

## 2

# **La fusion Transdev-Veolia Transport : une opération mal conçue, de lourdes pertes à ce jour pour la Caisse des dépôts et consignations**

---

### **PRÉSENTATION**

---

*La Caisse des dépôts et consignations (CDC) était, en 2009, l'actionnaire majoritaire de Transdev, société de transports publics. Cette société a été fusionnée le 3 mars 2011 avec Veolia Transport, filiale de Veolia Environnement, pour former le groupe Veolia-Transdev détenu à parts égales par la CDC et par Veolia Environnement. Celui-ci a repris le nom de Transdev en avril 2013.*

*Après trois années déficitaires et d'importantes dépréciations d'actifs, le nouveau groupe a retrouvé l'équilibre en 2014 et poursuit son redressement en 2015. Son actionnariat reste identique, alors même que Veolia Environnement a annoncé neuf mois seulement après la fusion sa volonté de désengagement. Toute évolution est, en effet, suspendue à la sortie de la Société nationale maritime Corse Méditerranée (SNCM) du périmètre du nouveau Transdev.*

*À ce jour, cette opération, insuffisamment étudiée et mal conduite (I), s'est traduite par des pertes d'un demi-milliard d'euros pour le groupe CDC qui se retrouve en première ligne pour organiser l'avenir du nouveau Transdev (II).*

*Elle fait ressortir des faiblesses persistantes dans la gouvernance de la CDC, malgré les améliorations apportées par la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie (LME).*

---

## I - Une décision précipitée, un projet mal préparé et mal conduit

La CDC souhaitait, en 2009, mettre fin au partenariat de Transdev avec la Régie autonome des transports parisiens (RATP) et rechercher un nouveau partenaire. Le choix de fusionner avec Veolia Transport a été fait très rapidement. Le projet et ses conditions de réussite n'ont pas été suffisamment étudiés. La mise en œuvre a été déficiente. En bout de course, le partenariat stratégique entre les deux actionnaires a été remis en cause par Veolia Environnement fin 2011, quelques mois seulement après la fusion.

### A - Un choix précipité

Constitué dans le giron du groupe CDC, le groupe Transdev avait atteint en 2009 un stade de son développement qui conduisait à envisager la rupture du partenariat existant avec la RATP et un rapprochement avec un autre acteur du secteur. Le choix s'est opéré courant 2009, de manière hâtive.

#### **Le secteur des transports routiers de voyageurs en France en 2009**

Le marché des transports routiers de voyageurs en France était organisé autour de quatre acteurs, dont un privé et trois publics :

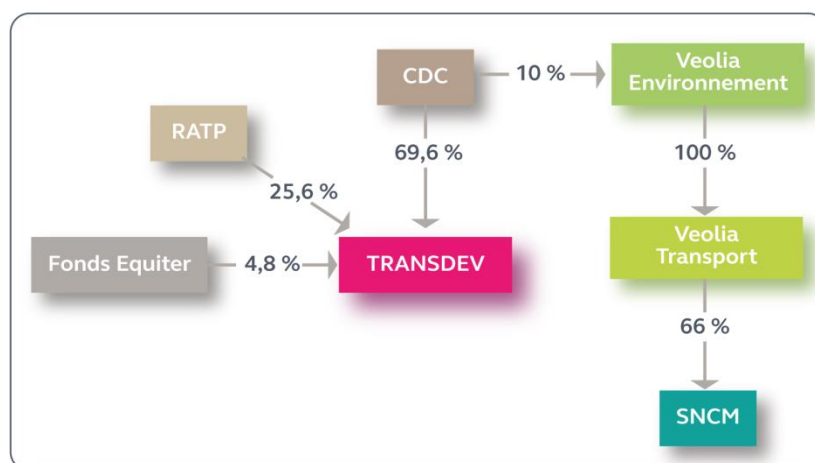
- Veolia Transport, division et filiale du groupe Veolia Environnement, dont la CDC était actionnaire à hauteur de 10 %. Le groupe détenait, depuis octobre 2008, 66 % du capital de la SNCM aux côtés de l'État (25 %) et des salariés (9 %). Le chiffre d'affaires était de 5,9 Md€ en 2009 ;
- Keolis, filiale à hauteur de 45,4 % de la SNCF aux côtés de la Caisse des dépôts et placement du Québec et du fonds AXA Private Equity. Le chiffre d'affaires était de 3,4 Md€ en 2009 ;
- Transdev, filiale de la CDC qui en détenait 69,6 %, aux côtés de la RATP (25,6 %) et du fonds Equiter (4,8 %). Le chiffre d'affaires était de 2,5 Md€ en 2009 ;
- RATP Dev, filiale à 100 % de l'établissement public industriel et commercial RATP. Le chiffre d'affaires était de 192 M€ en 2009.

Ces entreprises sont principalement des opérateurs de transports publics urbains ou interurbains pour le compte d'autorités organisatrices, dans le cadre de contrats de délégation de service public remis en jeu régulièrement dans des d'appel d'offres. Elles peuvent être prestataires de sociétés d'économie mixtes (SEM) ou de régies. Elles peuvent avoir des activités complémentaires : ferroviaire, taxis, liaisons fluviales et maritimes.

### 1 - Une réflexion ouverte début 2009

Filiale historique de la CDC, le groupe Transdev était présent comme opérateur dans le transport urbain (métro, tramway, bus) et le transport interurbain. Il employait 32 000 collaborateurs<sup>239</sup> à travers le monde et réalisait un chiffre d'affaires de 2,5 Md€ en 2009, dont la France ne représentait plus que 38 %. Les résultats étaient régulièrement bénéficiaires, avec 32,5 M€ en 2009<sup>240</sup>, mais la contribution aux résultats du groupe CDC restait modeste.

Schéma n° 1 : situation en juillet 2009 (avant fusion)



Source : Cour des comptes

<sup>239</sup> Avec les effectifs des sociétés d'économie mixte (SEM) dont Transdev est simplement prestataire, l'effectif atteignait 47 000 collaborateurs.

<sup>240</sup> Le résultat net moyen sur la période 2006-2009 s'est élevé à 24,4 M€.

Le groupe Transdev avait doublé son chiffre d'affaires et la taille de son bilan en prenant le contrôle de l'entreprise publique Connexxion aux Pays-Bas en 2007, l'État néerlandais restant actionnaire minoritaire de cette filiale<sup>241</sup>. Cette opération a posé des problèmes de gouvernance et s'est révélée moins fructueuse que prévu initialement.

La CDC avait noué au premier semestre 2002<sup>242</sup>, à l'instigation de l'État, un partenariat stratégique avec la RATP qui détenait 25,6 % du capital de Transdev. Cela ouvrait pour la RATP une possibilité d'évoluer vers des activités concurrentielles, et pour la CDC celle d'ouvrir le capital de Transdev, avec la perspective d'une introduction en bourse, tout en restant l'actionnaire de référence.

Ce partenariat ne donnait pas satisfaction au groupe CDC, qui considérait depuis plusieurs années déjà qu'il entravait le développement de Transdev, en raison des réticences prêtées aux collectivités locales à l'égard de la RATP et des moyens en capital limités que cette dernière était susceptible de consacrer à cette diversification.

La commission de surveillance de la CDC, dans un avis adressé au directeur général et à l'État, a demandé en mars 2009 la rupture du partenariat avec la RATP avant la fin de l'année en cours, suivie dans un second temps d'une réflexion sur un autre partenariat éventuel.

De son côté, la RATP n'était pas non plus satisfaite du *statu quo*. Elle voulait, au contraire, monter au capital de Transdev et en prendre le contrôle opérationnel. Dès lors que la rupture est apparue inévitable, elle a demandé une compensation sous forme de transfert d'actifs.

La CDC n'avait pas demandé la non-reconduction du pacte d'actionnaire du 26 avril 2002<sup>243</sup> en temps utile. Elle n'a pas souhaité attendre une période supplémentaire de deux ans, ni engager une procédure de rupture conflictuelle, dans les conditions fixées par le pacte. Dès lors, il lui fallait recueillir l'accord amiable de la RATP.

---

<sup>241</sup> Transdev s'était associé dans cette opération avec la banque néerlandaise des collectivités locales, BNG, et détenait 50,025 % du capital. L'État néerlandais était resté actionnaire minoritaire avec 33,3 % du capital. Il disposait d'une option de vente à Transdev pour un prix déterminé à l'avance, qui sera exercée en février 2013 pour un montant de 132 M€.

<sup>242</sup> Accord de principe du 18 janvier 2002 et pacte d'actionnaire du 26 avril 2002.

<sup>243</sup> Le pacte était conclu pour une durée de trois ans à compter de sa signature, et renouvelable par périodes de deux ans par la suite, sauf opposition d'une des parties notifiée dans les six mois précédant l'échéance. En l'occurrence, la CDC aurait pu notifier sa décision avant le 26 octobre 2008, ce qui l'aurait obligé à racheter les parts de la RATP. En cas de conflit, il était également prévu que la CDC rachète les parts de la RATP. Dans les deux cas, le pacte précisait les conditions de fixation du prix.

La stratégie de la CDC était de rester l'actionnaire de référence de Transdev, avec au moins 33 % du capital sur le modèle de sa participation dans la Compagnie des Alpes.

L'initiative de la CDC était stratégique pour le secteur du transport de voyageurs en France et pour les collectivités territoriales qui ont pu craindre un affaiblissement de leur liberté de choix et une hausse des prix. À l'international, la concurrence entre quatre groupes français pouvait être préjudiciable pour eux.

## 2 - Un choix fait dans un délai très court

En droit, le choix du nouveau partenaire de Transdev relevait du directeur général de la CDC, compétent pour les opérations d'investissement et de désinvestissement.

Cette compétence s'exerçait sous le contrôle de la commission de surveillance de la CDC et du comité des investissements, mis en place en application de la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie (LME).

### **La gouvernance de la CDC en matière de participations**

La Caisse des dépôts et consignations (CDC) est « placée, de la manière la plus spéciale, sous la surveillance et la garantie de l'autorité législative » (loi du 28 avril 1816).

1/ La CDC est dirigée et administrée par un directeur général, nommé pour cinq ans. Les décisions d'investissement et de désinvestissement sont de sa compétence.

2/ La commission de surveillance est chargée de surveiller la CDC.

La loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie (LME) a renforcé le poids du Parlement en son sein et élargi sa composition. Elle a également renforcé ses compétences.

