorama des actionnaires du CAC 40 (Euronext), statistiques sur les détenteurs de titres de société (Banque de France), détail des composantes de rémunération des dirigeants du CAC 40 (AMF, Le Revenu) ...

---

<sup>15</sup> [https://www.vernimmen.net/Lire/Lettre\\_Vernimmen.php](https://www.vernimmen.net/Lire/Lettre_Vernimmen.php)

### 3. La répartition de la valeur créée au sein des entreprises du CAC 40

#### 3.1 Vue d'ensemble de la répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes des entreprises de l'échantillon

La valeur totale créée chaque année par les entreprises du CAC 40 étudiées peut être mesurée en additionnant les chiffres d'affaires réalisés par chacune d'entre elles. Elle s'élevait en 2018 à **1 401 milliards d'euros, en progression de 24% depuis 2008** (soit une croissance similaire, toute proportion gardée, à celle du PIB français et plus faible que celle du PIB mondial sur même période<sup>16</sup>).

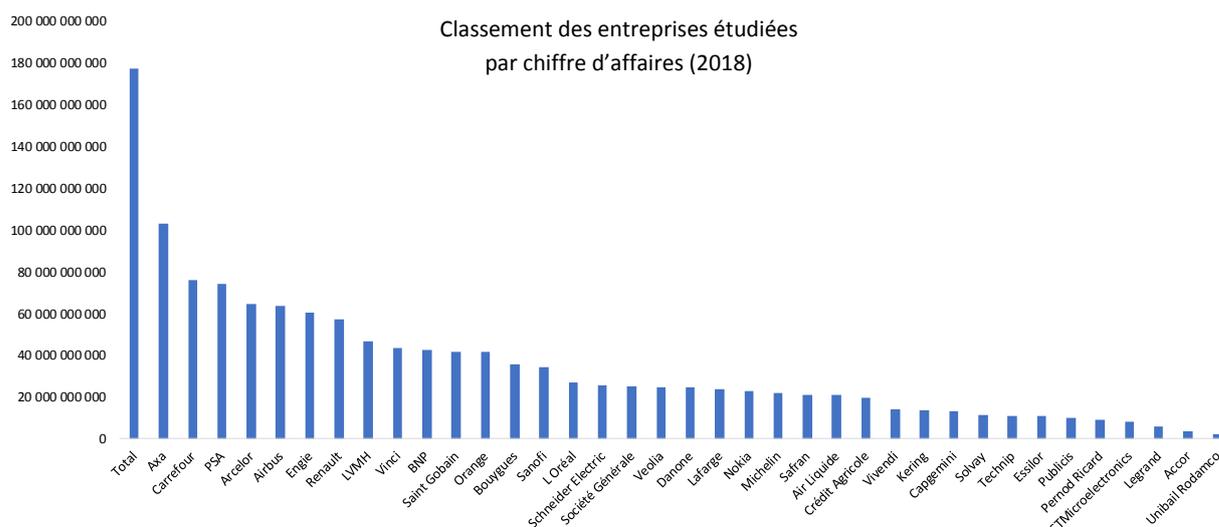


Figure 2 : Classement des entreprises de l'échantillon étudié par chiffre d'affaires en 2018. Source : BASIC

Derrière ce chiffre global se cachent d'importantes disparités, l'entreprise Total représentant à elle seule plus de 12% du chiffre d'affaires cumulé créé par les 40 sociétés étudiées. Prises ensemble, **les 9 entreprises dont les chiffres d'affaires sont les plus élevés** (Total SA, Axa, Carrefour, PSA, Arcelor, Airbus, Engie, Renault, LVMH) **constituent plus de 50% du total cumulé de l'échantillon.**

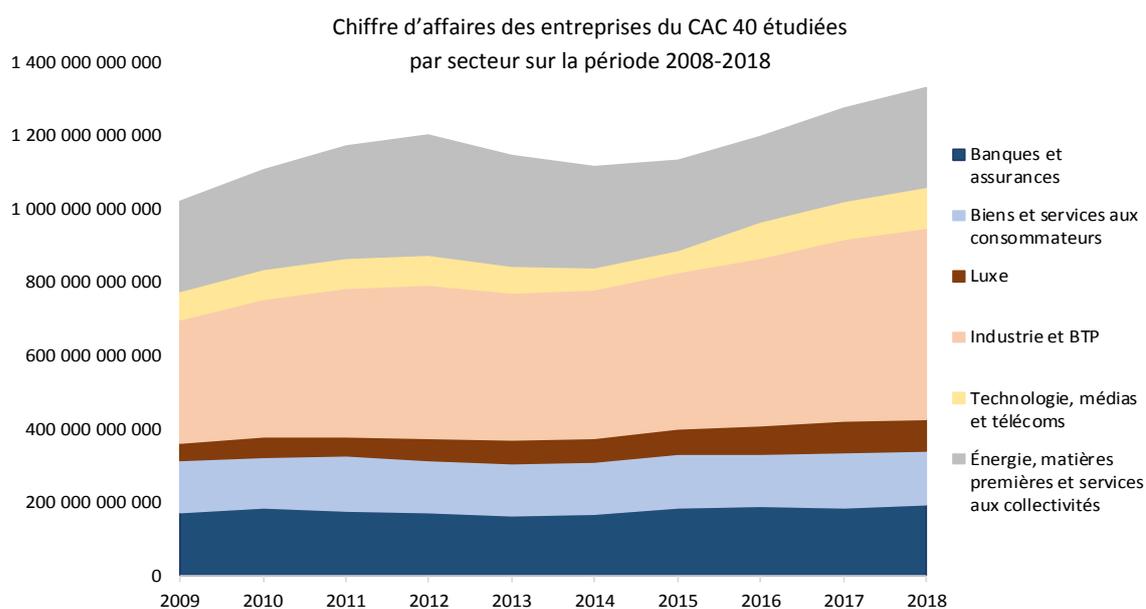


Figure 3 : Décomposition par secteur du chiffre d'affaires 2008-2018 des entreprises de l'échantillon étudié. Source : BASIC

<sup>16</sup> <https://www.insee.fr/fr/statistiques/4277765?sommaire=4318291> et <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.CD>

Si l'on regroupe les 40 entreprises étudiées par grands secteurs<sup>17</sup> (cf. illustration ci-dessus), on observe que les évolutions de chiffre d'affaires entre 2009 et 2018 suivent 3 grandes tendances :

- forte augmentation pour les secteurs du luxe<sup>18</sup> (+81% depuis 2008) et pour celui de l'industrie & BTP<sup>19</sup> (+57%),
- relative stabilité sur la période pour le secteur de la banque et assurances<sup>20</sup> et pour celui des biens de consommation<sup>21</sup>,
- importantes fluctuations entre 2008 et 2018 pour le secteur des technologies, médias & télécoms<sup>22</sup>, et pour celui de l'énergie, des matières premières et des services aux collectivités<sup>23</sup>.

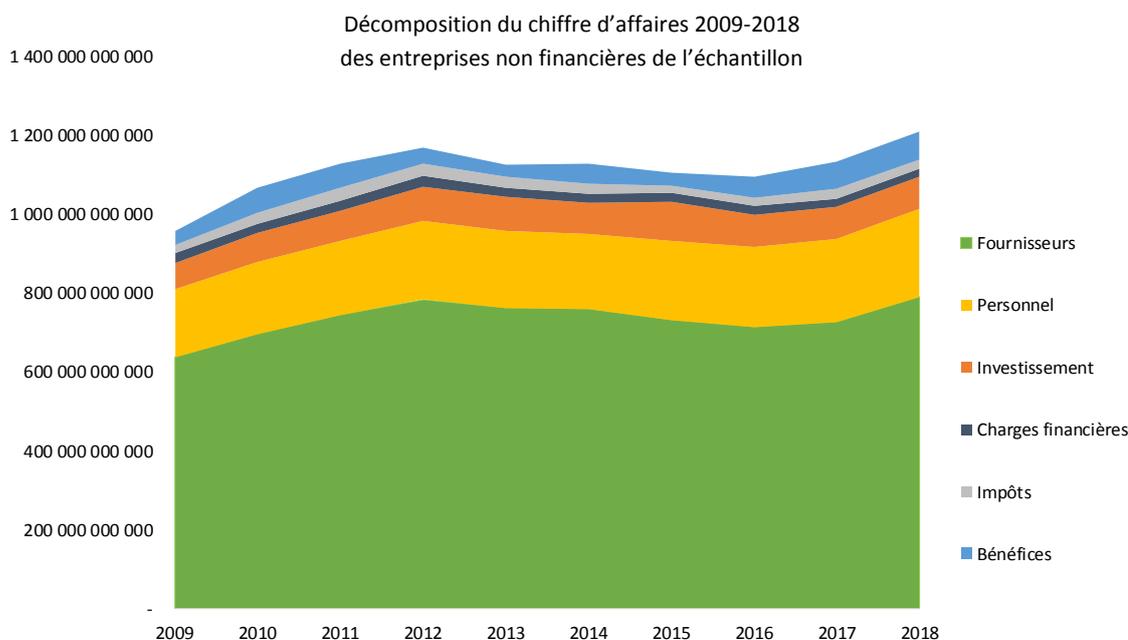


Figure 4 : Décomposition du chiffre d'affaires 2009-2018 des 35 entreprises non financières de l'échantillon. Source : BASIC

Pour analyser **la manière dont le chiffre d'affaires se décompose entre les différents contributeurs de la création de valeur**, nous nous sommes concentrés sur les 35 entreprises non financières de l'échantillon (les sociétés financières ayant un profil trop spécifique comme décrit dans la section 2.2 ci-avant). Les principaux ordres de grandeur obtenus sont les suivants :

- **les paiements aux fournisseurs représentent environ les deux tiers de la valeur totale créée** et suivent les mêmes fluctuations que le chiffre d'affaires total,
- le second poste le plus important est celui des dépenses de personnel (18% du chiffre d'affaires total), suivi des investissements<sup>24</sup> (environ 7% du total) et des bénéfices (environ 5%),
- les deux derniers postes, l'impôt sur les bénéfices et les charges financières représentent des parts très faibles du chiffre d'affaires (environ 2% du total).

Ces chiffres moyens varient en fonction des secteurs qui se caractérisent par des profils particuliers.

<sup>17</sup> Selon la méthodologie utilisée par EY et Ricol-Lasteyrie dans leur profil financier du CAC 40 publié chaque année  
EY et Ricol-Lasteyrie. « Profil Financier du CAC 40 - 13eme Edition », 2019

<sup>18</sup> Hermès, Kering, L'Oréal, LVMH

<sup>19</sup> Air Liquide, Airbus, Arcelor, Bouygues, Essilor, Lafarge, Legrand, Michelin, PSA, Renault, Safran, Saint Gobain, Schneider Electric, Solvay, Valeo, Vinci

<sup>20</sup> Axa, BNP, Crédit Agricole, Société Générale, Unibail-Rodamco

<sup>21</sup> Accor, Carrefour, Danone, Klépierre, Pernod-Ricard, Sanofi, Sodexo

<sup>22</sup> Atos, Cap Gemini, Dassault Systèmes, Nokia, Orange, Publicis, ST Microelectronics, Vivendi

<sup>23</sup> Engie, Technip, Total, Veolia

<sup>24</sup> Les investissements annuels des entreprises sont mesurés par l'indicateur « amortissements » collecté dans la base de données Diane

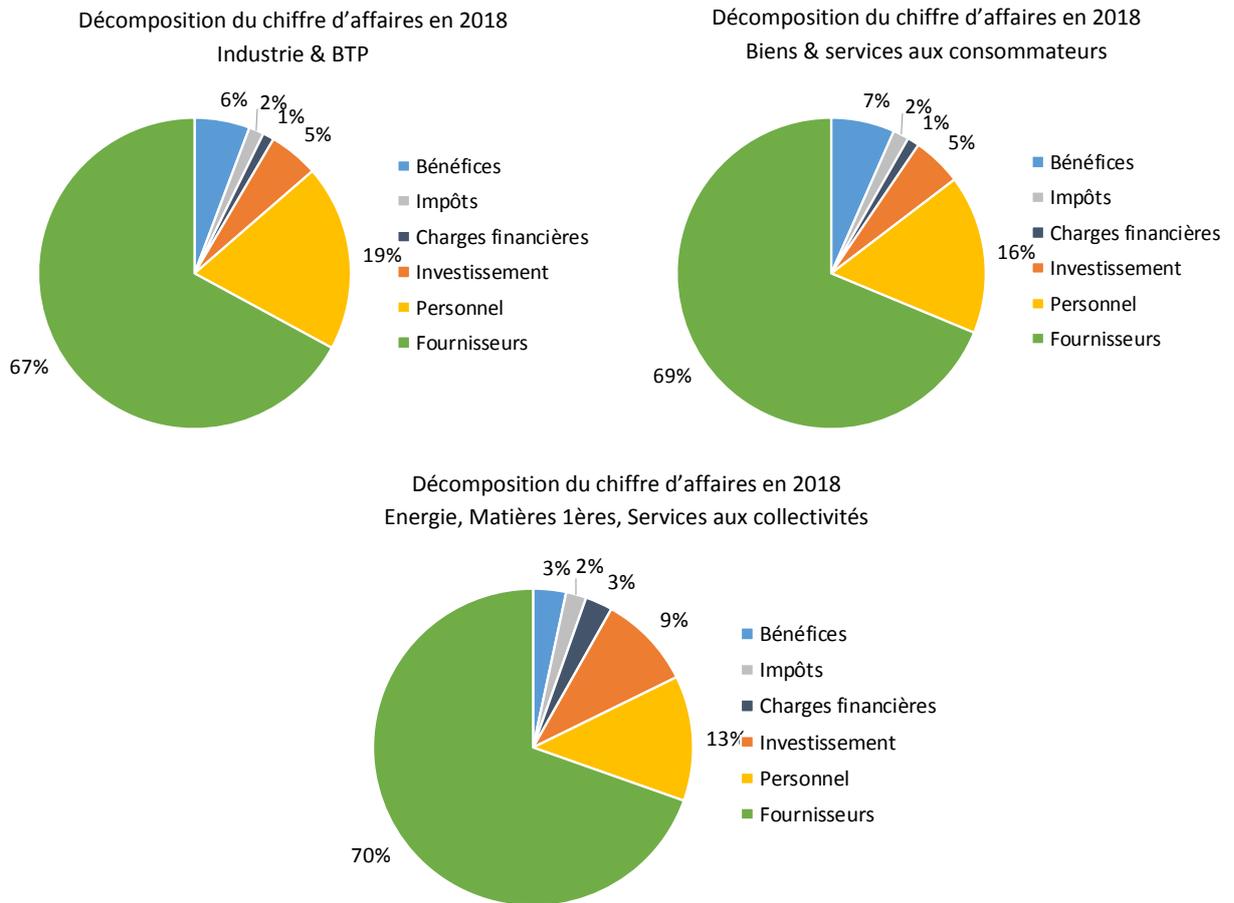


Figure 5 : Décomposition du chiffre d'affaires en 2018 pour les entreprises des secteurs de l'industrie & BTP, des biens & services aux consommateurs et de l'énergie, des matières premières et services aux collectivités. Source : BASIC

On observe tout d'abord que **3 secteurs ont un profil similaire à la décomposition moyenne** du chiffre d'affaires décrite précédemment :

- l'industrie & BTP,
- les biens & services aux consommateurs,
- l'énergie, les matières premières et les services aux collectivités (avec néanmoins un niveau légèrement plus élevé en investissements compensé par un niveau plus faible en personnel).

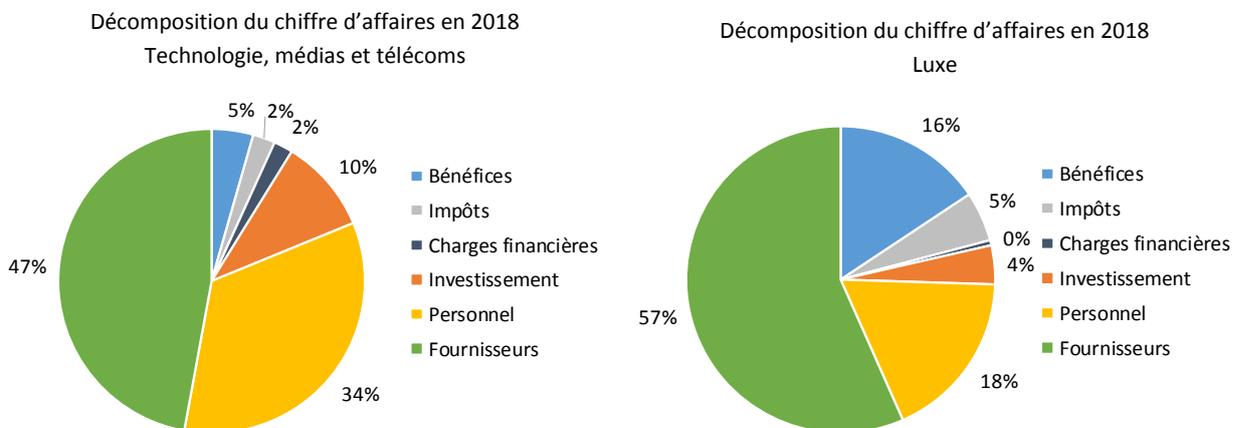


Figure 6 : Décomposition du chiffre d'affaires en 2018 pour les entreprises des secteurs du luxe et celui des technologies, médias et télécoms. Source : BASIC

Par contraste, 2 secteurs se singularisent :

- **les technologies, médias et télécoms sont caractérisés par une part de paiements aux fournisseurs très inférieure à la moyenne (47% contre 67% en moyenne), et en contrepartie, une part quasi doublée pour les dépenses de personnel (34% au lieu de 18%)** et plus élevée de moitié pour les investissements (10% contre 7%). Ces chiffres témoignent d'une intensivité beaucoup plus importante en main d'œuvre et un niveau d'investissements significativement plus élevé qui pourrait être lié à la moindre maturité de ce secteur comparé aux autres.
- **Le secteur du luxe se distingue quant à lui par une proportion de bénéfices dans le chiffre d'affaires 3 fois plus élevée que la moyenne (16% contre 5%)** ; ce très haut niveau de rentabilité est corrélé à une part plus faible que la moyenne allouée aux fournisseurs (57% contre 67%), aux investissements (4% contre 7%) et aux charges financières (0,5% contre 2%) qui pourrait être lié à la capacité de ces entreprises de fortement valoriser leurs produits grâce à leur image de marque indépendamment de leurs coûts de production.

### 3.2 Part touchée par les fournisseurs : évolution et analyse

Pour analyser la part de valeur touchée par les fournisseurs, sous-traitants, etc. nous avons calculé, pour chacune des entreprises non financières de notre échantillon du CAC 40, le **ratio entre leurs paiements aux fournisseurs et leur chiffre d'affaires**.

Pour compléter l'analyse, nous avons également calculé les **ratios équivalents pour les autres composantes de la création de valeur** : travail (dépenses de personnel), amortissements et dépréciations (investissements), charges financières (banques & prêteurs), impôts et bénéfices.

Enfin, pour analyser les évolutions, nous avons calculé la moyenne de chacun des ratios sur les 35 entreprises non financières de l'échantillon pour chaque année entre 2009 et 2018, et nous avons analysé l'évolution 2009-2018, ainsi que l'évolution 2010-2018 afin de prendre en compte le délai éventuel de « retour à la normale » après la crise de 2008 (voir ci-dessous).

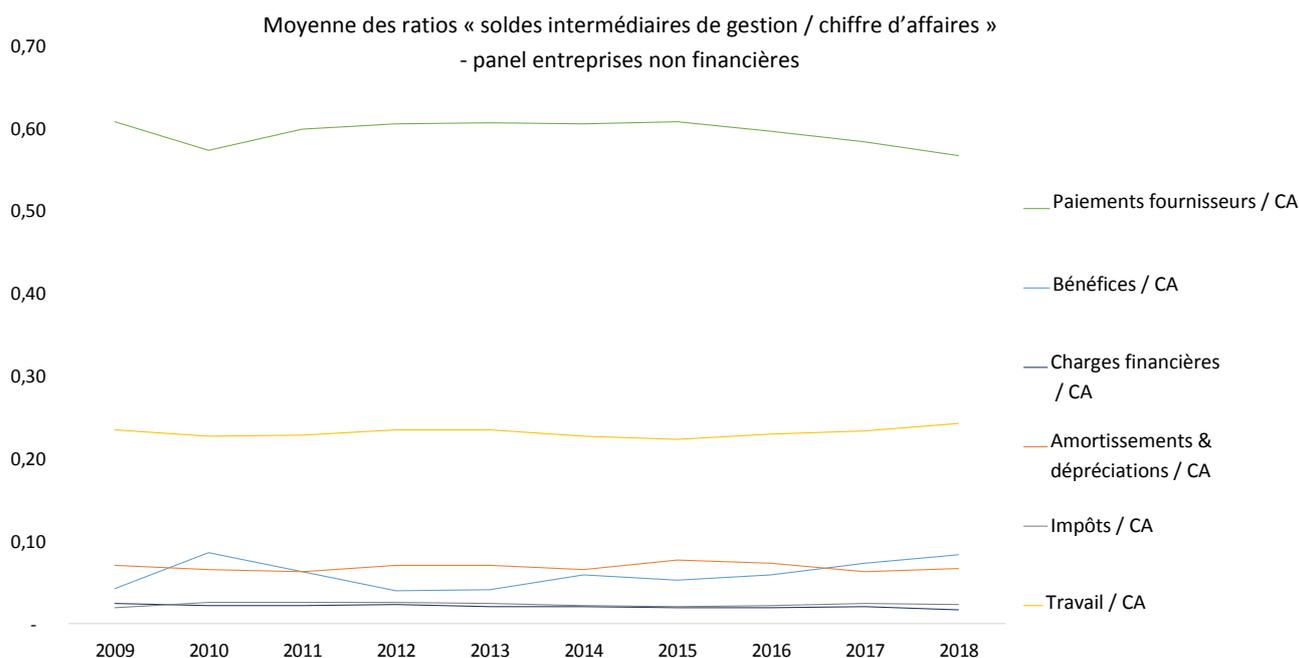


Figure 7 : Moyenne des ratios « SIG sur chiffre d'affaires » des 35 entreprises non financières de l'échantillon. Source : BASIC

On observe ainsi une **globale stabilité de la part allouée aux 3 principaux contributeurs à la création de valeur des entreprises non financières étudiées sur la période 2009-2018** :

- **fournisseurs**,
- **employé.e.s** (part travail),
- **investissements** (part des amortissements & dépréciations).

En analysant de manière plus approfondie, on remarque une **évolution « en miroir » entre la part allouée aux fournisseurs et la part que représentent les bénéfices**, alors que les autres composantes du chiffre d'affaires sont demeurées globalement constantes (dépenses de personnel, amortissements et dépréciations, charges financières, impôts):

- c'est notamment le cas en 2009-2011 quand la chute de la part fournisseurs (de 61% à 57%) puis sa remontée au niveau antérieur (61%) est reflétée de manière inversée par la part des bénéfices qui augmente brusquement de 4% à 9% avant de revenir à 6% ;
- de même, sur les 3 dernières années (2015- 2018), on remarque que la diminution de la part allouée aux fournisseurs (de 61% à 57%) est corrélée avec une augmentation quasi-symétrique de la part des bénéfices dans le chiffre d'affaires qui passe de 5% à 8%.

