

3

Les attributions gratuites d'actions de CDC Entreprises, filiale de la Caisse des dépôts et consignations : les dérives d'un dispositif d'actionnariat salarié public

PRÉSENTATION

Un plan d'attributions gratuites d'actions (PAGA) a été mis en place fin 2007 au profit des salariés d'une filiale à 100 % de la Caisse des dépôts et consignations, CDC Entreprises. Il a conduit à distribuer, entre décembre 2007 et novembre 2010, 28 952 actions gratuites de préférence¹⁷² dans le cadre d'une société à capitaux entièrement publics, non cotée, exerçant une mission d'intérêt général. Au 31 décembre 2012, les actions de préférence concernaient 60 salariés de CDC Entreprises (sur un effectif de 114 salariés), qui détenaient 5,26 % du capital et avaient collectivement droit à un dividende correspondant à 20 % du bénéfice distribuable de CDC Entreprises.

Le montant des dividendes (8,3 M€ au total), perçus à partir de 2010 par les salariés attributaires d'actions gratuites, s'est avéré sensiblement plus élevé que prévu initialement, en raison d'une forte progression du résultat de CDC Entreprises, sans que la Caisse ait cherché à limiter ou compenser cette dérive.

Le montage a pris fin, pour l'essentiel en 2013, lors de la création de la Banque publique d'investissement (BPI) et de l'apport des actifs de CDC Entreprises à Bpifrance. À cette occasion, la Caisse a racheté ces

¹⁷² Le capital d'une société peut être constitué d'actions ordinaires et/ou d'actions de préférence. Une action de préférence est une action avec ou sans droit de vote, à laquelle sont attachés, à titre permanent ou temporaire, des droits particuliers de nature pécuniaire ou politique. Dans le cas de CDC Entreprises, les actions de préférence étaient des actions à dividende prioritaire, sans droit de vote.

actions pour un montant total de 7,2 M€. Certains dirigeants ou cadres de CDC Entreprises ont bénéficié alors de produits de cession importants, sans lien avec la vocation initiale « d'intéressement » de ce dispositif.

Le contrôle mené par la Cour au deuxième semestre 2014 a mis en évidence la faiblesse des réflexions préalables à la mise en place du plan d'attributions gratuites d'actions (partie I). La mise en œuvre du PAGA s'est traduite par des dérives non corrigées (partie II). Le dénouement du dispositif en 2013, dans le cadre de la création de la BPI, s'est traduit, pour les personnels intéressés, par un effet d'aubaine difficilement justifiable (partie III).

CDC Entreprises

CDC Entreprises était une société de gestion, filiale à 100 % de la Caisse des dépôts et consignations. Elle a existé sous cette forme depuis la réorganisation, à la fin de l'année 2006, du pôle capital investissement public de la Caisse des dépôts jusqu'à son apport à la nouvelle BPI, mi-2013. Elle était en charge d'une activité d'investissement dans les PME, notamment dans des segments présentant des défaillances de marché (le segment du capital-risque, en particulier au stade de l'amorçage, et le segment du capital développement).

CDC Entreprises avait pour objet de gérer les fonds publics investis dans le capital investissement, dans le cadre d'une mission d'intérêt général contractualisée entre l'État et la Caisse des dépôts. Le volume des fonds sous gestion a quintuplé en six ans, de fin 2006 à fin 2012. Au 31 décembre 2012, leur montant atteignait 7,8 Md€, dont 5,8 Md€ pour le compte du Fonds stratégique d'investissement (FSI)¹⁷³, 0,1 Md€ pour le compte de la Caisse des dépôts, 1,1 Md€ pour le compte de l'État (à travers notamment le programme d'investissement d'avenir- PIA) et 0,8 Md€ pour le compte de tiers privés.

Le 12 juillet 2013, la Caisse a apporté le capital de CDC Entreprises à BPI-Groupe. Les collaborateurs de CDC Entreprises, comme ceux du FSI et de FSI régions, ont été intégrés au sein de Bpifrance Investissement, société de gestion unique du groupe BPI qui gère près de 20 Md€ d'actifs et pilote l'ensemble des métiers de l'investissement du groupe Bpifrance.

¹⁷³ Le Fonds stratégique d'investissement (FSI), filiale de la Caisse (51 %) et de l'État (49 %) créée à la fin de l'année 2008, était le premier souscripteur des fonds gérés par CDC Entreprises ; il assurait environ 80 % des commissions de gestion perçues par CDC Entreprises.

I - La conception du plan d'attributions d'actions gratuites : des objectifs mal définis, un dispositif verrouillé

Décidé sur le fondement d'objectifs mal définis, le dispositif mis en place s'est révélé peu adapté à la nature des activités de CDC Entreprises et ses modalités étaient, en outre, très contraignantes pour la société de gestion comme pour la Caisse.

A - Des objectifs multiples et imprécis

Les raisons justifiant la mise en place d'un plan d'attributions gratuites d'actions au profit des salariés de CDC Entreprises demeurent peu claires.

1 - Les objectifs affichés

Deux directeurs généraux successifs de la Caisse ont donné, en novembre 2006 et juin 2007, leur accord de principe à la mise en place d'un PAGA. Les objectifs affichés par les responsables de la Caisse et ceux de CDC Entreprises pour justifier la mise en place d'un tel dispositif ont été nombreux et parfois différents.

Le plan, mis en place fin 2007, a été présenté, à l'origine, comme devant fidéliser et attirer des salariés dans un secteur professionnel, le capital investissement, caractérisé par l'existence de dispositifs d'intéressement différé (*carried interest*¹⁷⁴ ou mécanismes équivalents).

La direction de la Caisse a, en outre indiqué son souhait, dans le contexte d'une séparation, intervenue en juillet 2006, entre CDC

¹⁷⁴ Ce mécanisme « d'intéressement » d'une équipe d'investissement d'une société de gestion à la plus-value dégagée par les fonds gérés, adopté par toutes les sociétés de gestion du secteur privé, consiste à ce que les gérants investissent leurs deniers propres dans le fonds qu'ils gèrent et récupèrent à sa liquidation une quote-part de la plus-value du fonds (habituellement 10 % pour les fonds de fonds et 20 % pour les fonds directs), après remboursement aux investisseurs du capital investi et versement d'un rendement prioritaire (le « *hurdle* »).

Entreprises (activités d'intérêt général), d'une part, et CDC Capital Investissement (activités concurrentielles), d'autre part, d'éviter un décalage trop important de rémunérations. Les salariés de CDC Capital investissement (devenue Qualium) bénéficiaient, en effet, d'un dispositif de *carried interest*.

Le président de CDC Entreprises en fonction entre 2006 et 2011 considérait, de son côté, que la mise en place du PAGA visait d'abord à inciter l'ensemble des salariés à veiller à la maîtrise des charges d'exploitation.

2 - Une réalité en décalage avec les objectifs affichés

Les départs de personnel de CDC Entreprises intervenus en 2005 et 2006, limités en nombre, présentés comme une justification de la création du PAGA, n'ont pas été, pour l'essentiel, liés à l'attrait du niveau des rémunérations dans le secteur privé. Un risque de départs importants paraissait, par ailleurs, faible s'agissant de salariés venant pour l'essentiel du groupe Caisse des dépôts et y ayant fait carrière, et non du secteur du capital investissement.

À supposer même que ce risque ait été avéré lors de la réflexion sur le PAGA entamée en 2006, il l'était beaucoup moins fin 2007 au moment où le plan était effectivement mis en œuvre, et surtout les années suivantes, alors que la crise financière limitait très fortement les opportunités de recrutements dans le secteur privé.

En outre, la volonté affichée d'attirer de nouveaux salariés qualifiés grâce à ce plan semble contradictoire avec la distribution de 79 % des actions gratuites dès le lancement du plan (soit le 21 décembre 2007). Le stock d'actions restant disponibles n'a, en effet, pas permis ensuite de servir tous les nouveaux salariés entrés chez CDC Entreprises à partir de 2010¹⁷⁵.

Enfin, s'il s'agissait d'inciter les salariés à contribuer à la maîtrise des charges de gestion, d'autres dispositifs étaient envisageables pour les motiver, tels que la fixation d'objectifs *ad hoc* dans le cadre de la part variable des rémunérations, qui auraient été plus clairs et nettement moins contraignants qu'un dispositif d'actionnariat salarié.

¹⁷⁵ Au 31 décembre 2012, les actions de préférence concernaient 60 salariés de CDC Entreprises, sur un effectif de 114 salariés.

B - Un dispositif contestable dans le cas d'une filiale à capitaux entièrement publics et gérant des fonds pour l'essentiel d'origine publique

CDC Entreprises était une filiale à 100 % de la Caisse des dépôts et consignations, non cotée. Les sommes souscrites dans les fonds gérés par CDC Entreprises étaient d'origine publique à 90 % et allouées unilatéralement à la société de gestion. À la différence des sociétés privées de gestion, CDC Entreprises n'avait donc pas la charge de la recherche de souscripteurs, ordinairement assurée dans le cadre de levées de fonds. La société de gestion était, en pratique, dans une situation privilégiée pour obtenir la gestion des fonds en provenance du FSI ou du PIA et la négociation se limitait au niveau des frais de gestion perçus.

Le chiffre d'affaires et les résultats de CDC Entreprises étaient, en outre, entièrement liés à la perception de commissions de gestion versées par des souscripteurs publics, indépendamment de la rentabilité des investissements et des performances financières réalisées. Si ses résultats nets ont fortement progressé, notamment à partir de 2009, c'est principalement grâce à l'augmentation mécanique du volume des actifs confiés en gestion par des financeurs publics, sans rapport direct avec les performances de placement de la société et celles de ses dirigeants.