Elle est, notamment, saisie pour avis, au moins une fois par an, sur les orientations stratégiques et sur la définition de la stratégie d'investissement de l'établissement public et des filiales.

Elle peut adresser au directeur général des observations qui ne sont pas obligatoires pour lui. Elle peut décider de rendre publics ses avis, systématiquement annexés au rapport annuel qu'elle adresse au Parlement.

Elle peut proposer qu'il soit mis fin aux fonctions du directeur général, et il ne peut être mis fin à ses fonctions sans son avis.

3/ Le comité des investissements est un comité spécialisé constitué au sein de la commission de surveillance et présidé par son président. Il comprend deux autres membres, effectif porté à trois depuis novembre 2010.

Il est saisi préalablement des opérations d'acquisition ou de cessions de société dans laquelle la CDC exerce une influence notable ou dont le montant est supérieur à 150 M€. Le directeur général doit communiquer aux seuls membres du comité des investissements (CDI) tous les éléments dont il dispose, et impérativement les éléments suivants : la valorisation, la stratégie, la procédure suivie, les critères de sélection et le niveau de prix.

Il formule un avis, qui est présenté à la plus prochaine séance de la commission de surveillance. Si le directeur général ne suit pas cet avis, il doit motiver sa décision devant la commission de surveillance.

4/ La CDC détient des participations en dehors du périmètre du groupe, notamment dans de grandes entreprises françaises cotées. Quelques-unes font l'objet d'un « accompagnement stratégique », qui se traduit, notamment, par une présence au conseil d'administration et un suivi par le département des participations et du développement au même titre que les filiales. C'est le cas de Veolia Environnement.

Veolia Environnement a manifesté son intérêt pour Transdev au printemps 2009.

La CDC était alors le premier actionnaire du groupe Veolia Environnement avec 10 % du capital et un siège au conseil d'administration. Cette participation, au même titre que celle dans Dexia, faisait l'objet d'un « accompagnement stratégique » sans entrer dans le périmètre du groupe. Sa valeur boursière était d'environ 1,1 Md€ fin 2009, divisée par trois par rapport à son point culminant de 2008.

Le directeur général de la CDC a reçu du président-directeur général de Transdev une note du 30 mars 2009 qui estimait que « ce projet a une grande consistance et peut constituer une aventure industrielle très prometteuse pour la France, compte tenu de l'effet d'entraînement qu'aurait un tel groupe sur l'industrie française du transport ». Cette note posait trois conditions : la parité des actionnaires,

le maintien du président-directeur général et le changement de nom de la société. C'est sur cette base que les négociations bilatérales ont été engagées par le directeur général de la CDC.

La manière dont le processus s'est engagé appelle deux observations :

- la sortie de la RATP du capital de Transdev n'a finalement pas été réalisée préalablement à la conclusion d'un nouveau partenariat, contrairement aux recommandations de la commission de surveillance, mais simultanément, ce qui donnait un pouvoir d'arbitrage à la RATP ;
- des négociations se sont engagées sans avoir donné un mandat de recherche, ni prévu une procédure d'appel à la concurrence. Si celle-ci n'était pas obligatoire juridiquement, elle eût été souhaitable s'agissant de la cession d'un actif public et au regard des enjeux.

La SNCF a également manifesté son intérêt quelques semaines plus tard, pour le compte de sa filiale Keolis, dans les mêmes conditions de gouvernance et de parité. La CDC lui a donné l'assurance qu'elle aurait accès à l'ensemble des informations données à Veolia Environnement et que son projet serait examiné.

Dans ce contexte, Veolia Transport et Keolis étaient deux partenaires potentiels sérieux, mais pas nécessairement les seuls possibles ; un rapprochement avec l'un plutôt que l'autre ne s'imposait pas véritablement :

- Veolia Transport, division du groupe Veolia Environnement, était de taille deux fois supérieure à Transdev, avec 5,9 Md€ de chiffre d'affaires et près de 78 000 employés en 2009, présent dans 28 pays. Ses résultats étaient négatifs de manière récurrente, avec 73 M€ de pertes en 2009<sup>244</sup> ;
- Keolis, filiale de la SNCF aux côtés d'investisseurs financiers, était de taille comparable à Transdev, avec 3,4 Md€ de chiffre d'affaires et 45 500 employés en 2009. Ses résultats étaient bénéficiaires (46 M€ en 2009).

Un examen comparatif a bien été organisé, mais dans le délai très court de six jours : les banques-conseils de la CDC (BNP Paribas et Société Générale) ont transmis un cahier des charges le 28 mai 2009, les réponses étant attendues pour le 3 juin 2009 au plus tard.

---

<sup>244</sup> Le déficit a été en moyenne de 83 M€ par an sur la période 2006-2009.

Le président de la commission de surveillance de la CDC, tout comme la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, ont écrit au directeur général de la CDC pour demander que la comparaison entre les deux candidats soit faite sur la base de critères objectifs, de manière transparente et équitable. Ils ont également invité la CDC à prendre son temps dans l'examen de ce dossier et à approfondir les négociations.

Les éléments de valorisation et de structuration financière de la transaction, pourtant déterminants, ne faisaient pas partie du cahier des charges et n'étaient, en conséquence, pas pris en compte dans cette analyse comparative ; les conditions de sorties de la RATP non plus. Ainsi, deux volets essentiels pour apprécier l'opération n'étaient pas disponibles à ce stade, en contradiction avec le texte du règlement intérieur sur les informations requises pour une consultation du comité des investissements<sup>245</sup>.

Soumise par médias interposés<sup>246</sup> à la pression de Veolia Environnement, société cotée, la CDC n'a pas souhaité approfondir les négociations, alors que sa position était plus forte tant qu'elle gardait deux interlocuteurs. Ce choix n'est sans doute pas étranger au fait que la CDC était par ailleurs le premier actionnaire au capital de Veolia Environnement.

Le directeur général de la CDC était favorable au rapprochement avec Veolia Transport. Le comité des investissements et la commission de surveillance de la CDC, réunis respectivement les 21 et 22 juillet 2009, ont rendu un avis favorable, mais encadré par quatre conditions : « le management exécutif du nouvel ensemble par Transdev, la réelle parité de l'actionnariat, l'élaboration d'un projet industriel fondé sur des objectifs stratégiques partagés et la compensation de la RATP par la cession équilibrée d'actifs de Transdev et de Veolia Environnement, en cohérence avec le projet industriel »<sup>247</sup>.

---

<sup>245</sup> Selon le règlement intérieur de la commission de surveillance adopté fin 2008, les éléments d'information « requis » sont, notamment, « l'évaluation de la valeur de l'entreprise » selon les méthodes usuelles et « l'objet de la cession ou de l'acquisition, en particulier le niveau de prix ».

<sup>246</sup> Communiqué de presse de Veolia Environnement du 9 juin 2009 confirmant son intérêt pour une fusion des deux filiales et une introduction en bourse de la nouvelle entité, suivi d'un démenti du directeur général de la CDC pour préciser qu'aucune décision n'était prise.

<sup>247</sup> CDC, *Rapport au Parlement 2009*, disponible sur [www.caissedesdepots.fr](http://www.caissedesdepots.fr)



La CDC et Veolia Environnement ont signé le 22 juillet 2009 un accord de négociation et annoncé le jour même l'ouverture de négociations exclusives portant sur le rapprochement de leurs filiales respectives, Transdev et Veolia Transport. Le président de la commission de surveillance a diffusé le même jour un communiqué de presse faisant état des points d'attention retenus par la commission en séance.

L'objet de l'accord était de créer une nouvelle entreprise, détenue à parité par les deux actionnaires. Veolia Environnement devait être l'opérateur industriel du nouveau groupe et la CDC un investisseur stratégique à long terme. En conséquence, la nouvelle entité devait être intégralement consolidée dans les comptes du groupe Veolia Environnement. Une introduction en bourse dans un délai de deux ans était prévue pour accompagner l'expansion du nouveau groupe. Enfin, le premier directeur général devait être le président-directeur général de Transdev en poste en 2009.

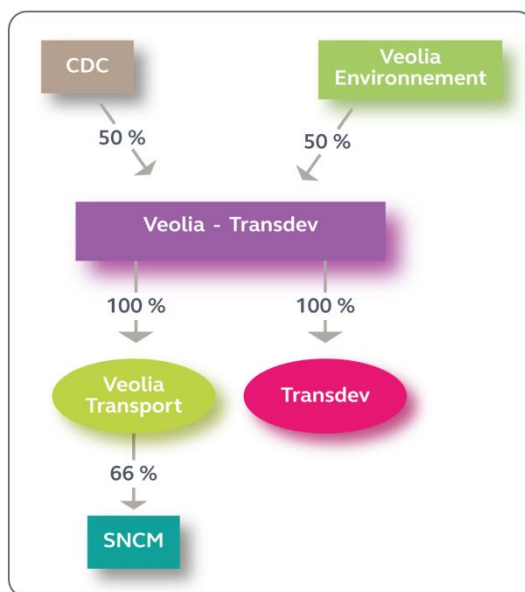
### **3 - Des coûts élevés liés à la volonté de parité au capital et au retrait de la RATP**

L'accord final a été conclu le 4 mai 2010<sup>248</sup>, selon des modalités défavorables à la CDC, même si elles ont été présentées comme le prix à payer pour la parité et la sortie de la RATP.

---

<sup>248</sup> L'accord de rapprochement du 4 mai 2010 comportait un protocole de rapprochement, un pacte d'actionnaire pour 30 ans, un protocole de sortie de la RATP (dans des conditions un peu différentes de celles envisagées en décembre) et des conventions croisées de garanties.

### Schéma n° 2 : situation après la fusion



Source : Cour des comptes

Il prévoyait une augmentation de capital de Transdev de 200 M€ à la charge de la CDC pour assurer la parité, alors que l'accord de négociation du 22 juillet excluait tout versement en numéraire.

Ce montant résultait des valorisations respectives retenues pour les deux entreprises, à des niveaux élevés et avec un écart de 200 M€ en faveur de Veolia Transport, une fois prise en compte la compensation de la sortie de la RATP du capital de Transdev<sup>249</sup>.

Le comité des investissements a été mis devant le fait accompli, puisqu'il n'a été formellement consulté que le 21 janvier 2010 et que ce chiffre avait déjà été annoncé le 21 décembre 2009. Au demeurant, la participation du fonds Equiter dans Transdev avait été rachetée, fin 2009, par la CDC en numéraire pour un montant de 30 M€, cohérent avec la valorisation de Transdev retenue pour la fusion.