En raison du manque de données détaillées sur les achats de biens et services des entreprises étudiées, **il n'est pas possible d'analyser ce phénomène plus avant, ni d'en établir la cause précise**. Une **hypothèse à vérifier est que les paiements aux fournisseurs ont potentiellement joué le rôle de variable d'ajustement** pour compenser la 'volatilité' du chiffre d'affaires et essayer d'assurer la meilleure stabilité possible de la valeur ajoutée et des bénéfices. Pour confirmer cette hypothèse, il faudrait pouvoir accéder à des informations plus précises sur l'évolution des volumes, des typologies et des prix des biens et services achetés par les entreprises analysées.

Si l'on regarde plus précisément ces mêmes évolutions par secteur, on observe 3 grandes tendances.

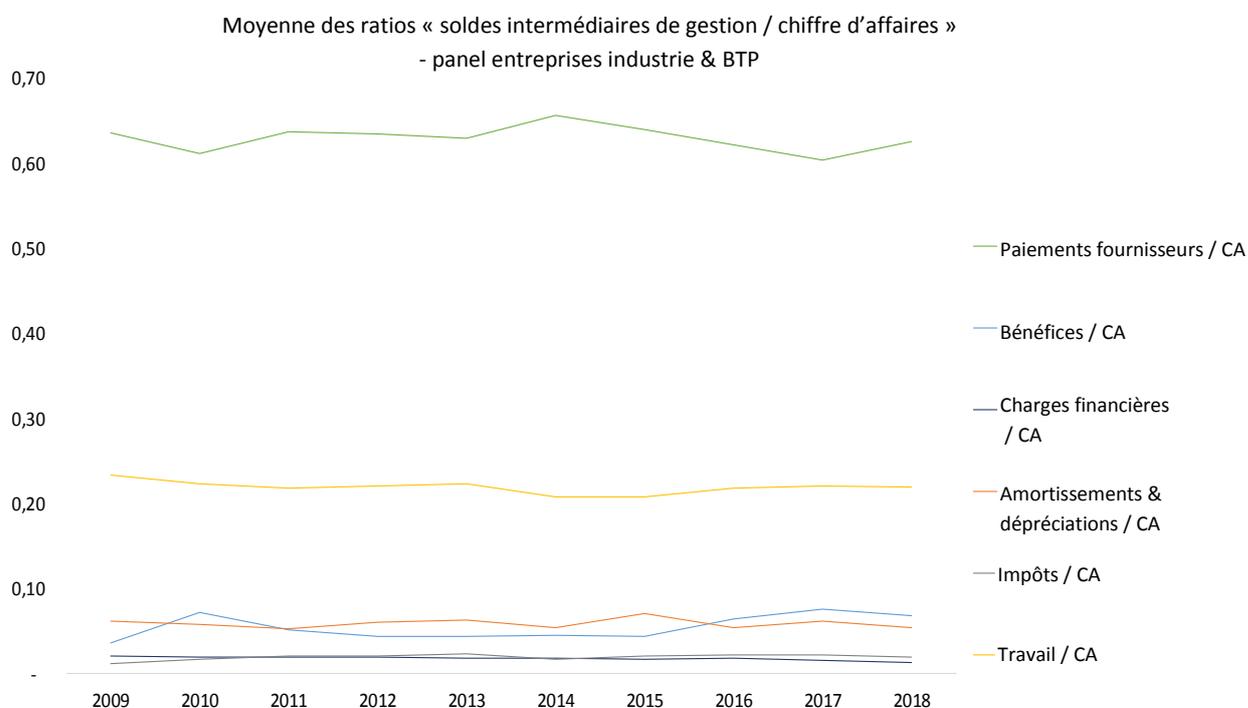


Figure 8 : Moyenne des ratios « SIG sur chiffre d'affaires » des entreprises de l'industrie & BTP. Source : BASIC

En premier lieu, **le secteur de l'industrie et du BTP suit des évolutions semblables à la moyenne générale** des entreprises de l'échantillon détaillée précédemment, avec des ratios qui apparaissent plus stables (notamment concernant la part fournisseurs et celle des bénéfiques dans le chiffre d'affaires).

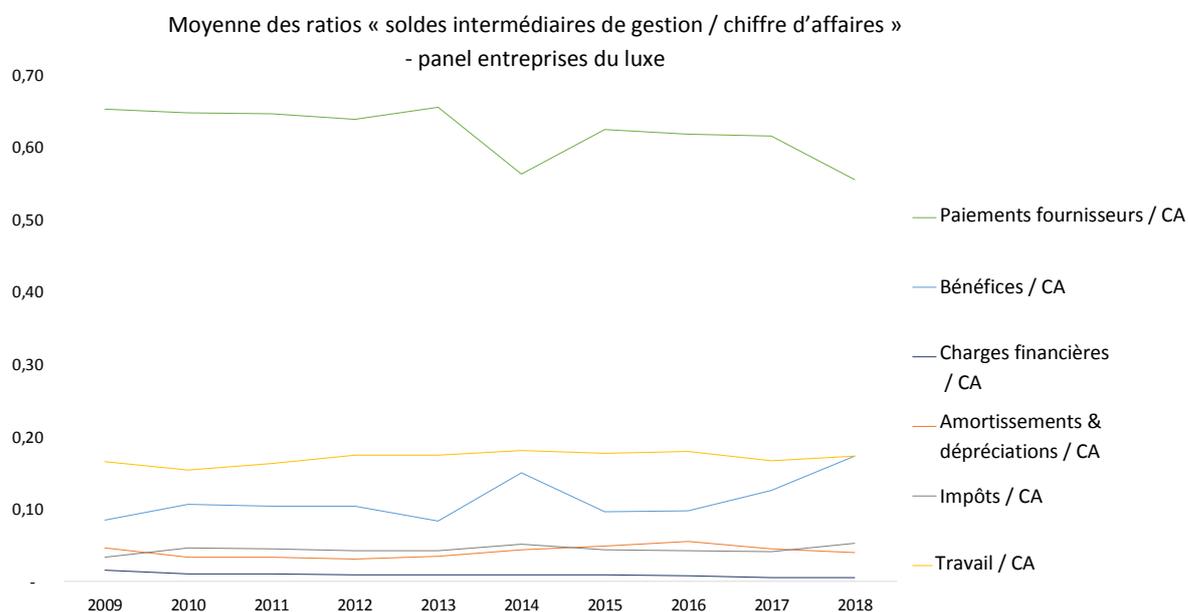


Figure 9 : Moyenne des ratios « SIG sur chiffre d'affaires » des entreprises du luxe. Source : BASIC

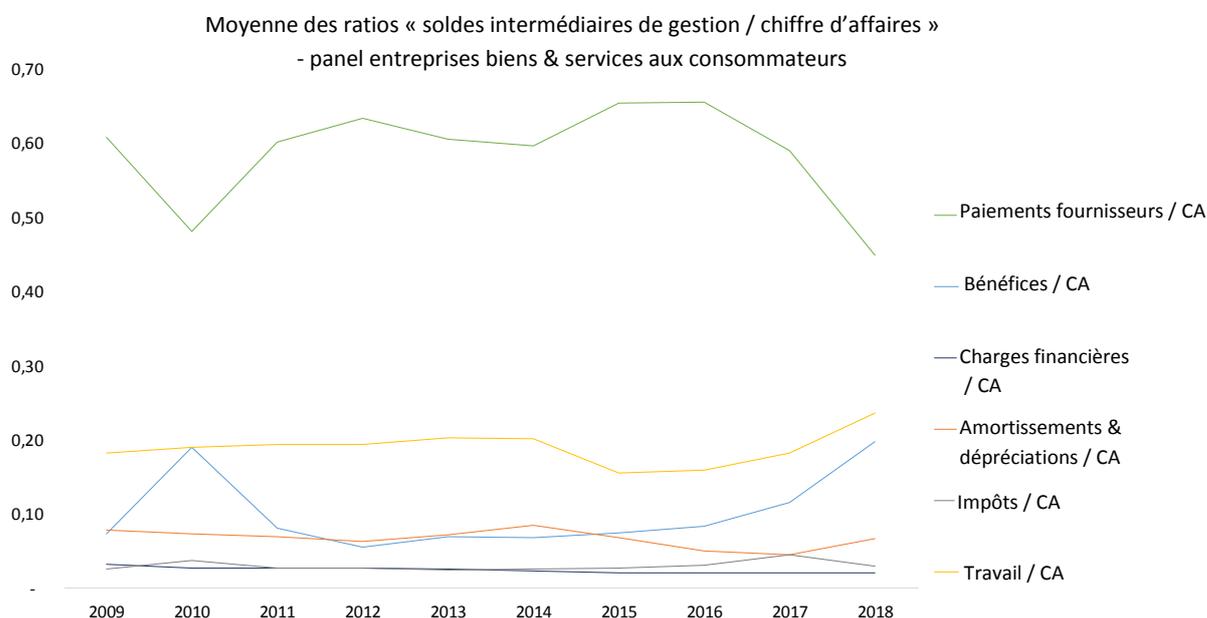


Figure 10 : Moyenne des ratios SIG sur chiffre d'affaires des entreprises de biens & services aux consommateurs. Source : BASIC

**Les entreprises du secteur du luxe, et encore plus celles des biens & services aux consommateurs se caractérisent par des fluctuations plus marquées que la moyenne**, mais une situation identique concernant les parts allouées aux bénéfiques et aux fournisseurs qui évoluent « en miroir » :

- pour les entreprises du luxe, la part fournisseurs dans le chiffre d'affaires descend de 65% en 2009 et 2010 à 56% en 2018, **quand la part liée aux bénéfiques grimpe de 9% en 2009 à 17% en 2018** (en passant par 11% en 2010) ;

- pour celles qui vendent des biens et services aux consommateurs, la part fournisseurs dans le chiffre d'affaires passe de 61% en 2009 à 45% en 2018 (avec une forte baisse ponctuelle en 2010 qui est compensée l'année suivante). En vis-à-vis, **la part liée au bénéfice connaît une évolution quasi-symétrique, passant de 7% à 20% sur la même période** (avec un pic conjoncturel à 19% en 2010 qui retombe dès 2011).

Nous formulons l'hypothèse que ces évolutions, en particulier **la baisse de la part fournisseurs ces dernières années**, peuvent témoigner **soit d'une pression accrue sur leurs sous-traitants** de la part des entreprises de ces secteurs, **soit de leur capacité à créer plus de valeur en aval sans que les fournisseurs en bénéficient**. Les données disponibles ne permettent pas de valider l'une ou l'autre de ces 2 hypothèses et plus de transparence serait nécessaire pour analyser ces évolutions.

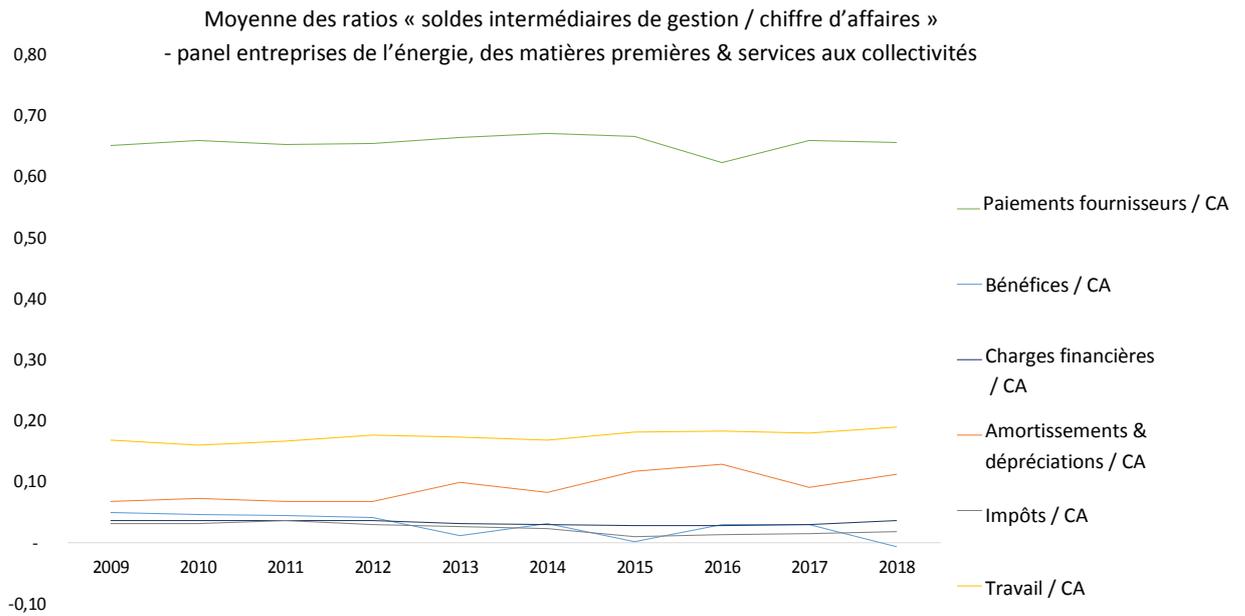


Figure 11 : Moyenne des ratios SIG sur chiffre d'affaires des entreprises de l'énergie, matières premières & services. Source : BASIC

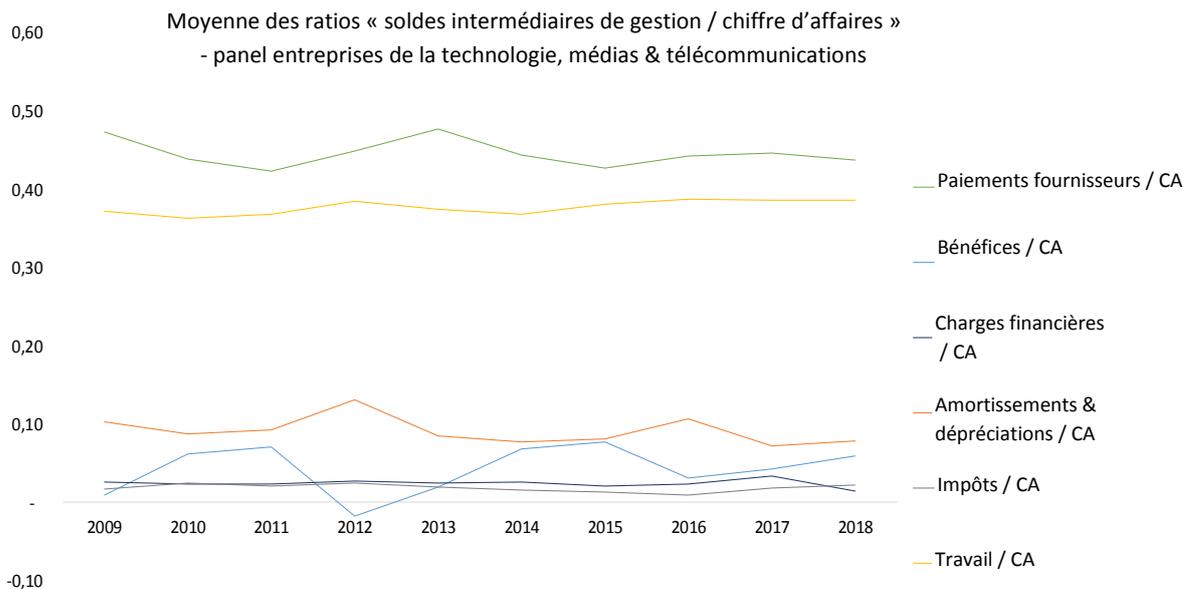


Figure 12 : Moyenne des ratios SIG sur chiffre d'affaires des entreprises de la technologie, médias & télécoms. Source : BASIC

Enfin, pour les 2 derniers secteurs, celui de **l'énergie, matières premières et services aux collectivités, et celui de la technologie, des médias et télécommunications**, les évolutions sont globalement similaires à la moyenne. Au-delà, il nous semble qu'une autre variable clé, **le part liée aux investissements** (amortissements & dépréciations), paraît avoir une influence aussi importante sur les bénéficiaires que la part liée aux fournisseurs, mais les informations disponibles ne nous ont pas permis de confirmer ce point.

**Il ne nous est pas possible d'aller plus loin dans l'analyse des paiements aux fournisseurs**, car cette catégorie comptable englobe des types d'acteurs extrêmement variés et peu comparables :

- les fournisseurs de matières premières et produits semi-transformés en amont de la chaîne de valeur des entreprises étudiées,
- les agences fournissant des prestations de publicité, communication, conseil, marketing et études,
- les agences de travail temporaire où est externalisée une partie de la force de travail des entreprises étudiées.

Pourtant, **les enjeux sociaux et environnementaux liés aux fournisseurs et chaînes de sous-traitants des entreprises en général, et des multinationales en particulier, sont loin d'être négligeables et le droit français exige désormais que les entreprises les prennent en compte.**

Ainsi, le rapport sur la **proposition de loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des grandes entreprises donneuses d'ordre**<sup>25</sup> ( finalement adoptée le 27 mars 2017<sup>26</sup>) rappelait que :

- Les progrès découlant des démarches incitatives et facultatives, d'initiatives spontanées et de contrôles internes, semblent atteindre leurs limites. Si de nombreuses entreprises se sont engagées à prévenir les atteintes aux droits de l'homme et à l'environnement que pourraient susciter leurs actions, d'autres perpétuent des pratiques qu'on espérerait révolues. Par ailleurs, le volontarisme se limite fréquemment aux frontières de l'entreprise et s'étend rarement aux relations d'affaires avec les fournisseurs et les prestataires. La multiplication des sous-traitances conduit même certains donneurs d'ordre à ne plus savoir précisément qui fait quoi en leur nom et dans quelles conditions sociales et environnementales.
- Les sociétés cotées en bourse ont l'obligation d'intégrer à leur rapport annuel de gestion des informations sur la manière dont elles prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leurs activités (loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques)
- La responsabilité des grandes entreprises de protéger les droits humains et l'environnement doit être étendue à l'ensemble de leur sphère d'influence en accord avec les textes internationaux<sup>27</sup> qui proclament le devoir de prévenir les accidents comme les abus non seulement au sein des entreprises, mais aussi chez les sous-traitants impliqués dans leurs chaînes de valeur.

---

<sup>25</sup> Assemblée Nationale. « Rapport de M. Dominique Potier sur la proposition de loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre », mars 2015 (le rapport sur une proposition de loi est rédigé par le rapporteur désigné au sein d'une commission parlementaire pour étudier cette proposition, préparer la discussion en séance publique et y présenter en son nom ses observations et amendements).

<sup>26</sup> LOI n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre, Légifrance

<sup>27</sup> Principes directeurs de l'Organisation de coopération et de développement économiques rédigés en 1976 et révisés en 2011, Déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale rédigée par l'OIT en 1977 et révisée en 2006, Pacte mondial des Nations unies adopté en 2000, Livre vert de la Commission Européenne sur la responsabilité sociale des entreprises publié en 2001, Lignes directrices de la norme ISO 26 000 publiées en 2008, Principes dits de « Ruggie » adoptés par le Conseil des droits de l'homme des Nations Unies en 2011

Pour limiter les impacts sociaux et environnementaux dans les chaînes d’approvisionnement des entreprises, **une condition sine qua non – même si elle n’est pas suffisante – est de pratiquer des paiements aux fournisseurs qui soient suffisants pour leur permettre :**

- d’assurer des salaires et revenus décents à tous les travailleurs et producteurs,
- de développer ou maintenir des modes de production qui préservent l’environnement.

**Pour pouvoir investiguer les pratiques économiques d’approvisionnement et d’externalisation des entreprises du CAC 40 étudiées, ainsi que leurs impacts sociaux et environnementaux,** il faudrait disposer de plus de transparence sur les paiements des entreprises à leurs fournisseurs, notamment différencier les coûts des achats de matières premières et produits (semi)-transformés des autres prestations, le nombre, les noms et les activités des fournisseurs et leur typologie par pays (à l’image de ce que déclarent annuellement les grandes marques du secteur du textile comme H&M, Nike ou Adidas...), en particulier dans les pays rentrant dans l’analyse des plans de vigilance. Il faudrait par ailleurs avoir accès aux listes des fournisseurs concernés par l’application de la loi.

Concernant la part liée au travail, aux amortissements et dépréciations, aux impôts et aux charges financières, nous les étudions de manière plus approfondie dans la partie suivante consacrée à l’analyse de la valeur ajoutée.

## **A RETENIR**

**Le chiffre d'affaires total généré par les entreprises de notre échantillon est alloué pour les deux tiers à leurs fournisseurs de biens et services, un ratio en légère baisse depuis 2015.**

**Au-delà, notre analyse montre une évolution générale « en miroir » entre la part allouée à ces fournisseurs et la part que représentent les bénéfices, alors que les autres composantes du chiffre d'affaires sont demeurées globalement constantes sur la période (dépenses de personnel, amortissements et dépréciations, charges financières, impôts).**

**Il n'est pas possible d'analyser ce phénomène ni d'en établir la cause par manque de données détaillées sur les achats de biens et services des entreprises étudiées. Une hypothèse à vérifier (à condition d'avoir une transparence suffisante de la part des entreprises) est que les fournisseurs ont potentiellement constitué une variable d'ajustement permettant de compenser la volatilité de leur chiffre d'affaires.**

**L'analyse sectorielle montre que ces tendances sont assez semblables d'un secteur à l'autre, à l'exception notable du secteur du luxe qui se caractérise par un niveau de bénéfices 3 fois plus élevé que les autres, en forte augmentation entre 2009/2010 et 2018 alors que la part des paiements aux fournisseurs a régressé sur cette période.**

**Il est difficile d'aller plus loin dans l'analyse des paiements aux fournisseurs, car cette catégorie comptable englobe des types d'acteurs extrêmement variés et peu comparables du petit producteur de matière première à l'agence de publicité d'une entreprise).**

**Pourtant, les enjeux sociaux et environnementaux liés aux chaînes de sous-traitance sont d'ampleur et le droit français exige désormais que les entreprises les prennent en compte depuis l'adoption de la loi sur le devoir de vigilance en 2017.**

**Une meilleure transparence sur les paiements aux fournisseurs est une condition indispensable pour voir si les entreprises de notre échantillon sont à la hauteur des enjeux en la matière.**

## 4. La répartition de la valeur ajoutée au sein des entreprises du CAC 40

### 4.1 Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés, aux actionnaires et autres acteurs (États et financeurs) entre 2009 et 2018

Pour analyser les autres composantes de la création de valeur de notre échantillon d'entreprises du CAC 40, nous avons **étudié plus en détail leur valeur ajoutée** (voir schéma ci-dessous).

