

Assemblée Générale des Actionnaires : les recommandations de vote de la CFE-CG

Voici nos recommandations de vote concernant les résolutions ordinaires proposées aux actionnaires.

R1 : Pour	R5 : Contre	R9 : Contre	R13 : Pour
R2 : Contre	R6 : Pour	R10 : Abstention	R14 : Pour
R3 : Pour	R7 : Pour	R11 : Contre	R15 : Pour
R4 : Pour	R8 : Pour	R12 : Pour	R16 : Pour

Focus sur certaines résolutions en gras :

Résolution 2 : Fixation du dividende: Contre

Le dividende est stable par rapport à l'an dernier. Mais le résultat net ayant diminué, cela se traduit par une augmentation du taux de distribution aux actionnaires qui passe de 52% à 57%. Ce taux de distribution est de 9 points supérieur aux pratiques des Groupes du CAC40 (source: lettre Vernimmen n°233). Cet écart supérieur d'une dizaine de points avait déjà été constaté l'an dernier.

Par ailleurs, c'est bien le taux de retour aux actionnaires (shareholder return) dans sa globalité qu'il faut considérer, à savoir dividendes (dividend) + rachats d'actions (sharebuy back) => voir aussi résolution 5. D'ailleurs, le Groupe communique bien sur un « shareholder return sustained at attractive level » (sic).

D'après les estimations du cabinet Secafi, ce taux de retour aux actionnaires atteindra 102% du résultat net 2025, soit 30 points de plus que la moyenne déjà très élevée des Groupes du CAC40.

Que les actionnaires soient rémunérés est une chose, que la Direction leur octroie l'intégralité du résultat net en est une autre !.

La CFE-CGC ne peut pas soutenir un tel détournement des résultats, a fortiori quand les collaborateurs et cadres français sont condamnés à un gel de leur rémunération fixe, après des NAO l'an passé déjà clivantes. Il faut une symétrie des attentions entre salariés et actionnaires et à l'évidence, cette année, on n'y est pas.

Résolution 5 : Rachat d'actions: Contre

Les rachats d'action sont favorables aux salariés lorsqu'il s'agit d'alimenter les plans d'actionnariat salarié (Bib'Action), voire d'attribuer des actions de reconnaissance à des salariés méritants sous la forme d'actions gratuites ou de stocks-options.

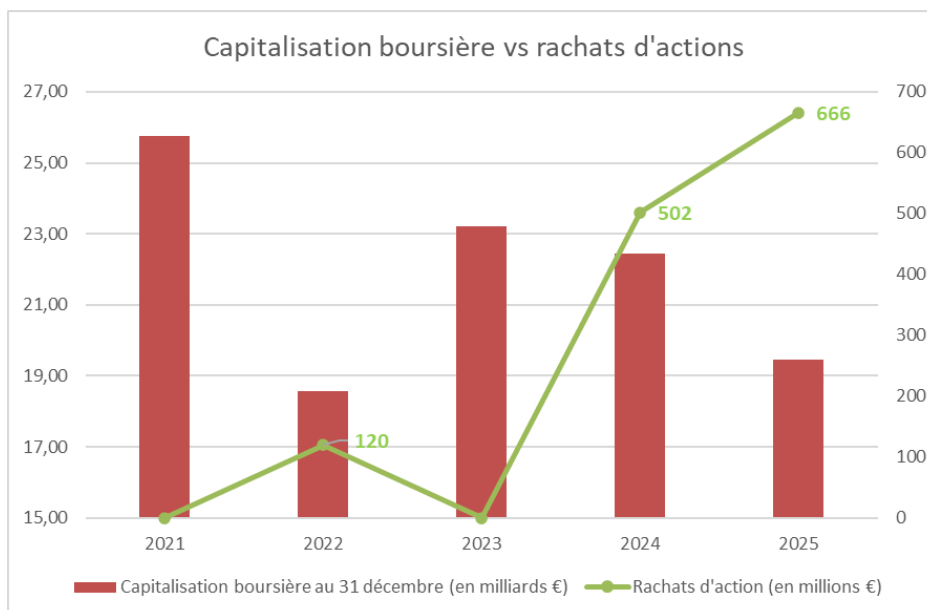
Toutefois, la convention passée avec les prestataires pour les rachats pour 2026 (jusqu'à 750 M€) précise que l'ensemble des actions rachetées seront détruites, donc a priori non susceptibles de bénéficier aux salariés.

A l'opposé, lorsque ces rachats servent uniquement à soutenir le cours de bourse au seul bénéfice des actionnaires, leur utilité sociale et environnementale est quasi-nulle. C'est du cash brûlé, comme de l'eau déversée sur du sable, alors que ce cash pourrait servir à des investissements vers la transition écologique, de la croissance externe ou mieux associer les salariés aux résultats.

Les sociétés du CAC40 arguent que c'est un moyen pour elles de fidéliser leurs actionnaires et qu'elles doivent suivre le mouvement, au risque de perdre des actionnaires, donc des sources de financement. Et qu'en soutenant le cours de bourse, elles rendent plus difficile un éventuel rachat par un concurrent ou un fonds prédateur.