<sup>249</sup> Chacune des entreprises était apportée pour une valeur de 691 M€, soit une valeur totale de 1 382 M€ pour le nouvel ensemble. Ces valeurs étaient figées, sans clause d'ajustement ultérieur.

Il a demandé que cet apport soit consacré à des opérations de croissance externe, en particulier au Royaume-Uni pour compenser les actifs transférés à la RATP sur ce marché. Si ce souhait a bien été pris en compte, les circonstances postérieures à la fusion n'ont pas permis de le réaliser.

Les actifs transférés à la RATP ont été prélevés principalement sur Transdev, contrairement aux intentions affichées dans l'accord de juillet 2009.

Ces actifs ont été choisis en fonction de la stratégie industrielle de la RATP, au détriment des choix que pouvait opérer le nouveau groupe, qui considérait le Royaume-Uni comme un des cinq pays prioritaires. Il s'agissait d'actifs de qualité (en particulier, des exploitants du réseau d'autobus de Londres), la RATP ayant en revanche refusé, à la suite des audits qui faisaient ressortir une valeur négative, ceux en provenance de Veolia Transport au Royaume-Uni.

Cet apport d'actifs a donné une forte impulsion au développement de RATP Dev, dont le chiffre d'affaires a triplé entre 2009 et 2011 pour atteindre 600 M€.

## **B - Un projet insuffisamment étudié**

Le directeur général de la CDC a considéré que le rapprochement avec Veolia Transport était le bon choix et en a exposé les motivations dans une note aux membres du comité des investissements, en date du 17 juillet 2009. Mais l'analyse réalisée par les services de la CDC présentait plusieurs faiblesses et lacunes.

### **1 - Des ambitions peu réalistes**

La principale motivation était le potentiel de création de valeur, qui apparaissait plus élevé avec Veolia Transport. Cette analyse reposait sur les objectifs de synergies mises en avant par Veolia, en matière commerciale, sur le plan de l'efficacité opérationnelle et de la réduction des coûts.

Toutefois, les plans d'affaires présentés de part et d'autre n'ont pas fait l'objet d'un examen approfondi, ce qu'a relevé le président de la commission de surveillance. Les hypothèses sur la croissance de

l'activité, notamment en France, étaient volontaristes, celles sur le prix du carburant résolument optimistes.

Enfin, les économies dues aux synergies (70 M€ par an) nécessitaient des mesures fortes, que les deux partenaires n'étaient pas nécessairement prêts à assumer.

Le second argument était celui d'une taille plus importante et de la forte présence internationale de Veolia Transport, complémentaire de Transdev. Toutefois, il apparaissait que le groupe, en contrepartie, serait très dispersé, présent dans 27 pays mais sans atteindre la taille critique partout.

L'endettement du nouveau groupe (1,8 Md€) n'était manifestement pas compatible avec une introduction rapide en bourse et ne permettait pas non plus d'accompagner une stratégie de développement industriel ambitieuse.

L'ensemble de ces éléments rendait d'emblée improbable la perspective d'une introduction en bourse dans le délai prévu de deux ans.

## **2 - Des conditions essentielles non remplies**

Les services de la CDC ont minimisé les difficultés potentielles, notamment la compatibilité entre des modèles et des cultures d'entreprise assez éloignés.

La perception par les clients, pour l'essentiel des collectivités territoriales, était pourtant un point déterminant. La confiance des partenaires de Transdev était étroitement liée à son appartenance au groupe CDC et à une gestion de proximité. Du côté de Veolia Environnement, l'approche commerciale englobait volontiers l'ensemble des métiers du groupe et pas seulement le volet « transport ».

La capacité des équipes à travailler ensemble était également une condition clé du succès. À cet égard, il était de mauvais augure que le management de Transdev ait fait savoir, dans une « contribution à l'instruction » en date du 5 juin 2009, qu'il était défavorable au projet de fusion avec Veolia Transport.

L'acceptation par les clients et l'adhésion des équipes étaient, pourtant, les deux enjeux principaux mentionnés par la direction des risques et du contrôle interne (DRCI) de la CDC, consultée sur le projet.

La CDC a, par ailleurs, sous-estimé les facteurs d'incertitude sur la stabilité des orientations de Veolia Environnement. Le président-directeur général était personnellement attaché à la place de la branche transport dans le groupe, point de vue qui n'était pas unanimement partagé au sein du conseil d'administration et de la direction.

Les risques de paralysie résultant usuellement d'une répartition du capital à 50-50 devaient, au cas d'espèce, être limités par le fait que Veolia Environnement s'était vu reconnaître dans la négociation un rôle d'opérateur industriel. Toutefois, cette option n'était pas totalement assumée par la CDC en raison notamment des réticences de la commission de surveillance et du management de Transdev.

### **3 - Une sous-estimation des risques liés à la SNCM**

La présence de la filiale SNCM, filiale à 66 % de Veolia Transport, dans le périmètre du nouveau groupe, semble avoir été ignorée lors de l'examen initial du projet en 2009. Ce sujet n'a même pas été mentionné dans la note transmise au comité des investissements, ni porté à la connaissance de la commission de surveillance. Il n'a pas été examiné dans l'instruction, alors que de nombreuses questions méritaient un approfondissement (risques contentieux, plan d'affaires, valorisation des navires).

#### **La Société nationale maritime Corse Méditerranée (SNCM)**

La SNCM est une compagnie maritime française assurant des liaisons régulières depuis la France continentale vers la Corse, la Sardaigne, l'Algérie et la Tunisie.

Pour la Corse, le service pour les traversées au départ de Marseille est assuré depuis 2002 dans le cadre d'une délégation de service public (DSP) avec une compensation financière. Un deuxième contrat a été conclu pour la période 2007-2013 et un troisième est en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014.

Sous l'effet de la concurrence, en particulier de la société Corsica Ferries, la part de marché de la SNCM entre les ports continentaux français et la Corse est passée de 82 % en 2001 à 27 % en 2013.

La SNCM, détenue majoritairement par l'État depuis 1976, a bénéficié d'une première aide à la restructuration en novembre 2003. À la suite de nouvelles difficultés, une procédure de privatisation de gré à gré a été engagée en 2005. La SNCM a été reprise en mai 2006, en même temps que de nouvelles aides lui étaient apportées, par un tandem constitué par un financier et un industriel, le fonds Butler Capital Partners (BCP) pour 38 % et Veolia Environnement pour 28 %. L'État conservait 25 % du capital à travers la Compagnie générale maritime et financière (CGMF) et les salariés détenaient 9 %. Veolia Environnement a racheté les parts de BCP fin 2008, portant ainsi sa part de capital à 66 %.

Le chiffre d'affaires était d'environ 300 M€ en 2009, avec un effectif de 2 040 salariés (dont environ 600 contrats à durée déterminée).

Le bilan de la SNCM a été déposé le 4 novembre 2014. Elle est depuis le 28 novembre 2014 en procédure de redressement judiciaire. Par jugement du 20 novembre 2015, le Tribunal de commerce de Marseille a attribué la reprise des actifs de la SNCM au groupe Rocca, un des quatre candidats à avoir déposé une offre.

Les responsables de la CDC considéraient en 2009 que la SNCM restait de la responsabilité de Veolia Environnement, puisqu'une garantie spécifique figurait dans les accords du 4 mai 2010.

Cette garantie couvrait les préjudices pouvant résulter de trois contentieux connus à cette date, auxquels la société Corsica Ferries était partie :

- un recours contre la décision de la Commission européenne du 8 juillet 2008 ayant déclaré les aides d'État dans le cadre de la restructuration et de la privatisation compatibles avec le droit communautaire. Le Tribunal de l'Union européenne a annulé cette décision le 11 septembre 2012 et la Commission européenne en a tiré les conséquences dans une nouvelle décision du 20 novembre 2013, demandant la récupération des sommes auprès de la SNCM pour un montant évalué à 220 M€ hors intérêts ;
- un recours contre la délégation de service public portant sur la liaison Marseille-Corse pour la période 2007-2013. Le Conseil d'État a annulé le 13 juillet 2012 l'arrêt de la cour administrative d'appel de Marseille qui avait annulé la délibération de 2007 d'attribution de la DSP au groupement SNCM-CMN. L'affaire est renvoyée devant cette dernière juridiction ;
- un recours devant l'Autorité de la concurrence pour abus de position dominante collective avec la CMN qui a débouché sur une condamnation à une amende.

Si ce dispositif juridique était supposé protéger la CDC contre les conséquences de ces trois contentieux, tel n'était pas le cas pour de nouvelles procédures, la CDC n'ayant pas fait figurer dans les accords du 4 mai 2010 de clause de garanties à l'égard de contentieux non connus ou à naître.

Or deux contentieux sont apparus postérieurement à la fusion :

- la Commission européenne a rendu, le 2 mai 2013, une décision ordonnant la cessation immédiate du versement, par la collectivité territoriale de Corse, de compensations au titre du « service complémentaire » (périodes de pointe) et la récupération des sommes déjà versées à ce titre. La collectivité territoriale de Corse a suspendu les paiements en août 2013 et a émis, en novembre 2014, deux titres de recouvrement de 167,3 M€ et de 30,5 M€ correspondant au capital versé et aux intérêts. La procédure de redressement judiciaire décidée le 29 novembre 2014 a fait obstacle au paiement ;
- la société Corsica Ferries a introduit le 15 novembre 2013 un recours devant le tribunal administratif de Bastia en annulation de la nouvelle DSP, signée le 24 septembre 2013 pour une durée de 10 ans à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2014. Par jugement du 7 avril 2015, le tribunal administratif a décidé que la nouvelle DSP serait résiliée à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2016.

## C - Une mise en œuvre déficiente

Les autorisations nécessaires à la fusion étaient nombreuses : Commission européenne, autorités de la concurrence (en France et aux Pays-Bas), commission des participations et des transferts (CPT) en raison de la sortie du secteur public<sup>250</sup>. Le processus depuis la décision de principe (22 juillet 2009) jusqu'à la clôture juridique de l'opération a duré près de 21 mois.

Ce délai, en grande partie incompressible, n'a pas été mis à profit pour préparer la fusion dans de bonnes conditions. Il a été au contraire préjudiciable, avec un changement des règles du jeu décidé au dernier moment et une incapacité des actionnaires à se mettre d'accord en temps utile sur le volet opérationnel.

---

<sup>250</sup> La loi du 2 juillet 1986 autorisant le Gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social définit le transfert au secteur privé comme la perte de la détention de plus de la moitié du capital social par le secteur public.