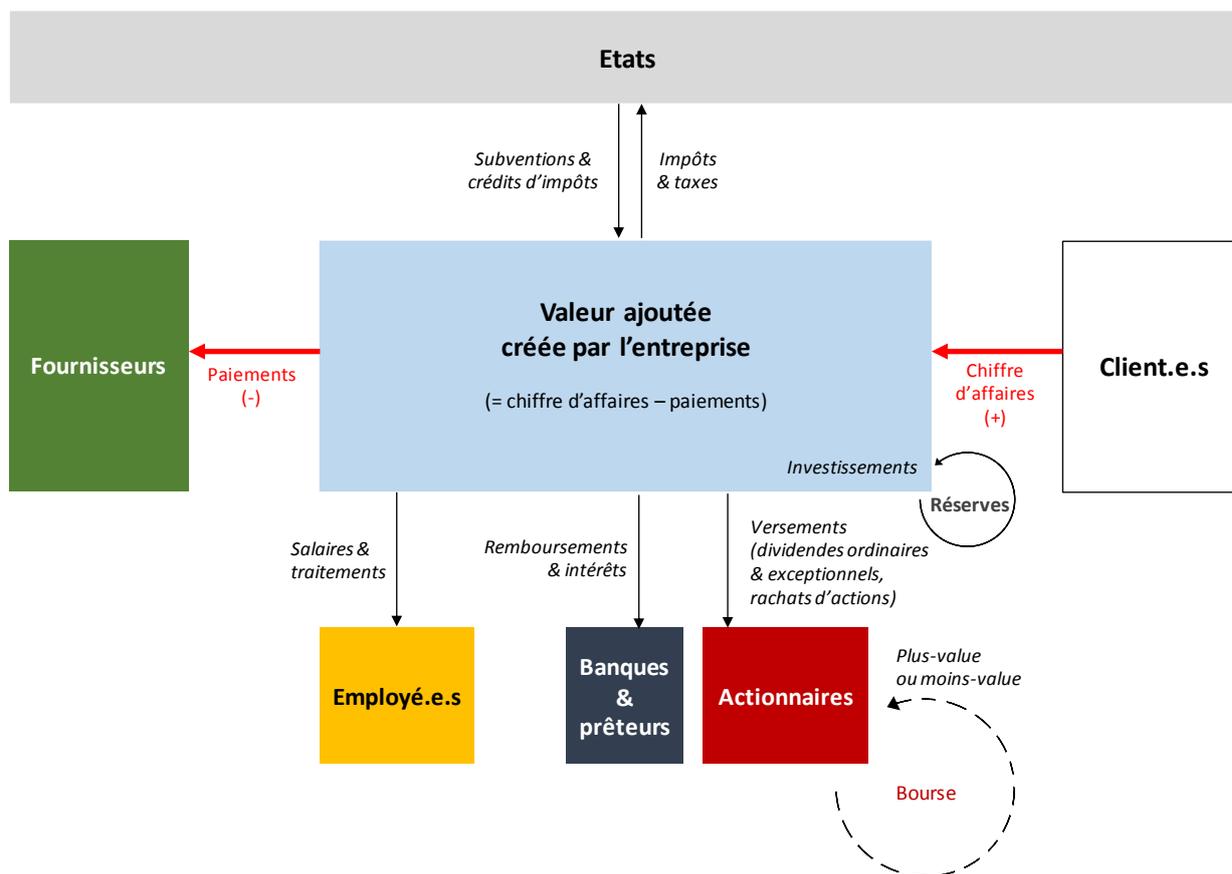


Figure 13 : Schéma des principales composantes de la création de valeur ajoutée des entreprises. Source : BASIC

La valeur ajoutée créée par une entreprise est obtenue en retranchant à son chiffre d'affaires annuel les paiements effectués à ses fournisseurs<sup>28</sup>.

Comme illustré ci-dessus, il est possible de **décomposer cette valeur ajoutée**<sup>29</sup> pour voir comment elle est allouée entre les différentes composantes qui contribuent à sa génération :

- **Les états** qui offrent aux entreprises le cadre nécessaire pour opérer (ainsi que potentiellement des subventions et crédits d'impôts), et qui perçoivent **en retour des impôts**<sup>30</sup>.
- **Les employé.e.s** qui reçoivent **en retour de leur travail** des salaires et traitements et bénéficient des systèmes de sécurité sociale et de retraite auxquels contribuent les employeurs.
- **Les banques et prêteurs** qui reçoivent, en contrepartie des sommes qu'ils ont prêtées, des remboursements (du capital emprunté) et des intérêts, ces versements étant considérés comme des **charges financières** pour l'entreprise.

<sup>28</sup> Pour plus de détails, voir la méthodologie de calcul en annexe

<sup>29</sup> Pour plus de détails, voir la méthodologie de calcul en annexe

<sup>30</sup> En notant que seuls les impôts sur les bénéfices sont inclus comptablement dans cette catégorie, les autres étant potentiellement payés à travers les paiements aux fournisseurs et dépenses de personnel

- **Les actionnaires** qui perçoivent des dividendes ordinaires (versés en numéraire ou en actions) et potentiellement exceptionnels ; ils réalisent par ailleurs des moins-values ou plus-values sur la valeur de leurs titres financiers, potentiellement générées par le fait que l'entreprise rachète elle-même ses propres actions.
- **Enfin, l'amortissement des investissements** réalisés par les entreprises pour renouveler et acheter de nouveaux outils de production, bâtiments, brevets, marques commerciales... et pour faire face aux enjeux de long terme (transition écologique...). La majorité est financée directement par la valeur ajoutée générée par l'entreprise, une part de celle-ci lui étant dédiée chaque année. En complément, l'entreprise peut décider de prélever une partie de ses réserves pour augmenter les montants disponibles, ces réserves étant abondées d'année en année par la part des bénéfices après impôts non redistribuée aux actionnaires (quand elle existe).

Comme précédemment, nous avons **exclu du périmètre de cette partie d'analyse les 5 sociétés financières de notre échantillon**<sup>31</sup> car elles ont un profil financier trop spécifique dû à leur activité et aux règles comptables qui leur sont applicables.

Pour chacune des 35 entreprises restantes, et chaque année de 2009 à 2018, nous avons calculé le ratio de chacune des composantes de la valeur ajoutée détaillées précédemment, puis la moyenne non pondérée de chacun de ces ratios sur le panel d'entreprises étudiées.

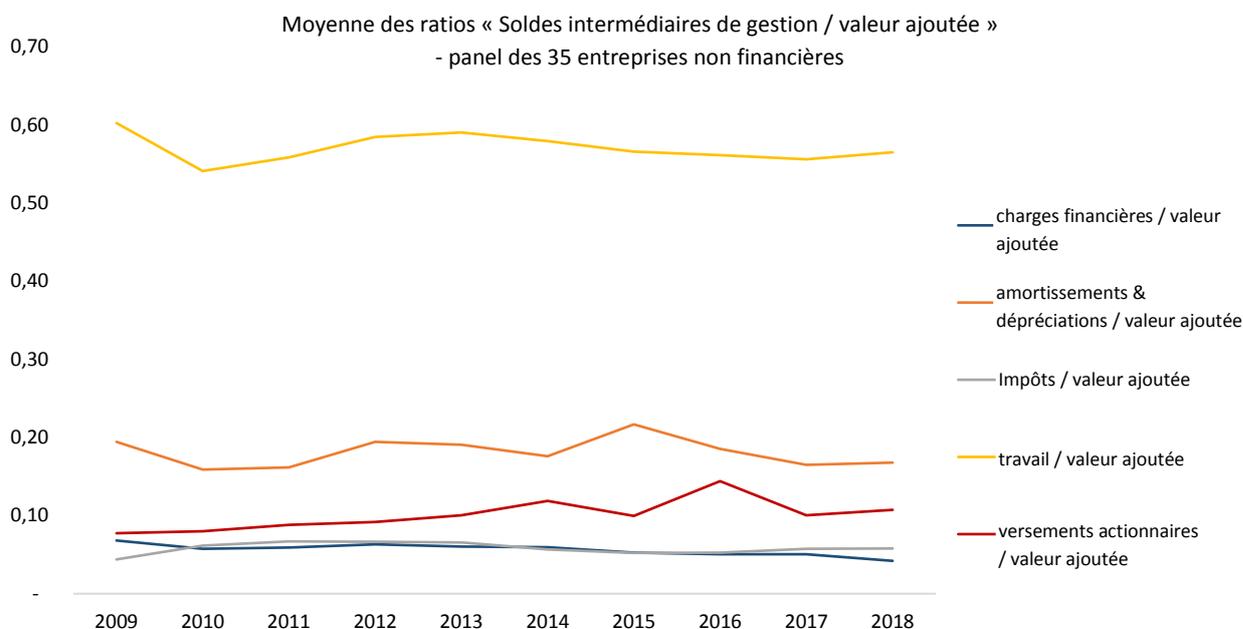


Figure 14 : Moyenne des ratios « SIG sur valeur ajoutée » des 35 entreprises non financières de l'échantillon. Source : BASIC

Les résultats obtenus sont les suivants :

- **La majeure partie de la valeur ajoutée est dédiée au travail** (c'est-à-dire aux dépenses de personnel) **et est globalement stable sur la période étudiée**. Après une brusque diminution entre 2009 et 2010 (passant de 60% à 54%), la part travail remonte à 59% en 2013, puis s'érode et se stabilise à 55,5% en 2017 et 56% en 2018 (des inégalités se cachant potentiellement derrière ces chiffres globaux comme analysé dans la section 6.1 ci-après).
- **La part dédiée aux amortissements et dépréciations (2<sup>ème</sup> composante la plus importante) est, elle aussi, globalement stable entre 2009 et 2018 avec des fluctuations annuelles un peu plus marquées** (atteignant un maximum de 22% en 2015, et un minimum de 16% en 2010-2011, puis à nouveau en 2017).

<sup>31</sup> Axa, BNP, Crédit Agricole, Société Générale, Unibail-Rodamco

- La 3<sup>ème</sup> composante par ordre d'importance est constituée des versements aux actionnaires dont la part augmente presque de moitié sur la période : de 8% en 2009, elle atteint 11% en 2018 (en passant par 9% en 2010).
- Quant aux **impôts et aux charges financières, ils ne représentent que 5% à 7% de la valeur ajoutée sur la période analysée** (en forte baisse pour ce qui concerne les charges financières).

Pour mieux analyser l'évolution de ces différents ratios moyens, nous les avons exprimés en base 100 en 2009 :

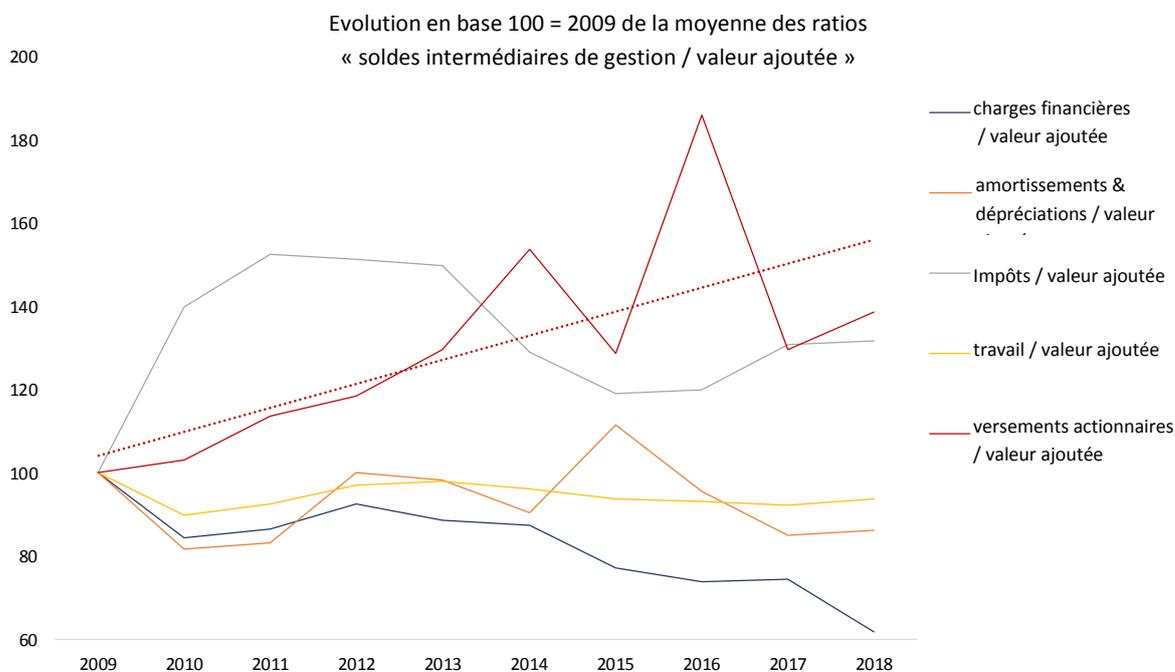


Figure 15 : Moyenne (base 100 = 2009) des ratios « SIG sur valeur ajoutée » des entreprises non financières. Source : BASIC

Les courbes obtenues montrent de manière manifeste l'**importance croissante des versements aux actionnaires dans la valeur ajoutée, leur part ayant augmenté de près de +40% entre 2009 et 2018** (elle est passée de 8% de la valeur ajoutée en 2009 à 11% en 2018).

**Cette progression est corrélée à l'évolution des autres composantes de la valeur ajoutée sur la même période.**

Avant tout, elle semble avoir été permise par la **baisse de la part consacrée aux charges financières**, laquelle a chuté de près de -40% sur la période, en raison notamment du niveau historiquement bas atteint par les taux d'emprunt bancaire.

Néanmoins, les charges financières ne représentant qu'une faible proportion de la valeur ajoutée, **d'autres facteurs ont apparemment contribué à donner aux entreprises étudiées des marges de manœuvre financières suffisantes pour compenser les versements croissants à leurs actionnaires :**

- Entre 2009 et 2010, alors que la part des impôts augmente au sortir de la crise économique, c'est la baisse de la part allouée au travail (i.e. aux dépenses de personnel) et de celle dédiée aux investissements qui sont corrélées à l'augmentation de la part allant aux actionnaires.
- **Depuis 2011**, la part travail et la part dédiée aux investissements sont restées globalement stables, et **c'est la baisse de la part allouée aux impôts** - du fait notamment des politiques de réduction des taux d'imposition des entreprises - **qui est corrélée à l'augmentation de la part de la valeur ajoutée allant aux actionnaires.**

Il apparaît ainsi que **les entreprises non financières du CAC 40 ont tiré profit tout d’abord de la baisse des taux bancaires, puis de celui des taux d’imposition, ce qui leur a permis de reverser aux actionnaires une part croissante de la valeur ajoutée qu’elles ont créée chaque année** (la part allouée au travail et celle dédiée aux investissements n’ayant reculé que faiblement entre 2009 et 2018, ces dernières n’ont joué qu’un rôle apparemment mineur et ponctuel dans ces évolutions).

**Afin d’investiguer l’effet d’un délai éventuel de « retour à la normale »** après la crise de 2008, nous avons également **calculé les mêmes ratios en base 100 en 2010**, et nous avons comparé leurs évolutions à celles précédemment analysées.

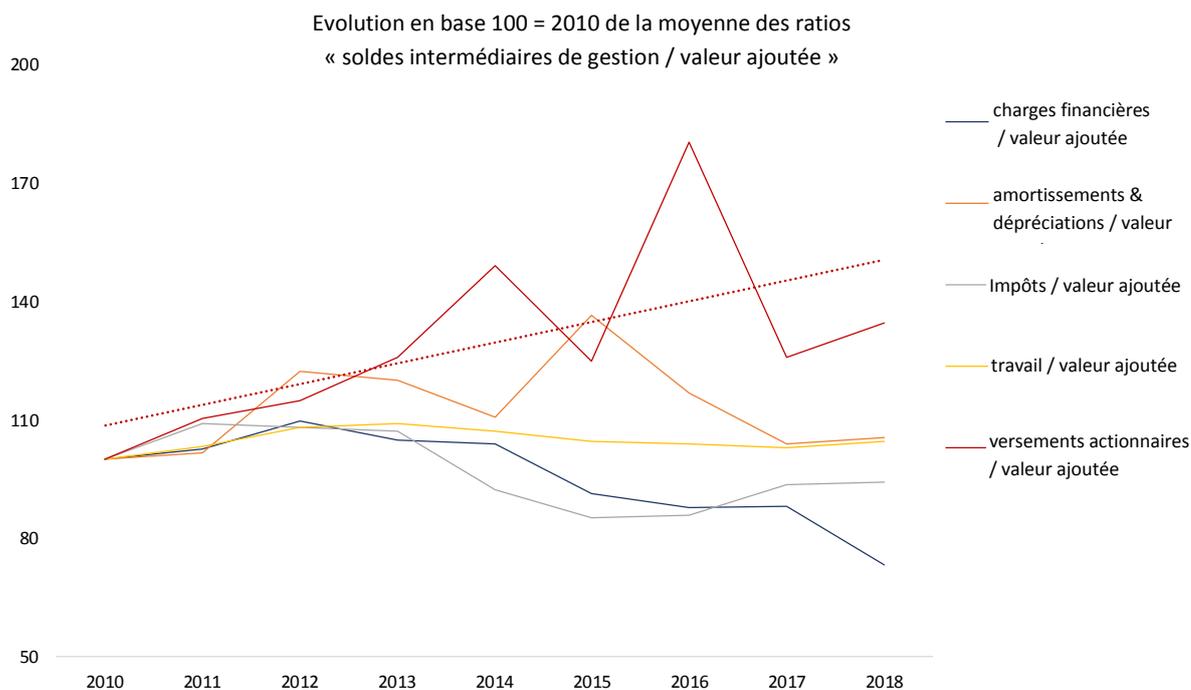


Figure 16 : Moyenne (base 100 = 2010) des ratios « SIG sur valeur ajoutée » des entreprises non financières. Source : BASIC

**Les résultats de nos calculs montrent globalement les mêmes tendances sur 2010-2018 que sur 2009-2018 pour les principales composantes de la valeur ajoutée :**

- les versements aux actionnaires prennent une importance croissante, leur part augmentant de +35% entre 2010 et 2018 (contre +40% de 2009 à 2018),
- la part allouée aux charges financières diminue significativement de -37% entre 2010 et 2018 (contre -40% de baisse sur 2009-2018),
- la part allouée au travail et celle allouée aux amortissements & dépréciations sont globalement stables entre 2010 et 2018 (en légère hausse de respectivement +4% et +6%, contre une baisse respective de -6% et -14% si on les étudie sur la période 2009-2018).

**La principale différence concerne la part de la valeur ajoutée que les entreprises de notre panel ont alloué aux impôts**, laquelle baisse de -6% entre 2010 et 2018, alors qu’elle augmente de +32% sur la période 2009-2018 (essentiellement en raison de l’augmentation constatée sur 2009-2010).

**Les résultats de nos analyses sont donc les mêmes que l’on prenne en compte ou pas l’année 2009.**

**Si l’on regarde de plus près les évolutions secteur par secteur au sein des 35 entreprises non financières de notre échantillon**, on s’aperçoit qu’ils suivent globalement tous les même tendances, avec quelques spécificités sectorielles (voir ci-après).

Pour commencer, les trois secteurs du luxe, des technologies et de l’énergie se caractérisent par des évolutions analogues qu’on les analyse sur 2009-2018 ou sur 2010-2018.

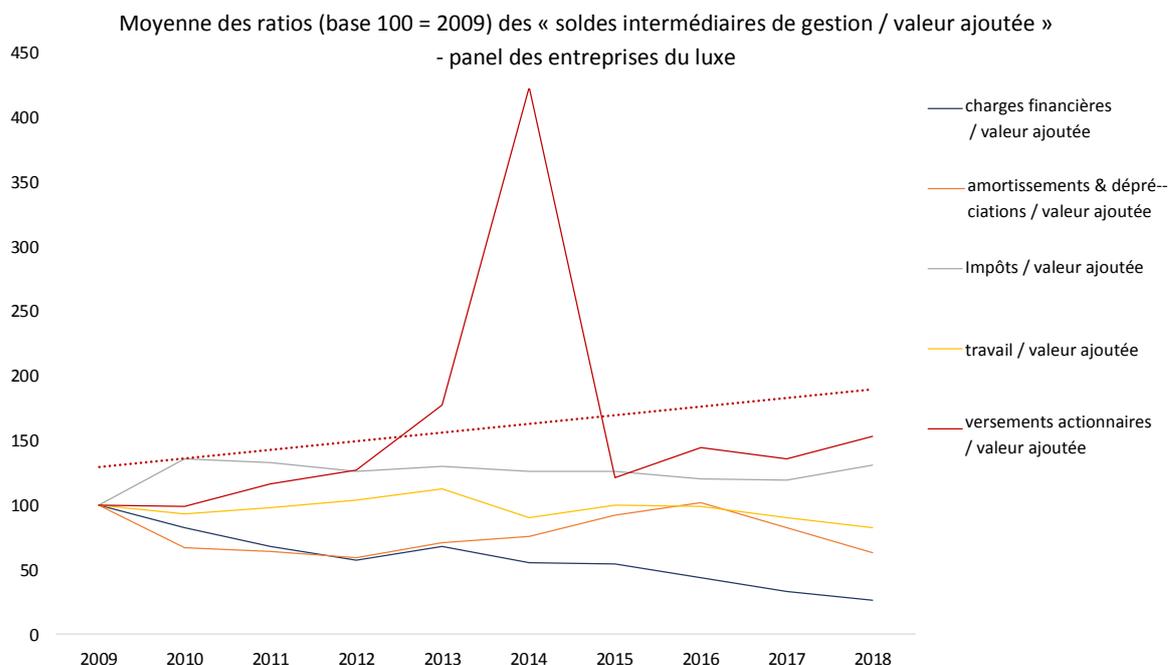


Figure 17 : Moyenne (base 100 = 2009) des ratios « SIG sur valeur ajoutée » des entreprises du luxe. Source : BASIC

**Le secteur du luxe** a connu une forte augmentation de la part allouée aux actionnaires (+53% entre 2009 et 2018), qui, d'après nos observations, semble être allée de pair avec une forte baisse de la part dédiée aux charges financières (-75%) et d'une baisse moins prononcée mais non négligeable de la part travail (-17%). D'après la lettre Vernimmen, le « pic » de versements aux actionnaires observé en 2014 s'explique par la conjonction de 2 événements conjoncturels : la sortie partielle de Nestlé du capital de L'Oréal (qui a donné lieu à d'importants rachats d'actions et la distribution exceptionnelle de la totalité des actions Hermès détenues par LVMH à ses actionnaires).