Le PAGA pouvait, enfin, être de nature à dissuader les dirigeants de CDC Entreprises d'engager certaines dépenses (par exemple, mise en place d'une expertise en matière de recherche et d'étude sur le financement des PME, demandée par le directeur général de la CDC en mars 2011), relevant pourtant de sa mission d'intérêt général, parce qu'elles pouvaient diminuer les résultats de la société de gestion, et par conséquent les dividendes à percevoir.

C - Un dispositif verrouillé

Le contraste entre les objectifs théoriques du plan et la réalité du dispositif mis en place est également perceptible dans les modalités mêmes de ce plan. Il devait s'agir, à l'origine, d'un système « d'intéressement aux résultats » de CDC Entreprises, dont les montants distribués devaient rester modérés. Le dispositif mis en place s'est avéré, en réalité, très favorable pour les bénéficiaires tandis que les contraintes intrinsèques qu'il introduisait pour l'entreprise ont été largement sous-estimées.

1 - La quotité élevée de dividendes distribués

Les actions de préférence attribuées gratuitement par CDC Entreprises à ses salariés donnaient droit à un dividende prioritaire¹⁷⁶, égal à 20 % du bénéfice distribuable¹⁷⁷, sans rapport avec leur pourcentage de détention du capital social.

Le taux de 20 % est élevé. Il aurait été fixé par analogie aux pratiques de place du capital investissement s'agissant de l'intéressement différé ou « *carried interest* ». L'analogie entre l'activité de CDC Entreprises et celle des sociétés de gestion du secteur privé est toutefois très largement fallacieuse. En effet, le « *carried interest* » est fondé sur une performance financière des fonds investis qui a un caractère aléatoire, alors que le taux de 20 % fixé dans le cadre du PAGA s'appliquait à un bénéfice distribuable principalement constitué de frais de gestion dont le niveau était fixé en accord avec les souscripteurs publics des fonds gérés par CDC Entreprises (principalement le FSI, la Caisse des dépôts et l'État). Le mécanisme du *carried interest* implique, par ailleurs, un investissement financier personnel de la part des collaborateurs, ce qui n'était pas le cas des bénéficiaires du PAGA.

2 - Un dispositif non lié à la performance et privilégiant les personnels en place au moment de sa création

L'ensemble des salariés de CDC Entreprises, en 2007, étaient éligibles au PAGA à condition de présenter une ancienneté minimale. CDC Entreprises a privilégié des critères d'attribution des actions gratuites fondés sur le niveau de rémunération et la classification des salariés, ainsi qu'une ancienneté minimum. D'autres critères d'attribution envisageables, adossés à des indicateurs qualitatifs (exigence de performance individuelle du bénéficiaire, ou de la société, voire de l'unité où l'intéressé exerce ses fonctions, etc.), qui peuvent être observés dans des plans d'attribution d'actions gratuites de sociétés cotées, n'ont pas été retenus. Pour autant, compte tenu de la distribution de 79 % des actions

¹⁷⁶ Les mises en réserve éventuelles au titre notamment des exigences réglementaires de l'AMF en matière de capitaux propres intervenaient après prélèvement du dividende prioritaire sur le bénéfice distribuable.

¹⁷⁷ Le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice net de l'exercice, diminué des pertes antérieures et du prélèvement pour constituer le fonds de réserve légale de 5 % et augmenté des reports bénéficiaires.

distribuables dès le lancement du plan, les salariés recrutés ultérieurement n'ont pu, dans leur majorité, bénéficier d'attributions d'actions gratuites.

3 - Des contraintes sous-estimées

Les modalités du PAGA ont entraîné de fortes contraintes juridiques et financières pour la société de gestion comme pour son associé unique, la Caisse des dépôts.

CDC Entreprises et la Caisse ont, en effet, fait le choix de distribuer, au titre du PAGA, des actions de préférence, qui s'accompagnent de diverses mesures de protection des porteurs de ces actions. Le dispositif était rigide en raison de la durée longue (dix ans) des conventions d'actionnaires. Les clauses en cas de rachat de CDC Entreprises par un tiers étaient particulièrement contraignantes, comme l'illustrent les développements *infra* consacrés au dénouement du dispositif dans le cadre de la création de la BPI. Enfin, le caractère prioritaire et la quotité élevée de dividendes associés aux actions de préférence pesaient fortement sur la politique de répartition des résultats de CDC Entreprises dans la durée.

Ces risques pour la société et sa maison-mère n'ont pas été suffisamment expertisés et leurs effets anticipés, lors de la mise en place du PAGA. Les notes transmises à la direction générale de la Caisse des dépôts par le président de CDC Entreprises ne traitaient pas de ces questions. Le service juridique et fiscal ainsi que la direction finances et stratégie de la Caisse des dépôts n'ont pas mis en exergue les risques potentiels. La mise en place d'éventuels verrous permettant de protéger les intérêts de la Caisse comme de sa filiale (tels qu'un plafonnement des dividendes des actions gratuites en proportion du salaire fixe ou une clause de résiliation permettant à CDC Entreprises de racheter les actions gratuites dès la fin de la période de conservation) n'a pas été étudiée.

II - La mise en œuvre du plan : des évolutions mal anticipées, des dérives non corrigées

La décision initiale de mise en place d'un plan d'attributions gratuites d'actions au profit des salariés de CDC Entreprises comportait des risques intrinsèques de dérives, soulignés *supra*. Les événements qui les ont favorisés, comme la forte augmentation, notamment à partir de

2009, des actifs confiés en gestion à CDC Entreprises à la suite de la crise, n'étaient certes pas prévisibles en 2007. Pour autant, les implications pour le PAGA des modifications intervenues dans l'environnement de CDC Entreprises et dans son activité n'ont été ni pilotées, ni corrigées que ce soit au niveau des services de CDC Entreprises ou de ceux de la Caisse.

A - D'importants dividendes distribués aux bénéficiaires du PAGA

1 - Des dividendes très supérieurs aux prévisions de 2007

Les dividendes versés au titre de l'exercice 2009 (3,3 M€) ont été de 80 % supérieurs à l'estimation réalisée en 2007 (1,8 M€), en raison de résultats nets de CDC Entreprises largement supérieurs aux prévisions¹⁷⁸. Le dividende unitaire par action s'est élevé à 142 €, contre une prévision de 63 €¹⁷⁹.

Ce décalage s'est accentué au cours des années suivantes, le résultat net de CDC Entreprises ayant progressé de près de 80 % entre les exercices 2009 et 2010, pour se maintenir à un niveau élevé au cours des exercices 2011 et 2012.

¹⁷⁸ L'augmentation du bénéfice distribuable entre l'estimé et le réel est due à une maîtrise des charges (inférieures de 0,13 M€ sur 3 ans par rapport aux estimations) et surtout à une forte augmentation des produits de CDC Entreprises en 2009 (+ 7,8 M€ par rapport aux estimations 2007, en raison du renforcement de l'activité de CDC Entreprises et de la prise en gestion, non prévue en 2007, de nombreux nouveaux fonds à la suite de la crise financière).

¹⁷⁹ Le bénéfice distribuable en 2009 se compose du solde de report à nouveau 2006, des mises en réserves des exercices 2007 et 2008 et du résultat 2009. Le dividende moyen par action au titre de l'exercice 2009 intègre donc, en réalité, les résultats de quatre exercices. Les dividendes moyens par action au titre des exercices 2010 à 2013 n'intègrent, en revanche, que les résultats de l'exercice concerné. En 2013, le montant des dividendes versés diminue fortement car la majeure partie des actions gratuites détenues par des salariés a été rachetée par la Caisse dans le cadre de la création de la BPI.

Tableau n° 1 : dividendes cumulés bruts attribués aux actionnaires salariés de CDC Entreprises¹⁸⁰

	Exercice 2009	Exercice 2010	Exercice 2011	Exercice 2012	Exercice 2013	TOTAL
Nombre d'actions détenues par des salariés personnes physiques	22 983	24 609	22 804	24 769	2 733	ns
Bénéfice distribuable CDC Entreprises puis Bpifrance investissement à compter de 2013 (€)	16 342 434	9 771 140	9 208 875	8 324 486	4 209 468	47 856 403
Dividendes distribués aux salariés personnes physiques (€)	3 268 412	1 954 201	1 601 753	1 424 218	79 448	8 328 032
Dividende moyen par action (€)	142,21	79,41	70,24	57,50	29,07	ns
Nombre d'actionnaires personnes physiques bénéficiaires	50	53	52	60	10	ns
Dividende moyen par salarié attributaire (€)	65 368	36 872	30 803	23 737	7 945	ns

Source : Cour des comptes d'après données CDC

Au total, les montants de dividendes cumulés bruts versés par CDC Entreprises aux salariés attributaires d'actions gratuites de préférence se sont élevés, au titre des exercices 2009 à 2013, à 8,3 M€. Ils étaient compris, selon les fonctions occupées par le salarié et l'année au cours de laquelle les actions gratuites lui ont été attribuées, entre 9 000 € et 567 000 € par salarié. S'agissant des dix principaux attributaires d'actions de préférence, mandataires sociaux et membres du comité de direction de CDC Entreprises, les montants de dividendes cumulés bruts versés par CDC Entreprises au titre des exercices 2009 à 2012 étaient compris entre 328 050 € et 567 000 €.

2 - Des dividendes qui s'ajoutaient à d'autres éléments de rémunération complémentaire

Le PAGA a complété des rémunérations incluant, pour les salariés de CDC Entreprises, une rémunération fixe avec un treizième mois, une part variable représentant en moyenne 15 % du revenu, un accord d'intéressement (en fonction de critères d'activité des fonds) et un accord de participation très favorable.