## 1 - La modification du pacte d'actionnaires juste avant la fusion

Le pacte d'actionnaire a été modifié le 7 février 2011, moins d'un mois avant la clôture de l'opération. Veolia Environnement ne souhaitait plus consolider intégralement le nouveau groupe dans ses comptes. Plusieurs points essentiels du dispositif ont été remis en cause :

- un strict équilibre des pouvoirs entre actionnaires a été mis en place, tant au sein du conseil d'administration (avec un administrateur indépendant) que par la reconnaissance de droits de *veto* supplémentaires à la CDC (budget, plan à moyen terme et principaux mécanismes de financement). Ce rééquilibrage favorable pour la CDC présentait en contrepartie le risque de bloquer la gouvernance ;
- du fait de cette modification, Veolia Environnement pouvait déconsolider la nouvelle entité de ses comptes, avec pour conséquence un transfert de dette vers le bilan de la CDC. La dette portée par la CDC au titre de sa participation a plus que doublé, passant de 450 à 950 M€ ;
- le président-directeur général de Transdev, pressenti depuis l'origine comme directeur général de la nouvelle société, a été écarté au profit d'un nouveau directeur général, extérieur aux deux entités. Le directeur général de Veolia Transport, qui devait être directeur général délégué, était également évincé au motif qu'il fallait assurer l'unité de management.

Ce nouveau directeur général, qui venait du groupe CDC, a été proposé par Veolia Environnement. Il a été recruté sur un contrat de travail signé par Veolia Environnement.

Ce changement en matière de management revenait sur l'une des conditions mises par le comité des investissements et la commission de surveillance à leur acceptation de l'opération.

Ce choix s'est avéré d'autant plus pénalisant que l'ancien PDG de Transdev a rejoint la concurrence au sein du groupe SNCF, d'abord comme conseiller du président sur les politiques de mobilité, puis comme président du conseil de surveillance de la filiale Keolis, compétiteur le plus direct de Transdev.



Le directeur général de la CDC a cherché en vain à s'opposer à ce recrutement, mais le contrat de travail<sup>251</sup> ne comportait aucune clause de non concurrence, pas plus que la transaction signée le 31 mars 2011 sur ses conditions de départ, pourtant favorables.

## **2 - Des retards dans la préparation opérationnelle de la fusion**

À la date de la clôture juridique de la fusion (3 mars 2011), de nombreuses questions opérationnelles identifiées dans l'accord du 4 mai 2010 n'avaient pas été résolues.

La fusion n'était, en fait, à ce stade qu'une juxtaposition de deux entités juridiques et de deux organisations. En atteste le fait qu'aucun dossier sur le sujet n'avait été transmis aux instances représentatives du personnel.

Aucune décision n'avait été prise sur la nouvelle marque et le logo, ou encore sur la localisation des sièges du nouveau groupe, pas plus que sur la réorganisation des réseaux en France et à l'étranger. La question des prestations fournies par Veolia Environnement à Veolia Transport, pour un coût de 80 M€, n'avait pas non plus été abordée.

Les énergies ont été concentrées sur des questions d'organigramme, avec un souci de parité à tous les niveaux. La CDC n'a pas remis en cause le fait que les cadres de Veolia Transport restent sous contrat de travail Veolia Environnement, ce qui concernait une vingtaine de personnes et n'était pas propice au rapprochement des équipes.

## **D - Le revirement stratégique de Veolia Environnement**

### **1 - La décision de désengagement de Veolia Environnement**

En décembre 2011, soit neuf mois seulement après la fusion, Veolia Environnement a annoncé sa décision de se désengager du domaine des transports et de céder sa participation dans Veolia-Transdev, dans un délai de deux ans, en concertation avec la CDC.

---

<sup>251</sup> Le contrat de travail remontait à 2005 en tant que directeur général délégué de Transdev et avait été suspendu durant la durée du mandat social.

Cette annonce s'inscrivait dans un plan de désendettement du groupe Veolia Environnement, dont le cours de bourse avait été divisé par deux au cours de l'année 2011<sup>252</sup>. Elle lui permettait également de présenter des comptes 2011 n'intégrant pas les pertes et dépréciations au titre de Veolia-Transdev<sup>253</sup>, alors même que d'importantes plus-values avaient été constatées au moment de la fusion<sup>254</sup>.

La CDC n'était pas protégée par le pacte d'actionnaires contre un changement d'orientation aussi soudain de son partenaire, qui ouvrait une période d'incertitude très préjudiciable pour Veolia-Transdev.

La CDC s'est limitée dans sa réaction publique à indiquer qu'elle resterait engagée durablement dans Veolia-Transdev. Le directeur général avait informé préalablement et à titre confidentiel la commission de surveillance<sup>255</sup> de la nécessité du plan de redressement financier de Veolia Environnement, dont Veolia-Transdev n'était qu'un volet.

Dans ce contexte, la CDC s'est trouvée contrainte d'envisager sa montée au capital de Veolia-Transdev, contrairement à ses projets initiaux.

Elle a signé, le 22 octobre 2012, un accord de négociation prévoyant de monter à 60 % au capital de Veolia-Transdev et d'en prendre le contrôle exclusif, à l'occasion d'une opération de recapitalisation par conversion des avances d'actionnaires à concurrence de 800 M€ (520 M€ pour CDC, 280 M€ pour Veolia Environnement), nécessaire pour consolider la situation financière. L'accord prévoyait également la reprise de la SNCM par Veolia Environnement, avant le 30 juin 2013.

Le comité des investissements de la CDC a donné, le 17 octobre 2012, un avis favorable, assorti de deux réserves : disposer d'un niveau de contrôle et de management adapté au redressement opérationnel et industriel, disposer des assurances nécessaires à la reprise de la SNCM par Veolia Environnement. La commission de surveillance, réunie le 24 octobre 2012, a indiqué que les doutes sur l'effectivité de cette reprise étaient le risque principal pour l'exécution de cet accord.

---

<sup>252</sup> La valeur boursière de la participation de la CDC était, de ce fait, tombée à 405 M€, son plus bas niveau depuis 2002.

<sup>253</sup> Les activités de Veolia-Transdev ont été classées, à l'exception de la SNCM, en activité non poursuivies.

<sup>254</sup> Le groupe Veolia Environnement avait enregistré 430 M€ de plus-values sur cette opération en mars 2011.

<sup>255</sup> Séance du 30 novembre 2011.

## **2 - Un désengagement finalement bloqué par le dossier SNCM**

Cette évolution de l'actionnariat n'a jamais été mise en œuvre, car Veolia Environnement n'a pas repris la SNCM qu'elle ne souhaitait en toute hypothèse pas conserver durablement.

L'accord entre la CDC et Veolia Environnement du 22 octobre 2012 a été prolongé début juillet 2013, aux mêmes conditions, jusqu'au 31 octobre 2013. Le comité des investissements n'a pas été consulté sur cette prolongation, ce que le président de la commission de surveillance a regretté au cours de la séance du 10 juillet 2012.

Cet accord est caduc juridiquement depuis le 31 octobre 2013. La commission de surveillance avait pris acte par anticipation de sa caducité le 2 octobre 2012, dans un relevé de conclusions formalisé, en relevant explicitement la carence de Veolia Environnement dans sa mise en œuvre et en souhaitant sa renégociation dans de meilleures conditions pour le groupe CDC.

Au second semestre 2013, l'État s'était opposé à l'ouverture d'une procédure collective. Le bilan de la SNCM n'a été déposé qu'en novembre 2014, le tribunal de commerce de Marseille décidant d'ouvrir une période d'observation dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire, pour une durée maximum d'un an.

## **II - Un bilan très négatif à court terme pour la CDC mais un redressement amorcé**

### **A - Une activité en recul (2011-2013)**

Les premiers résultats du nouveau groupe ont été désastreux, au cours des premières années, avec des échecs commerciaux et un recul du chiffre d'affaires.

#### **1 - Les problèmes commerciaux**

Consulté par la CDC au printemps 2012, un ancien directeur général de Transdev avait évoqué un « problème existentiel » pour la nouvelle société, en rappelant le scepticisme de certains élus locaux sur l'intérêt et la faisabilité de cette fusion et l'impact de l'éviction des dirigeants pressentis au moment de sa réalisation effective.

La démotivation des équipes atteignait des niveaux importants, comme l'a confirmé le baromètre social réalisé par la Sofres début 2013.

Les résultats commerciaux ont été mauvais pour l'année 2012. Sur les contrats remis en concurrence cette année-là, le volume de chiffre d'affaires renouvelé a été de 470 M€, tandis que le volume perdu atteignait 590 M€. Le taux de renouvellement s'est établi ainsi à 45 % seulement, contre 70 % en moyenne dans le secteur. Cette perte de chiffre d'affaires était loin d'être compensée par les gains de nouveaux contrats (environ 150 M€).

La société a perdu de nombreux contrats en France, dont les partenariats historiques avec les sociétés d'économie mixte (SEM) de Metz et de Strasbourg. La plupart des contrats perdus en France ont été gagnés par Keolis. Deux collectivités importantes, Nice et Cannes, clientes auparavant de Veolia Transport, ont décidé de passer en régies municipales. Des contrats significatifs ont également été perdus aux Pays-Bas : le contrat national de transport à la demande (Valys) n'a pas été renouvelé, pas davantage que ceux de deux réseaux urbains (dont Utrecht).

En outre, la politique commerciale a été bridée par la contrainte financière pesant sur la société du fait de son endettement, qui conduisait à rationner les enveloppes disponibles pour les investissements opérationnels dans les réponses aux appels d'offres.

## **2 - La diminution du chiffre d'affaires et des effectifs**

Le chiffre d'affaires cumulé des deux entités fusionnées était estimé à 8,1 Md€ en 2010 et devait progresser de 5 % par an.

Au contraire, le chiffre d'affaires a diminué chaque année. Il n'était plus que de 6,6 Md€ en 2013, nettement en retrait par rapport à la situation antérieure à la fusion.

Il a été affecté, d'une part, par les pertes de contrats, mais également, à partir de 2013, par les cessions d'actifs auxquelles Transdev a été contraint en raison de ses difficultés financières.

Ces difficultés n'ont pas été sans incidence sur les effectifs du nouveau groupe. Ils s'élevaient à près de 110 000 collaborateurs en cumulé avant la fusion et sont passés à 86 000 fin 2013.