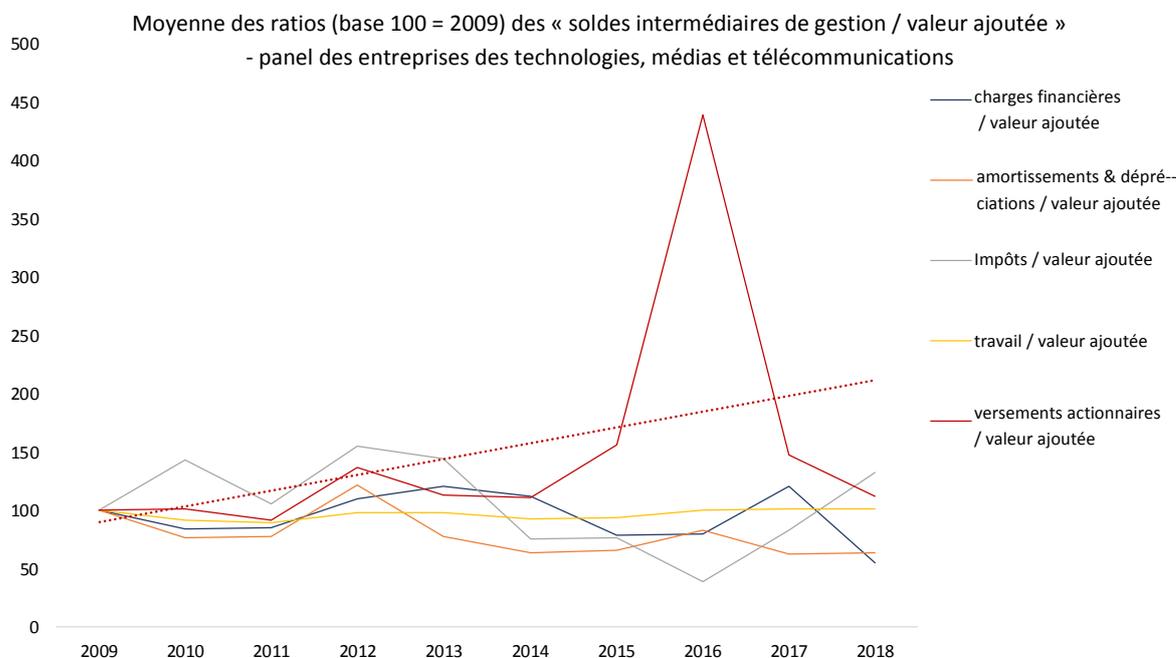


Figure 18 : Moyenne (base 100 = 2009) des ratios SIG sur valeur ajoutée des entreprises des technologies, médias et télécoms. Source : BASIC

Quant au **secteur des technologies, médias et télécommunications**, il nous semble se caractériser par une augmentation plus mesurée de la part de la valeur ajoutée dédiée aux actionnaires : elle n'a augmenté que de 12% sur la période, si l'on fait abstraction du pic de 2016 (qui s'explique par le

dividende exceptionnel versé par Vivendi, sous pression du fond spéculatif américain PSAM – P. Schoenfeld Asset Management – qui exigeait qu’une partie des liquidités accumulées par le groupe lors des récentes sessions, notamment SFR, soit redistribuée aux actionnaires<sup>32</sup>). Par ailleurs, nos observations indiquent que ce secteur se distingue par sa part allouée aux amortissements en baisse significative de -36% entre 2009 et 2018 (Vs une légère augmentation pour le panel moyen).

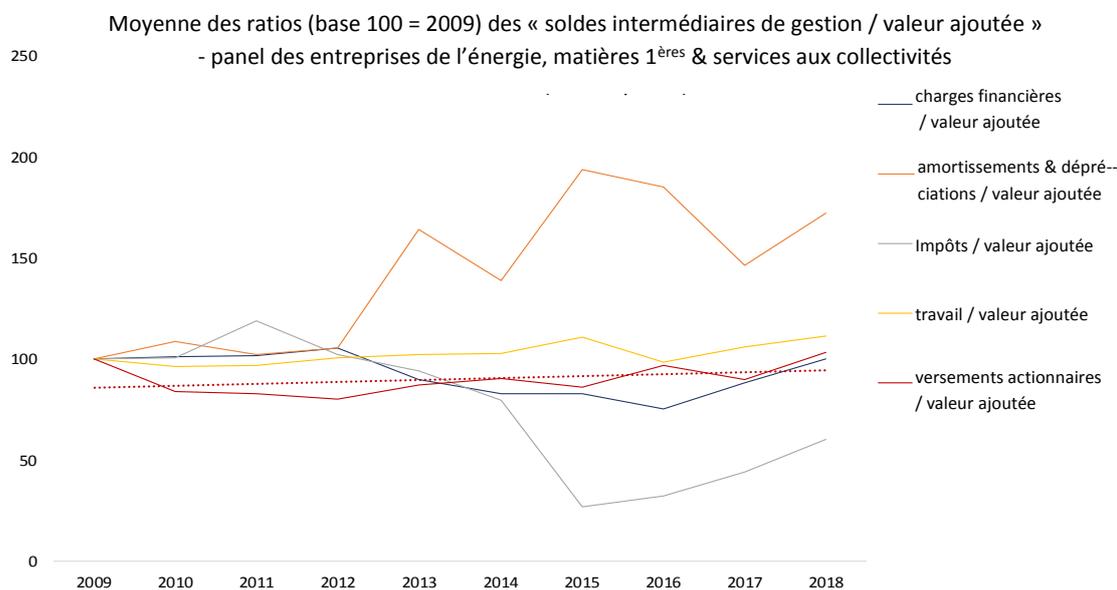


Figure 19 : Moyenne (base 100 = 2009) des ratios SIG sur valeur ajoutée des entreprises de l'énergie, des matières 1<sup>ères</sup> & services aux collectivités. Source : BASIC

**Le secteur de l'énergie, des matières premières et des services aux collectivités** est celui qui, d'après nos observations, a connu la plus faible croissance de la part allouée aux actionnaires : +4% seulement entre 2009 et 2018 (le montant global des versements ayant faiblement augmenté sur la période). Il nous semble qu'une explication probable puisse être la hausse très substantielle de la part dédiée aux amortissements et dépréciations qui a bondi de +72% sur 2009-2018 (pour faire face aux besoins d'investissements et/ou aux dépréciations). C'est également le secteur qui a connu la plus forte baisse de la part de valeur ajoutée dédiée aux impôts : -40% sur la période.

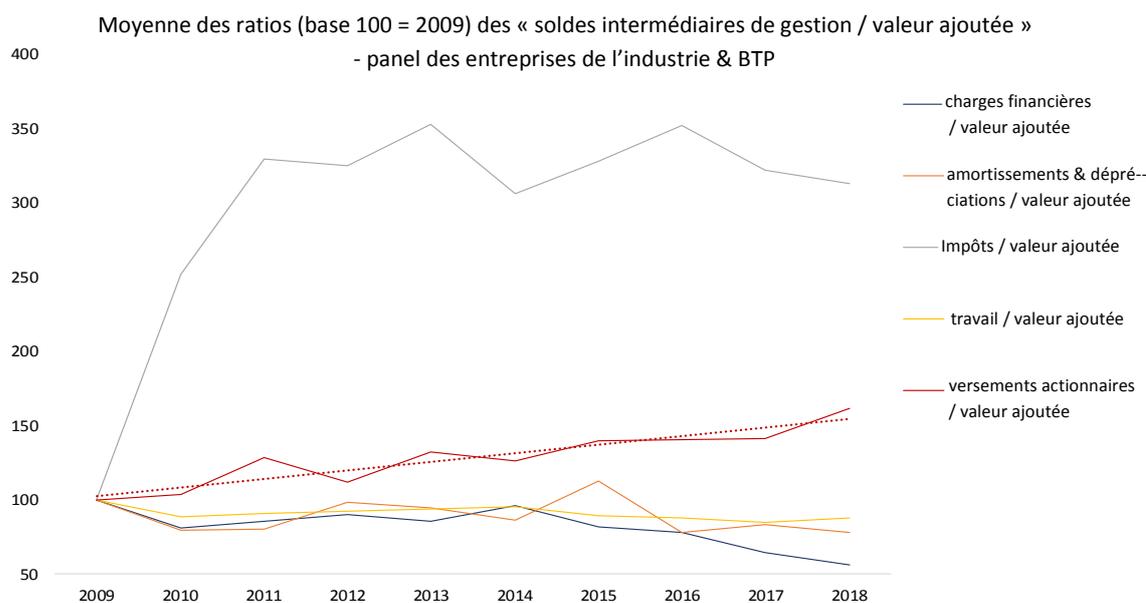


Figure 20 : Moyenne (base 100 = 2009) des ratios SIG sur valeur ajoutée des entreprises de l'industrie & BTP. Source : BASIC

<sup>32</sup> <https://bfmbusiness.bfmtv.com/entreprise/vivendi-va-distribuer-des-dividendes-exceptionnels-875546.html> consulté le 28 avril 2020

Parmi les secteurs qui ont des différences de tendances entre les périodes 2009-2018 et 2010-2018, celui de **l'industrie et du BTP** est surtout marqué par la brusque hausse de la part allouée aux impôts qui est multipliée par 2,5 entre 2009 et 2010. Cette part se stabilise ensuite à 5%-6%, une valeur proche de la moyenne du reste de notre panel (alors qu'elle n'est que de 1,5% en 2009, un niveau très faible qui explique peut-être le rattrapage ultérieur). Hormis cette spécificité, les autres ratios du secteur évoluent de manière similaire à la moyenne du panel, avec une progression plus marquée de la part allouée aux actionnaires (+61% entre 2009 et 2018, +56% entre 2010 et 2018).

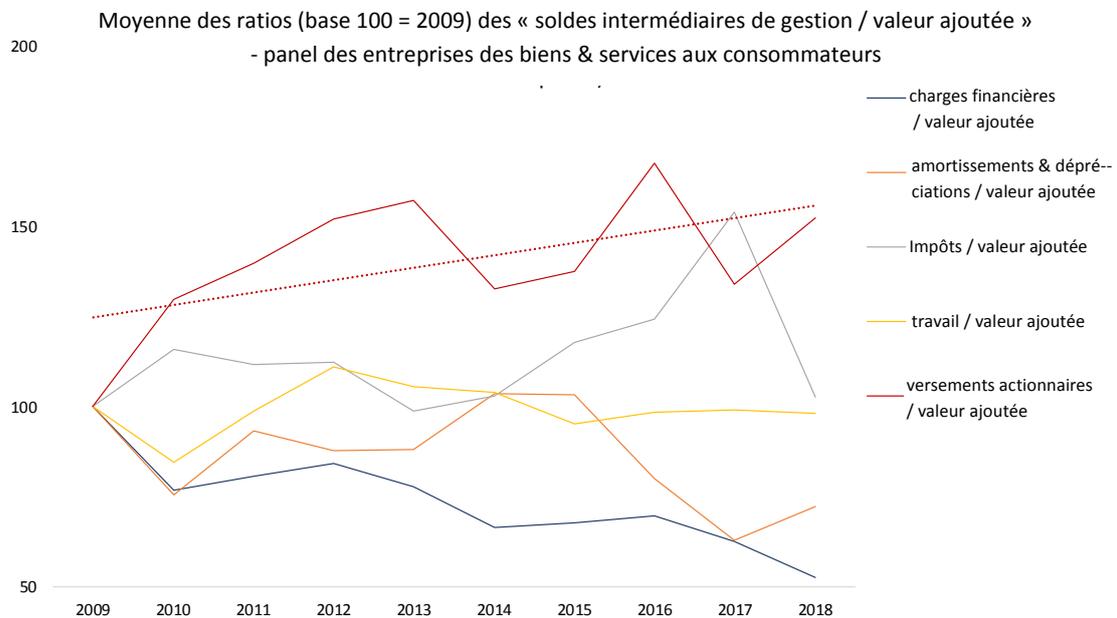


Figure 21 : Moyenne (base 100 = 2009) des ratios SIG sur valeur ajoutée des entreprises des biens & services. Source : BASIC

**Enfin, le secteur des biens et service aux consommateurs** se distingue par plusieurs évolutions importantes entre 2009 et 2010 : +30% pour la part allouée aux actionnaires, -15% pour la part travail et -25% pour la part allouée aux amortissements. Si on met de côté ces changements pour se focaliser sur la période 2010-2018 (voir ci-dessous), l'amplitude de variation des ratios est globalement limitée par rapport aux autres secteurs (entre +17% pour la part allouée actionnaires et -32% pour celle allouée aux charges financières), mais avec d'importantes fluctuations d'une année sur l'autre que nous n'avons pas pu interpréter avec les données dont nous disposions.

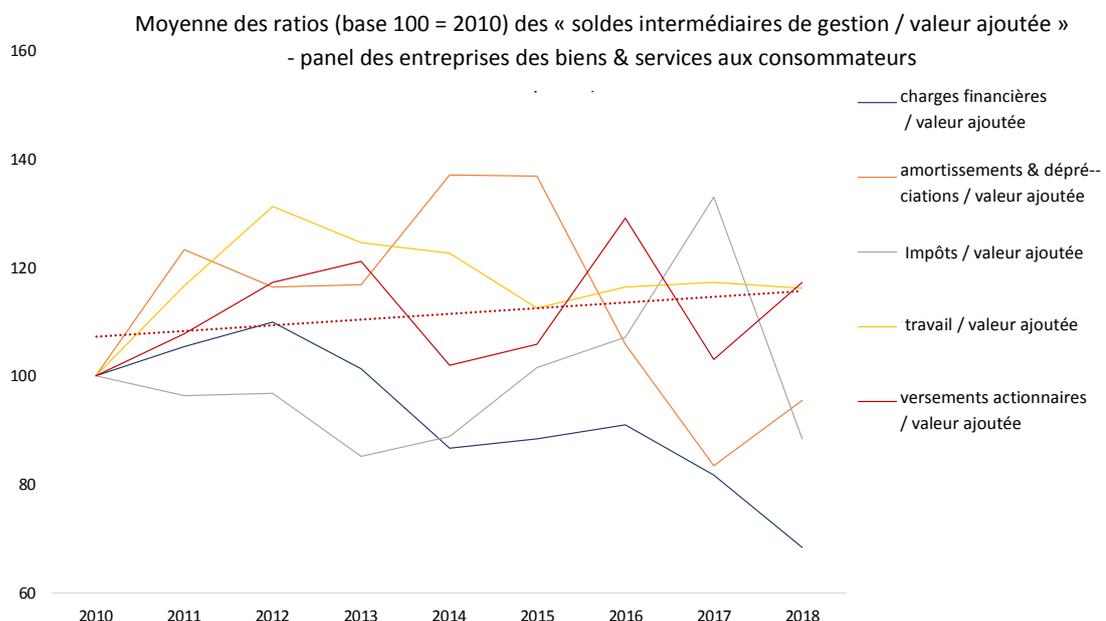


Figure 22 : Moyenne (base 100 = 2010) des ratios SIG sur valeur ajoutée des entreprises des biens & services. Source : BASIC

## 4.2 Analyse des évolutions constatées

Afin d'analyser plus en détail les facteurs expliquant ces évolutions, nous avons **recherché dans la littérature académique des travaux investiguant l'évolution de la distribution de la valeur ajoutée des entreprises**, en particulier les parts allouées au travail (employé.e.s) et aux actionnaires.

Même s'il existe de (très) nombreux travaux sur la question<sup>33</sup>, l'essentiel d'entre eux porte sur une échelle macroéconomique (c'est à dire sur l'ensemble des entreprises implantées sur le territoire français ou européen, grandes ou petites). Ils ne sont donc pas directement utilisables pour notre analyse, car les sociétés que nous étudions, qui ont fait partie du CAC 40 pendant au moins 6 ans depuis 2009, ne sont pas comparables au reste des entreprises françaises ou européennes : ce sont les 40 plus grandes sociétés cotées à la bourse de Paris (et parmi les plus grandes en Europe) avec une emprise mondiale de leurs activités (à titre d'illustration, les entreprises faisant partie du CAC 40 en 2018 ont réalisé 43% de leur chiffre d'affaires hors Europe cette année-là<sup>34</sup>).

**Nous avons identifié une seule étude ayant investigué récemment les déterminants de la répartition de la valeur ajoutée des entreprises cotées en bourse dans les pays européens ; elle a été menée en 2018 par des chercheurs de l'université de Greenwich<sup>35</sup>.**

Concernant la France, elle a investigué toutes les entreprises de l'indice SBF<sup>36</sup> 120 (les 120 plus grosses capitalisations boursières de la bourse de Paris, dans lequel sont incluses les entreprises du CAC 40). Au-delà, les chercheurs ont également analysé les entreprises cotées sur les indices équivalents au Royaume-Uni, en Allemagne, en Suède et dans la moyenne des 15 plus grands pays de l'Union Européenne.

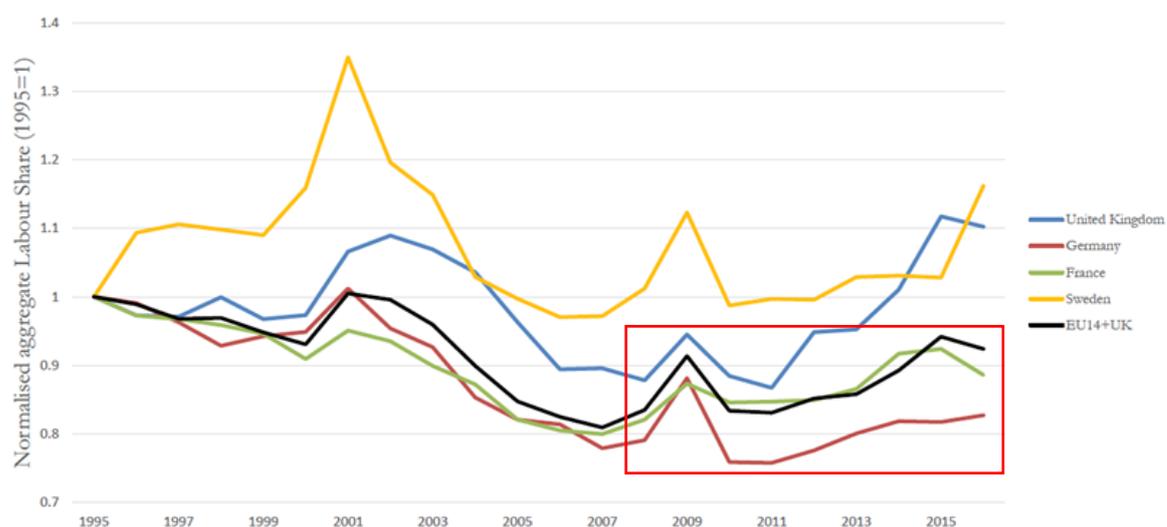


Figure 23 : Moyenne de la part de valeur ajoutée allouée au travail (base 100 = 1995) dans les entreprises cotées en bourse des principaux pays européens (France, Allemagne, Royaume-Uni et moyenne UE 15). Source : Guschanski et Onaran (2018)

<sup>33</sup> P. Askenazy, G. Cette et A. Sylvain, « Le partage de la valeur ajoutée », Editions La Découverte, 2012

S. Piton, et P. Vatan. « Répartition de la valeur ajoutée entre revenus du travail et du capital : de quoi parle-t-on ? », CEPIL, 2018

P. Artus. « La déformation du partage des revenus dans les pays de l'OCDE est à la fois un problème social et d'équité et un problème d'efficacité économique », 2018

<sup>34</sup> EY et Ricol-Lasteyrie. « Profil Financier du CAC 40 - 13eme Edition », 2019

<sup>35</sup> Guschanski, A. and Ö. Onaran, The Labour Share and Financialisation: Evidence from Publicly Listed Firms, Greenwich Papers in Political Economy, University of Greenwich, 2018. <https://www.aeaweb.org/conference/2018/preliminary/powerpoint/ZbHHTBN8>

<sup>36</sup> Société des Bourses Françaises

Le premier résultat de leur recherche porte sur **l'évolution de la part allouée au travail** dans les entreprises cotées **en France, en Allemagne, dans la moyenne** de l'Union Européenne (14 principaux pays) et du Royaume-Uni. **Si cette « part travail » a globalement retrouvé en 2016 son niveau de 2009, elle est en diminution de l'ordre de 10% à 12% depuis 1995** (alors qu'au Royaume-Uni et en Suède, elle est en augmentation par rapport à 1995).

Partant de ce constat, les chercheurs ont mené une analyse statistique pour croiser cette évolution avec d'autres variables **afin de voir si cette baisse constatée de la part allouée au travail provenait** :

1. du changement technologique, en particulier de la **dynamique d'automatisation** dans les entreprises (et donc du remplacement du travail humain par des machines, donc du capital),
2. d'une dynamique de **concentration du pouvoir économique** des entreprises qui leur donnerait la capacité d'imposer des prix plus élevés à leurs clients (ce qui ferait baisser mécaniquement la part que représente le travail dans leur valeur ajoutée),
3. d'une augmentation de la **capacité de négociation des employeurs** par rapport aux syndicats dans les entreprises (leur permettant de mettre une plus grande pression sur les salaires),
4. d'une dynamique de **financiarisation caractérisée par un pouvoir plus important accordé aux actionnaires** dans la gouvernance des entreprises investiguées.

Le résultat de leur recherche est sans équivoque : **les 3 premières hypothèses ne sont pas corrélées** à l'évolution de la part allouée au travail. **C'est le dernier facteur, celui de la financiarisation et du pouvoir accru des actionnaires dans la gouvernance des entreprises qui est le seul corrélé à la baisse de la part travail**, la France étant le pays où le facteur de corrélation est le plus élevé.

Bien que ne portant pas exclusivement sur le CAC 40, cette étude permet de **confirmer l'importance croissante donnée aux actionnaires dans la répartition de la valeur ajoutée** depuis la fin des années 1990 **au détriment des autres composantes** qui y concourent, en particulier les employé.e.s, et d'objectiver l'hypothèse que cette évolution est fortement liée à la financiarisation des entreprises. Pour analyser plus en détail ce phénomène, nous avons investigué la répartition des bénéfices dans les entreprises de notre échantillon (voir les résultats dans la section suivante).

## **A RETENIR**

**Au sein des entreprises du CAC 40 étudiées, la distribution de la valeur ajoutée - entre les différents acteurs qui contribuent à la créer - a évolué significativement entre 2009 et 2018.**

**Fait le plus marquant, la part allouée aux actionnaires a augmenté de +40% sur la période (elle est passée de 8% de la valeur ajoutée en 2009 à 11% en 2018).**

**Cette croissance a été rendue possible :**

- **d'une part grâce à la réduction de la part liée aux charges financières (du fait de la baisse des taux bancaires),**
- **d'autre part grâce à la baisse depuis 2011 de la part allouée aux impôts (du fait des politiques fiscales des états).**

**Comme pour la partie précédente, l'analyse sectorielle montre que ces tendances sont assez semblables d'un secteur à l'autre, à l'exception notable du secteur de l'énergie qui a vu sa part liée aux investissements croître très significativement depuis 2009 alors que celle allouée aux actionnaires a peu progressé (+4%).**

**Selon une étude récente publiée par l'Université de Greenwich sur un périmètre plus large (l'ensemble des sociétés cotées en bourse dans les 15 principaux pays européens sur la période 1995-2016), cette évolution serait intrinsèquement liée à l'influence croissante des actionnaires dans les décisions stratégiques et managériales des entreprises.**

**Par contre, les dynamiques d'automatisation, de concentration économique ou d'évolution du rapport de force entre employeurs et salariés n'exerceraient pas ou peu d'influence.**

## 5. La répartition des bénéfices au sein des entreprises du CAC 40

### 5.1 Bénéfices, actionnaires et free cash-flow des entreprises

Les bénéfices ou pertes générés par les entreprises sont constatés chaque année lors de leur Assemblée Générale Ordinaire qui se réunit dans les six mois de la clôture des comptes. En cas d'exercice bénéficiaire, cette dernière décide de son affectation selon trois principales modalités :

- la constitution de réserves (légales, statutaires, facultatives...),
- la distribution de dividendes aux actionnaires (ordinaires et/ou exceptionnels),
- le report à nouveau.

