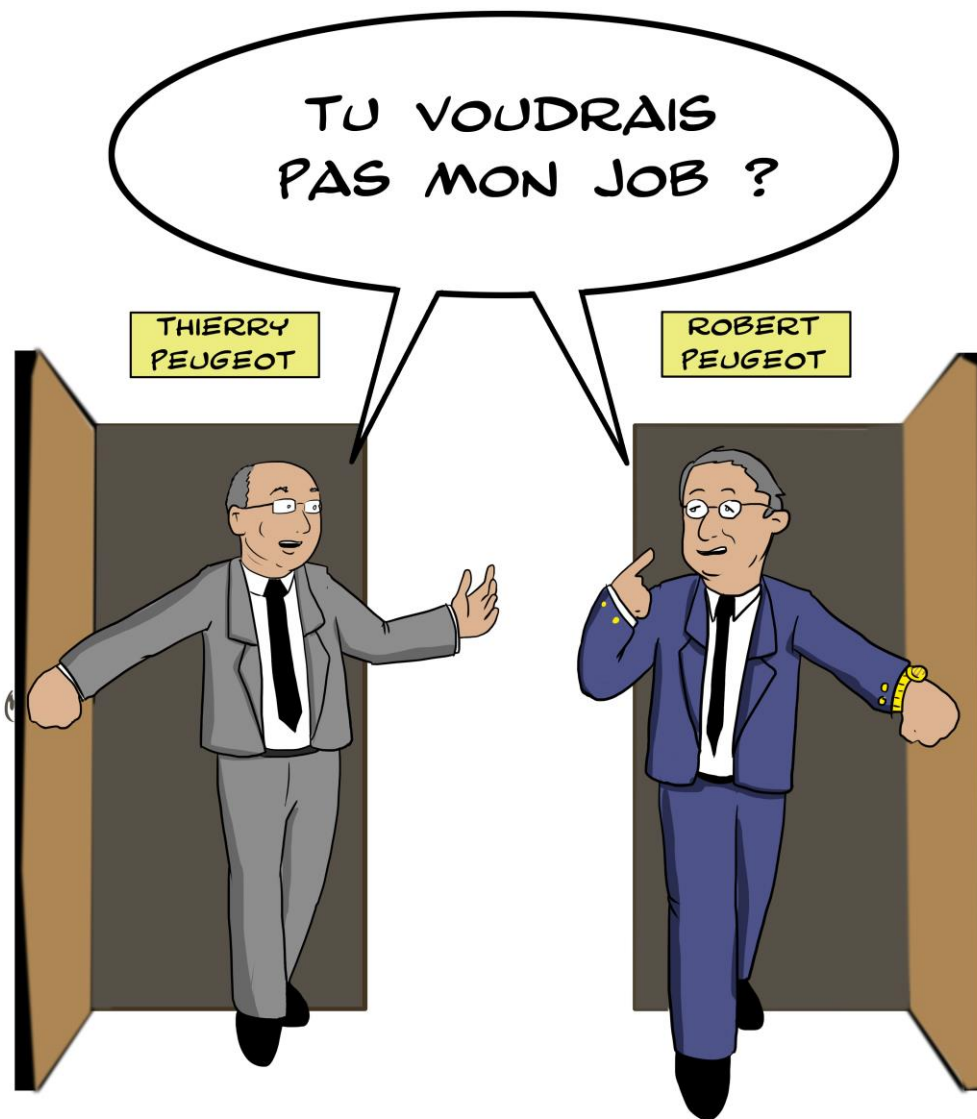


PATRICK BORD

# LA REVANCHE DES PEUGEOT



BNE Editions

# PSA : on ne vous dit pas tout !

Que n'a-t-on pas raconté sur le groupe Peugeot SA, et sur la Famille qui exerce toujours son contrôle grâce à sa participation et à ses droits de vote doubles ?

Cette fois encore, on vous a tout dit ... sauf l'essentiel !

La Famille Peugeot n'a qu'un quart de ses actifs dans le groupe éponyme alors qu'on la dit "à la ramasse" ou "au bout du rouleau" ou encore "incapable de suivre".

Je fais le récit de mon expérience d'actionnaire individuel de PSA et aussi de sa holding de tête, la FFP, de mes observations, de mes échanges.

Je livre les rouages d'un enchaînement qui amène tant le Groupe que la Famille là où ils en sont aujourd'hui : divisés mais en train de négocier une éventuelle sortie de la Famille de PSA au profit de son partenaire chinois, Dong Feng.

J'explique l'ambition des principaux acteurs, les opportunités à peine écoutées et probablement pas entendues.

Je montre que les erreurs du passé ne laissent pas la Famille ni le Groupe sans solutions.

Tout est encore possible ! Ce sera la Revanche des Peugeot.



Patrick Bord, HEC, a fondé et dirigé un groupe de consultants internationaux au Japon, en France et aux Etats-Unis. Depuis 2007, il se consacre à l'avenir de l'industrie automobile, au développement personnel et à l'économie politique.