Au total, les éléments variables de salaires ont représenté pour toutes les catégories de salariés de CDC Entreprises, à la fois en raison du versement de dividendes plus élevés au titre des actions gratuites, mais aussi de montants de participation plus élevés et du versement d'un intéressement qui n'avait pas été pris en compte dans les simulations

¹⁸⁰ Comme indiqué *supra*, le bénéfice distribuable en 2009 se compose du solde de report à nouveau 2006, des mises en réserves des exercices 2007 et 2008 et du résultat 2009.

d'origine, une proportion beaucoup plus élevée, que prévu en 2007, de la rémunération fixe (par exemple, en 2010, 55 % contre 16 % prévu pour les employés, 73 % contre 47 % prévu pour les membres du comité de direction).

Tableau n° 2 : comparaison entre la rémunération moyenne fixe et variable par catégorie de personnels pour l'année 2010 (milliers d'euros)

Catégorie	Fixe annuel brut 2010 (A)	Prime variable d'objectifs versée 2010 (B)	Intéressement 2010 au titre de 2009 (C)	Participation 2010 au titre de 2009 (D)	Div perçus en 2010	Dividende moyen sur période 2007-2010 (E)	Variable/ fixe (B+C+D+E)/A	Simulations 2007
Employés	35	3	5	8	13	3,23	55%	16%
Attachés d'études	37	3	4	7	15	4	50%	17%
Chargés d'études A	56	8	6	9	21	5	51%	22%
Chargés d'études B	69	13	6	11	51	13	61%	31%
Directeurs d'études non membres du comité de direction	86	15	8	13	84	21	66%	32%
Membres du comité de direction	128	29	11	16	153	38	73%	47%
Mandataires sociaux	251	118	15	17	278	70	87 %	50 %

Source : Cour des comptes d'après CDC¹⁸¹

Le total des sommes versées¹⁸² aux deux mandataires sociaux de CDC Entreprises qui ont bénéficié du PAGA a ainsi atteint en 2010 un total de 1,387 M€.

¹⁸¹ Le dividende moyen sur la période 2007-2010 correspond à une reconstitution de la moyenne annuelle du dividende versé aux salariés, en 2010, au titre des actions gratuites. La moyenne annuelle est calculée sur une période de quatre ans (2007-2010) car CDC Entreprises a considéré, dans le cadre des simulations qu'elle a réalisées en 2007, que le montant des dividendes versés en 2010 aux attributaires d'actions gratuites au titre de l'exercice 2009 devait s'apprécier en moyenne annuelle sur la période 2007 – date de mise en place du PAGA – à 2010.

¹⁸² Le total des sommes perçues désigne ici la somme des éléments suivants : fixe annuel brut 2010 + prime variable d'objectifs + intéressement 2010 au titre de 2009 + participation 2010 au titre de 2009 + dividendes d'actions gratuites versés en 2010 au titre de 2009 + rémunération au titre du mandat social (20 000 € par an pour le président de CDC Entreprises et 10 000 € par an pour le directeur général).

B - Une dérive en partie imputable à des évolutions de CDC Entreprises mal prises en compte

1 - Une augmentation forte des actifs confiés en gestion à CDC Entreprises

Le décalage entre les dividendes effectivement versés par CDC Entreprises et les estimations qui en avaient été faites en 2007 s'explique par l'écart entre l'activité de l'entreprise telle qu'anticipée en 2007 et son développement ultérieur. Les projections budgétaires 2007-2009, ayant servi de base aux simulations sur les dividendes générés par les actions gratuites, avaient été réalisées en prenant en compte les fonds qui étaient sous gestion en 2007 et une croissance très modérée des effectifs répondant à l'accroissement des fonds sous gestion dû à France investissement¹⁸³.

Or, la croissance des actifs confiés en gestion à CDC Entreprises a été spectaculaire, notamment à partir de 2009, à la suite de la crise financière, avec la création du FSI puis du PIA. Ce montant, qui était de 2,5 Md€ en 2007, atteignait 3,5 Md€ en 2009 puis 7,8 Md€ fin 2012. Cette augmentation a conduit à une hausse du chiffre d'affaires, assis sur les commissions de gestion, et, *in fine*, du résultat net de la société de gestion, en net décalage par rapport aux projections envisagées initialement.

Si ces événements n'étaient pas prévisibles lors de la mise en place du PAGA, la forte rigidité du dispositif et les choix opérés par la direction de la Caisse et celle de CDC Entreprises n'ont pas permis d'adapter le dispositif.

¹⁸³ Le programme France investissement a été mis en place en novembre 2006 sous la forme d'un partenariat original entre des investisseurs institutionnels privés et la Caisse des dépôts et consignations (relayée ensuite pour le financement par le Fonds stratégique d'investissement). CDC Entreprises a été chargée de sa mise en œuvre, le financement public en provenance de la CDC étant apporté par le Fonds stratégique d'investissement (FSI) à partir de juillet 2009. L'enveloppe totale de ce programme s'est élevée à 2 718 M€ sur la période 2006-2012, dont 2 435 M€ au titre des engagements publics.

2 - Une affectation des résultats de CDC Entreprises en fonction des intérêts de ses salariés et au détriment de son actionnaire public

Le premier dividende, versé aux salariés le 2 juillet 2010, pour un montant global de 3 268 K€ (20 % de 16 342 K€), a été calculé sur la base du bénéfice distribuable 2009 de CDC Entreprises, qui se composait du solde de report à nouveau 2006, des mises en réserves des exercices 2007 et 2008, et du résultat 2009.

Tableau n° 3 : modalités de calcul du montant du bénéfice distribuable fin 2009

K€	Solde 2006	2007	2008	2009
Produits		22 187	21 034	28 212
Charges		13 181	13 994	19 082
Résultat net	1241 *	5 755	4 270	5 538
Montant du bénéfice distribuable fin 2009				16342 **

Source : CDC ; * : le solde de 1,2 M€ de 2006 se compose des mises en réserves précédentes (0,8 M€ de 2006, 0,1 M€ en 2005, 0,2 M€ en 2004 et 0,1 M€ avant 2004) ; ** : correspond à la somme des résultats nets moins les dotations aux réserves légales sur la période¹⁸⁴.

La prise en compte du solde de report à nouveau 2006 dans le bénéfice distribuable, au titre d'un PAGA conclu fin 2007, est anormale dans la mesure où les premières actions gratuites n'ont été attribuées que fin 2007 et qu'il n'y avait donc aucun lien entre ces actions et un quelconque droit à dividende au titre de l'exercice 2006. Elle a majoré de 248 K€ le dividende versé aux salariés en 2010.

La prise en compte des mises en réserve des exercices 2007 et 2008 est également critiquable. Elle s'est faite au détriment de l'associé unique, la Caisse des dépôts, et *in fine* de l'État. Dès la mise en place du PAGA, en 2007, la Caisse et CDC Entreprises avaient convenu que, compte tenu du décalage de deux ans entre l'attribution des actions et leur émission effective au profit des bénéficiaires (période d'acquisition), les résultats réalisés par CDC Entreprises jusqu'au 31 décembre 2009 seraient intégralement affectés au compte « report à nouveau », cette

¹⁸⁴ Les charges figurant dans le tableau correspondent au total des charges hors participation des salariés aux résultats de l'entreprise et hors impôt sur les sociétés.

affectation contrastant avec les pratiques observées au sein du groupe Caisse des dépôts¹⁸⁵. Un tel report à nouveau visait à conférer dans les faits un caractère rétroactif au dispositif du PAGA, contournant ainsi le lien entre la possession d'une action et le droit à dividende.

Ne s'agissant pas d'un engagement juridique, il aurait été à la fois possible et logique de distribuer à la Caisse des dépôts et consignations les résultats des exercices 2007 et 2008 déjà en nette croissance par rapport aux prévisions. En outre, lors de l'examen des comptes 2008 de CDC Entreprises, l'accélération à venir de l'activité de CDC Entreprises en 2009 pouvait être largement anticipée en raison de la mise en place du FSI en décembre 2008.

Enfin, la décision de ne pas faire « remonter » à la maison mère les bénéficiaires de CDC Entreprises est d'autant moins justifiable sur le principe que la Caisse avait enregistré, au titre de l'exercice 2008, la première perte de son histoire.

C - Un pilotage défaillant du dispositif

1 - Un manque d'information de CDC Entreprises, la faiblesse de la contre-expertise de la part de la Caisse

La mise en œuvre du PAGA s'est accompagnée d'une information très lacunaire par CDC Entreprises à l'égard de sa maison mère. Les documents communiqués au conseil d'administration de CDC Entreprises ne comportaient quasiment aucun élément sur le PAGA, en particulier sur ses aspects financiers, sur ses conséquences en matière de rémunération individuelle et sur son articulation avec les autres éléments de la politique de rémunération.

De leur côté, les services de la Caisse n'ont émis aucune alerte sur les dérives en cours. En témoigne notamment l'affectation des résultats de CDC Entreprises, sur les exercices 2007 et 2008, en report à nouveau. Ces défaillances s'expliquent aussi par la quasi-inexistence d'une direction des ressources humaines à l'échelle du groupe. C'est ainsi que le directeur général en fonction entre 2007 et 2012 indique ne pas avoir eu connaissance de la totalité de la rémunération versée aux mandataires

¹⁸⁵ Le taux de remontée du résultat des filiales vers la maison mère a été, en moyenne, de 30 % au titre de l'exercice 2007 et de l'ordre de 50 % au titre de l'exercice 2008.

sociaux de CDC Entreprises, et en particulier des compléments de rémunération tels que la participation, l'intéressement et les dividendes au titre des actions gratuites qui n'étaient pas recensés par la DRH groupe de la Caisse. Elles illustrent, enfin, les failles de la gouvernance par la Caisse d'une de ses filiales à 100 % : les organes de gouvernance de CDC Entreprises (conseil d'administration et comité des nominations et des rémunérations), qui ont défini les modalités initiales du PAGA puis sa mise en œuvre, se composaient uniquement de représentants de la Caisse des dépôts et de dirigeants de CDC Entreprises, ces derniers étant par ailleurs également bénéficiaires du PAGA.