Afin de mieux comprendre l'influence des versements aux actionnaires (dividendes ordinaires versés en numéraire ou en actions, dividendes exceptionnels et rachats d'actions), nous avons étudié en détail la **manière dont les 40 entreprises de notre échantillon ont décidé de distribuer les bénéfices qu'elles ont générés entre 2009 et 2018.**

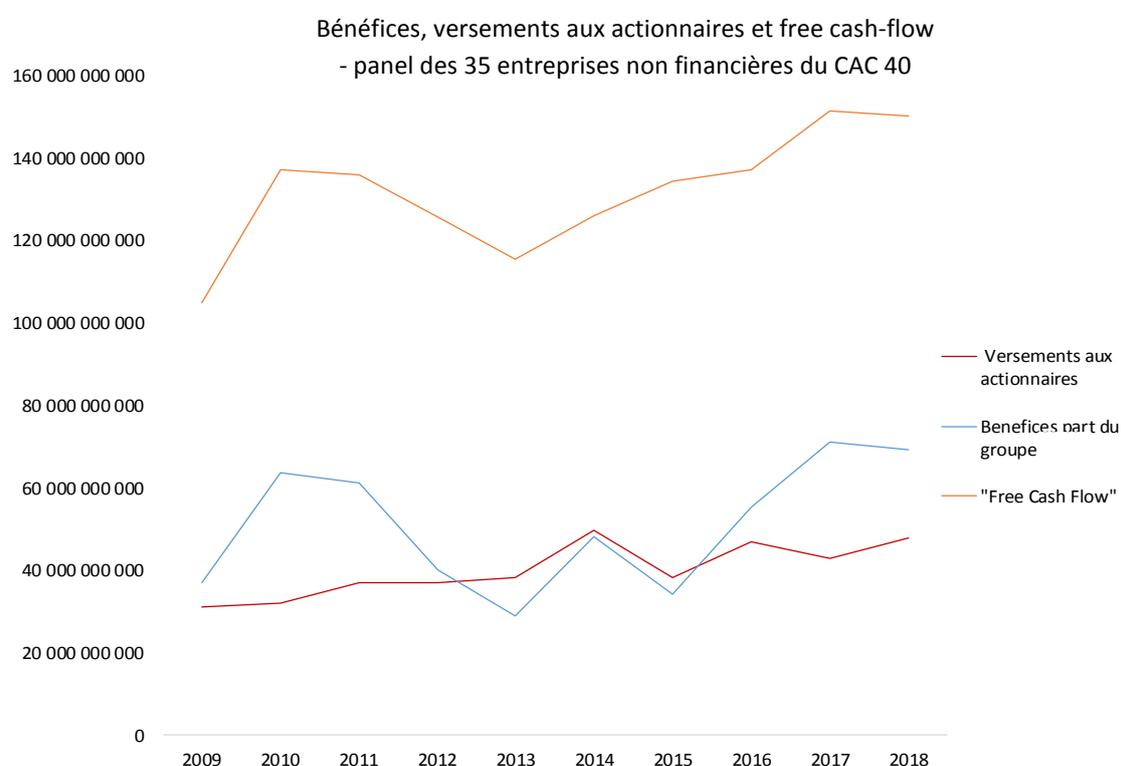


Figure 24 : Bénéfices, versements aux actionnaires et free cash-flow des entreprises non financières étudiées. Source : BASIC

Nous avons **dans un premier temps analysé l'évolution respective des versements aux actionnaires, des bénéfices générés, et du flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation** (ce dernier étant supérieur au « free cash-flow » qui est le flux de trésorerie disponible après investissement pour le renouvellement de l'outil de production) pour les entreprises non financières de notre échantillon (le profil trop spécifique des sociétés financières aurait biaisé les résultats).

Les estimations obtenues (cf. ci-dessus) montrent que le **total des versements aux actionnaires, même s'il a dépassé le montant total des bénéfices générés certaines années** (en 2013, 2014 et 2015), **est resté toujours inférieur au montant total du free cash-flow des sociétés non financières étudiées** (et a progressé moins vite depuis 2014, contrairement à la période précédente).

Pour aller plus loin, nous avons analysé de plus près **l'évolution comparée des versements totaux aux actionnaires et des bénéfices totaux pour l'ensemble de notre échantillon de 40 entreprises (sociétés financières et non financières).**

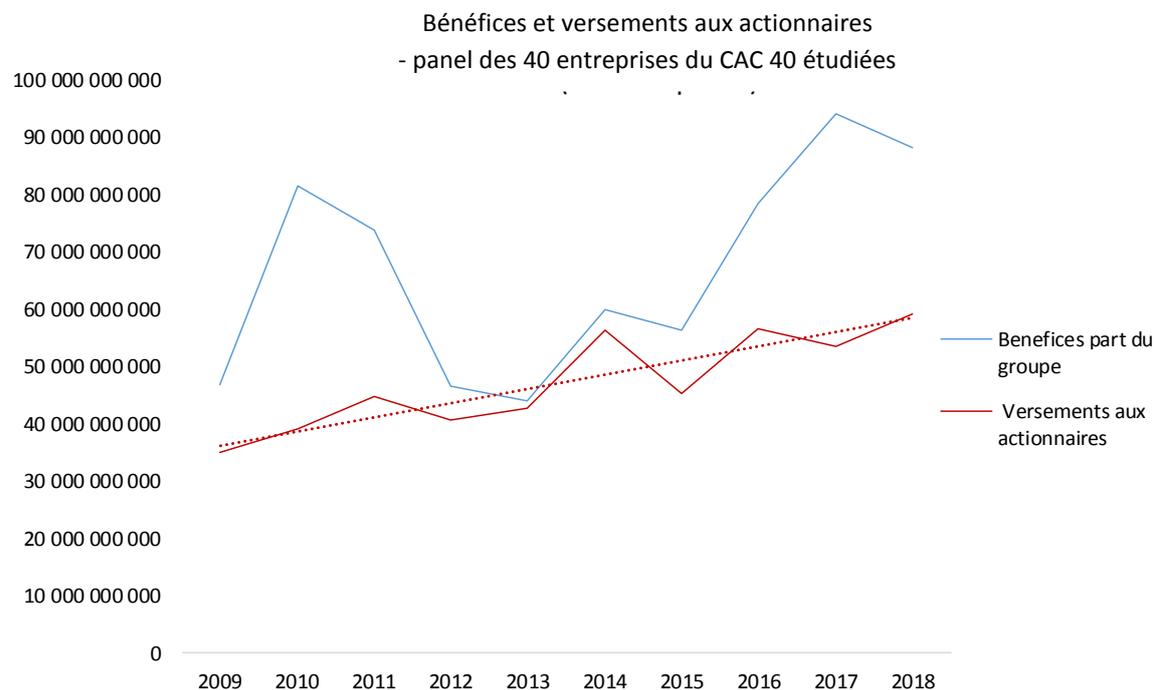


Figure 25 : Bénéfices et versements aux actionnaires des 40 entreprises du CAC 40 de l'échantillon. Source : BASIC

Première observation, les **versements aux actionnaires** des entreprises étudiées sont **en croissance quasi-continue** sur la période analysée, **quelles que soient les fluctuations des bénéfices** générés. En vis-à-vis, les **sommes mises en réserves** des entreprises apparaissent comme la **variable d'ajustement** de leur modèle économique.

Ces observations illustrent la vision couramment présentée dans les cours de finance d'entreprise selon laquelle les versements aux actionnaires d'une année sur l'autre sont censés être (beaucoup) moins volatils que les bénéfices<sup>37</sup>. Cette conception se retrouve concrètement dans les documents de référence des entreprises étudiées qui mettent très fréquemment en avant **l'objectif de croissance progressive et continue de leur dividende par action.**

Cette dynamique se traduit par des **niveaux de versements aux actionnaires qui peuvent être certaines années déconnectés du bénéfice net des entreprises.**

<sup>37</sup> contrairement aux rachats d'actions ou au dividende exceptionnel.  
Pour plus d'informations, voir les chapitres 38 et 39 du Vernimmen  
[https://www.vernimmen.net/Vernimmen/Resumes\\_des\\_chapitres.php](https://www.vernimmen.net/Vernimmen/Resumes_des_chapitres.php)

Entreprise	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Accor	-129%	7%	522%	-44%	137%	82%	75%	89%	68%	31%
Air Liquide	49%	44%	51%	52%	57%	57%	63%	50%	56%	58%
Airbus	-21%	7%	17%	33%	167%	21%	45%	175%	36%	40%
Alstom	27%	79%	26%	29%	47%	0%	0%	0%	12%	11%
Arcelor	1094%	-7%	55%	-35%	-13%	-31%	-4%	0%	0%	6%
Axa	23%	45%	39%	39%	35%	38%	50%	46%	45%	140%
BNP	16%	23%	50%	22%	39%	1229%	28%	37%	43%	50%
Bouygues	44%	67%	186%	79%	-81%	64%	134%	76%	51%	47%
Capgemini	82%	44%	38%	42%	51%	62%	27%	60%	97%	102%
Carrefour	192%	408%	218%	36%	32%	37%	10%	68%	-99%	-55%
Crédit Agricole	88%	82%	-70%	0%	0%	38%	25%	46%	47%	41%
Danone	41%	50%	81%	92%	116%	76%	72%	58%	43%	51%
EDF	55%	208%	82%	64%	71%	63%	214%	73%	67%	115%
Engie	107%	81%	90%	243%	-39%	140%	-49%	-577%	182%	163%
Essilor	55%	100%	65%	50%	57%	25%	29%	33%	41%	31%
Kering	44%	44%	56%	44%	1256%	93%	74%	62%	33%	30%
L'Oréal	48%	39%	44%	60%	73%	156%	46%	72%	66%	64%
Lafarge	53%	70%	49%	34%	48%	212%	-30%	50%	-98%	118%
Legrand	37%	43%	48%	51%	56%	70%	60%	62%	45%	49%
LVMH	44%	28%	35%	42%	47%	154%	47%	54%	40%	44%
Michelin	137%	14%	22%	24%	57%	51%	68%	49%	40%	42%
Nokia	0%	0%	0%	0%	0%	14%	0%	231%	-118%	-192%
Orange	124%	76%	101%	454%	68%	222%	59%	54%	84%	94%
Pernod Ricard	12%	33%	39%	40%	43%	53%	39%	37%	34%	44%
PSA	0%	0%	76%	2%	0%	3%	0%	0%	22%	17%
Publicis	25%	62%	22%	104%	45%	30%	79%	67%	82%	47%
Renault	4%	-2%	7%	18%	86%	28%	22%	24%	22%	33%
Safran	10%	73%	3%	29%	34%	-370%	-118%	30%	22%	96%
Saint Gobain	244%	45%	56%	118%	108%	86%	95%	84%	70%	287%
Sanofi	55%	63%	76%	87%	143%	125%	128%	141%	67%	112%
Schneider Electric	100%	31%	48%	50%	53%	76%	122%	110%	60%	88%
Société Générale	102%	8%	56%	0%	17%	37%	19%	40%	60%	45%
Solvay	45%	18%	97%	46%	103%	349%	85%	65%	33%	47%
STMicroelectronics	-18%	30%	40%	-40%	-90%	-438%	-218%	-175%	27%	17%
Technip	75%	33%	32%	51%	40%	57%	490%	167%	-474%	-31%
Total	62%	48%	41%	49%	66%	176%	125%	106%	79%	104%
Unibail Rodamco	-35%	117%	57%	50%	62%	52%	40%	40%	42%	105%
Veolia	94%	117%	-119%	90%	-231%	152%	85%	105%	110%	108%
Vinci	50%	48%	73%	77%	60%	71%	95%	63%	64%	61%
Vivendi	197%	78%	67%	770%	68%	29%	97%	444%	57%	447%
Moyenne (des ratios)	81%	59%	62%	74%	72%	85%	56%	55%	29%	68%
Moyenne (somme/somme)	75%	48%	61%	87%	97%	94%	81%	72%	57%	67%

Figure 26 : Ratios entre les bénéfices nets et les versements aux actionnaires réalisés la même année (ces derniers étant calculés à partir des résultats de l'année précédente) pour les 40 entreprises du CAC 40 de notre échantillon. Source : BASIC

Ainsi, sur notre échantillon de 40 entreprises du CAC 40, **85 % d'entre elles ont versé au moins une fois des dividendes supérieurs à leurs bénéfices depuis 2009, et près d'un tiers ont versé au moins une fois des dividendes alors qu'elles affichaient des pertes<sup>38</sup>.**

Au total, **seules 5 entreprises n'ont jamais distribué plus que ce qu'elles ont gagné** dans l'année écoulée (Air Liquide, Legrand, Pernod Ricard, PSA et Vinci).

Il s'agit pourtant d'un standard de bonne gestion recommandé par le cabinet d'étude Proxinvest (lequel ne prend pas en compte les rachats d'action dans le calcul des versements aux actionnaires<sup>39</sup>).

<sup>38</sup> Ces résultats ont été calculés en affectant les montants versés aux actionnaires à l'année de leur versement, les dividendes ordinaires se rapportant à l'exercice précédent. Les ordres de grandeur sont les mêmes si l'on affecte les versements aux actionnaires à l'année précédant leur règlement.

Les ratios négatifs correspondent aux cas où les entreprises ont versé des dividendes alors qu'elles affichaient un résultat négatif, donc des pertes financières.

<sup>39</sup> Les rachats d'actions représentent en moyenne moins de 20% des versements aux actionnaires entre 2009 et 2018 d'après les estimations de Vernimmen ; leur non prise en compte a donc peu d'impact sur notre analyse au vu des résultats détaillés dans la figure 26 ci-dessus.

## 5.2 Retours attendus par les actionnaires et poids du système boursier

D'après les données publiées chaque année par EY et Ricole-Lasteyrie, **le rendement médian du dividende<sup>40</sup> de toutes les sociétés incluses dans l'indice CAC 40 (hors rachat d'actions) est resté assez stable entre 2,7% et 3,9% depuis 2009<sup>41</sup>.**

Ce pourcentage est souvent mis en avant pour illustrer le fait que les retours financiers attendus par les actionnaires restent mesurés ; à titre de comparaison, les rendements de l'investissement locatif et des SCPI (Société Civile de Placement Immobilier) a oscillé entre 4% et 5% avant impôts sur les dernières années<sup>42</sup>.

Pour mettre en perspective ce niveau de rendement du dividende, nous avons **calculé le poids que représentent les versements aux actionnaires par rapport aux capitaux qu'ils apportent** dans les entreprises étudiées<sup>43</sup>, et **comparé ce ratio à celui des charges financières sur le « Passif hors fournisseurs »** de ces mêmes entreprises. En effet, les actionnaires d'un côté, et les banques et prêteurs de l'autre, sont les deux grandes sources de financement entre lesquelles les entreprises doivent arbitrer pour trouver les montants nécessaires à leurs investissements.

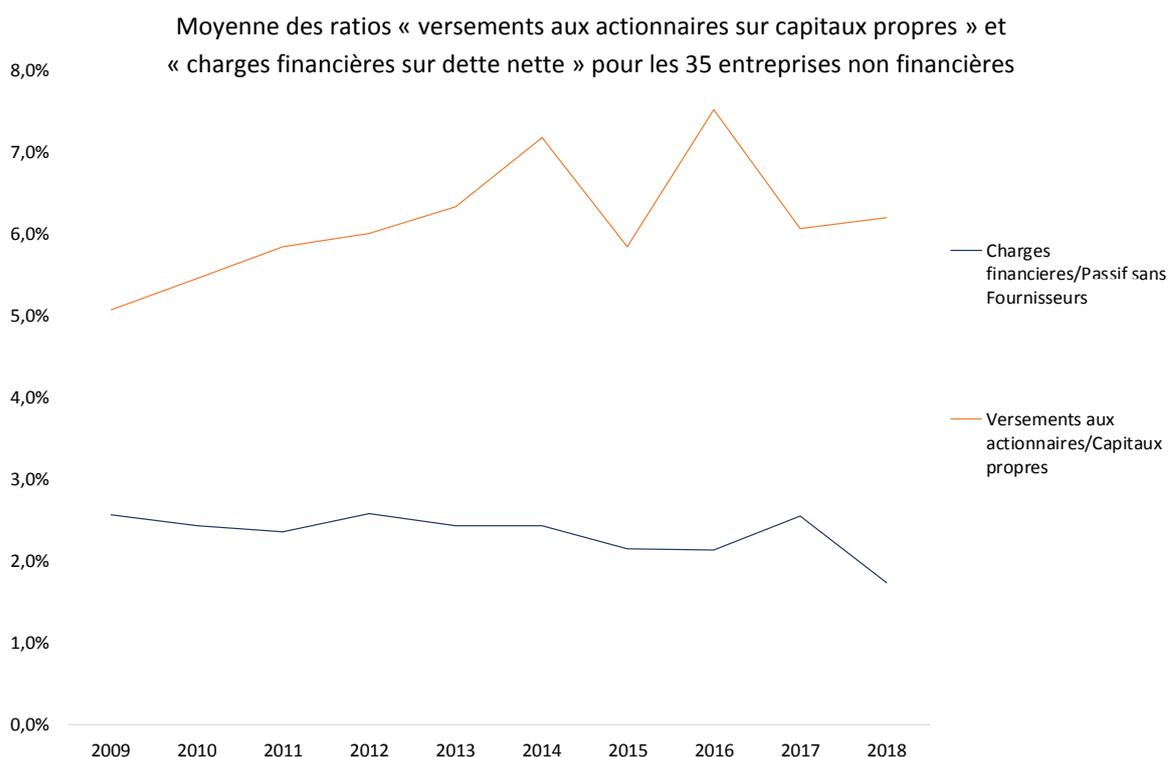


Figure 27 : Moyenne des ratios « versements aux actionnaires sur capitaux propres » et « charges financières sur dette nette » pour les 35 entreprises non financières de l'échantillon. Source : BASIC

<sup>40</sup> Le rendement médian du dividende est calculé en faisant le ratio entre le dividende versé une année « N+1 » (au titre des bénéfices constatés sur l'exercice précédent « N ») et la capitalisation boursière de l'entreprise au 31 décembre de l'année précédente « N ». Ce ratio ne prend pas en compte les rachats d'actions qui sont inclus dans notre indicateur de versements aux actionnaires.

<sup>41</sup> EY et Ricole-Lasteyrie. « Profil Financier du CAC 40 - 13eme Edition », 2019. A noter qu'il s'agit de statistiques sur le CAC 40 dont le périmètre d'entreprises varie d'une année sur l'autre, contrairement à notre échantillon.

<sup>42</sup> <https://www.homunity.com/fr/meilleurs-rendements> et <https://www.scpi-8.com/investir-en-scpi/investissement-locatif-vs-investissement-scpi> consultés le 16 mars 2020.

<sup>43</sup> C'est-à-dire à la somme du capital social et des primes d'émission

La première observation frappante est l'écart entre les 2 ratios (en valeur comme en tendance) :

- alors que les **charges financières représentent moins de 2,6% des sommes empruntées**<sup>44</sup>, en **forte baisse sur la période** (passant de 2,6% en 2009 à 1,7% en 2018),
- **le ratio concernant les actionnaires est plus de 2 fois plus élevé**, les versements qui leurs sont destinés représentant **plus de 5,1% des capitaux propres des entreprises étudiées**, en hausse significative depuis 10 ans (de 5,1% en 2009 à 6,2% en 2018, avec un pic à 7,5% en 2016).

Pourtant, **on constate une tendance de recours croissant aux actionnaires** des entreprises étudiées quand on analyse plus en détail leur passif :

- le cumul du capital social et des primes d'émissions des entreprises étudiées **est en hausse de +34% entre 2009 et 2018** (et de +29% entre 2010 et 2018)<sup>45</sup>,
- alors que le cumul de leurs dettes de long terme et leur partie courante augmente de seulement 7% sur la même période (que ce soit 2009-2018 ou 2010-2018)<sup>46</sup>.

Pourquoi les sociétés étudiées ont-elles eu davantage recours aux actionnaires qu'à l'endettement depuis 2009 alors que ce dernier pèse apparemment moins lourd dans leur modèle économique ?

Une **explication potentielle est l'asymétrie de pouvoir en faveur des marchés boursiers et au détriment des entreprises qui y sont cotées.**

Du fait de la liquidité des marchés d'actions, il est en effet devenu **possible pour la plupart des actionnaires de migrer leurs investissements à tout moment**, non seulement d'une entreprise à une autre, mais surtout entre indices boursiers et entre types de placements (actions, devises, matières premières...) sur toute la planète.

Ce faisant, **le système boursier est en capacité de maintenir une pression permanente sur les entreprises pour qu'elles garantissent un haut niveau de versements aux actionnaires**, au risque sinon de déplacer leurs investissements vers des sociétés plus rentables et de faire ainsi chuter le cours de bourse.

C'est l'une des raisons qui peut expliquer le fait que les **entreprises du CAC 40 maintiennent un niveau de rendement de leur dividende autour de 3%**, qui semble à première vue assez constant depuis 2009<sup>47</sup>.

Or, ce rendement étant calculé en temps réel sur la valeur des actions cotées en bourse, il génère une **croissance continue des dividendes dès lors que le cours de bourse augmente, sachant que cette augmentation est désormais l'objectif premier fixé aux entreprises cotées** (comme le démontrent M. Aglietta et A. Rébérioux dans leur ouvrage « les dérives du capitalisme financier » publié en 2004<sup>48</sup>).

Pour mieux comprendre ce phénomène, il faut revenir au **fonctionnement des marchés boursiers.**

---

<sup>44</sup> Le total des sommes empruntées par les entreprises étudiées a été évalué sur la base du « Passif hors Fournisseurs » qui comptabilise les indicateurs suivants de la base Diane/Orbis : Dette Long Terme, Partie Courante de la Dette Long Terme, Autre Passif Courant et Autre Passif Non Courant.

<sup>45</sup> Ce cumul du capital social et des primes d'émissions passe de 285 milliards d'euros en 2009 à 382 milliards en 2018

<sup>46</sup> Ce cumul des dettes long terme et de leur partie courante passe de 423 milliards d'euros en 2009 à 453 milliards en 2018.

<sup>47</sup> EY et Ricol-Lasteyrie. « Profil Financier du CAC 40 - 13eme Edition », 2019.

<sup>48</sup> Aglietta, M., Rébérioux, A., « Les dérives du capitalisme financier », 2004

**En amont de ces marchés**, toute entreprise qui se crée est constituée sous forme de société commerciale par des actionnaires qui mettent en commun des capitaux propres, ressources permanentes permettant d'initier les activités, de gager des emprunts auprès de banques...