## **B - Un bilan financier très négatif pour la CDC**

### **1 - Les déficits de Veolia-Transdev**

Dès l'année 2011, la marge opérationnelle était inférieure de 20 % aux hypothèses volontaristes retenues dans le cadre du projet de fusion : 380 M€ contre 480 M€ escomptés.

Les économies de 70 M€ prévues par le projet de fusion ont tardé à se concrétiser, en raison des retards dans la mise en œuvre. Au contraire, la fusion a été dans un premier temps facteur de surcoûts (36 M€ en 2011, 20 M€ en 2012).

Les dépréciations d'actifs ont été massives, avec un total de 933,7 M€ en trois ans, dont plus de la moitié en 2011. Les montants ont été respectivement de 570 M€ en 2011, 320,7 M€ en 2012, 43 M€ en 2013.

Les dépréciations ont concerné en 2011 pratiquement l'ensemble des unités géographiques, dont 120 M€ pour l'Allemagne et 95 M€ pour la France, ainsi que les actifs corporels de la SNCM pour 129 M€<sup>256</sup>. En 2012, elles ont concerné plus particulièrement les Pays-Bas, avec une dépréciation de 275 M€ en 2012 et une valeur résiduelle quasiment nulle.

Les pertes cumulées de Veolia-Transdev se sont élevées à 1 108 M€ sur trois ans, de 2011 à 2013<sup>257</sup>. Les pertes au titre de la seule SNCM (plus de 100 M€) expliquent en grande partie le déficit de l'année 2013.

La dégradation de la conjoncture et la hausse du prix du carburant peuvent être invoquées à juste titre. Mais ce contexte n'a pas empêché d'autres acteurs, notamment les concurrents français Keolis et RATP Dev, de dégager des bénéfices sur cette même période.

À la fin de l'année 2012, la dette nette du groupe Veolia-Transdev atteignait 1,9 Md€, soit un ratio par rapport à l'excédent brut d'exploitation plus de deux fois supérieur à la référence communément admise.

---

<sup>256</sup> La valeur résiduelle de ces actifs, en tenant compte des amortissements, n'était plus que de 181,1 M€ fin 2011 contre 345,6 M€ au mois de mars 2011. Les dépréciations ont porté sur la valeur recouvrable des navires.

<sup>257</sup> Le résultat net de Veolia-Transdev a été déficitaire de 598,4 M€ en 2011, 380,3 M€ en 2012 et 129,5 M€ en 2013.

Au vu du montant des fonds propres prévisionnel fin 2013, la recapitalisation du nouveau Transdev devenait une nécessité juridique au titre du droit des sociétés.

Elle a été réalisée fin 2013 pour un montant de 560 M€, par transformation des avances d'actionnaires en capital à parité entre les deux actionnaires, soit 280 M€ chacun.

La valorisation de la filiale, qui avait été retenue pour près de 1,4 Md€ au moment de la fusion, n'était plus que de 600 M€ fin 2011 et de 400 M€ fin 2012, soit une perte de valeur de près d'1 Md€ et de plus des deux tiers de la valorisation initiale en moins de deux ans.

## 2 - Des pertes significatives pour la CDC

Les pertes pour la CDC ont été supérieures à un demi-milliard d'euros sur les trois premières années (2011-2013).

*a) L'incidence sur le résultat du groupe CDC : - 554 M€*

Les pertes cumulées au niveau du résultat net consolidé du groupe CDC se sont élevées à 554 M€ sur trois ans.

**Tableau n° 1 : contribution de Veolia-Transdev au résultat net du groupe CDC**

<i>En M€</i>	2011	2012	2013	Total
<b>Contribution</b>	<b>- 286</b>	<b>- 203</b>	<b>- 65</b>	<b>- 554</b>

*Source : Cour des comptes d'après données CDC (rapports annuels)*

L'impact a été particulièrement sensible pour le groupe CDC sur les années 2011 et 2012. En 2011, son résultat a été amputé dans une proportion de trois cinquièmes par les pertes au titre de Veolia-Transdev. En 2012, alors que la Caisse était en déficit pour la deuxième fois de son histoire, 44 % des pertes provenaient de Veolia-Transdev, second foyer de pertes après Dexia.

Ces pertes ont eu pour conséquence de réduire la contribution représentative de l'impôt sur les sociétés, ainsi que le montant de la fraction du résultat versé par la CDC au budget de l'État.

*b) Les dépréciations sur la valeur de la participation : - 597 M€*

Sur le plan patrimonial, fin 2013, la valeur brute de la participation de la CDC était de 971 M€ et sa valeur nette de 374 M€, en raison du montant des dépréciations : 597 M€.

**Tableau n° 2 : valeur comptable des titres Transdev au bilan de la CDC**

<i>En M€</i>	31/12/2010	3/03/2011	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
<i>Valeur comptable brute</i>	341	691	691	691	971
<i>dont apports en capital</i>	-	200	-	-	280
<i>Valeur comptable nette</i>	341	691	398	200	374
<i>Dépréciations annuelles</i>	0,00	0,00	- 293	- 198	- 106
<i>Dépréciations cumulées</i>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>- 293</b>	<b>- 491</b>	<b>- 597</b>

*Source : Cour des comptes d'après données CDC (comptes sociaux de l'établissement public)*

La valeur brute de la participation a été augmentée par la comptabilisation de 150 M€ de plus-values au moment de la fusion, en mars 2011, puis par les deux augmentations de capital, 200 M€ en mars 2011 et 280 M€ en décembre 2013. Ces augmentations de capital (480 M€ au total) n'étaient pas prévues initialement et sont intervenues dans une période où les fonds propres de la CDC étaient fortement sollicités par la crise.

La valeur brute est ainsi passée de 341 M€ à 971 M€.

La différence avec la valeur nette s'explique par des dépréciations massives sur trois ans, avec un total cumulé de 597 M€.

## **C - Un redressement incontestable**

Dans le contexte du désengagement de Veolia Environnement et du protocole de négociation du 22 octobre 2012, la CDC s'est substituée à Veolia Environnement comme opérateur industriel pour redresser la situation.

Un président-directeur général de la filiale a été nommé le 3 décembre 2012. Le nouveau PDG, issu de RATP Dev, est depuis sa nomination également membre du comité de direction du groupe CDC, ce qui confirme son ancrage dans le groupe CDC.

La nouvelle direction a présenté une stratégie en deux phases, une période de redressement (2013-2015) suivie par une période de développement (2016-2018).

Les plans d'action pour réaliser des économies et réduire les foyers de pertes ont été accélérés avec des résultats probants.

Un plan important de cessions d'actifs, réduisant le nombre de pays dans lesquels le groupe est présent de 27 à 17 et le chiffre d'affaires global d'un quart, a été officialisé en mars 2013, dans le prolongement de l'accord entre actionnaires du 22 octobre 2012. Ce plan a été en partie réalisé, mais le groupe a finalement décidé de conserver les activités en Allemagne (ferroviaire) et en Suède-Finlande.

Le groupe Transdev a retrouvé l'équilibre en 2014 avec un résultat net de 24 M€. Son résultat net a été de 51,6 M€ au premier semestre 2015 avec une prévision de 80 M€ sur l'année entière. Il a notamment bénéficié de la forte baisse du prix des carburants.

Le dernier résultat encourageant mais encore fragile est celui d'une dette ramenée de 1,9 Md€ fin 2012 à 760 M€ au 30 juin 2015. L'augmentation de capital de 560 M€ souscrite par les deux actionnaires à parité (280 M€ chacun), en décembre 2013, a contribué en partie à ce résultat. L'amélioration de sa structure financière et la sortie de la SNCM de son périmètre, actée à fin décembre 2015, permettent au nouveau Transdev d'espérer refinancer sa dette en dehors des prêts d'actionnaires.

À moyen terme, le bilan pourrait donc être moins négatif pour la CDC, qui a repris le contrôle opérationnel et stabilisé la filiale sous le nom historique de Transdev. Il faudrait, néanmoins, des résultats très supérieurs à la moyenne du secteur pendant plusieurs années pour compenser les pertes.

## **D - Des incertitudes stratégiques qui persistent**

### **1 - Les suites du dossier SNCM**

L'évolution du dossier de la SNCM reste encore très incertaine.

La CDC et sa filiale devront instruire au plan juridique, puis mettre en œuvre effectivement la garantie spécifique relative à la SNCM accordée par Veolia Environnement dans la convention du 4 mai 2010, au titre des trois contentieux connus à cette date.



En outre, Transdev et la CDC devront également s'assurer que les contentieux nouveaux, non couverts par la garantie spécifique, notamment les demandes de récupération auprès de la SNCM des aides publiques jugées indûment perçues, sont sans conséquence pour elles.

Les solutions apportées à l'ensemble de ces questions s'inscriront nécessairement dans un ensemble plus large, celui de l'avenir des participations respectives de la CDC dans Transdev et dans Veolia Environnement.

## **2 - La stratégie de la CDC à l'égard de Transdev**

Depuis octobre 2013, les accords de négociation entre les deux actionnaires sur la montée au capital du nouveau Transdev sont caducs. La CDC devra donc clarifier rapidement sa stratégie à moyen terme et à long terme par rapport à sa participation dans Transdev.

Elle a confirmé à plusieurs reprises qu'elle entendait rester un investisseur de long terme de Transdev, au titre du développement durable et pour répondre à la demande des collectivités territoriales de conserver un autre interlocuteur que la SNCF ou la RATP, entreprises publiques ferroviaires.

Si la CDC souhaite redevenir majoritaire durablement dans Transdev, dont la dimension a plus que doublé entre-temps, elle devra consentir l'effort nécessaire en fonds propres et assumer le choix d'exercer un contrôle exclusif dans une entreprise du secteur des services, évoluant sur un marché mature aux marges faibles, avec une activité majoritairement internationale et des effectifs qui représenteraient près de 80 % de l'ensemble du groupe CDC.

Sa décision ne peut être complètement indépendante de l'avenir de sa participation dans le groupe Veolia Environnement (8,64 % du capital au 31 décembre 2014), dont la valorisation boursière était remontée à 717 M€ fin 2014 et a repassé le seuil du milliard d'euros en juillet 2015.

Cette situation illustre la nécessité pour la CDC, dès lors qu'elle possède deux participations connexes, directe et indirecte, d'avoir une vision consolidée des enjeux, et rend souhaitable une présentation d'ensemble.

## CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

*La fusion de la société Transdev, filiale de la CDC, avec Veolia Transport, filiale et division de Veolia Environnement, a été décidée précipitamment, insuffisamment étudiée et conduite de manière déficiente. Si les fusions d'entreprises sont des processus complexes dont les résultats sont fréquemment décevants, au regard notamment de la valorisation et des synergies réalisées, il est manifeste qu'au cas d'espèce la CDC a lourdement sous-estimé les difficultés et les risques de l'opération. Elle a privilégié très vite le choix de Veolia Transport et accepté le rythme accéléré souhaité par Veolia Environnement. Ce faisant, elle s'est privée de la possibilité d'approfondir les analyses sur la pertinence et la faisabilité de l'opération, contrairement aux recommandations de la commission de surveillance et de la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi. Du fait de cette précipitation, les conditions fixées par l'accord initial signé le 22 juillet 2009 ont pratiquement toutes été remises en cause ultérieurement.*

*C'est un échec économique et financier à court terme, qui s'est traduit par un recul de l'activité et des pertes de l'ordre de 1 Md€. Le coût financier pour la CDC est élevé, de l'ordre d'un demi-milliard d'euros, et constitue, s'agissant des participations de la CDC, le deuxième foyer de pertes après Dexia au cours de la période récente. La stabilité stratégique de l'actionnariat à parité avec le groupe Veolia Environnement a été remise en cause dès la fin de l'année 2011 par un changement d'orientation de ce dernier. La situation normalement transitoire a perduré en raison des difficultés, à ce jour non résolues, de la filiale SNCM.*

*Néanmoins, le redressement engagé par Transdev commence à porter ses fruits avec un retour à l'équilibre en 2014, et le choix stratégique fait par la CDC devra être apprécié sur le long terme.*

*La sortie de la SNCM du périmètre du groupe Transdev, plusieurs fois différée, doit être l'occasion de redéfinir les orientations stratégiques, en concertation avec le partenaire actuel, dont la CDC est, par ailleurs, le premier actionnaire.*

*Plus généralement, cette opération a révélé une faiblesse importante dans la gouvernance de la CDC. Il est en effet indispensable que les décisions d'investissement ou de désinvestissement portant sur des enjeux majeurs cessent de reposer sur la seule responsabilité du directeur général et puissent, comme dans toutes les entités de cette importance, impliquer effectivement aux différents stades de la décision*

*et de la négociation l'instance assurant la fonction de surveillance de l'institution et de l'action du directeur général.*

*La commission de surveillance, qui au sein de la CDC et en raison de son statut particulier sous la surveillance et la garantie du Parlement assume cette fonction, devrait voir son rôle accru et ses moyens d'action renforcés.*

*Cette évolution pourrait emprunter trois voies complémentaires contenues dans les recommandations suivantes.*

- 1. utiliser pleinement le dispositif issu de la loi LME de 2008 :
    - en respectant strictement les compétences du comité des investissements et de la commission de surveillance et en veillant à la transmission complète des informations ;
    - en dotant le comité des investissements des moyens nécessaires pour lui permettre de recourir à des expertises extérieures.*
  - 2. modifier le règlement intérieur de la commission de surveillance pour renforcer son rôle et celui du comité des investissements :
    - en permettant au comité des investissements de surseoir à statuer lorsqu'il estime que les conditions d'instruction ne sont pas réunies pour lui permettre de présenter un avis éclairé ;
    - en prévoyant que la commission de surveillance formalise au moins une fois par an des avis sur la stratégie de la CDC vis-à-vis de ses filiales ;
    - en étendant cette compétence aux participations faisant l'objet d'un « accompagnement stratégique », bien que non consolidées dans le périmètre du groupe.*
  - 3. ouvrir une réflexion sur une modification de la loi afin de conférer à la commission de surveillance un droit de veto (à la majorité simple ou des deux tiers) sur les opérations relevant de la saisine du comité des investissements.*
-



## Réponses

Réponse du ministre des finances et des comptes publics .....	459
Réponse du directeur général du groupe Caisse des dépôts.....	460
Réponse de l'ancien directeur général par intérim du groupe Caisse des dépôts (de mars à juillet 2012) .....	462
Réponse de l'ancien directeur général du groupe Caisse des dépôts (de mars 2007 à juillet 2012) .....	463
Réponse de l'ancien président de la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations (de 2007 à juillet 2012).....	464
Réponse de l'ancien directeur général de Veolia Transdev (d'octobre 2008 à février 2011) .....	468
Réponse de la présidente-directrice générale de la RATP .....	471
Réponse du président de Kéolis.....	471

### Destinataires ne souhaitant pas apporter de réponse

Président-directeur général de Veolia Environnement
Président-directeur général de Transdev

**Destinataires n'ayant pas répondu**

Ministre de l'économie, de l'industrie et du numérique
Président de la Commission des participations et des transferts
Président de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations
Ancien directeur général de la Caisse des dépôts et consignations (de juillet 2012 à avril 2014)
Ancien directeur général de Veolia Transdev (de février 2011 à décembre 2012)

### **RÉPONSE DU MINISTRE DES FINANCES ET DES COMPTES PUBLICS**

*Ce document établit de façon claire et factuelle le déroulement des opérations ayant conduit à la fusion entre les sociétés Transdev, filiale de la Caisse des dépôts et consignations, et Veolia Transport, filiale du groupe Veolia Environnement.*

*Je partage pour l'essentiel l'analyse que fait la Cour des conditions particulièrement précipitées de réalisation de ce rapprochement et des conséquences financièrement préjudiciables pour le groupe Transdev, la CDC et l'État de cette opération sur la période 2011-2013.*

*Je constate également, comme le fait la Cour, que le redressement du groupe Transdev, initié sous l'impulsion de la Caisse des dépôts et consignations, est dorénavant en bonne voie. Cet effort a permis le retour à l'équilibre du groupe Transdev, caractérisé par un résultat net positif en 2014 et au premier trimestre 2015. On ne peut par ailleurs que souscrire au constat que fait la Cour de la nécessaire redéfinition des orientations stratégique de la CDC vis-à-vis de Transdev, lorsque l'ensemble des risques contentieux nés de la situation particulière de la SNCM auront été purgés.*

*Cette question relève au premier chef de la CDC elle-même, compte tenu de son statut particulier. Je souligne d'ailleurs que l'État, dont la représentation au sein de la Commission de surveillance me semble naturelle, compte tenu des missions de la CDC, n'est en revanche pas membre du comité des investissements. Toutefois, il me semble que dès lors que Transdev aura été suffisamment redressée, la question du maintien au sein du groupe CDC d'une société agissant dans un secteur marchand, largement déployée à l'international, et concurrente, de surcroît, d'autres sociétés à l'actionnariat public, devra nécessairement être posée.*

*S'agissant des recommandations que vous formulez à la fin de cette insertion et qui visent à renforcer le rôle de la Commission de surveillance dans les décisions d'investissement et de désinvestissement de la Caisse des dépôts et consignations afin de ne pas les laisser sous la seule responsabilité du directeur général, il me semble qu'on ne peut que souscrire au constat qu'une application plus stricte de l'esprit des dispositions de la LME aurait, en l'espèce, sans doute été préférable.*

*J'attire néanmoins votre attention sur le fait que l'hypothèse d'un renforcement supplémentaire des prérogatives de la Commission de*

---

*surveillance dans la gouvernance de la Caisse des dépôts et consignations, qui s'inscrirait également dans l'esprit de la réforme initiée à l'occasion de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008, et auquel je ne suis pas hostile, me semblerait nécessiter d'ouvrir une réflexion plus large sur la gouvernance de la CDC. En effet, il me semble qu'un renforcement des prérogatives de la Commission de surveillance qui tendrait à lui donner un rôle d'organe délibérant devrait nécessairement aller de pair avec un renforcement des compétences économiques et financières en son sein, et surtout avec une redéfinition de son rôle actuel en matière prudentielle, la Commission de surveillance pouvant difficilement jouer à la fois un rôle d'organe délibérant et un rôle de supervision. Par ailleurs, il me semble important au regard des missions confiées à la Caisse des dépôts, qu'un représentant de l'État continue à siéger au sein de la Commission de surveillance.*

---

### **RÉPONSE DU DIRECTEUR GÉNÉRAL DU GROUPE CAISSE DES DÉPÔTS**

*Le projet qui a conduit à la fusion de Transdev et Veolia Transport a connu plusieurs séquences.*

*Compte-tenu de la durée du processus conduisant à la fusion effective, de la multiplicité des acteurs impliqués dans la négociation et de la complexité des enjeux inhérents à la fusion de deux entreprises industrielles, il n'est pas surprenant qu'à plusieurs étapes, des points d'attention ou des interrogations aient pu être exprimés, notamment au sein de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et de son comité d'investissement qui ont été saisis à plusieurs reprises du sujet, au cours des années 2009 à 2012, et plus récemment en 2015.*

*Il paraît néanmoins difficilement contestable que les suites immédiates de la fusion, dont le processus de réalisation définitive a été anormalement long, se sont caractérisées par une suite de déconvenues multiples pour l'actionnaire CDC.*

*Comme la Cour le souligne cependant, si le bilan est négatif à court terme, un redressement incontestable est en œuvre, sous l'impulsion du nouveau président-directeur général de la filiale nommé en décembre 2012, qui s'illustre notamment par le gain d'importants contrats, comme*



*celui du réseau de bus à Melbourne en Australie, par la réduction de son endettement et par le fait que le groupe Transdev a retrouvé l'équilibre en 2014 avec un résultat net de 24 M€ et qui s'élevait, au premier semestre 2015, à 51,6 M€.*

*Il est, par ailleurs, exact que la Caisse des dépôts n'a pas souhaité envisager une évolution de sa détention dans Transdev tant que le dossier complexe de la SNCM n'était pas réglé. Les avancées récentes en la matière constituent un facteur essentiel pour envisager une clarification de la stratégie actionnariale de la CDC à moyen et long terme.*

*S'agissant plus généralement du rôle de la Commission de surveillance, la Caisse des dépôts partage l'opinion de la Cour selon laquelle les décisions d'investissement ou de désinvestissement portant sur des enjeux majeurs doivent impliquer l'instance assurant la fonction de surveillance de l'institution. Cette obligation figure dans le règlement intérieur de la Commission de surveillance qui institue à cet effet un comité des investissements.*

*Dans le cadre de ce processus, qui s'appuie désormais sur une pratique construite et améliorée au cours de ces dernières années, nous veillons à ce que le comité soit saisi des projets qui doivent lui être soumis, à plusieurs reprises le cas échéant si l'opération le nécessite, et à ce qu'il soit destinataire de l'ensemble des informations lui permettant de se prononcer. Les directions et services de la Caisse des dépôts mettent ensuite en œuvre, sous l'autorité du directeur général, les opérations projetées.*