Ce n'est qu'en 2011, à l'occasion du départ du président de CDC Entreprises en fonction depuis 2006, que le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations a décidé de diligenter une mission d'audit sur le fonctionnement et les conséquences du dispositif mis en place.

Ce rapport d'audit, finalisé en juillet 2011, se bornait, tout en soulignant des anomalies du dispositif, à recommander la création d'un nouveau plan d'attributions gratuites d'actions aux dispositions moins favorables pour les salariés.

2 - Une illustration de ces défaillances : l'absence de plafonnement des dividendes versés au président de CDC Entreprises

Le plafonnement du dividende annuel versé au président de CDC Entreprises en fonction entre 2006 et 2011 au titre des actions gratuites, proposé par le président lui-même à hauteur de 1,5 fois son salaire mensuel et entériné par le comité des rémunérations et nominations de CDC Entreprises, n'a fait l'objet d'aucune décision clairement formalisée. Ce mécanisme n'a été intégré ni dans le règlement général du plan d'attributions d'actions gratuites, ni dans la convention d'actionnaire du président de CDC Entreprises.

Rien n'interdisait à l'intéressé comme à la Caisse de traiter de ce sujet début 2008, par le biais d'un éventuel avenant à la convention d'actionnaire du président de CDC Entreprises.

Dans les faits, le plafonnement des dividendes perçus par le président de CDC Entreprises en fonction entre 2006 et 2011 n'a jamais été mis en œuvre. Le rapport précité de la direction d'audit de la Caisse des dépôts constatait, en juillet 2011, que « le plafonnement est dépassé ». Ce constat n'a, pour autant, donné lieu à aucune démarche pour obtenir un reversement de l'intéressé. Il n'a pas davantage été pris en compte pour ajuster le montant de la prime variable sur objectifs de l'intéressé.

Confronté à un changement radical des conditions de l'activité de CDC Entreprises, la direction de cette société comme la Caisse des dépôts n'ont ni renégocié les conditions du PAGA, ni mis fin à ce dispositif dont les dérives étaient manifestes. La seule proposition d'évolution a été de créer un nouveau PAGA aux caractéristiques différentes, proposition à laquelle il n'a pas été donné suite.

III - Le dénouement du dispositif : un rachat coûteux pour la Caisse, un effet d'aubaine pour les salariés

Le rachat des actions par la Caisse avant l'apport de CDC Entreprises à la BPI s'est traduit par un effet d'aubaine de grande ampleur au bénéfice des salariés de la société.

A - Le rachat par la Caisse des actions gratuites avant l'apport de CDC Entreprises à la BPI

Un terme a été mis au mécanisme d'attributions d'actions gratuites de CDC Entreprises dans le cadre de la création de Bpifrance. En effet, l'État et le futur directeur général de Bpifrance considéraient qu'il était inenvisageable que les salariés de CDC Entreprises continuent de bénéficier de ce système au sein de Bpifrance. Outre les distorsions de modalités de rémunération que le maintien de ce dispositif introduisait entre les futurs salariés de Bpifrance, l'État souhaitait préserver l'actionnariat entièrement public de la nouvelle institution.

La Caisse a donc décidé de racheter les actions gratuites encore détenues par les salariés avant l'apport des actifs de CDC Entreprises à Bpifrance¹⁸⁶. L'extinction définitive du PAGA est intervenue en novembre 2014.

¹⁸⁶ Pour ce faire, elle a dû passer par une structure intermédiaire, BPI-1 (renommée CDCE-1), société anonyme détenue à 100 % par la CDC et n'ayant pas d'autre actif.

B - Le montant du rachat : un effet d'aubaine massif pour les détenteurs d'actions gratuites

1 - Les stipulations contractuelles concernant le rachat des actions gratuites

L'attribution gratuite des actions était subordonnée à l'acceptation du bénéficiaire et à la signature concomitante d'une convention d'actionnaire entre le bénéficiaire et la société CDC Entreprises, représentée par son président, d'une durée initiale de 10 ans.

Cette convention prévoyait plusieurs cas de figure pour le rachat des actions gratuites :

- une option de rachat par CDC Entreprises en cas de cessation des fonctions du salarié au sein de la société¹⁸⁷. Hors cas de licenciement, le rachat doit se faire à la valeur la plus élevée entre la valeur nominale des actions de CDC Entreprises et l'actif net par action de CDC Entreprises. Neuf salariés ont été concernés, en 2011 et 2012, par cette disposition, dont le président de CDC Entreprises en fonction entre 2006 et 2011. Le prix de rachat par action a été d'environ 11€¹⁸⁸ ;
- une option de vente accordée aux salariés sur CDC Entreprises à compter de la fin de la période de conservation (clause de liquidité des actions gratuites). Comme dans le premier cas, le prix de cession des actions de préférence est égal à la valeur la plus élevée entre la valeur nominale des actions de CDC Entreprises et l'actif net par action de CDC Entreprises ;
- un droit de sortie forcée au bénéfice de tout tiers acquéreur de la majorité du capital social de CDC Entreprises. Dans ce cas, le prix de cession des actions de préférence est égal à celui stipulé dans l'offre d'acquisition du tiers acquéreur.

¹⁸⁷ En cas de décès, d'invalidité, de licenciement, départ à la retraite ou démission.

¹⁸⁸ Le président de CDC Entreprises en fonction entre 2006 et 2011, qui a quitté CDC Entreprises en 2011, a ainsi perçu en décembre 2011, au titre du rachat des 2 290 AGA qu'il détenait, 25,4 K€.

2 - Les rachats d'actions gratuites intervenus en 2013 et 2014

La Caisse a logiquement recherché, dans ses négociations avec l'État, une valorisation élevée de CDC Entreprises, afin de disposer d'un apport substantiel dans le cadre de la création de la BPI lui permettant d'atteindre la parité avec l'État au sein de la nouvelle structure. La conséquence a été d'accroître mécaniquement le prix de rachat des actions gratuites dès lors qu'il s'opérait en application du droit de sortie forcée. En outre, les travaux préparatoires à la création de la BPI n'ont pas exploré la faisabilité d'une disposition législative qui aurait permis de dénouer le dispositif dans des conditions qui auraient mieux préservé les intérêts patrimoniaux de la Caisse des dépôts. La Caisse était ainsi placée dans une situation de faiblesse vis-à-vis des salariés qui en étaient bénéficiaires.

Ceux-ci, qui auraient pu céder volontairement leurs actions sur la base d'une valorisation de CDC Entreprises à l'actif net (soit environ 11 € par action), ont fait le choix de réclamer l'application des règles relevant du droit de sortie forcée. Dans ce cas, la valeur de rachat des actions était calée sur la valorisation de CDC Entreprises dans le cadre des apports de la société de gestion à la BPI (valorisation de 150 M€, correspondant à une valeur de 318,5 € par action). Cette valeur représentait trente fois le montant de l'actif net de la société de gestion.

Le directeur général de la Caisse, en fonction entre juillet 2012 et avril 2014, a demandé aux salariés concernés de réduire volontairement une partie du montant perçu dans le cadre du rachat de leurs actions. Seul un petit nombre de détenteurs d'actions gratuites de préférence, douze sur un total de cinquante, principalement parmi les membres du comité de direction, ont, en réalité, accepté une telle réduction. L'accord s'est fait avec eux sur la base d'une cession d'environ 20 % de leurs actions gratuites au prix unitaire de 11 € et d'un plafonnement du total de leurs gains de cession à 300 K€.

Pour le reste, le solde des actions existantes et encore détenues par les salariés ont donc été achetées à la valeur d'apport à BPI, soit un prix par action de 318,5 €. Ce prix très élevé, totalement déconnecté de la vocation initiale « d'intéressement » du dispositif PAGA, constitue un effet d'aubaine lié à la création de la BPI. Il est d'autant plus difficilement justifiable qu'il survient à l'occasion de l'apport d'une entité publique, CDC Entreprises, à une autre entité publique, la BPI et qu'il concerne des salariés du secteur public qui ont rejoint, pour l'essentiel, le nouveau groupe.

Les efforts de modération, au demeurant limités¹⁸⁹, n'ont pas empêché que les gains perçus par les dirigeants et cadres de CDC Entreprises demeurent très élevés. Ils ont atteint 386 000 € et 363 000 € pour les deux des dix premiers bénéficiaires d'actions qui n'ont pas accepté de céder une partie de leurs actions à 11 €. Pour les huit autres premiers bénéficiaires qui ont renoncé à une partie de leurs gains de cession, les montants perçus au titre du rachat ont été compris entre 207 000 € et 300 000 €.

Les sommes versées à titre individuel, en 2013, à onze dirigeants et cadres de CDC Entreprises¹⁹⁰ au titre de leurs rémunérations, des dividendes et du rachat des actions gratuites¹⁹¹ ont atteint au total des montants compris entre 452 000 € et 705 000 €. Ces montants dépassent le plafond brut annuel de 450 000 € fixé par le décret du 26 juillet 2012 relatif au contrôle de l'État sur les rémunérations des dirigeants d'entreprises publiques. Bien que ne s'appliquant pas juridiquement aux dirigeants de CDC Entreprises, y compris en leur qualité de salariés de Bpifrance investissement à compter de la mi-2013, ce plafond constitue cependant une référence dans la sphère publique et au sein de la Caisse des dépôts¹⁹².