La valeur de référence des actions des sociétés ainsi créées (appelée valeur nominale) est donc déterminée l'année de leur création, et potentiellement réévaluée de "gré à gré" à chaque entrée de nouveaux actionnaires (en fonction des perspectives de profits, d'accords sur la gouvernance...).

**Le système boursier** apporte plusieurs avantages par rapport à ce fonctionnement "de gré à gré" :

- Il met en relation un grand nombre d'acheteurs et de vendeurs qui peuvent s'échanger à tout moment les actions des entreprises cotées.
- Il organise la publication en temps réel de la valeur des actions des entreprises cotées qui découle de la rencontre de l'offre et la demande des titres sur le marché boursier.
- Parce qu'il est aujourd'hui interconnecté et libéralisé, il permet aux investisseurs d'acheter et revendre des titres de nature différente sur toute la planète (actions, devises, matières 1<sup>ères</sup> ...).

**Alors que les entreprises perçoivent le produit de la vente des actions qu'elles émettent pour la première fois**, à l'introduction en bourse comme lors d'augmentations de capital<sup>49</sup> (sur ce qui est appelé le marché boursier « primaire »), **elles ne touchent pas l'argent de l'achat-revente en bourse des actions qu'elles ont déjà émises**, ce dernier restant entre les mains des actionnaires (ce marché est qualifié de « secondaire » et représente plus de 95% des échanges).

**De plus, le cours de bourse de leurs actions sur le marché secondaire est déconnecté de la valeur de référence enregistrée dans leurs comptes** (il est la plupart du temps largement supérieur).

A titre d'exemple, les actions de Carrefour ont une valeur nominale de 2,50 € alors que leur cours de bourse a oscillé entre 13,14 € et 32,80 € entre 2014 et 2018<sup>50</sup>.

Autre illustration, les actions de LVMH, dont la valeur nominale des actions est de 0,30 € ont vu leur cours de bourse varier entre 246,55 € et 304,60 € en 2018 (soit une multiplication par 1000 depuis la fondation de la société en 1987)<sup>51</sup>.

**Or, c'est en se référant au cours de bourse des actions, et non à leur valeur nominale de référence, que les investisseurs calculent le rendement des dividendes qu'ils espèrent toucher.**

---

<sup>49</sup> Lorsque les entreprises procèdent à des augmentations de capital, elles touchent des montants qui reflètent le cours de bourse pour les nouvelles actions qu'elles mettent sur le marché. Une partie de ces sommes est enregistrée dans le capital social, à la valeur nominale des actions, le reste des montants (correspondant au « surprix » du cours de bourse) est comptabilisé en « prime d'émission ».

<sup>50</sup> Carrefour, document de référence, 2018

<sup>51</sup> LVMH, document de référence, 2018.

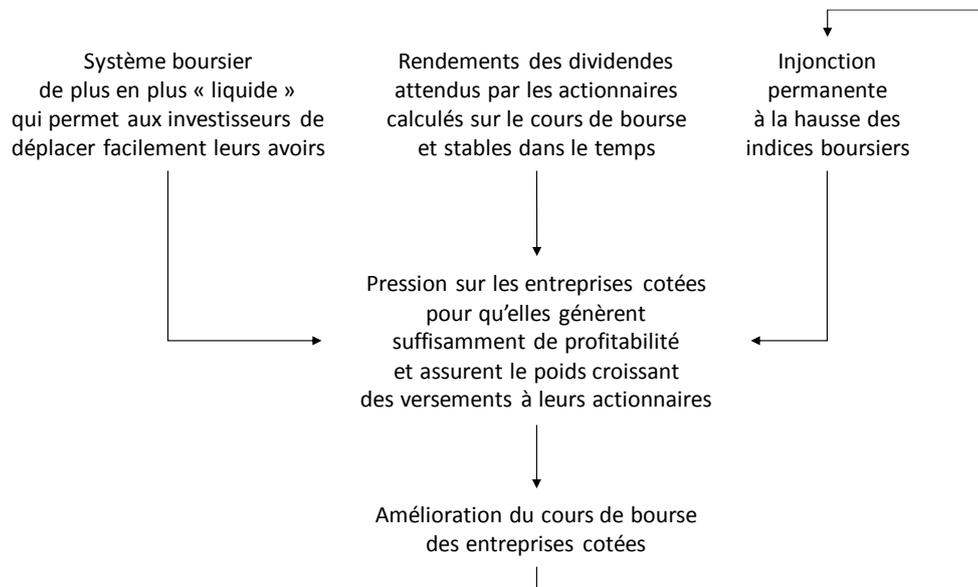


Figure 28 : Schématisation de la dynamique qui engendre une pression croissante sur les entreprises cotées les conduisant à augmenter constamment leur profitabilité et les versements à leurs actionnaires. Source : BASIC

On comprend dès lors **l'effet démultiplicateur engendré par le système boursier : les investisseurs ayant un objectif de rendement constant de l'ordre de 3%, si le cours de bourse des actions d'une entreprise cotée augmente, cela génère une pression croissante sur elle pour atteindre une profitabilité suffisante** et assurer les versements à ses actionnaires.

**Cette dynamique est entretenue par l'injonction permanente à la hausse du cours des indices boursiers.** A l'image du PIB, la croissance du CAC 40 est relayée quotidiennement par les médias comme une information clé sur la (bonne) santé de l'économie nationale, alors même que les entreprises qui le compose n'en sont pas représentatives et n'en représentent qu'une partie très minoritaire (de l'ordre de 4% du PIB en France<sup>52</sup>). En témoigne la croissance globale et significative du CAC 40 sur les 20 dernières années (malgré les chutes ponctuelles de 2000-01 et 2007-08). **Cette tendance s'est encore accrue avec la liquidité croissante des marchés boursiers** et la montée en puissance des investisseurs institutionnels qui ont contribué à concentrer le pouvoir de représentation des actionnaires dans le capital et les décisions des entreprises cotées<sup>53</sup> (cf. les statistiques d'actionnariat du CAC 40 dans le chapitre 6.2).

Conséquence de ce phénomène, **maintenir le capital des actionnaires apparaît très coûteux pour les entreprises cotées en comparaison de leurs autres sources de financement.**

Pour l'estimer, on peut comparer les sommes versées aux investisseurs avec les montants effectivement placés dans les entreprises : alors que les 40 sociétés de notre échantillon ont reçu un total de 387 milliards d'euros de financement de leurs actionnaires via leurs émissions d'actions (depuis leur création, soit un montant qu'il faudrait potentiellement corriger de l'inflation), elles leur ont versé en 2018 la somme totale de 41 milliards d'euros, ce qui équivaut à un retour d'environ 10,6% sur capitaux investis.

<sup>52</sup> La valeur ajoutée totale des entreprises de notre échantillon représentait 418 milliards d'euros en 2018. En considérant que la part de la France était d'environ 25% comme dans le chiffre d'affaires (statistique EY-Lasteyrie), on peut estimer que ces entreprises ont réalisé en France environ 105 milliards d'euros de valeur ajoutée, soit 4,3% du PIB français. Même en rajoutant la valeur ajoutée potentiellement associée à leurs chaînes de sous-traitance en France, avec les mêmes hypothèses, on aboutit à seulement 13% à 14% du PIB français.

<sup>53</sup> Stellan, R., Financiarisation, gouvernance actionnariale et crise économique : une approche monétaire, la problématique de la viabilité, Economies et finances. Université de Grenoble, 2012.

Un autre indicateur, plus pertinent, consiste à **estimer ce qu'aurait gagné entre 2009 et 2018 un actionnaire ayant investi 1000 euros, également répartis à parts égales entre 36 sociétés de notre échantillon (soit 27,70 euros par entreprise)**<sup>54</sup>.

Si l'on considère que cet actionnaire revend ses actions fin 2018, on peut calculer ses gains en faisant la somme des plus-values (ou moins-values) réalisées sur les différentes actions entre les 2 dates et des dividendes perçus sur la période (les rachats d'actions n'étant pas comptabilisés)<sup>55</sup>.

Nos calculs montrent que cet actionnaire aurait touché un total de 2650 euros après la revente, soit un gain de 1650 euros en retranchant la somme initialement investie, ce qui correspond à un **rendement moyen d'environ 10,2% par an**<sup>56</sup> (hors taxation) dont plus des 2/3 est liée à la hausse de la valeur des actions et le reste aux dividendes versés (si les actions avaient été achetées le 1<sup>er</sup> janvier 2010 au lieu du 1<sup>er</sup> janvier 2009, l'actionnaire aurait touché 2020 euros après la revente, soit un rendement moyen d'environ 8,1% par an).

A titre de comparaison, le taux directeur du livret A était de 0,75 % ces dernières années et vient de baisser à 0,50 %.

### Coût nominal du financement des SNF de la zone euro

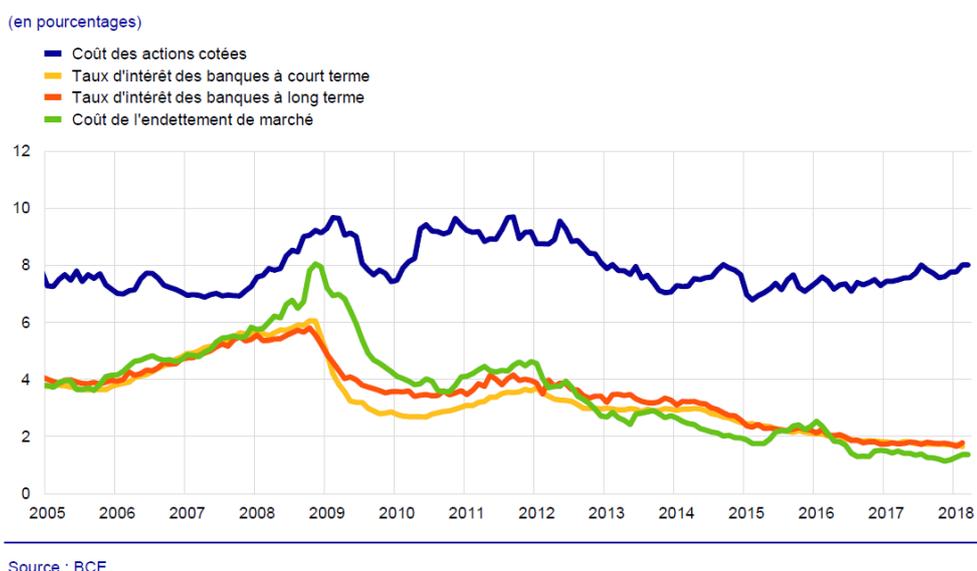


Figure 29 : Coût nominal du financement des sociétés non financières de la zone euro. Source : Banque Centrale Européenne

Ces ordres de grandeur, et le poids que cela représente pour les sociétés cotées, est confirmé par les travaux de la Banque Centrale Européenne qui montre, sur le périmètre plus large des sociétés

<sup>54</sup> Du fait des fusions-acquisitions, nous n'avons pas pu prendre en compte Lafarge-Holcim, Nokia-Alcatel, Technip-FMC et Unibail-Rodamco

<sup>55</sup> Les dividendes peuvent en effet être sommés avec la plus-value réalisée sur les actions associées car la théorie classique sur la finance d'entreprise suppose que le cours de bourse d'une action est toujours diminué de la valeur des dividendes versés. Cette théorie s'appuie sur les calculs réalisés opérationnellement par les analystes financiers qui valorisent les entreprises sur la base des flux de dividendes futurs, lesquels reposent sur les anticipations de bénéfices à moyen terme, les taux sans risque et la prime de risque exigée sur les actions. Dans les faits, les cours de bourse ne suivent pas systématiquement ces calculs des analystes car les marchés boursiers ne sont pas parfaits avec d'importantes asymétries d'informations et des prises de décision irrationnelles.

<sup>56</sup> La formule de calcul de ce rendement est similaire à celle de l'indice CAC 40 « dividendes réinvestis » (CAC 40 Gross Return ou CAC 40 GR) qui mesure l'évolution d'un investissement dans la CAC 40 dont les dividendes bruts versés chaque année seraient réinvestis dans l'indice (plus représentatif que l'indice CAC 40 Net Return qui intègre une retenue à la source dont le taux est celui applicable aux dividendes versés à un fonds d'investissement basé au Luxembourg).

Entre 2009 et 2018, l'indice CAC 40 GR a augmenté en moyenne de 7,8% par an, contre 10,2% pour notre calcul. Le niveau plus élevé que nous obtenons s'explique par notre échantillon qui intègre les 36 entreprises les plus performantes du CAC 40 étant restées au moins 6 ans dans l'indice sur la période. Par ailleurs, notre calcul est basé sur un investissement d'égal montant dans les 36 entreprises étudiées alors que l'indice CAC 40 GR pondère les entreprises en fonction de leur « capital flottant ».

non financières de la zone euro, que le coût du financement par recours au système boursier est bien supérieur à celui des autres financements dits « sans risques » à disposition des entreprises (voir graphique ci-dessus).

**Par ailleurs, le poids croissant des versements aux actionnaires pour les entreprises du CAC 40 étudiées va de pair avec celui de la rémunération de leurs dirigeants.**

**L'évolution des modes de rémunération de ces derniers a en effet contribué à progressivement aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires.**

A titre d'illustration, la « part fixe » de rémunération fixe des PDG du CAC 40 ne représentait plus que 21,6% de leur rémunération totale en 2018, alors que celle indexée sur la performance du cours de bourse de leur entreprise atteignait plus de 42,6% du total<sup>57</sup> (contre 24% en 2009 d'après Proxinvest).

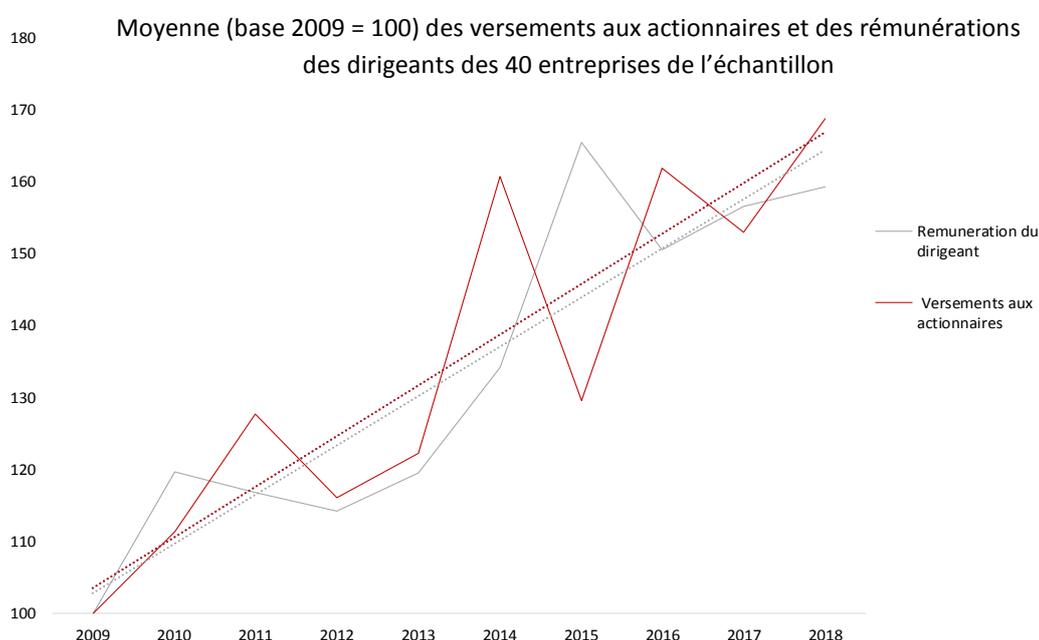


Figure 30 : Moyenne (base 2009 = 100) des versements aux actionnaires et des rémunérations des dirigeants des 40 entreprises de l'échantillon. Source : BASIC

Dans notre échantillon de 40 entreprises du CAC 40, on observe ainsi **une forte corrélation entre la croissance annuelle des versements aux actionnaires et celle des rémunérations des dirigeants** sur toute la période de 2009 à 2018, comme en témoigne la courbe ci-dessus (bien que les PDG soient rémunérés en stock-options censés plutôt refléter la performance boursière à long terme).

Cette évolution a des conséquences sur le pilotage interne des entreprises cotées, les dirigeants étant apparemment de plus en plus amenés à donner de l'importance au maintien d'un ratio « dividende / cours de l'action » suffisant et à le considérer, à tort, comme un indicateur de la bonne santé économique de leur société (de même que la performance de l'indice boursier est souvent jugée abusivement comme le signe d'une bonne santé de l'économie nationale)<sup>58</sup>.

<sup>57</sup> Le Revenu, Palmarès des salaires des dirigeants du CAC 40 attribués en 2018, 2019

<sup>58</sup> Aglietta, M., Rébérioux, A., « Les dérives du capitalisme financier », 2004

M. Aglietta et A. Rébérioux vont plus loin dans leur analyse publiée en 2004<sup>59</sup>. Ils évoquent le basculement d'une « élite managériale » autrefois « enracinée » dans la communauté des salariés (via des règles négociées avec les partenaires sociaux et inscrites dans l'organisation des entreprises) vers une « élite dirigeante de plus en plus étroitement liée aux marchés boursiers », qui s'appuie sur les banques d'affaires, passe d'une entreprise à l'autre et occupe des positions croisées dans les conseils d'administration des entreprises cotées.

**Pour répondre aux attentes du système boursier qui génère une pression à la hausse continue des versements aux actionnaires, les dirigeants des entreprises de notre échantillon semblent avoir avant tout profité de l'effet d'aubaine** lié à la forte baisse des charges financières, puis de la diminution des taux d'imposition, comme analysé dans le chapitre précédent.

Cette diminution des impôts s'explique par la mise en concurrence des états entre eux sur la base de leur degré de compétitivité-coût, lequel est mesuré, en bonne partie, par le degré d'attractivité de leur taux d'imposition.

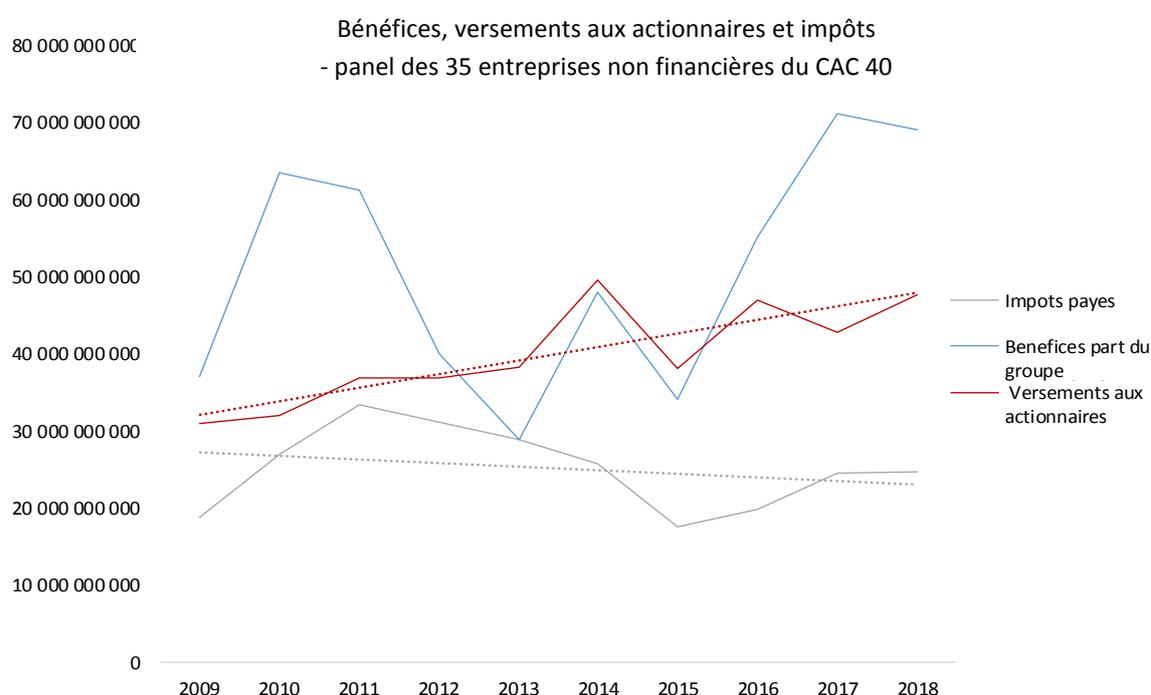


Figure 31 : Bénéfices, versements aux actionnaires et impôts des entreprises non financières de l'échantillon. Source : BASIC

Ainsi, sur notre échantillon d'entreprises non financières, il ressort qu'entre 2011 et 2018 (en euros courants non corrigés de l'inflation) :

- alors **que les impôts (sur les bénéfices) payés aux états ont diminué de 8,7 milliards d'euros** (passant de 33,4 milliards à 24,7 milliards),
- **les versements aux actionnaires ont quant à eux augmenté de près de 11 milliards d'euros** (passant de 36,9 milliards à 47,7 milliards).

En période de fortes contraintes budgétaires pour la plupart des pays du monde, de telles évolutions ne sont pas sans conséquences sur les services publics et les investissements nécessaires pour faire face aux défis écologiques et sociaux.

<sup>59</sup> Ibid.

Au-delà, on peut se demander **jusqu'à quand les entreprises étudiées pourront satisfaire la demande du marché boursier de croissance continue des versements aux actionnaires, et à quel moment cette croissance finira par toucher la part de la valeur ajoutée allouée aux salaires et/ou aux investissements.**

#### **A RETENIR**

**Les versements réalisés par les entreprises étudiées à leurs actionnaires est en croissance continue entre 2009 et 2018. Même si ces versements sont inférieurs au « free cash-flow » qu'elles génèrent, ils fluctuent très peu en comparaison des fortes variations de bénéfices d'une année sur l'autre, et exercent une pression croissante sur le modèle économique et la rentabilité des entreprises cotées.**

**Leur augmentation continue est tout d'abord le reflet de la dynamique de financiarisation des entreprises, et plus particulièrement du pouvoir de décision des actionnaires dont les demandes de rendement doivent être satisfaites sous peine de voir le cours de bourse baisser et les opportunités de financement se réduire.**

**Plus structurellement, la hausse continue de ces versements aux actionnaires découle de l'injonction constante à faire croître les indices boursiers, vus à tort comme l'un des signaux clés de la bonne santé des économies nationales. De fait, le coût du maintien du capital des actionnaires est de plus en plus lourd pour les entreprises du CAC 40 que nous avons étudiées.**

**Cette situation est renforcée par la convergence d'intérêts entre les dirigeants des entreprises étudiées et leurs actionnaires, qui se reflète notamment par la part croissante de la rémunération des PDG versée sous forme d'actions (laquelle représente désormais plus de 42% de ce qu'ils touchent chaque année).**

**Le vis-à-vis avec le paiement des impôts est marquant : alors que ces derniers ont diminué de près de 9 milliards d'euros depuis 2011 pour les entreprises de notre panel, les versements aux actionnaires ont quant à eux augmenté de 11 milliards d'euros sur la même période.**

## 6. La prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux par les entreprises du CAC 40

Au-delà des enjeux de répartition de la valeur au sein des sociétés du CAC 40 de notre panel, **nous avons également investigué dans quelle mesure ces entreprises ont intégré les principaux enjeux actuels auxquels nous sommes confrontés, en particulier la montée des inégalités et le dérèglement climatique.**

### 6.1 Inégalités sociales

**Le Rapport sur les inégalités mondiales** publié par Thomas Piketty et ses collègues en 2018 montre que les inégalités de revenus ont augmenté dans presque toutes les régions du monde ces dernières décennies. Les 1% d'individus recevant les plus hauts revenus au niveau global ont profité deux fois plus de la croissance économique que les 50% d'individus les plus pauvres<sup>60</sup>.