Malheureusement, l'expérience montre que ce soutien de cours n'est pas mécanique ou à tout le moins ne suffit pas.

Ainsi, sur les 5 dernières années, à chaque fois que le Groupe a procédé à des rachats d'actions (2022, 2024, 2025), sa capitalisation boursière en fin d'année a été inférieure à ce qu'elle était l'année précédente :





A fin 2025, la capitalisation boursière du Groupe (19,47 milliards €) était inférieure à ce qu'elle était à fin 2024 (22,44 milliards €), malgré 666 M€ de rachats d'actions en 2025. Même constat à fin 2024 par rapport à fin 2023 et fin 2022 par rapport à fin 2021.

A contrario, en 2021 et 2023, années sans rachat d'actions, la capitalisation boursière du Groupe était nettement supérieure aux années où il y a eu des rachats d'actions. Cherchez l'erreur...

Un dernier élément à prendre en compte est la taxation de ces rachats d'action. Sur le plan de rachats d'actions annoncé de 2 Milliards d'€ sur la période 2026-2028, si ces actions sont intégralement détruites, le Groupe devra s'acquitter de 160 Millions d'€ de taxes, soit l'équivalent de 3 ans d'intéressement en France. N'y a-t-il pas un meilleur usage à faire de cet argent ? Pour la CFE-CGC, les sommes consacrées aux rachats d'actions sont déraisonnables, voire improductives. Nous appelons donc à voter contre.

Rémunération des gérants: Résolution 9 : Contre / Résolution 10: Abstention

La question de la rémunération des dirigeants n'est pas simple.

La constitution de sa rémunération est déjà complexe entre éléments fixes, éléments variables annuels, pluri-annuels sous forme d'actions de performance, avantages en nature... En outre, il faut distinguer ce qui a été effectivement perçu au titre des résultats passés et ce qui sera à percevoir au titre des résultats actuels, certains éléments étant des valorisations susceptibles de varier dans le temps (ex : actions). Nos gérants n'échappent pas à la règle et il faut vraiment bien s'accrocher pour appréhender tous les éléments de leur rémunération.

Il y a plusieurs prismes pour aborder la question: d'abord regarder par rapport au "marché" des dirigeants. Avec une rémunération valorisée au titre des résultats 2025 à 3,2 millions d'euros, Florent Menegaux se situe dans la fourchette basse des dirigeants du CAC40. C'est un élément souvent mis en avant par les comités de rémunération et le discours ambiant des cercles dirigeants : "bah, il n'est pas cher payé par rapport à ses collègues et ses responsabilités".

Ensuite, on peut prendre en compte la modération qui est déjà appliquée. Ainsi Florent Menegaux rappelle à juste titre que sa variable est plafonnée à 150% du fixe et ses actions de performance à 130% du fixe.



Ce sont des arguments factuels et tout à fait recevables. Pour autant, sont-ils totalement satisfaisants ?

Ce qui nous paraît plus pertinent comme approche est de regarder le rapport entre la rémunération du dirigeant et la moyenne des salariés. Et regarder comment ce rapport évolue.

Là encore, les appréciations peuvent fortement varier selon les sensibilités: ainsi le cabinet Proxinvest, qui scanne les rémunérations des dirigeants, recommande que la rémunération du dirigeant ne dépasse pas 100 fois la rémunération moyenne des salariés quand pour l'ONG Oxfam, cet écart devrait être plafonné à 20, soit 5 fois moins... Alors où mettre le curseur ?

Pour la CFE-CGC, il nous a semblé raisonnable d'associer nos votes à un seuil pivot de 40 fois le salaire moyen.

D'ailleurs, ce seuil pivot de 40 fois le salaire moyen était le seuil que s'était fixé Henry Ford, le célèbre inventeur de la Ford T, dans les années 1930. Pour le coup, la CFE-CGC n'invente rien et cette question de la « juste » rémunération ne date pas d'aujourd'hui.

En outre, il faut regarder la tendance pour les salariés. Or, cette année, la tendance a été claire : gel salarial pour les collaborateurs et cadres français sous couvert de « compétitivité ». Dans ces conditions, nos gérants ont également un devoir d'exemplarité et ne peuvent pas dire: « serrage de ceinture pour les salariés et maintien pour nous ». Il y a une cohérence à avoir.