Dans ce contexte, la Caisse aurait pu tenter de diminuer l'effet d'aubaine au bénéfice des intéressés en réduisant certains éléments de leurs rémunérations, dont par exemple la part variable. Elle s'est abstenue de le faire.

¹⁸⁹ La Caisse a racheté 2 278 actions au prix unitaire de 11,01 € pour un montant de 25 081 €. Si elle avait racheté ces actions à un prix de 318,5 €, le montant du rachat aurait été de 725 543 €. Elle a donc enregistré une moindre dépense de l'ordre de 700 000 €, à rapporter au montant total du rachat des actions gratuites qui s'est élevé à 7,2 M€.

¹⁹⁰ Ils sont devenus salariés de Bpifrance investissement à compter de la mi-2013.

¹⁹¹ Les sommes versées comprennent : fixe annuel brut 2013 + prime variable d'objectifs + intéressement 2013 au titre de 2012 + participation 2013 au titre de 2012 + montant versé au titre des dividendes et rachat des actions gratuites versés en 2013. Elles ne comprennent pas les éventuels jetons de présence ou indemnités que pourraient percevoir ces dirigeants et cadres au titre de leurs mandats de membres de conseils d'administrations ou de conseils de surveillance dans d'autres sociétés que CDC Entreprises.

¹⁹² La rémunération du directeur général de la Caisse des dépôts est plafonnée à 450 000 € en application du décret du 16 janvier 2013.

3 - Le bilan d'ensemble du PAGA

Sur la période 2010-2014, le montant du rachat des actions gratuites aux salariés par la Caisse des dépôts s'est élevé à 7,2 M€. En ajoutant ce montant à celui des dividendes versés par CDC Entreprises/CDCE-1 aux salariés attributaires d'actions gratuites, qui s'est élevé à 8,3 M€, le coût total du dispositif PAGA peut être évalué à 15,5 M€.

Les montants cumulés bruts perçus au titre des dividendes versés entre 2010 et 2013 et des rachats d'actions gratuites intervenus en 2013 se sont élevés, en moyenne, à 61 000 € pour les employés de CDC Entreprises attributaires d'actions gratuites. S'agissant des membres du comité de direction, ces derniers ont perçu individuellement, en moyenne, sur la même période, 669 000 €.

Tableau n° 4 : montants perçus en moyenne et par catégorie de personnels au titre des dividendes versés entre 2010 et 2013 et des rachats d'actions gratuites en 2013 (milliers d'euros)

Catégorie	Div perçus en 2010	Div perçus en 2011	Div perçus en 2012	Div perçus en 2013	Rachat AGA 2013
Employés	13	7	6	5	29
Attachés d'études	15	8	7	6	32
Chargés d'études A	21	12	11	9	48
Chargés d'études B	51	28	25	21	114
Directeurs d'études non membres du comité de direction	84	49	44	37	192
Membres du comité de direction	153	85	76	62	293
Mandataires sociaux	278	155	57	46	150

Source : Cour des comptes, d'après CDC

CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

La mise en place du PAGA s'apparente à une tentative contestable de transposition d'un mécanisme de carried interest appliqué usuellement dans les sociétés de capital investissement du secteur concurrentiel à une filiale à 100 % publique, gérant des fonds très majoritairement d'origine publique. Il s'est agi, en fait, sous couvert d'actionnariat salarié, de mettre en place une forme de rémunération complémentaire pour les salariés de CDC Entreprises, qui s'est ajoutée à des dispositifs existants déjà généreux. Les modalités de ce dispositif ont été, en outre, conçues pour mettre en place des règles très favorables aux salariés et particulièrement contraignantes pour la société et sa maison mère.

La mutation profonde de l'activité de CDC Entreprises à partir de 2008, qui a entraîné mécaniquement une augmentation très forte des dividendes distribués, n'a été prise en compte ni par CDC Entreprises, ni par la Caisse. Aucun mécanisme n'a été mis en place pour tenter de corriger les dérives du dispositif, voire pour y mettre fin.

Ce constat montre que CDC Entreprises a fait preuve, à l'égard de sa maison-mère, d'une transparence insuffisante, transparence qui aurait été d'autant plus nécessaire que les salariés et les mandataires sociaux de la société étaient les bénéficiaires de ce PAGA. Il souligne, plus généralement, les failles dans la gouvernance interne de la Caisse des dépôts, et dans sa capacité à connaître et à gérer les rémunérations dans ses filiales. Il illustre, enfin, les risques d'une gouvernance « endogamique » dans la mesure où les organes de gouvernance de CDC Entreprises se composaient uniquement de représentants de la Caisse des dépôts et de dirigeants de CDC Entreprises. L'effet d'aubaine en faveur des salariés intervenu lors de la création de la BPI est l'illustration finale la plus manifeste des risques s'attachant à un dispositif mal conçu et mal piloté.

La Caisse des dépôts doit impérativement intensifier les efforts qu'elle dit avoir entamés pour mettre en place un dispositif permettant de connaître et de contrôler les rémunérations, dans toutes leurs composantes, au niveau du groupe Caisse des dépôts. Elle doit faire émerger une DRH groupe forte et légitime et élaborer un corps de règles assurant l'adéquation entre les modes de rémunération mis en place dans les filiales de la Caisse et la vocation d'intérêt général qui est la sienne.

La Cour formule en conséquence les trois recommandations suivantes à l'adresse du directeur général de la Caisse des dépôts et consignations :

- 1. doter la direction des ressources humaines du groupe de moyens de contrôle renforcés à l'égard de la politique de rémunération des filiales de la Caisse ;*
 - 2. élaborer un référentiel de rémunérations pour l'ensemble du groupe cohérent avec la vocation d'intérêt général de la Caisse ;*
 - 3. mettre en place un dispositif recensant, de manière exhaustive, les rémunérations des cadres dirigeants au sein du groupe Caisse des dépôts.*
-

Réponses

Réponse commune du ministre des finances et des comptes publics et du ministre de l'économie, de l'industrie et du numérique.....	442
Réponse du président de la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations	443
Réponse du directeur général de la Caisse des dépôts et consignations .	445
Réponse du président de Bpifrance investissements.....	448
Réponse du directeur général de la Caisse des dépôts et consignations de mars 2007 à mars 2012	452
Réponse du directeur général de la Caisse des dépôts et consignations de juillet 2012 à avril 2014.....	453
Réponse du président de CDC Entreprises de septembre 2006 à mars 2011	453
Réponse du président de CDC Entreprises de mars 2011 à juillet 2013.	455

Destinataire n'ayant pas souhaité rendre ses observations publiques

Directeur général de CDC Entreprises

**RÉPONSE COMMUNE DU MINISTRE DES FINANCES ET DES
COMPTES PUBLICS ET DU MINISTRE DE L'ÉCONOMIE, DE
L'INDUSTRIE ET DU NUMÉRIQUE**

Comme le rappelle ce rapport, ni le Ministère des finances et des comptes publics ni le Ministère de l'économie, de l'industrie et du numérique ne sont compétents pour connaître des modalités de rémunération des salariés du groupe Caisse des Dépôts (CDC). En particulier, nos services n'ont pas été impliqués dans la mise en place du programme d'attributions gratuites d'actions aux salariés de CDC Entreprises, dont l'associé unique était la CDC et qui a précédé la constitution du groupe Bpifrance. De fait, la CDC n'entre pas dans le champ des participations suivies par l'Agence des participations de l'État. Le seul lien entre CDC Entreprises et nos services était la Commission de Surveillance de la CDC dans laquelle siège, conformément à l'article L. 518-4 du code monétaire et financier, le directeur général du Trésor ou son représentant. En tout état de cause, la Commission de Surveillance n'a pas été informée de la mise en place du programme d'attributions gratuites d'actions, dont elle a pris connaissance en mai 2013. Les modalités de dénouement du dispositif ont été définies en interne au groupe CDC, préalablement à l'apport de sa participation dans la société de gestion au groupe Bpifrance.

Enfin, il nous paraît important de rappeler que Bpifrance n'a pas attribué et n'attribuera pas d'actions gratuites à ses salariés ou mandataires. La position défavorable de l'État à l'instauration d'un tel programme au sein du groupe Bpifrance a d'ailleurs été rappelée lors du conseil d'administration de Bpifrance du 25 juin 2013, qui a approuvé les apports permettant la constitution effective du groupe.

RÉPONSE DU PRÉSIDENT DE LA COMMISSION DE SURVEILLANCE DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

S'agissant du plan d'attributions d'actions gratuites de CDC Entreprises, la Commission de Surveillance ne peut que partager le constat de la Cour sur les dérives qui ont caractérisé la mise en œuvre de ce dispositif, dont la conception est en elle-même difficilement justifiable, et le dénouement, en 2013, dans le cadre de la création de Bpifrance, s'est traduit en application des accords contractuels qui avaient été conclus initialement, pour les salariés intéressés, par un effet d'aubaine financier inacceptable pour un groupe public.

La Commission de Surveillance, sur toute question qu'elle décide d'examiner dans le cadre de ses prérogatives, doit être à même de disposer d'une information complète et produite en temps utile, permettant ainsi l'engagement d'une action préventive qui caractérise le pouvoir de sa surveillance.