Au-delà des inégalités de patrimoine, **une étude publiée par le FMI** sur les déterminants de la part allouée aux travailleurs dans la valeur ajoutée des différents pays de l'Union Européenne montre que derrière une apparente stabilité se cache un **accroissement des inégalités entre travailleurs en Europe depuis le début des années 2000**<sup>61</sup>.

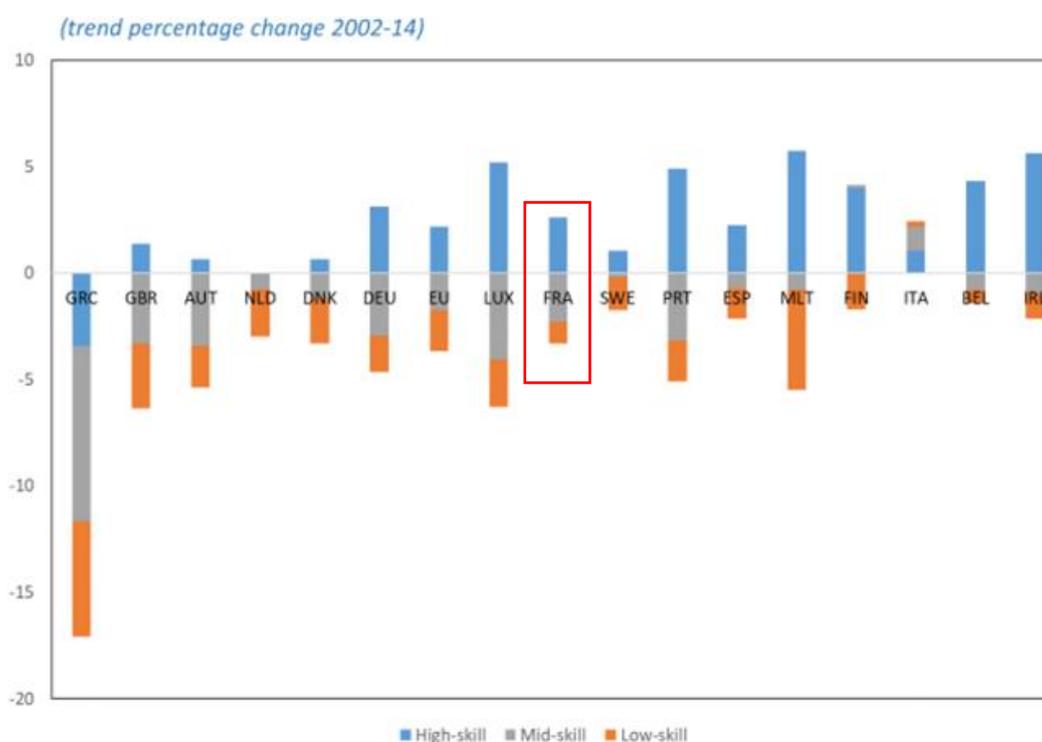


Figure 32 : Evolution par pays de la part allouée au travail dans la valeur ajoutée (en % d'évolution 2002-14). Source : FMI

Ainsi, dans tous les pays européens à l'exception notable de l'Italie, **les employé.e.s qui sont peu ou moyennement qualifiés ont vu leur « part travail » baisser dans la valeur ajoutée nationale, alors que celle des plus qualifiés a fortement augmenté** (du fait de l'évolution de leur nombre et de leur niveau de rémunération).

<sup>60</sup> Piketty, T. et al., Rapport sur les inégalités mondiales, World Inequality Lab, 2018.

<sup>61</sup> FMI, « The Structural Determinants of the Labor Share in Europe ». IMF Working Papers 19, n° 67, 2019

La diminution des uns est donc compensée par l'augmentation des autres, en particulier en France, et ce phénomène est rendu invisible par les statistiques agrégées et moyennées.

**Il n'est hélas pas possible d'investiguer cette question sur notre périmètre d'entreprises du CAC 40** car celles-ci ne publient pas d'informations sur les dépenses de personnel par catégorie d'employé.e.s, et encore moins sur les écarts de salaires (suite à l'adoption de la loi PACTE, seul un « ratio d'équité permettant de connaître l'écart entre la rémunération du dirigeant, le salaire moyen et le salaire médian consolidé au niveau du groupe » devra être publié à partir de 2020).

**En attendant ces données, nous avons calculé l'évolution du salaire moyen dans chacune des entreprises de notre échantillon, et l'avons comparé à la rémunération de leurs dirigeants et à celle du SMIC.**

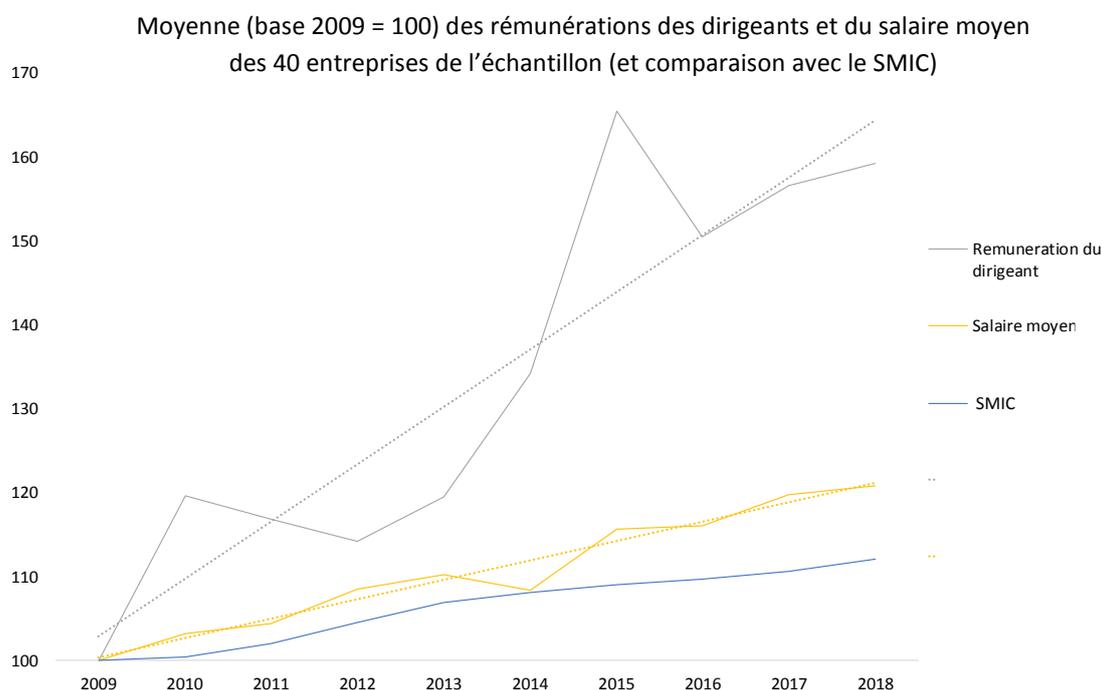


Figure 33 : Moyenne (base 2009 = 100) des rémunérations des dirigeants et salaires moyens des 40 entreprises de l'échantillon, et comparaison avec le SMIC. Source : BASIC

Nos estimations montrent ainsi une importante divergence entre l'évolution **de la rémunération moyenne des dirigeants qui a progressé de plus de 59% entre 2009 et 2018, alors que le salaire moyen dans leurs entreprises n'a augmenté que de 21,8%** (hors inflation) sur la même période<sup>62</sup> (les montants correspondant à l'intéressement et la participation n'ont pas été intégrés au salaire moyen du fait de leur mise en œuvre essentiellement en France et de leur faible impact puisqu'ils représentent moins de 1,5% des dépenses de personnel des entreprises étudiées).

Par comparaison, le SMIC n'a progressé que de 12% (hors inflation) sur la même période, la différence avec le salaire moyen des entreprises pouvant s'expliquer par le fait que les employé.e.s y sont mieux rémunérés que la moyenne (en gardant à l'esprit que moins d'un quart d'entre eux sont basés en France).

<sup>62</sup> A noter que le « creux » observable en 2014 s'explique par 2 phénomènes ponctuels : la cession par Alstom d'une branche de son activité qui a engendré une baisse de 67% de ses effectifs, et le rachat par Unibail d'une entreprise allemande ayant entraîné une baisse notable de son salaire moyen annuel.

Entreprise	2009		2018		2009-2018	
	Remuneration du dirigeant	Remuneration dirigeant/Salaire moyen (D/DO)	Remuneration du dirigeant	Remuneration dirigeant/Salaire moyen (D/DO)	Remuneration du dirigeant	Remuneration dirigeant/Salaire moyen (D/DO)
Carrefour	6 917 043	494,32	7 305 055	413,39	5 032 426	307,14
LVMH	9 031 396	304,10	4 482 439	120,90	7 903 657	242,02
Danone	5 970 620	275,12	4 064 482	150,28	5 174 888	224,71
L Oréal	3 420 000	83,81	9 531 098	194,05	8 367 765	183,76
Schneider Electric	2 912 712	99,76	6 259 898	200,99	5 081 370	172,96
Sanofi	7 129 173	148,96	7 276 022	115,83	8 962 280	162,81
Lafarge	1 944 000	75,38	6 091 887	147,02	5 201 905	145,87
Renault	1 240 809	38,97	5 013 469	177,76	4 654 877	142,68
Essilor	2 142 242	89,20	2 072 125	122,77	2 969 547	127,91
Arcelor	2 594 378	104,04	5 047 792	152,31	3 662 162	113,16
Air Liquide	3 206 000	62,84	5 591 000	92,42	4 624 580	83,94
PSA	1 052 084	31,13	7 639 632	221,69	3 558 712	108,05
Accor	2 680 057	104,53	4 122 802	67,55	3 298 124	104,31
Saint Gobain	3 368 826	113,57	3 514 426	97,96	3 538 119	103,74
Total	4 349 771	94,27	5 802 972	109,18	5 263 360	102,56
Technip	2 862 487	61,19	11 705 444	188,54	4 990 078	88,85
Alstom	2 070 794	40,93	1 775 724	32,54	2 567 811	53,23
Capgemini	1 948 100	45,55	2 248 954	72,14	3 110 272	89,36
Axa	5 125 401	109,71	5 042 394	101,10	4 918 639	96,04
Kering	2 720 450	73,73	3 227 125	60,95	3 753 576	86,92
Engie	3 338 493	93,81	2 058 212	63,68	2 941 419	83,42
Airbus	2 041 250	37,26	5 234 667	73,92	5 039 857	77,79
Vinci	1 626 397	49,12	4 587 922	116,48	2 822 189	76,95
STMicroelectronics	1 801 380	54,38	9 013 021	221,62	2 935 278	76,19
Michelin	743 628	23,51	4 233 459	99,35	2 879 107	75,06
Publicis	4 455 821	91,13	4 122 211	69,23	3 930 737	71,36
Veolia	2 231 790	78,56	2 944 931	89,71	2 071 473	68,63
Société Générale	1 116 577	27,11	3 005 561	60,87	3 011 308	65,85
Vivendi	3 737 387	81,79	3 348 372	54,88	3 389 443	63,97
Nokia	1 895 892	34,22	4 214 737	68,36	3 940 773	63,32
Legrand	962 500	38,35	2 383 782	70,39	1 684 572	62,21
Pernod Ricard	2 195 567	70,64	4 766 477	88,66	3 046 760	61,83
BNP	2 470 530	50,88	3 381 320	55,24	3 135 533	53,47
Solvay	1 515 806	29,87	4 474 831	67,10	2 814 178	53,40
Bouygues	3 472 647	94,56	2 653 522	56,48	2 115 680	50,74
Safran	1 505 958	38,12	2 892 341	68,23	1 793 759	41,06
Unibail Rodamco	1 331 212	20,56	4 199 823	54,85	2 695 657	40,32
Orange	1 587 992	43,74	1 870 762	42,27	1 540 852	39,43
Crédit Agricole	1 507 990	27,41	2 214 767	32,55	1 935 881	31,56
EDF	882 671	19,46	452 868	8,56	750 392	15,85
<b>Moyenne (des ratios)</b>		<b>86,39</b>		<b>107,54</b>		<b>97,81</b>

Figure 34 : Ecarts de salaires entre rémunérations des dirigeants et salaires moyens au sein des 40 entreprises du CAC 40 de l'échantillon. Source : BASIC

**Conséquence de ces évolutions l'écart moyen entre le salaire d'un PDG du CAC 40 et celui de ses employés a augmenté de 25 % entre 2009 et 2018, passant de 86 à 107<sup>63</sup>.**

Sur cette période, les entreprises ayant les écarts les plus importants sont Carrefour, LVMH et Danone. Si pour ces 3 sociétés les écarts ont tendance à être plus faibles en 2018 qu'en 2009, la proportion des entreprises affichant un écart supérieur à 100 a plus que doublé sur la période, passant de 7 sociétés en 2009 à 16 sociétés en 2018.

**En 2018, les patrons des entreprises étudiées ont gagné en moyenne 107 fois le salaire moyen de leur entreprise.** Autrement dit, en 2018, un dirigeant d'une entreprise de notre échantillon avait en moyenne déjà gagné l'équivalent d'un SMIC annuel le 2 janvier ; et le 4 janvier, il avait gagné le salaire annuel moyen d'un employé du panel<sup>64</sup>.

<sup>63</sup> Cet écart est plus faible que celui publié dans le rapport « CAC 40 : des profits sans partage », du fait de l'extension du périmètre à plusieurs entreprises publiques où les écarts sont réglementés : c'est notamment le cas d'EDF où l'écart de salaire moyen est en deçà de 10 depuis 2013.

<sup>64</sup> Le calcul est basé sur la méthodologie du « fatcat day » développée par le High Pay Center (HPC) au Royaume-Uni. La rémunération moyenne annuelle d'un PDG du CAC 40 en 2018 était de 4 495 415 euros. La méthodologie du HPC se base sur une fourchette haute de 320 jours travaillés par an (soit 12h/jour, 3 weekend sur 4). Elle permet d'estimer la rémunération journalière moyenne pour un PDG de

**Au-delà des dirigeants, les entreprises contribuent aussi indirectement à accroître ou diminuer les inégalités par le biais de leur structure actionnariale.**

Dans ce domaine, les seules données disponibles sur le CAC 40 sont publiées chaque année par Euronext (sachant que 40% des propriétaires sont inconnus car tout actionnaire possédant moins de 5% du capital d'une entreprise cotée n'est pas obligé de se faire connaître).

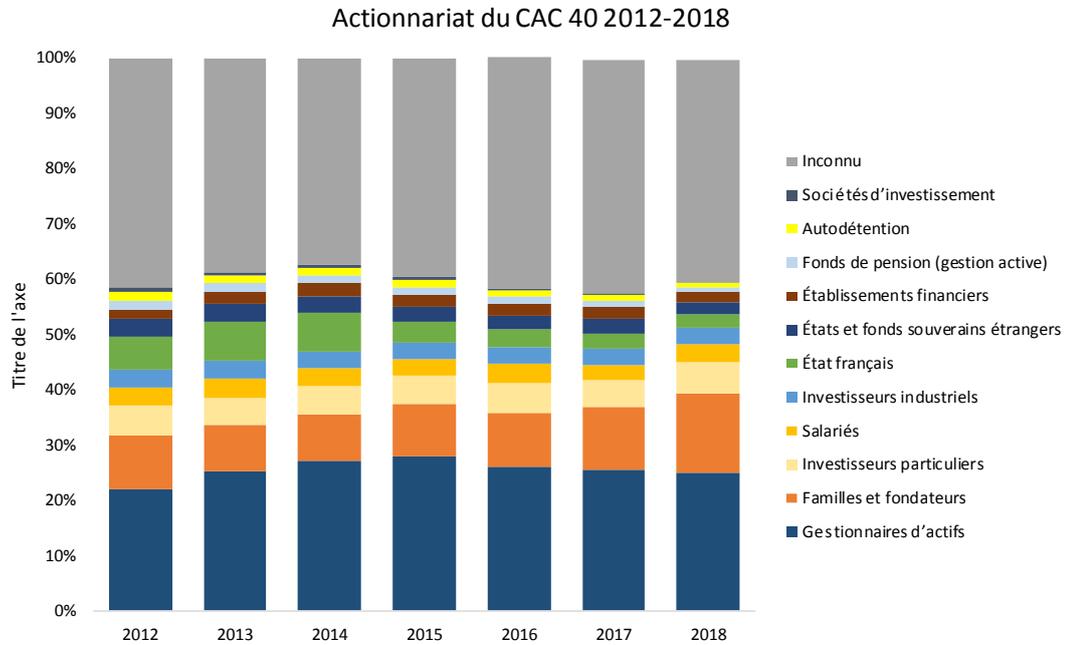


Figure 35 : Actionnariat du CAC 40 de 2012 à 2016. Source : BASIC d'après Euronext

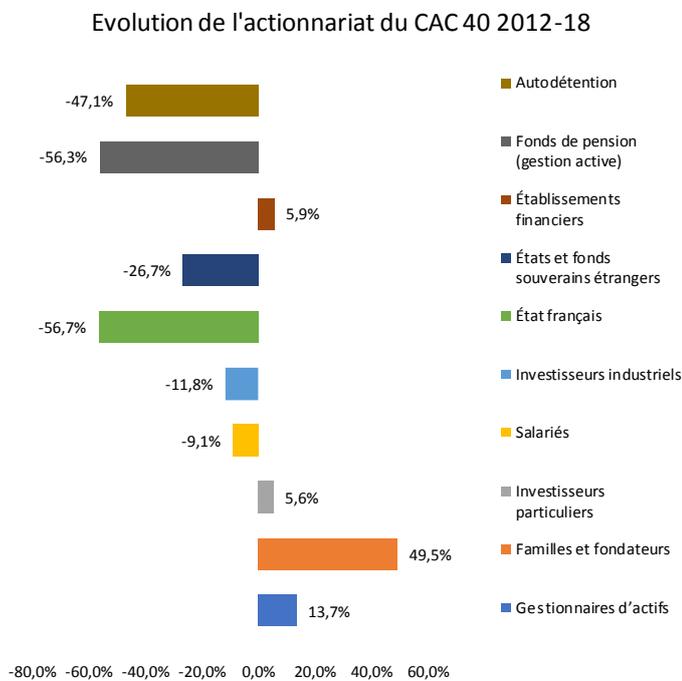


Figure 36 : Evolution de l'actionnariat du CAC 40 de 2012 à 2016. Source : BASIC d'après Euronext

**L'analyse de l'actionnariat du CAC 40 au cours des dernières années révèle :**

notre panel d'entreprises à 14 072 euros en 2018, à comparer avec le salaire annuel moyen non pondéré au sein de notre échantillon d'entreprises (46 796€) et le SMIC annuel (17 782€), tous deux estimés la même année.

- La part croissante des grandes familles, gestionnaires d'actifs et établissements financiers par rapport aux autres grands investisseurs traditionnels (états, fonds d'investissements...),
- le net recul des Etats (français et étrangers), des fonds de pension et des salariés.

**Les grandes familles de fondateurs possèdent désormais près d'un septième du CAC 40** (en capitalisation boursière). La famille Arnault – première actionnaire du CAC 40 – et les familles Bettencourt, Hermès et Pinault détiennent à elles seules plus de 10 % du CAC 40, soit 4 fois plus que ce que détient l'Etat Français. Et la part du CAC détenue par les grandes familles a augmenté de plus de 15 % depuis 2012.

**En vis-à-vis, la part des Etats (français et étrangers) a presque été divisée par deux depuis 2012 et les investisseurs individuels et employé.e.s détiennent toujours moins de 10 % du CAC 40** (leur part au sein de l'indice ayant stagné entre 2012 et 2018).

<b>Top 10 actionnaires CAC 40 en 2018</b>	
Groupe de la famille Arnault	4,30%
Famille Bettencourt Meyers	2,60%
État français	2,60%
Vanguard	2,30%
Blackrock	2,30%
Famille Hermès	2,20%
État norvégien	1,60%
Groupe Artémis (Financière Pinault)	1,50%
Amundi	1,40%
Capital Group	1,10%
<b>Total du top 10</b>	<b>21,90%</b>

Figure 37 : Top 10 des actionnaires du CAC 40 en 2018. Source : BASIC d'après Euronext

Ainsi, **la hausse continue des montants totaux versés aux actionnaires analysée précédemment se concentre majoritairement sur une poignée d'acteurs, les petits porteurs restant largement minoritaires.**

**Cette concentration des revenus du capital est le reflet d'une situation plus générale dans la société française.** Ainsi, d'après la Banque de France, plus de 40% du patrimoine en actions des français était détenu en 2018 par des actionnaires possédant un portefeuille supérieur à 450 000€ (+ 54% en dix ans). La part des petits actionnaires français détenant un portefeuille d'action inférieur à 7 000€ a en revanche fortement baissé à 7% (-16 % en dix ans).

**Autre enjeu sur lequel les entreprises étudiées ont une responsabilité et un levier d'influence : les revenus touchés par les employé.e.s de leurs fournisseurs et par les producteurs indépendants situés en amont dans leurs chaînes d'approvisionnement.**

Ces acteurs sont encore aujourd'hui **trop souvent rémunérés en deçà de ce qui peut être considéré comme un salaire décent**<sup>65</sup> dans de nombreux secteurs, en particulier dans les filières alimentaires.

<sup>65</sup> Cf. R. Anker, Living wages around the world, Edward Elgar Publishing, 2017 ; Le salaire décent est celui qui permet à une famille-type de travailleur.euse de couvrir :

A titre d'illustration, lorsqu'un consommateur français achète un kilo de crevette du Vietnam dans un supermarché comme Carrefour, il paie en moyenne 15,7€ le kilo, sur lesquels le producteur de crevette touche à peine 3%, ce qui lui permet de tirer un revenu inférieur de 20% à ce qui peut être considéré comme un salaire décent dans son pays<sup>66</sup>. En 2018, si Carrefour avait dédié l'équivalent de 1% des dividendes versés à ses actionnaires à la juste rémunération des producteurs de crevettes, l'entreprise aurait pu assurer un salaire décent à plus de 8 700 producteurs et productrices.

Les problématiques de salaire décent ne se posent pas uniquement à l'autre bout du monde. En 2018, il manquait en moyenne 470€ par mois pour permettre aux producteurs de viande bovine français de gagner un SMIC, et 1330€ pour atteindre un salaire décent<sup>67</sup>. Si Carrefour, premier revendeur de viande bovine, avait dédié 5% des dividendes versés à ses actionnaires dans un programme de juste rémunération des éleveurs bovins français, cela aurait permis d'assurer un salaire décent à 970 éleveurs.