Pour 2025, voici ce que nous indique le Document d'Enregistrement Universel (p°127, 2.4.5):

Tableau des ratios au titre de l'article L. 22-10-9-I. 6° et 7° du Code de commerce

	2025	2024	2023	2022	2021
ÉVOLUTION (EN %) DE LA RÉMUNÉRATION DE LA PRÉSIDENTE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ⁽¹⁾⁽²⁾	0,0 %	- 14,9 %	291,7 %	0,0 %	6,4 %
Évolution (en %) de la rémunération moyenne des salariés	- 2,8 %	7,5 %	- 0,2 %	12,3 %	2,6 %
Ratio par rapport à la rémunération moyenne des salariés	6,1	5,9	7,5	1,9	2,1
Évolution du ratio (en %) par rapport à l'exercice précédent	3,4 %	- 21,3 %	294,7 %	- 9,5 %	0 %
Ratio par rapport à la rémunération médiane des salariés	7,5	7,6	9,5	2,5	2,8
Évolution du ratio (en %) par rapport à l'exercice précédent	- 1,3 %	- 20 %	280,0 %	- 10,7 %	3,7 %
ÉVOLUTION (EN %) DE LA RÉMUNÉRATION DU PRÉSIDENT DE LA GÉRANCE ⁽¹⁾⁽³⁾⁽⁴⁾⁽⁵⁾	- 14,7 %	22,5 %	- 36,9 %	103,0 %	- 6,5 %
Évolution (en %) de la rémunération moyenne des salariés	- 2,8 %	7,5 %	- 0,2 %	12,3 %	2,6 %
Ratio par rapport à la rémunération moyenne des salariés	48,8	55,6	48,8	77,3	42,9
Évolution du ratio (en %) par rapport à l'exercice précédent	- 12,2 %	13,9 %	- 36,9 %	80,2 %	- 8,9 %
Ratio par rapport à la rémunération médiane des salariés	60	70,8	61,7	101,3	55,9
Évolution du ratio (en %) par rapport à l'exercice précédent	- 15,3 %	14,7 %	- 39,1 %	81,2 %	- 8,4 %
ÉVOLUTION (EN %) DE LA RÉMUNÉRATION DU GÉRANT NON COMMANDITÉ ⁽¹⁾⁽⁴⁾⁽⁵⁾	- 17,3 %	17,1 %	- 20,1 %	40,7 %	28,6 %
Évolution (en %) de la rémunération moyenne des salariés	- 2,8 %	7,5 %	- 0,2 %	12,3 %	2,6 %
Ratio par rapport à la rémunération moyenne des salariés	29,3	34,4	31,6	39,5	31,5
Évolution du ratio (en %) par rapport à l'exercice précédent	- 14,8 %	8,9 %	- 20,0 %	25,4 %	25,5 %
Ratio par rapport à la rémunération médiane des salariés	35,9	43,8	39,9	51,7	41,0
Évolution du ratio (en %) par rapport à l'exercice précédent	- 18,0 %	9,8 %	- 22,8 %	26,1 %	25,8 %

Florent Menegaux: 48,8 fois le salaire moyen (60 fois le salaire médian) alors que c'était 55,6 fois l'an dernier (et 70,8 fois le salaire médian). En baisse certes mais on est toujours sur un rapport supérieur à 40 => contre

Yves Chapot: 29,3 fois le salaire moyen (35,9 fois le salaire médian) alors que c'était 34,4 fois le salaire moyen l'an dernier (et 43,8 fois le salaire médian). On est sur un rapport inférieur à 40 et qui en outre recule => nous aurions pu appeler à voter « pour » mais étant donné le gel des salaires pour les collaborateurs et cadres français, nous recommandons l'abstention sur cette résolution.

Résolution 11 : rémunération de la présidente du Conseil de Surveillance : Mme Dalibard : Contre

Depuis l'Assemblée Générale de mai 2023, la rémunération de la présidente du Conseil de Surveillance a été portée à 400 000 € (contre 120 000 € auparavant).

Les autres membres du Conseil émargent entre 70 000 € et 115 000 €, avec une moyenne à 86 500 €. La rémunération de Mme Dalibard est donc plus de quatre fois supérieure à la rémunération moyenne des autres membres du Conseil de Surveillance. En outre, sa rémunération représente à elle seule plus de 30% des montants attribués aux membres du Conseil de Surveillance.

Membres du Conseil de Surveillance	Exercice 2025 ⁽¹⁾	
	Montants attribués (en €)	Montants versés (en €)
Barbara Dalibard	400 000 ⁽²⁾	400 000 ⁽²⁾
Jean-Pierre Duprieu ⁽³⁾	N/A	37 619
Aruna Jayanthi	80 000	79 000
Anne-Sophie de La Bigne ⁽³⁾	N/A	32 619
Patrick de La Chevardière	100 000	98 500
Jean-Christophe Laourde	70 000	70 000
Thierry Le Hénaff	85 000	80 714
Monique Leroux	115 000	113 875
Delphine Roussy	70 000	70 000
Wolf-Henning Scheider	100 000	86 589
Jean-Michel Severino	105 000	81 667
Catherine Soubie ⁽⁴⁾	70 000	47 714
Pascal Vinet ⁽⁴⁾	70 000	42 381
TOTAL	1 265 000 ⁽⁵⁾	1 240 679 ⁽⁶⁾

L'engagement de Mme Dalibard est-il quatre fois supérieur à celui des 10 autres membres ? Nous avons des doutes sur le sujet et appelons donc à voter contre.

Les autres résolutions concernent la nomination de Monsieur Jacquin en remplacement de Mr Chapot comme gérant non commandité (résolution n°12), ainsi que le renouvellement ou la nomination de membres de Conseil de surveillance.