Pendant, ainsi que le relève la Cour, « les failles dans la gouvernance interne de la Caisse des Dépôts et sa capacité à connaître et gérer les rémunérations de sa filiale », n'ont pas permis à la Commission d'exercer la mission générale de surveillance qu'elle tient des dispositions de l'article L. 518-7 du Code monétaire et financier. Si je ne suis pas en mesure de répondre sur le niveau d'information dont a disposé la précédente Commission de Surveillance quant à l'existence du dispositif d'attribution gratuite d'actions de CDC Entreprises, je ne peux, pour ma part, que déplorer le caractère tardif par lequel elle en a eu connaissance.

Ce n'est, en effet, qu'à l'occasion de sa séance du 29 mai 2013¹⁹³ que la Commission de Surveillance a été informée de l'ampleur du mécanisme de rémunérations de CDC Entreprises - soit plus de six années après la mise en place de ce dispositif et ce, malgré ses demandes réitérées les années antérieures visant à identifier l'existence de

¹⁹³ *En tout état de cause, les seules mentions, dans le rapport général de l'audit examiné à l'occasion du Comité d'examen des Comptes et des Risques (CECR) de la Commission de Surveillance du 7 mars 2013, d'un rapport d'audit rendu en juillet 2011 sur CDC Entreprises et des conclusions tirées par la direction de l'audit, ne peuvent être regardées, de par leur caractère général et elliptique, comme permettant l'exercice effectif de la mission de surveillance incombant à la Commission*

compléments de rémunérations dans les filiales du Groupe. Elle avait alors demandé, à l'occasion de cette séance, que lui soient communiqués les résultats des négociations engagées par la Direction" générale avec les personnels intéressés¹⁹⁴, information qu'elle n'a obtenue que de manière partielle.

Une Information détaillée, plus précoce, l'aurait conduite à recommander l'extinction de ce dispositif.

Aussi, la Commission de Surveillance souscrit à la conclusion générale de votre rapport selon laquelle il est impératif que la Caisse des Dépôts mette en place « un dispositif permettant de connaître et de contrôler les rémunérations, dans toutes leurs composantes, au niveau de l'Établissement public comme du Groupe Caisse des Dépôts ». De ce point de vue, et de manière complémentaire aux récentes initiatives mises en place par la Direction générale qui vont dans le bon sens, ainsi qu'aux préconisations formulées dans votre rapport, la Commission de Surveillance a décidé d'instituer, en son sein, un comité spécial « des nominations et des rémunérations ».

Ce comité procède d'un élargissement du périmètre de contrôle du comité des nominations afin que dernier puisse désormais inclure l'examen des rémunérations de l'Établissement public et de ses filiales. Les modifications afférentes à cette nouvelle organisation seront détaillées dans le cadre de la prochaine révision du règlement intérieur de la Commission de Surveillance.

¹⁹⁴ *Relevé de conclusions de la Commission de surveillance relatif au point d'étape sur la création de la BPI, séance du 29 mai 2013*

RÉPONSE DU DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

Un plan d'attributions gratuites d'actions a été mis en place au sein de CDC Entreprises en 2007 afin de fidéliser et de motiver les salariés dans un contexte de marché dynamique marqué par la signature avec l'État de la convention France Investissement et après la séparation intervenue en 2006 entre, d'une part, les activités de CDC Entreprises et d'autre part, celles de CDC Capital Investissement. Ces actions donnaient droit à un dividende prioritaire versé par CDC Entreprises calculé sur la base des résultats réalisés par la société.

Ce dispositif dont on peut aujourd'hui contester l'opportunité a fait l'objet à l'époque d'une expertise approfondie.

Les services de la Caisse ont validé les principales caractéristiques du plan sur la base de simulations financières en phase avec leur connaissance de l'environnement économique de 2007 sans pouvoir prévoir, à ce moment, la croissance « spectaculaire » que connaîtraient l'activité et les effectifs de CDC Entreprises à compter de 2009, ni celle des dividendes que la société serait amenée à verser compte tenu de l'augmentation de son résultat.

L'appréciation portée sur les conditions d'application du plan d'attributions d'actions doit nécessairement tenir compte de cette réalité et ne peut conduire à juger une décision prise à une date donnée à la lumière de faits qui sont survenus postérieurement, notamment la création du FSI puis la mise en place du programme des investissements d'avenir.

La décision de créer Bpifrance en regroupant en son sein plusieurs entités, dont CDC Entreprises, a nécessairement conduit en 2013 à mettre fin au dispositif dont bénéficiaient les titulaires d'actions gratuites dans le respect des clauses des contrats conclus avec chaque bénéficiaire. Ce dénouement anticipé a entraîné le rachat des actions CDC Entreprises détenues par les salariés à la même valeur que celle à laquelle CDC Entreprises a été apportée à Bpifrance par la Caisse des dépôts, et qui a été validée par les banques d'affaires, les commissaires aux apports et par l'État.

Dans la mesure où la régularité juridique du plan initial d'attribution d'actions gratuites ne peut être en elle-même contestée, c'est sur le « pilotage défailant » du dispositif que s'appuie l'analyse de la Cour.

Il convient à cet égard de distinguer deux moments distincts dans la mise en œuvre de ce plan.

Au moment de la forte croissance des actifs confiés en gestion à CDC Entreprises à la sortie de la crise financière, les conditions initiales du plan auraient pu être remises en cause. Comme le relève la Cour, la forte rigidité du dispositif mis en place à l'origine n'a pas permis une telle évolution. En effet une modification des contrats se traduisant par une réduction du montant des dividendes dus aux porteurs d'action aurait nécessité un accord formel de chaque salarié qui en bénéficiait.

Un autre choix aurait pu conduire à limiter à terme le montant des dividendes versés à chaque salarié en mettant en place un nouveau plan afin d'attribuer de nouvelles actions aux salariés recrutés après 2007 tout en conservant une même enveloppe globale de dividendes affectée aux actions gratuites. Compte tenu de l'augmentation du nombre de bénéficiaires, le dividende reçu potentiellement par chacun d'eux aurait pu diminuer. Cette voie a été explorée mais on ne peut que constater avec la Cour qu'elle n'a pu finalement se concrétiser.

Au moment de la création de Bpifrance, le dénouement anticipé du dispositif est apparu comme indispensable, d'une part en raison des distorsions de modalités de rémunération qu'il risquait d'introduire entre les futurs salariés de Bpifrance, d'autre part afin de préserver le caractère entièrement public de la nouvelle institution. En outre, il est apparu nécessaire d'y procéder dans les délais les plus brefs possibles pour ne pas retarder le calendrier de mise en place de Bpifrance.

Ce dénouement anticipé passait nécessairement par le rachat des titres détenus par les salariés. La procédure de rachat forcé était à cet égard celle qui était prévue par le plan d'attribution gratuite en cas de cession ou d'apport. Dans ce cadre, le prix du rachat des actions devait être le même que celui auquel CDC Entreprises était apporté.

Le versement des sommes dues aux collaborateurs de CDC Entreprises en leur qualité d'actionnaire n'est donc en lui-même entaché d'aucune irrégularité. En revanche, compte tenu de la valorisation retenue pour CDC Entreprises lors de l'apport, ce prix s'est avéré substantiellement plus élevé que la valeur nominale des actions.

La question posée était donc celle de savoir s'il était possible à ce stade d'éviter le paiement des sommes dues ou de réduire leur montant.

La Cour suggère que les pouvoirs publics auraient pu recourir à une disposition législative afin de faire obstacle à l'application d'accords contractuels conclus avec des personnes physiques. Sans s'interroger sur l'opportunité d'une telle initiative, on peut cependant souligner qu'une

modification législative d'un droit patrimonial résultant d'un contrat antérieur légalement formé aurait peut-être eu une issue incertaine à la lumière de la jurisprudence du Conseil constitutionnel.

La Cour considère également qu'il aurait été possible de réduire d'autorité les autres éléments de rémunération des salariés bénéficiaires d'actions gratuites compte tenu des montants qu'ils pouvaient percevoir dans le cadre de leur rachat. Là encore, la voie d'une compensation contrainte entre des éléments de revenus par nature distincts apparaît comme incertaine. Ils obéissent en effet chacun à leur logique propre et ont des fondements juridiques différents : la rémunération du travail effectué au regard de l'atteinte d'objectifs déterminés en application des règles du droit du travail d'une part, et le prix de sortie auquel peut prétendre un actionnaire dans le cadre d'accords contractuels conclus individuellement d'autre part. Sauf à obtenir l'accord des salariés, la réduction unilatérale d'éléments de rémunération prévus dans les contrats de travail aurait été de nature à justifier de longs contentieux.

Dès lors, et compte tenu d'un cadre juridique et contractuel contraint, la seule solution permettant de réduire les sommes versées à l'occasion de ce rachat exceptionnel, était d'en appeler au volontariat et à la modération individuelle des bénéficiaires. C'est cette démarche pragmatique qui a été menée avec persévérance par la Caisse des Dépôts et qui a permis de limiter pour certains attributaires le montant versé en définitive.

S'agissant des recommandations adressées en conclusion par la Cour, la Caisse des Dépôts y souscrit sans réserve.

Ces recommandations s'inspirent du travail de cartographie des différents dispositifs de rémunération des dirigeants lancé au sein du Groupe il y a plus d'un an.

Cette démarche s'est traduite par un processus d'élaboration d'un référentiel de rémunérations cohérent avec les missions de la Caisse des Dépôts et prenant en compte les différences de statuts juridiques de l'établissement public d'une part et de ses filiales d'autre part qu'elles entrent ou non dans le champ concurrentiel au sens de l'article L. 518-2 du Code monétaire et financier. Enfin une profonde réorganisation de la direction des ressources humaines du groupe et de l'établissement public a été soumise aux instances représentatives des personnels à l'automne 2014 et sera mise en œuvre dès janvier 2015.