## 6.2 Inégalités Hommes-Femmes

**Les femmes sont surreprésentées dans les métiers les plus précaires et les moins bien rémunérés au niveau mondial<sup>68</sup>.** En France, elles occupent 78% des emplois à temps partiel et 70% des contrats à durée déterminée (CDD) et des intérim<sup>69</sup>.

**A ce plafond de verre, s'ajoute les inégalités salariales.** A titre d'exemple, en France, les hommes sont 22% mieux rémunérés en moyenne que les femmes d'après l'INSEE, même si l'écart avec ces dernières tend à se réduire. En bas de l'échelle, les 10% des femmes les moins bien rémunérées ont un salaire maximum inférieur de 7% à celui des hommes, alors qu'en haut de la pyramide des revenus, les 1% des femmes les mieux rémunérées gagnent un salaire inférieur de 34% aux 1% des hommes aux plus hauts salaires<sup>70</sup>.

Concernant notre échantillon d'entreprises du CAC 40, les données détaillées portant sur les écarts de salaires à poste égal, de répartition des augmentations et des promotions, et la part des femmes parmi les hauts salaires ne sont pas rendus publics.

**Seul un score d'égalité professionnelle allant de 1 à 100** et basé sur ces indicateurs est censé être publié par les entreprises de plus de 1000 salariés depuis la loi Schiappa de 2018.

**Par ailleurs, nous avons également répertorié le pourcentage de femmes dans les instances de direction ainsi qu'au poste de dirigeant des entreprises étudiées.**

---

-le coût minimum d'un régime alimentaire nutritif qui répond aux normes de l'OMS prenant en compte le contexte régional et culturel,  
-le coût minimum d'un logement décent,

-les coûts des autres besoins essentiels du foyer : éducation des enfants, santé, habillement, transports, et une part de revenu discrétionnaire qui permet de constituer une épargne minimum pour faire face aux imprévus.

<sup>66</sup> BASIC, Distribution of Value and Power in Food Value Chains, 2018

<sup>67</sup> Sur la base des données françaises du Réseau d'Information Comptable agricole (RICA France)

<sup>68</sup> [https://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/gvc\\_dev\\_report\\_2019\\_e\\_ch3.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/gvc_dev_report_2019_e_ch3.pdf) consulté le 10/03/20

<sup>69</sup> <https://www.oxfamfrance.org/wp-content/uploads/2020/01/Rapport-Inegalites-Oxfam-2020-Zoom-France.pdf> consulté le 10/03/20

<sup>70</sup> [https://www.inegalites.fr/Les-inegalites-de-salaires-entre-les-femmes-et-les-hommes-etat-des-lieux?id\\_theme=15](https://www.inegalites.fr/Les-inegalites-de-salaires-entre-les-femmes-et-les-hommes-etat-des-lieux?id_theme=15) consulté le 10/03/20

Entreprises	Sexe PDG (F/H)	Pourcentage de femmes dans les instances dirigeantes	Score index égalité professionnelle 2018	Score index égalité professionnelle 2019
Arcelor	H	0,0%	73	82
Bouygues	H	0,0%	81	83
STMicroelectronics	H	0,0%	87	88
Vinci	H	0,0%	75	83
Vivendi	H	0,0%	Pas de données publiées	84
Safran	H	5,6%	73	90
Veolia	H	8,3%	82	88
Lafarge	H	12,0%	63	79
Crédit Agricole	H	12,5%	84	88
Unibail	H	12,5%	78	92
Accor	H	15,0%	86	89
BNP	H	15,0%	87	87
Axa	H	15,4%	92	93
EDF	H	15,4%	Pas de données publiées	95
PSA	H	15,8%	85	89
Essilor	H	16,6%	94	94
Airbus	H	16,7%	88	87
LVMH	H	16,7%	90	91
Renault	F (interim)	18,2%	74	88
Michelin	H	20,0%	94	93
Pernod Ricard	H	20,0%	80	81
Sanofi	H	20,0%	92	87
Solvay	F	20,0%	89	89
Saint Gobain	H	21,4%	Pas de données publiées	Pas de données publiées
Alstom	H	21,5%	84	94
Schneider Electric	H	25,0%	94	94
Société Générale	H	25,0%	85	86
Total	H	25,0%	85	90
Carrefour	H	26,7%	82	85
Capgemini	H	26,9%	94	94
Nokia	H	29,4%	89	89
L'Oreal	H	30,0%	90	95
Kering	H	33,3%	89	95
Legrand	H	33,3%	85	91
Orange	H	33,3%	94	99
Air Liquide	H	35,7%	76	91
Engie	F (interim)	35,7%	74	88
Technip	H	36,3%	87	86
Publicis	H	37,5%	Pas de données publiées	Pas de données publiées
Danone	H	42,9%	89	89
<b>Moyenne</b>	<b>/</b>	<b>19,9%</b>	<b>85</b>	<b>89</b>

Donnée publique

Moyenne reconstituée à partir de données partielles

Pas de publication

Figure 38 : Part des femmes au poste de dirigeant et dans les instances de direction, ainsi que score d'index d'égalité des 40 entreprises du CAC 40 de l'échantillon. Source : BASIC

**En 2018, une seule femme était à la tête d'une entreprise d'une entreprise du CAC 40** - Ilham Kadri, PDG de l'entreprise belge Solvay - et une autre, évincée depuis, occupait un poste de directrice générale - Isabelle Kocher pour Engie, sous l'autorité du président de Conseil d'administration Jean-Pierre Clamadiou. A titre de comparaison, la part des femmes dirigeant une entreprise cotée est de 6% au Royaume-Uni et 8% aux Etats-Unis.

**Cette sous-représentation des femmes se retrouve** aux autres niveaux de direction : selon une enquête du Point la part des femmes dans les instances de direction des entreprises du SBF120 est

de 18,4%<sup>71</sup>, alors qu'elles représentent 32% des cadres et 48% des effectif<sup>72</sup>. Derrière cette moyenne, 5 entreprises n'avaient aucune femme dans leurs instances de direction (Arcelor, Bouygues, STMicroelectronics, Vinci et Vivendi) alors qu'en vis-à-vis, Danone est à l'avant-garde de notre échantillon, avec un taux de féminisation des instances dirigeant supérieur à 40%. Dans ce contexte, **les conseils d'administration font figure d'exception** : la part des femmes en leur sein atteint aujourd'hui 43,6%, suite à la mise en place d'une obligation légale par l'Etat en 2011<sup>73</sup>.

### 6.3 Enjeux environnementaux

Comme le reconnaissent en juillet 2018 les entreprises engagées dans l'initiative Act4Nature, dont une bonne partie appartiennent au CAC 40<sup>74</sup> : « **60 % des écosystèmes sont aujourd'hui dégradés. Et l'activité économique joue un rôle dans les cinq mécanismes de perte de biodiversité : artificialisation, pollution, surexploitation des ressources naturelles, espèces invasives et changement climatique** »<sup>75</sup>.

**L'un des leviers clés à disposition des entreprises pour répondre à ces défis est celui de l'investissement**, avec pour finalité de développer un modèle économique qui leur permette de réduire leurs impacts sur l'environnement.

Pour mettre en contexte cette problématique, il faut tout d'abord rappeler que **les investissements de notre échantillon d'entreprises du CAC 40 a augmenté de 20 % entre 2009 et 2018**, un rythme similaire à la croissance de leur valeur ajoutée. **La part des amortissements et dépréciations dans la valeur ajoutée est ainsi restée stable sur la période analysée.**

Pour analyser plus en détail ces niveaux d'investissement, nous avons calculé le « free cash-flow » cumulé des entreprises non financières de notre panel, c'est-à-dire le flux de trésorerie disponible après investissement pour le renouvellement de l'outil de production nécessaire à leur activité (les sociétés financières ayant un profil trop spécifique qui aurait biaisé les résultats).

---

<sup>71</sup> A partir d'une enquête réalisée par le Point. Les instances de direction correspondent généralement au Comités exécutifs des entreprises. Voir Le Point (2019) Exclusif, le palmarès qui fait encore très mâle, [https://www.lepoint.fr/economie/exclusif-le-palmares-qui-fait-encore-tres-male-11-12-2019-2352673\\_28.php](https://www.lepoint.fr/economie/exclusif-le-palmares-qui-fait-encore-tres-male-11-12-2019-2352673_28.php). Consulté le 10 juin 2020

<sup>72</sup> <https://www.skema-bs.fr/Documents/faculte-recherche/observatoire-skema-de-la-f%C3%A9minisation-des-entreprises-2019.pdf> consulté le 10/03/20

<sup>73</sup> <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-france-championne-du-monde-de-la-feminisation-des-conseils-dadministration-996466> consulté le 10/03/20

<sup>74</sup> <http://www.act4nature.com/entreprises-engagees/> consulté le 16 mars 2020.

<sup>75</sup> <https://www.novethic.fr/actualite/environnement/biodiversite/isr-rse/la-biodiversite-mobilise-enfin-les-grandes-entreprises-146063.html> consulté le 16 mars 2020.

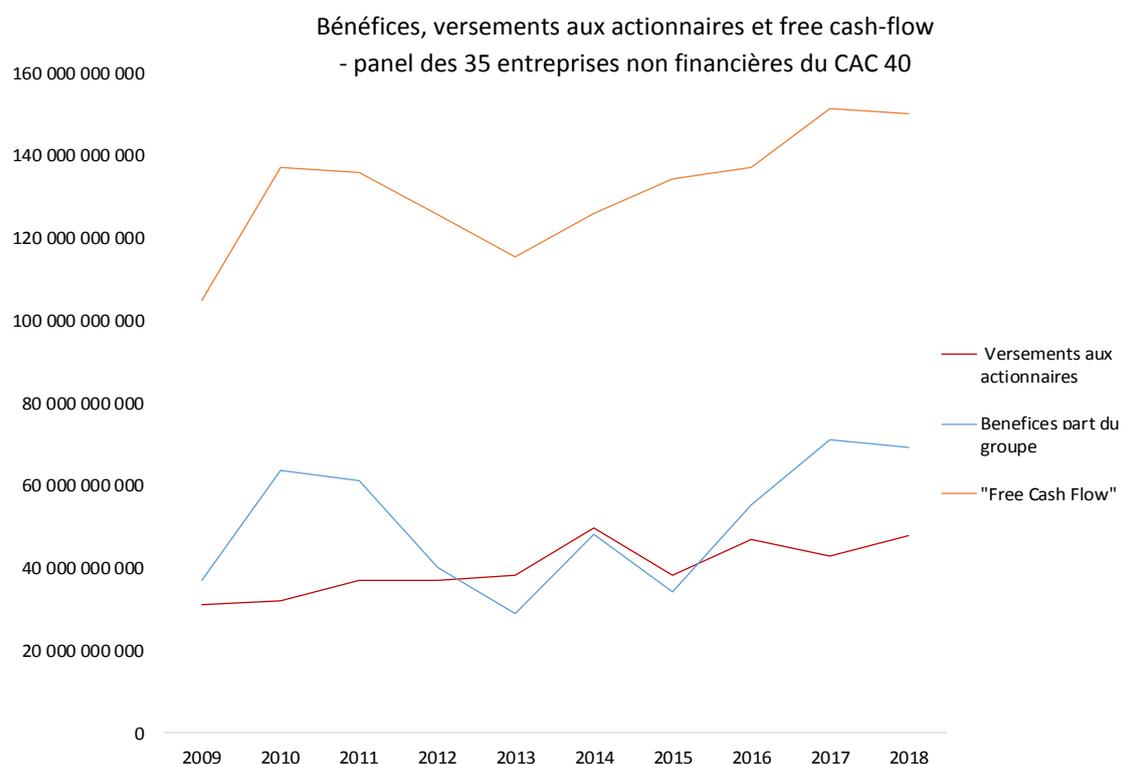


Figure 39 : Bénéfices, versements aux actionnaires et free cash-flow des entreprises non financières étudiées. Source : BASIC

Les estimations obtenues (illustrées ci-dessus) montrent une augmentation du free cash-flow et donc de leur capacité d'investissement sur la période (malgré la forte croissance des versements aux actionnaires). Pour autant, **dans quelle mesure cette capacité d'investissement a-t-elle été allouée à la prise en compte des enjeux environnementaux de long terme ?**

**Pour étudier cette question, nous avons choisi de nous concentrer sur l'enjeu du dérèglement climatique.**

Mis à part des exemples ponctuels publiés par certaines entreprises de notre échantillon, **nous ne disposons que très rarement de données chiffrées, et encore moins consolidées, sur les investissements qu'elles réalisent et qui contribuent positivement à la transition écologique.**

Le Climate Disclosure Project publie des éléments concernant 3 entreprises de notre échantillon du CAC 40 : Arcelor, Engie et Total.

	Investissement bas carbone selon le CDP (en Mns €) <sup>76</sup>	Investissements bruts en 2018 (en Mns €) <sup>77</sup>	Part des investissements bas-carbone dans le total investi en 2018	Besoin annuel minimum d'investissement bas-carbone supplémentaire en 2018 selon CDP (en Mns €)	Equivalent du montant de dividendes 2018
Arcelor	246	2 800	8,8%	454	100%
Engie	182	6 202	2,9%	1368	81%
Total	271	14 475	1,9%	3348	33%

<sup>76</sup> [https://6fefcbb86e61af1b2fc4-c70d8ead6ced550b4d987d7c03fcd1d.ssl.cf3.rackcdn.com/cms/reports/documents/000/004/958/original/Doubling\\_down\\_Europe's\\_low\\_carbon\\_investment\\_opportunity.pdf?1583251150](https://6fefcbb86e61af1b2fc4-c70d8ead6ced550b4d987d7c03fcd1d.ssl.cf3.rackcdn.com/cms/reports/documents/000/004/958/original/Doubling_down_Europe's_low_carbon_investment_opportunity.pdf?1583251150)

<sup>77</sup> Comprend les investissements dans des actifs corporels et incorporels publiés par ces 3 entreprises dans leurs rapport annuel 2018 : pour Arcelor p.101 (taux de change annuel standard), pour Engie p.248, et pour Total p.257 (taux de change communiqué par l'entreprise).

**Nous avons comparé les investissements « bas carbone » de ces 3 entreprises en 2018 au besoin annuel minimum d'investissement qui serait nécessaire d'après le CDP et au montant des versements aux actionnaires en 2018** (cf. tableau ci-dessus).

Plus globalement sur notre échantillon de 40 entreprises du CAC 40, nous avons estimé la capacité d'investissement supplémentaire qui aurait pu être libérée si les versements à leurs actionnaires avaient été limités à 80 % de leurs bénéfices depuis 2009 – un critère de bonne gestion demandé par le cabinet de conseil Proxinvest – pour être affectés à un fond d'entreprise dédié à la transition écologique. Ce faisant, les entreprises de notre panel auraient pu dégager en moyenne près de 7,5 milliards d'euros par an depuis 2009, soit un total de 75 milliards d'euros. Ce montant représente 31% des besoins minimum en investissement dans la transition selon la méthodologie du CDP<sup>78</sup>.

Un plafonnement plus ambitieux des dividendes situé par exemple à 50%, voire à 30%, des bénéfices aurait permis d'économiser en moyenne respectivement 14,4 milliards d'euros et 27,4 milliards d'euros par an depuis 2009, soit 60% et 98% des besoins minimum en investissement dans la transition écologique d'après le CDP<sup>79</sup>.

**Au-delà de ces exemples ponctuels**, le cabinet d'étude I4CE estime le **besoin en investissement climat en France à 30 milliards d'euros minimum par an entre 2016 et 2028**. En comparaison, les investissements des entreprises défavorables au climat étaient, selon I4CE, de l'ordre de 33 à 37 milliards d'euros par an entre 2016 et 2018, principalement dans le secteur des transports.

**Il est par ailleurs également nécessaire de renforcer le « fléchage » de ces investissements pour voir si la part des investissements contribuant à la transition écologique est en croissance, et si la part des investissements néfastes diminue. Une telle transparence apparaît comme indispensable**, non seulement pour voir si les efforts financiers des entreprises sont à la hauteur des enjeux, mais aussi pour mettre ces efforts en vis-à-vis des versements effectués aux actionnaires.

Dans ce domaine, la « taxonomie verte européenne » en cours d'élaboration par la Commission devrait offrir un cadre global de reporting pour y parvenir, même si le lobbying est intense de la part de certaines entreprises pour en diminuer la portée<sup>80</sup>.

Une autre initiative intéressante pour intégrer les enjeux environnementaux dans les objectifs de performance boursière est celle de Danone qui, à l'occasion de la publication de ses résultats 2019, a communiqué un indicateur de « **bénéfice net par action ajusté du coût des émissions de carbone causées par les activités de l'entreprise** », afin de rendre visible le coût de l'empreinte carbone dans la performance financière. Reste à voir si les investisseurs s'en empareront plus largement.

---

<sup>78</sup> Les moyens dégagés par le plafonnement du dividende sont calculés pour les 40 entreprises de l'indice. Les besoins en investissement sont calculés en excluant les entreprises financières, soit un montant annuel moyen dégagé de près de 7 milliards d'euros correspondant à 31% des besoins minimum en investissement dans la transition selon CDP.

<sup>79</sup> Les moyens dégagés par le plafonnement du dividende sont calculés pour les 40 entreprises de l'indice. Les besoins en investissement sont calculés en excluant les entreprises financières, soit un montant annuel moyen dégagé de près de 13,9 milliards d'euros pour un plafonnement à 50% et de 22,2 milliards d'euros pour un plafonnement à 30%, correspondant respectivement à 61% et 98% des besoins minimum en investissement dans la transition selon CDP.

<sup>80</sup> <https://www.novethic.fr/actualite/finance-durable/isr-rse/la-taxonomie-verte-europeenne-devient-un-champ-de-bataille-politique-147971.html> consulté le 16 mars 2020.

## **A RETENIR**

Engagées à prendre en compte les impacts sociaux et environnementaux de leurs activités, les entreprises étudiées manquent encore de transparence en 2018 sur plusieurs défis d'actualité et ont encore du chemin à faire les concernant.

Sur la question des inégalités salariales, l'analyse du FMI montre des écarts croissants en Europe entre la part de valeur ajoutée allouée d'un côté aux employé.e.s très qualifiés, et de l'autre à ceux qui sont peu ou moyennement qualifiés.

Dans ce contexte, les entreprises étudiées ne publient toujours pas de données sur les salaires moyens par décile qui permettraient d'analyser leur politique en matière de lutte contre les inégalités. Les seules données disponibles concernent les rémunérations de leurs dirigeants qui ont progressé en moyenne de 59% depuis 2009 alors que le salaire moyen au sein de notre panel d'entreprises du CAC 40 n'a progressé que de 20%. En 2018, les dirigeants gagnaient 109 fois le salaire moyen de leurs employé.e.s (contre 86 fois en 2009).

Les résultats sont similaires concernant la structure de l'actionnariat des entreprises étudiées. Ainsi, les montant totaux qu'elles leur versent chaque année bénéficient majoritairement à une poignée de grands actionnaires, les investisseurs individuels devenant de plus en plus minoritaires (ceux qui restent détenant des portefeuilles de plus en plus importants, les petits porteurs devenant de plus en plus rares).

Du côté des fournisseurs le long des chaînes d'approvisionnement, les rares données disponibles sur certaines filières alimentaires montrent que le paiement de salaires et revenus reste un enjeu crucial, et que des marges de manœuvre pourraient exister à condition de mettre en balance les versements effectués aux actionnaires.

Quant aux inégalités hommes-femmes, on observe une très faible part de représentation des femmes parmi les dirigeants et les instances dirigeantes des entreprises étudiées, bien que les scores d'égalité professionnelle publiés par les entreprises étudiées apparaissent presque toujours supérieurs à 80 sur 100.

Enfin, pour répondre au défi de la transition écologique, il s'agit pour les entreprises étudiées non seulement d'investir plus fortement pour développer un modèle économique permettant de réduire leurs impacts sur l'environnement, mais aussi de réduire leurs investissements qui vont dans le sens contraire. Pour ce faire, la transparence sur les sommes investies et leur destination est un premier pas indispensable, afin de voir si leurs efforts sont à la hauteur des enjeux.

## 7. Conclusion : concrétiser un changement de paradigme de la gouvernance des entreprises du CAC 40 pour faire face aux défis socio-environnementaux

Nos différents résultats montrent que **les sociétés du CAC 40 que nous avons étudiées sont encore et toujours basées sur un modèle qui priorise l'intérêt des actionnaires sur celui des autres parties prenantes de l'entreprise, leur allouant des moyens qui manquent aujourd'hui pour répondre aux enjeux sociaux et environnementaux actuellement posés**, éloigné du modèle d'entreprise promu par la loi PACTE adoptée par le gouvernement français en 2019.

**Les versements aux actionnaires réalisés par les entreprises étudiées ont ainsi été en augmentation quasi-continue entre 2009 et 2018, mettant sous pression leur modèle économique.**

Pour satisfaire les demandes des actionnaires, les entreprises ont d'abord profité de l'aubaine de la baisse des taux bancaires, puis de celle de la diminution des taux d'imposition par un nombre croissant d'états.

Quant aux fournisseurs, ils sont potentiellement une variable d'ajustement des entreprises étudiées pour atteindre leurs objectifs de bénéfices, et donc la performance financière attendue par les marchés.

**Cette évolution n'est pas uniquement conjoncturelle, mais ancrée dans le fonctionnement même du système boursier** dont les exigences s'imposent aux entreprises cotées, les objectifs de croissance continue des indices comme le CAC 40 générant mécaniquement un coût du maintien du capital des actionnaires de plus en plus lourd pour les entreprises à mesure que leur cours de bourse augmente.

Combiné avec une convergence croissante entre les intérêts de leurs dirigeants et de leurs actionnaires du fait des modes de rémunération des premiers, notre analyse montre que **les 40 sociétés du CAC 40 étudiées n'ont pas changé de modèle d'entreprise depuis la crise de 2008, les intérêts de leurs actionnaires continuant à prévaloir sur ceux de leurs autres parties prenantes.**

**Pourtant, nous faisons face à des défis sociaux et environnementaux croissants qui sont amplifiés par notre modèle économique** : dérèglement climatique, disparition de la biodiversité, pollutions, montée des inégalités, atteintes aux droits de l'homme... **Une condition pour y répondre, au-delà des politiques publiques qu'il est indispensable d'adopter, est de concrétiser un changement de paradigme de la gouvernance d'entreprise dans la lignée de la loi PACTE adoptée en 2019.**

**Dans le contexte actuel de sortie de crise, il s'agit de rendre opérationnel un modèle d'entreprise :**

- plus participative,
- qui rende compte de ses impacts sur la société,
- qui partage plus équitablement la valeur créée sur sa sphère d'influence afin d'assurer un revenu décent à tous,
- qui ne porte pas atteinte aux droits de l'homme
- et qui investisse dans la transition écologique à la hauteur des enjeux.

**Les entreprises du CAC 40, dans le rôle de premiers de cordée de l'économie française qui leur est souvent attribué, sauront-elles aujourd'hui montrer l'exemple ?**