*De la même manière, la Commission de surveillance est déjà amenée à formuler une fois par an des avis sur la stratégie des filiales qui prennent en compte la position stratégique de l'actionnaire CDC.*

*S'agissant, enfin, de la recommandation formulée par la Cour à l'attention du législateur, il n'appartient pas au directeur général de la Caisse des dépôts d'en apprécier le bien-fondé mais il convient de souligner qu'elle introduirait un changement significatif dans l'équilibre des responsabilités entre la Commission de surveillance et le directeur général, tel qu'il est construit aujourd'hui.*

---

**RÉPONSE DE L'ANCIEN DIRECTEUR GÉNÉRAL PAR INTÉRIM  
DU GROUPE CAISSE DES DÉPÔTS (DE MARS À JUILLET 2012)**

*Je ne suis pas en mesure de commenter la plus grande part des analyses faites dans ce document, puisque je n'ai rejoint le groupe Caisse des dépôts et consignations (CDC) qu'en mai 2010, c'est-à-dire après (1) la décision de rapprocher Transdev de Veolia Transport, (2) la négociation des termes et conditions de ce rapprochement, et (3) la signature de l'accord final entre les deux groupes.*

*S'agissant de la période au cours de laquelle j'ai exercé des responsabilités au sein du groupe CDC je me limiterai à trois séries de commentaires :*

*1/ Je crois tout d'abord important de souligner que lors de la première phase de mise en œuvre de la fusion (i.e. 2011-2012), la gouvernance de la société a fonctionné de manière satisfaisante, dans le cadre de la révision du pacte d'actionnaires (7 février 2011) qui a permis de renforcer les pouvoirs de la CDC.*

*Aucun blocage actionnarial n'est intervenu au cours de cette période. Au contraire, les difficultés opérationnelles auxquelles le nouveau groupe a été confronté durant cette phase d'intégration ont logiquement conduit à un certain nombre de décisions d'actionnaires, au premier chef le renouvellement du management (2012), une fois qu'il était clairement apparu que ces difficultés n'étaient pas seulement liées aux perturbations résultant de l'intégration des deux entreprises.*

*2/ S'agissant de ces difficultés opérationnelles, et comme cela est rappelé dans le rapport, il doit néanmoins être souligné que Transdev a dû faire face entre 2011 et 2013 à une conjoncture de marché particulièrement dégradée (hausse du prix des carburants, notamment) qui a encore aggravé la situation de l'entreprise et explique pour une large part le décalage entre les résultats et les prévisions initiales.*

*3/ Sur la SNCM, enfin, il apparaît que durant cette période le groupe CDC est resté totalement immunisé par rapport aux risques liés à cette entreprise. Les accords initiaux intégraient des garanties contre tous les contentieux en cours, ainsi que cela est relevé dans le rapport. Par ailleurs, la mise en œuvre du nouvel accord relatif à la montée de la CDC au capital de Transdev (22 octobre 2012) était conditionnée à la sortie de la SNCM du périmètre de l'entreprise de manière à ce que*

---

*jamais, à aucun moment, la CDC doive porter une quelconque responsabilité ou engagement par rapport à cette société.*

---

### **RÉPONSE DE L'ANCIEN DIRECTEUR GÉNÉRAL DU GROUPE CAISSE DES DÉPÔTS (DE MARS 2007 À JUILLET 2012)**

*C'est au nom de l'intérêt social de Transdev et parce que ce projet m'a été présenté comme essentiel pour le développement de cette société que j'ai engagé des pourparlers avec Veolia Environnement et ai obtenu satisfaction aux trois conditions posées par le directeur général de Transdev.*

*Le rapport indique laconiquement « le directeur général de la CDC était favorable au rapprochement avec Veolia Transport » sans évoquer un instant le fait que cette position s'est étayée sur un ensemble d'arguments, passés sous silence dans le rapport, qui ont fait l'objet d'un examen très approfondi et conduisaient à penser que ce choix était préférable à celui de Keolis.*

*Compte tenu du fait que les marges de Keolis étaient près de trois fois supérieures à celles de Transdev et de ce que la taille des entreprises était très différente il aurait été de fait impossible d'arriver raisonnablement à une parité de 50/50 au capital de la nouvelle société. Par ailleurs, la situation financière des principaux cadres de Keolis était sans commune mesure avec celle de Transdev, ce qui aurait rendu délicate la fusion des deux équipes dirigeantes. Il existait ainsi un risque de demande de liquidation des « management package » de 240 cadres de Keolis. Il y avait également des considérations tenant aux contraintes de la politique de la concurrence. C'est cette analyse comparative qui a conduit le comité des investissements puis la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts à émettre un avis positif sur ma proposition avec le rappel de conditions qui étaient celles que j'avais posées dès l'origine du dossier.*

*Le jugement porté selon lequel l'accord final conclu le 4 mai 2010 a été défavorable à la CDC est gratuit et ne mentionne aucunement la différence de taille des entreprises. Affirmer que les ambitions étaient peu réalistes car les « deux partenaires n'étaient pas nécessairement prêts à assumer » des économies fortes est tout aussi gratuit et ne repose sur rien sinon un procès d'intention.*

*S'agissant des difficultés commerciales, le rapport fait l'impasse sur les difficultés générales du marché des transports publics qui ont affecté tout le secteur mais aussi sur la défection du directeur général de Transdev en 2009 sans que la fusion avec Veolia n'aurait jamais été engagée. Cette personne a quitté Transdev en 2011 pour se mettre au service de Keolis et disqualifier Veolia Transdev auprès du réseau d'élus locaux dont il était proche. Cette attitude a probablement provoqué la perte de plusieurs contrats pour Transdev.*

*Enfin s'agissant du bilan financier pour la Caisse des dépôts, celui-ci ne peut s'apprécier que sur le long terme et le redressement significatif des comptes s'annonce d'ores et déjà comme en attestent les chiffres des résultats de 2014 et du premier semestre 2015.*

*La conclusion du rapport indique que la Caisse des dépôts aurait « accepté le rythme accéléré par Veolia Environnement ». Le rapport lui-même semble regretter la lenteur du processus en soulignant « le processus depuis la décision de principe (22 juillet 2009) jusqu'à la clôture de l'opération a duré près de vingt et un mois ». La réalité est simplement qu'une fois la décision prise, murement réfléchie et parfaitement assumée pour les raisons rappelées ci-dessus, nous avons dû aller aussi vite que possible pour éviter d'handicaper l'activité des deux entreprises en cause, tout en devant accepter le temps incompressible des procédures de valorisation des actifs, de la consultation des personnels et de la validation auprès de l'Autorité de la concurrence.*

---

**RÉPONSE DE L'ANCIEN PRÉSIDENT DE LA COMMISSION  
DE SURVEILLANCE DE LA CAISSE DES DÉPÔTS  
ET CONSIGNATIONS (DE 2007 À JUIN 2012)**

*S'agissant de la fusion entre la société Transdev, filiale de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et le département transport du groupe Veolia Environnement, je ne peux malheureusement que partager le constat effectué par la Cour sur le processus décisionnel, les conditions de sa mise en œuvre et ses conséquences financières.*

*Les faiblesses et les risques de cette opération avaient été identifiés pour plusieurs d'entre eux, par la Commission de surveillance, ce qui*

*justifie pleinement les recommandations préconisant un renforcement des moyens de celle-ci et du comité des investissements, mis en place par la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008.*

*Sur l'opération elle-même, la Cour rappelle que la présence de la RATP au capital de Transdev à hauteur de 25,6 %, était la conséquence du partenariat stratégique noué à l'initiative de l'État, au premier semestre 2002.*

*Avant même son avis de mars 2009 adressé au directeur général, la Commission de surveillance à l'initiative de mon prédécesseur s'était interrogée à deux reprises sur la pertinence de cet actionnariat.*

*Ainsi en 2005, elle avait déjà constaté : « la modestie des réalisations conclues dans le cadre du partenariat avec la RATP et souligné l'attachement des collectivités locales au rôle pivot que doit exercer la CDC dans l'actionnariat de Transdev ».*

*En 2006, elle a émis une recommandation « visant au rachat des parts détenues par la RATP dans Transdev à travers la structure « Financière Transdev » pour dénouer un partenariat dégradé et dommageable au développement de Transdev et à sa gouvernance ».*

*L'avis de la Commission de surveillance du 4 mars 2009, qui fait suite à la séance du 25 février consacrée à l'examen du bilan 2008 et aux perspectives d'avenir de Transdev s'inscrit dans ce constat partagé par deux commissions de surveillance successives, aux compositions différentes.*

*Cette demande était conforme au souhait répété des dirigeants de Transdev qui y voyaient, à juste titre, une condition pour pouvoir poursuivre le développement de la société à l'international.*

*Dans l'esprit des membres de la Commission de surveillance ainsi que le confirme ce même avis, l'opération de sortie de la RATP du capital de Transdev devait être conduite indépendamment du choix éventuel d'un nouveau partenaire.*

*« La Commission de surveillance exprime à l'unanimité la demande de rupture du partenariat avec la RATP. Elle appuie la démarche entamée par le directeur général pour engager la conduite de ce projet en l'assurant de son soutien pour que 2009 soit l'année de la concrétisation de sa demande et mandate son président pour le suivi de ce dossier. Une fois cette opération réalisée, il appartiendra à la direction générale d'indiquer à la Commission de surveillance si Transdev doit ou non s'appuyer sur d'autres partenaires français ou européens pour poursuivre son développement ».*

*Elle avait donc bien prévu qu'il était nécessaire de prendre le temps de l'analyse et de l'étude des différentes options existantes, une fois dénoué le partenariat avec la RATP, comme le rappelle la Cour.*

*La conduite de front de la sortie de la RATP et de l'entrée d'un nouvel actionnaire, dont l'objectif initial était une absorption de Transdev et non un partenariat, alors même que les dirigeants de Transdev envisageaient un actionnariat diversifié, a bouleversé le processus souhaité.*

*Ainsi que le souligne la Cour, l'environnement médiatique très fort de ce dossier et la sensibilité de la cotation de l'action Veolia a incontestablement joué un rôle dans l'accélération du calendrier dans cette première phase, préjudiciable à une analyse approfondie, pour laquelle à chacune des étapes la Commission de surveillance a manqué de la totalité des éléments lui permettant de statuer en toute clarté.*