RÉPONSE DU PRÉSIDENT DE BPIFRANCE INVESTISSEMENTS

Il ne m'appartient pas de me prononcer ni sur les propositions qui ont été faites par mes prédécesseurs à la présidence de CDC Entreprises ni sur les décisions qui ont été prises par la direction générale de la Caisse des Dépôts (CDC) en ce qui concerne le choix du plan d'attribution d'actions gratuites (PAGA) et ses modalités de mise en œuvre. En revanche, si j'ai souhaité, comme la Cour le rappelle, qu'il soit mis fin à ce dispositif avant la constitution du groupe Bpifrance en accord avec l'Etat et la CDC, c'est en raison de la perspective du regroupement au sein de CDC Entreprises devenue Bpifrance Investissement, des équipes provenant, du Fonds Stratégique d'investissement et de FSI Régions. Cette opération, qui a pu être réalisée relativement vite¹⁹⁵, aurait été rendue plus complexe d'un point de vue tant actionnarial que managérial si une partie des collaborateurs de la nouvelle entité en était restée actionnaire.

Cela étant, il ne m'est pas interdit de porter sur tout cela quelques appréciations qui resteront personnelles.

Concernant les objectifs de la mise en place du PAGA, que la Cour juge « multiples et imprécis », il me semble que la Cour ne met pas suffisamment l'accent sur la nécessité, pour la direction de CDC Entreprises de l'époque, de fidéliser les collaborateurs de la société dans un contexte marqué par la signature, fin 2006, entre l'État, la CDC et CDC Entreprises, de la convention France Investissement qui prévoyait une montée en charge significative des moyens que la CDC allouerait, via CDC Entreprises, à l'investissement en fonds propres dans les PME de croissance (env. 2,4Md€ entre fin 2006 et 2012). Avec le recul, on peut imaginer que la mise en œuvre de cette politique, voulue par les pouvoirs publics, de soutien aux entreprises allait nécessiter de s'appuyer, pour une longue période, sur un niveau élevé d'expertise et de compétences des collaborateurs de la société. Le dispositif devait ainsi tenir compte du risque de fuite de collaborateurs de la société pour rejoindre d'autres sociétés de gestion de la Place. Or, la société avait vu, en 2005 et 2006, plusieurs cadres-clés la quitter pour rejoindre des sociétés de gestion disposant de carried interest et de rémunérations salariales meilleures

¹⁹⁵ Les apports, par l'État et la CDC, de leurs participations dans les différentes sociétés constitutives de Bpifrance (OSEO, FSI, CDC Entreprises et FSI Régions) ont eu lieu le 12 juillet 2013. Les équipes d'investissement ont été physiquement regroupées dans les mêmes locaux à partir de novembre 2013 et le transfert juridique des contrats de travail des collaborateurs du FSI et de FSI Régions à CDC Entreprises, devenue Bpifrance Investissement, a eu lieu le 1er avril 2014.

(directeur des fonds de fonds, son adjoint, le secrétaire général, ...). Le fait que le turn over des collaborateurs ait finalement été faible n'était pas un fait acquis à l'époque de la décision de mise en place du PAGA.

En revanche, en faisant l'exercice un peu délicat de me replacer dans le contexte de l'époque, je souhaite rappeler ici que personne n'imaginait, lors de la mise en place du dispositif fin 2007/début 2008, que la croissance des actifs sous gestion, et donc des revenus de CDC Entreprises, serait incommensurablement plus dynamique que prévue. Le PAGA reposait sur une hypothèse de croissance des effectifs de la société sur plusieurs années en se basant sur les objectifs et méthodes d'interventions prévus par la convention France Investissement, qui permettait de calibrer avec précision les niveaux d'activité sur les années à venir. La création, fin 2008, et la montée en charge, courant 2009, du FSI puis la mise en place du Programme des Investissements d'Avenir, en 2010, à l'initiative de l'État, modifie substantiellement l'environnement et le modèle d'affaires de CDC Entreprises, la part de l'investissement direct relativement à celle de l'investissement en fonds de fonds augmentant sensiblement dans le mix produit, notamment sous l'effet de la création de plusieurs fonds sectoriels (ex. fonds OC+, Innobio, Bois, FSN-PME, Ecotechnologies, etc.. Pour prendre en charge ces nouvelles activités d'investissement direct, CDC Entreprises a dû s'adapter : l'effectif salarié de la société a augmenté de 96 % entre 2008 et 2011 (+ 48 % sur la seule année 2010). Cette augmentation exceptionnelle de l'activité a conduit à une hausse du chiffre d'affaires, assis sur les commissions de gestion, des charges d'exploitation (dans une moindre mesure) et, in fine, du résultat net de la société de gestion qui se sont avérées supérieures aux projections envisagées initialement.

S'agissant du dispositif lui-même, le lien entre la performance des équipes sur leur activité d'investissement et de gestion de leurs participations et les dispositions du PAGA est moins direct que dans le cas du carried interest. Tel en était d'ailleurs, si j'en juge par les contacts que j'ai pu nouer, l'objectif affirmé par la CDC et le management de CDC Entreprises. Pour autant, il me semble que le jugement de la Cour en la matière mérite d'être nuancé. Si la compétence et la performance des équipes de CDC Entreprises en matière d'investissement dans les PME de croissance, notamment sur les segments de marché très spécifiques tels que le capital-risque, n'avait pas été réelle et reconnue, la société n'aurait sans doute pas été choisie par les pouvoirs publics et par des investisseurs privés pour gérer de nouveaux fonds. En témoigne, par exemple, la décision de l'Etat de confier à CDC Entreprises la gestion du fonds Ecotechnologies, abondé par le Programme des Investissements d'Avenir, malgré une attribution initiale des enveloppes d'investissement à l'ADEME, ou le choix d'investisseurs privés (industriels, investisseurs

institutionnels , Fonds Européen d'investissement, etc.) d'investir dans les fonds qu'elle gèrait.

Par ailleurs, les revenus de CDC Entreprises incluait également une commission de surperformance des fonds de fonds qu'elle gèrait. A ce titre, elle recevait 10 % des résultats nets annuels des fonds de fonds gérés. Ce mécanisme instaurait un lien entre la performance de gestion des fonds et résultats annuels de la société de gestion, ce qui est une bonne chose.

En outre, malgré leur caractère public, les souscripteurs qu'étaient la CDC et le FSI ainsi que le Commissariat Général à l'investissement n'ont jamais confié de fonds à CDC Entreprises sans négocier le montant des frais de gestion qui, en moyenne sont, notamment sur les fonds gérés pour le compte de l'Etat, inférieurs à ceux pratiqués sur le marché.

Concernant le dénouement du dispositif, dont la Cour considère qu'il a conduit à « un effet d'aubaine » pour les salariés, il me semble que les appréciations de la Cour méritent d'être à la fois clarifiées et nuancées :

- Dans le contexte d'une mise en place de la banque publique d'investissement que les pouvoirs publics ont expressément voulue rapide, je conçois que, pour la CDC, le dénouement du dispositif d'actions gratuites ne pouvait passer que par le rachat de l'ensemble des titres détenus par les salariés de la société. C'est dans ce souci de rapidité d'exécution et de respect des engagements contractuels que la CDC a recouru à la faculté , prévue par le plan d'attributions d'actions gratuites en cas d'opération de cession ou d'apport, de rachat forcé. Dans ce cadre, le prix du rachat des actions gratuites devait être le même que celui auquel CDC Entreprises était apportée. À ce titre, le versement des sommes aux collaborateurs de CDC Entreprises n'est entaché d'aucune irrégularité, pas plus que ne le sont d'ailleurs opérations antérieures conduites au titre des versements de dividendes et des rachats d'actions.

- Si les actionnaires individuels de la société de gestion ont effectivement perçu, au moment de la cession de l'entreprise, des sommes importantes, celles-ci ne sont que le reflet de valorisation de la société retenue par l'Etat et la CDC, au terme d'un processus intense et rigoureux, validé les commissaires aux apports, de valorisation de l'ensemble des actifs apportés à BPI Groupe. D'une manière plus globale, la valeur acquise par la société de gestion en près de 20 ans l'a principalement été grâce à la compétence , au professionnalisme et au travail fourni par ses équipes qui ont ainsi permis de constituer , à l'échelle européenne, un acteur - sinon l'acteur - de référence du capital

investissement ciblant les PME de croissance. Je crois qu'il n'est pas inutile de leur rendre hommage ici.

Par ailleurs, comme la Cour le souligne, un petit nombre de salariés de CDC Entreprises a accepté de limiter le montant qu'ils ont perçu au titre de ce rachat. Certes, le nombre des collaborateurs ayant accepté ce plafonnement volontaire de leurs gains est limité. Cependant, et au-delà de l'extrême probité de l'ensemble des collaborateurs de CDC Entreprises dont je peux attester aujourd'hui, je tiens à souligner l'exemplarité de la décision des principaux détenteurs d'actions gratuites (dont la quasi-totalité des membres du comité de direction de la société) ont, à titre individuel, accepté de prendre, sachant qu'ils auraient légitimement pu demander que l'ensemble de leurs titres leur soit racheté à la valeur retenue pour l'apport des actions de CDC Entreprises à BPI Groupe. Ce comportement me semble d'autant plus remarquable que ces efforts de modération ont pu, individuellement, être non négligeables (abandon de 20 % à 40 % de la valeur de leurs actions). En tout état de cause, je considère que la solution de modération proposée par la CDC était la seule vraiment praticable. Notamment, la piste alternative proposée par la Cour, consistant à réduire unilatéralement la rémunération variable des salariés bénéficiaires du produit de la cession des actions gratuites, ne pouvait être suivie compte tenu du risque de multiplication de contentieux qu'elle aurait recélé 2. D'un point de vue managérial, il aurait été impossible de construire le nouveau groupe Bpifrance en aliénant ainsi une partie significative des équipes d'investissement issues de CDC Entreprises.

Enfin, l'approche retenue par la Cour cherchant à démontrer que les salariés de CDC Entreprises ont bénéficié d'un « effet d'aubaine massif » me semble insuffisamment étayé. La seule référence mentionnée par la Cour pour apprécier le caractère excessif de ces sommes est celle du plafond 450 K€ bruts de rémunération annuelle fixés par le décret du 26 juillet 2012. Ce seuil, qui n'est pas applicable à CDC Entreprises (comme le précise la Cour), n'est devenu une référence normative puissante en matière de rémunérations publiques que bien après la mise en place du PAGA en 2007. Pour autant, et sans nier le positionnement particulier de CDC Entreprises sur le marché du capital investissement, il importe de savoir si les ordres de grandeurs que la Cour met en évidence sont ou non commensurables au total des rémunérations de sociétés comparables. L'évaluation ainsi faite par la Cour aurait gagné en solidité si l'aune à laquelle était comparée l'ensemble des gains perçus par les collaborateurs de CDC Entreprises reposait sur des éléments de comparaison variés (niveaux et composition des rémunérations dans des sociétés à l'activité similaire).

RÉPONSE DU DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS DE MARS 2007 À MARS 2012

Préoccupé par la mise en œuvre du plan d'actions gratuites de CDC Entreprises, j'ai demandé le 19 avril 2011 au service de l'Audit de la Caisse des Dépôts un rapport dans les termes suivants :

"Un dispositif d'attribution gratuite d'actions a été mis en place à CDC Entreprises le 1er octobre 2007, afin de motiver et fidéliser le personnel en l'associant au développement de l'entreprise.

Je souhaite qu'une mission d'audit de la mise en œuvre de ce dispositif soit engagée, afin notamment d'étudier les modalités d'attribution des actions ainsi que de calcul et de versement du dividende prioritaire. La mission s'attachera particulièrement à identifier les conditions dans lesquelles la Caisse des Dépôts, actionnaire unique de CDC Entreprises, a été informée tout au long du processus des principales caractéristiques du dispositif mis en place, et, notamment de ses aspects financiers (simulations pour des cas individuels en particulier).

Je vous remercie de me faire part de vos conclusions avant le 30 juin 2011".

Ce rapport qui m'a été remis le 6 juillet 2011 a constaté que "les obligations légales et réglementaires" ont été respectées et a observé qu'il avait permis de "fidéliser et de récompenser l'ensemble des salariés de CDC Entreprises, et particulièrement l'encadrement supérieur, dans une période où les départs s'intensifiaient."

Ce rapport contenait six recommandations visant :

1. à perfectionner le suivi de ce type de dispositif dans les filiales par la Direction des ressources humaines de la Caisse des Dépôts ;

2. à ce que la Direction Financière de la CDC suive plus en détail les actes de gouvernance de CDC Entreprises ;

3. à obtenir de CDC Entreprises un reporting plus détaillé de la mise en œuvre du plan d'actions gratuites ;

4. à revoir de nombreux aspects techniques du premier plan d'actions gratuites dans le cas où un second plan serait mis en place à partir de 2012 ;

5. à prévoir pour le futur des règles d'attributions permettant de servir les nouveaux arrivants et de discriminer les attributions selon les niveaux de responsabilité ;

6. à améliorer les règles et éléments de calcul d'un nouveau plafonnement dans le cadre d'un nouveau plan d'actions gratuites.

À la suite de ce rapport d'Audit, j'ai pris la décision de ne pas autoriser CDC Entreprises à lancer un nouveau plan d'actions gratuites.

Je n'ai pas d'observation sur la Partie III concernant le dénouement du dispositif. Il a été réalisé à un moment où je n'étais plus directeur général de la Caisse des Dépôts.

Dans ce contexte, l'insertion de la Cour des Comptes n'appelle pas d'autre observation de ma part.

RÉPONSE DU DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS DE JUILLET 2012 À AVRIL 2014

Par la présente, je vous précise partager les remarques portées dans la réponse de la Caisse des Dépôts et Consignations, telle qu'elle vous a été adressée par son Directeur Général, Pierre-René LEMAS, en date du 24 décembre 2014.

RÉPONSE DU PRÉSIDENT DE CDC ENTREPRISES DE SEPTEMBRE 2006 À MARS 2011

Je tiens à remercier la Cour des Comptes qui a déployé des efforts exhaustifs et conséquents dans ses investigations pour démontrer in fine que la mise en œuvre du plan d'actionnariat salarié de CDC Entreprises ne souffrait d'aucune irrégularité réglementaire ni de gouvernance, et que le process s'était déroulé dans la plus grande transparence et légalité.

À partir de 1999, et au fil des ans, CDC Entreprises est devenu un acteur majeur du capital-investissement français, reconnu par le marché et dont l'impact sur le financement des PME et ETI de croissance a été fondamental. Cette réussite trouve ses fondements à la fois dans une vision et une stratégie de grande qualité, mais aussi une exécution sans faille et donc grâce à des équipes au meilleur niveau. La qualité et le professionnalisme des équipes de CDC Entreprises ont d'ailleurs été reconnus par les pouvoirs publics et la CDC lors de la création Bpifrance dont il a été d'emblée évident qu'elle devrait englober la société dans son pôle de capital investissement. La valeur retenue pour CDC Entreprises

dans la transaction de fusion créant Bpifrance démontre à quel point la valeur a été créée, notamment au bénéfice de la CDC qui a eu un retour sur investissement exceptionnel.

Le plan d'actionnariat salarié mis en place en 2007 pour les personnels de CDC Entreprises par l'actionnaire unique CDC répondait à une double nécessité : continuer à disposer des ressources humaines expérimentées et compétentes qui allaient gérer l'ambitieux programme France Investissement voulu par le gouvernement d'une part et recruter les individus de qualité qui devaient compléter le socle existant d'autre part. CDC Entreprises, SAS de droit privé, était en effet ancrée dans le marché, très dynamique à l'époque. Ce mécanisme d'intéressement, voulu par deux Directeurs Généraux successifs de la CDC, a été expertisé et validé par l'ensemble des équipes compétentes de la CDC. Le plan, dans ses fondements, permettrait d'allier intéressement aux résultats, gestion saine des charges et maintien de l'activité dans l'intérêt général. L'actionnaire a souhaité, avec équité et justice, l'ouvrir à l'ensemble des personnels. Ces caractéristiques du plan ont permis par ailleurs de contenir les rémunérations salariales dans des niveaux raisonnables, très inférieurs à la pratique des sociétés de gestion de la place, y compris celles des autres filiales de la CDC. Elles ont évité par ailleurs une trop forte concentration des bénéficiaires au sein du management à la différence de ce qui se pratique avec le « carried interest », dont les montants globaux et unitaires sont hors de proportion avec ceux du plan d'actions gratuites. Enfin, elles ont incité l'ensemble des personnels à contenir les charges et à gérer avec efficacité le portefeuille d'investissements. On peut cependant regretter que l'extension envisagée du plan d'actionnariat salarié n'ait pas été mise en place lorsque constat fut fait de l'accroissement d'activité et de la nécessité d'embaucher plus. Cette extension aurait permis un plus juste partage de la valeur créée.

À contrario de ces constats objectifs sur le niveau des rémunérations à CDC Entreprises, la présentation de la Cour souffre de certains biais consistant à additionner des éléments financiers de natures différentes : des rémunérations salariales, fixes et variables, avec des revenus du capital résultant des dividendes de plusieurs années, ou même la prise en compte du produit de la vente des actions (totalement exceptionnel) sur une seule année. Économiquement, le produit de cession perçu par les actionnaires lors de l'opération d'apport à Bpifrance correspond à la valeur acquise par la société de gestion au cours du temps. À ce titre, il devrait être lissé sur la durée du plan. Par ailleurs, pour être plus objective, la Cour aurait pu rappeler que le produit de la cession des titres a été soumis à la fiscalité. Même si le taux réel d'imposition dépend des situations et des choix fiscaux de chacun des

titulaires d'actions gratuites, la démonstration de la Cour aurait gagné en transparence si elle avait a minima donné un ordre de grandeur quant au taux d'imposition appliqué sur les plus-values de cessions (environ 50 %). En l'état, le lecteur attentif du rapport de la Cour ne peut se départir du sentiment que cette dernière cherche avant tout à lui faire passer l'idée d'un gonflement artificiel des rémunérations, faisant ainsi fi de la complexité des matières abordées (droit privé, droit du travail, droit des sociétés, etc.) et du caractère nuancé des réalités.

Je suis fier de ce que les hommes et les femmes de CDC Entreprises ont réalisé pour l'économie de notre pays et je reste convaincu que le système de rémunération global de CEC entreprises avait maintenu un juste équilibre entre objectifs publics et gestion privée. On ne peut en aucun cas nier que la motivation des équipes était pour partie liée à l'actionnariat salarié. C'est d'ailleurs exactement ce que veut encourager le gouvernement au travers de plusieurs mesures du projet de loi pour l'activité et l'égalité des chances économiques.

**RÉPONSE DU PRÉSIDENT DE CDC ENTREPRISES DE MARS
2011 À JUILLET 2013**

J'ai l'honneur de vous informer que ce rapport n'appelle pas d'observation de ma part.