*Ce dossier est aussi à replacer dans le contexte de l'époque : celui de la première « opération de respiration » d'une filiale du groupe, alors même que plusieurs d'entre-elles suscitaient des intérêts extérieurs, ce qui accroissait encore la pression existante.*

*Sur le choix entre Keolis et Veolia, l'acceptation du schéma Veolia Transport par les dirigeants de Transdev a été déterminante dans le positionnement des membres de la Commission de surveillance et de son comité d'investissement.*

*L'option Keolis, qui a été écartée car jugée moins ambitieuse et dégageant moins de résultats et de valeur ajoutée, au travers des analyses effectuées par les banques conseils, comme par la direction finances et stratégie de la CDC, n'a à mon regret pas pris en compte les apports que le PDG de la SNCF s'était engagé à faire dans le cadre d'un accord avec Keolis, au bénéfice d'autres entités du groupe (filiales immobilières de la SNCF au bénéfice de la SNI, participation dans Systra au bénéfice d'Egis).*

*Dès lors que le choix a été effectué, le rôle de la Commission de surveillance avait été de s'efforcer que les conditions mises à l'entrée en négociation exclusive soient respectées dans l'accord final et de veiller aussi à ce que les lenteurs dans la mise en oeuvre opérationnelle de la fusion ne soient pas trop préjudiciables à la future société.*

*S'agissant de la SNCM, dès la proposition de fusion avec Veolia et avec l'aide de Christian Frémont, j'ai fait valoir le problème posé par la*

*SNCM et la nécessité de tenir cette dernière en dehors du périmètre de Veolia Transdev, si l'option de la fusion était finalement retenue. C'est bien sur cette base que l'accord initial a été conclu.*

*L'expérience tirée de la gestion du dossier Transdev m'a conduit, au moment de l'ouverture du capital de la Poste à faire appel à une banque conseil indépendante pour éclairer les choix de la Commission de surveillance et de son comité d'investissement.*

*Il faut se féliciter de l'action de redressement conduite par Jean-Marc Janaillac, au terme d'un processus trop long dont l'absence de réels objectifs communs, les conflits de personnes et les changements de cap, ont abouti à une destruction de valeur qui nécessitera de nombreuses années pour être compensée. Le périmètre de la nouvelle société est, à l'arrivée, moins ambitieux que ce qui était escompté et plus proche en terme de chiffre d'affaires et d'implantations de ce qu'aurait été le résultat de l'option Keolis.*

*Il faut aussi constater que cette opération malgré ces errements, aura rationalisée la présence des entreprises françaises dans le secteur des transports publics à l'international qui devient de plus en plus concurrentiel mais qui constitue toujours un secteur d'excellence pour notre pays.*

*La Commission de surveillance dispose depuis 2009 d'un levier supplémentaire pour faire prendre en compte ses positions dans des dossiers d'investissements majeurs, puisqu'il lui appartient dorénavant de fixer le modèle prudentiel de la CDC et de déterminer son niveau de fonds propres, ce qui justifie pleinement qu'elle puisse disposer de la totalité des informations permettant d'apprécier l'incidence sur les résultats et la valorisation des principales filiales, des opérations affectant leur capital et leur stratégie industrielle. Dans cet esprit, avant même le terme de mes fonctions à la présidence de la Commission de surveillance, j'ai souhaité que cette dernière puisse obtenir la copie des dossiers remis au comité national d'engagement pour les opérations relevant du comité d'investissement de la Commission de surveillance.*

*Le recours à des banques conseils indépendantes doit pouvoir être systématisé sur des opérations majeures. L'autonomie financière de la Commission de surveillance que j'ai fait acter dans le règlement intérieur en donne la possibilité, ce qui correspond à la première voie complémentaire suggérée par la Cour.*

*La deuxième recommandation concernant la possibilité de surseoir à statuer pour des projets d'investissement, lorsqu'il estime que les conditions d'instruction ne sont pas réunies, est sans doute souhaitable.*

*C'était d'ailleurs le sens de mon courriel du 4 décembre 2009 au directeur général de la CDC sur le dossier Veolia. La question immédiate qui se pose est de savoir, si un sursis à statuer est opérant, lorsqu'il revient à différer une décision impactant une société cotée, dès lors que le dossier est public et que la destruction de valeur en bourse peut en être la conséquence.*

*Enfin, la mise en place recommandée par la Cour d'un droit de veto de la Commission de surveillance à une majorité qualifiée me semble être une meilleure garantie.*

---

**RÉPONSE DE L'ANCIEN DIRECTEUR GÉNÉRAL DE VEOLIA  
TRANSDEV (D'OCTOBRE 2008 À FÉVRIER 2011)**

*Je souhaite faire, comme vous m'en donnez la possibilité, les commentaires suivants :*

*Je pense que ce rapport retrace de façon précise et complète cette opération.*

*Concernant le processus de décision décrit au chapitre I-A (« choix précipité »), il me semble nécessaire d'indiquer qu'au moment où cette décision a été prise, il n'y avait aucune urgence pour la Caisse des Dépôts (CDC) puisque Transdev qui était une entreprise saine et en plein développement (situation qui n'était certes pas symétrique avec Veolia Transport, une société en situation financière et commerciale difficile depuis plusieurs années).*

*De plus, cette décision a été prise sans la moindre analyse économique puisqu'aucun chiffrage – ni de la valeur des 2 entreprises, ni de l'intérêt de l'opération – n'a été effectué durant cette période qui court d'avril à juillet 2009.*

*En outre, il est important de noter que la décision a été prise par le Directeur général de la CDC, sans que le conseil d'administration de Transdev n'ait eu à se prononcer, et contre l'avis unanime de l'équipe de direction de Transdev. J'ai en effet alerté à de nombreuses reprises pendant cette période, le DG de la CDC sur les conséquences négatives qu'aurait un tel projet. J'ai en particulier formulé le 5 juin 2009 un avis très détaillé sur la comparaison des offres de SNCF et Veolia*



*Environnement (VE) (consultation effectuée dans la précipitation en quelques jours), qui concluait sans ambiguïté de façon négative sur le projet de fusion avec Veolia Transport.*

*On sait que la position du management est, dans toute opération de transformation, un élément clé de succès. C'est d'autant plus vrai dans une société de services aux collectivités locales où la confiance (et son caractère intuitu personae) est déterminante. La suite de cette histoire l'a d'ailleurs amplement démontré.*

*Cette opération a donc été décidée, sans rationnel économique et contre l'avis du management de Transdev, une double erreur.*

*À cette erreur, s'est ajoutée dans la suite du processus ce qui me semble être une faute de la CDC : l'acceptation d'une négociation financière très défavorable pour les intérêts patrimoniaux de la CDC, dans une volonté d'aboutir à tout prix.*

*Sur le fond,*

- *La CDC – sur l'insistance de VE – a accepté un mécanisme d'évaluation qui survalorisait les entreprises (multiple d'EBITDA très élevé) et qui favorisait Veolia Transport (ne prenant pas en compte notamment la valeur du portefeuille – pourtant stratégique des sociétés d'économie mixte de Transdev – non consolidé dans l'EBITDA).*
- *Les risques ont été évalués de façon très déséquilibrée (surévaluation pour Transdev, sous-évaluation pour Veolia Transport avec en particulier l'absence de prise en compte du risque majeur – voir mortel – que représentait la SNCM).*

*Sur le process,*

*La CDC s'est comportée comme si cette négociation devait aboutir absolument (on se demande pourquoi).*

*Les équipes de Transdev ont été marginalisées dans ces discussions, la CDC se privant ainsi (voire semblant se méfier) de la connaissance du marché et du savoir-faire relatif au métier qu'elles représentaient.*

*Cette attitude a conduit à un déséquilibre majeur dans les conditions de la fusion :*

- *un coût pour la CDC totalement exorbitant (obligation de recapitaliser Transdev, prise en charge d'une dette largement issue de Veolia Transport) ;*

- *la création d'une entreprise dont l'équilibre bilantiel était devenu insupportable, en raison d'une dette beaucoup trop élevée (dette elle-même issue de la survalorisation de Veolia Transport), obligeant ainsi les 2 actionnaires à financer eux-mêmes cette dette.*

*En plus de ces conditions économiques défavorables, le déséquilibre ainsi créé s'est traduit dans toutes les dimensions du projet, la CDC ayant de fait renoncé à ses prérogatives d'actionnaire à 50 %. Cette situation m'a personnellement mis en porte-à-faux puisque je n'avais plus les moyens de diriger Veolia Transdev selon les termes de l'accord de juillet 2009 que Veolia souhaitait en permanence transformer à son avantage.*

*Ceci a conduit à mon départ début 2011, à la rupture de la confiance avec les collectivités locales clientes ainsi qu'avec l'encadrement de Trandev. D'où la catastrophe managériale, commerciale et financière qui a suivi.*

*Le rapport présente dans sa partie B le bilan financier de l'opération pour la CDC.*

*Je souhaite sur ce sujet insister sur le fait que la motivation d'une telle opération aurait dû être la création de valeur : dans une fusion, 1 + 1 doit faire plus que 2.*

*C'est donc à l'aune de la création de valeur qu'il convient d'apprécier le bilan de cette opération, 5 ans après sa réalisation. Ce recul de 5 ans est largement suffisant pour faire un bilan définitif, car c'est déjà un délai très long dans la vie d'une entreprise qui est confrontée au marché.*

*Je pense donc qu'il convient de mettre en valeur que l'impact réel de cette fusion aura consisté pour la CDC en une destruction de valeur de 1,150 Md€ (554M + 597M), et ne se limite pas aux seules pertes comptables.*

*Et ce chiffrage ne prend pas en considération le coût humain de l'opération, particulièrement lourd pour les équipes de Transdev.*

*Je partage, avec les commentaires que j'ai apportés ci-dessus, les conclusions du rapport.*

**RÉPONSE DE LA PRÉSIDENTE-DIRECTRICE GÉNÉRALE  
DE LA RATP**

*Je prends acte auprès de la Cour de son insertion concernant « la fusion Transdev-Veolia » destinée à figurer dans le rapport public annuel 2016.*

---

**RÉPONSE DU PRÉSIDENT DE KÉOLIS**

*Les extraits de l'insertion communiqués au groupe Keolis n'appellent pas de réponse particulière, le constat d'une opération menée dans la précipitation n'ayant pas permis d'analyser de façon exhaustive les alternatives et les conséquences pour Transdev et la Caisse des dépôts et consignations ayant été fait par la Cour.*

---