Son précédent ouvrage, *Le Cours*, a été traduit en Anglais et adapté en bande dessinée.

Son prochain livre "Redresser le Pays, c'est si con ?" sort également en librairie ce mois.

Illustration par Damien Barban

Ouvrage provisoire distribué afin de recueillir votre avis et d'en améliorer le contenu

11/06/2013   pbordsarl@orange.fr   06 8513 4901   pbord.eu   SGDL 2013-11-0132

*Je dédie ce livre à ceux qui œuvrent à la réussite de leurs entreprises, avec vision, courage, détermination et générosité.*

*Je leur dis mon estime et mon admiration pour cette qualité si importante ici et maintenant, la résilience, et ceux qui en font preuve.*

## Introduction : La Recommandation

Deux amis : l'un, Astérix \*, analyste financier pour une banque d'affaires ; l'autre, Diez #, consultant et investisseur.

Ils se rencontrent de temps en temps dans les réunions où l'on parle finance, investissement, bourse, histoires d'entreprises, micro- et macro-économie, économie politique, stratégie, histoires de familles à la tête des entreprises, etc. Ces réunions font partie de leurs occupations professionnelles, mais leurs échanges nourrissent aussi plus qu'un important centre d'intérêt, une passion.

Ce soir d'octobre 2013, ils dinent tranquillement dans un bistrot de Montparnasse, attablés près d'une vitrine à l'écart des autres convives.

\* Tu m'as adressé un mail de protestation après ma recommandation de rester à l'écart du titre Peugeot SA (PSA).

# Oui. A l'époque, le titre se relevait d'une longue chute. Il était encore littéralement massacré aux environs de 6 euros, ce qui donne une valorisation du groupe à 2 milliards et quelques euros. J'ai trouvé ta recommandation quelque peu sévère. De fait, le titre a doublé depuis mon mail.

\* C'est exact. Mais il retombe maintenant.

A l'époque, les analystes qui suivaient le titre Peugeot n'étaient pas d'accord entre eux. C'est toujours une bonne raison d'être méfiant dans une recommandation financière.

Et puis je le voyais bien repartir à la ramasse avec ses ventes de véhicules neufs en baisse en Europe et dans quelques émergents. Ses parts de marché diminuent partout, sauf en Chine.

Enfin, même si le Président du directoire, Philippe Varin, s'est engagé à diminuer l'hémorragie de cash, il va quand même perdre au moins un milliard supplémentaire cette année.

# Même à la casse, le groupe Peugeot vaut quelque chose : ses marques, ses usines, ses implantations internationales, sa technologie, ses clients fidèles, ses filiales, ...

\* Ajoute à cela une dette totale d'une trentaine de milliards et tu obtiens une valeur d'entreprise de près de 40 milliards. C'est bien plus que ne vaut le groupe.

D'autant que la famille ne veut pas lâcher le contrôle et qu'elle est au bout du rouleau.

# Tu parles de la FFP, la holding de la famille Peugeot ?

Elle détient 25% du capital de PSA. Ce qui lui donne environ 35% des droits de vote. Et elle peut aussi compter sur quelques actionnaires amis.

Ce que tu dis sur la famille Peugeot au bout du rouleau est ce que tout le monde croit parce que les médias le répètent chaque fois qu'ils en ont l'occasion. Au contraire, la famille est loin d'être moribonde. Connais-tu le poids de PSA dans l'ensemble des actifs de la FFP ? Une vingtaine de pourcents.

La FFP n'a consacré qu'un quart de ses actifs au financement de PSA !

## Chapitre 1 : Actionnaire individuel

\* Je te crois prudent dans tes propos. Raconte-moi d'abord comment tu t'intéresses à Peugeot et à la FFP.

# Dans une vie antérieure, je conseillais les groupes automobiles occidentaux à l'égard des constructeurs japonais. J'ai même créé et dirigé une lettre d'information sur l'automobile japonaise pendant 22 ans. Mon poste d'observation était idéal pour juger de la force respective des entreprises du secteur. J'ai aussi développé quelques idées susceptibles de servir de stratégie. Maintenant, je ne suis plus qu'un actionnaire individuel.

\* Je t'imagine mal investir dans l'automobile en général et dans Peugeot en particulier. Il y a d'autres groupes qui se portent beaucoup mieux, notamment Outre-Rhin.

# Tu as raison. Mais, d'une part, je continue de suivre certains secteurs, comme l'automobile, et ce suivi m'impose de garder quelques titres au nominatif, afin de ne pas manquer les événements importants des grandes entreprises qui font le secteur. Et, d'autre part, je reste fasciné par certaines entreprises familiales dont j'estime qu'elles sont au cœur d'un capitalisme moderne, entreprenant, bien gouverné avec une vision de moyen et long terme.

\* Oui. Les Ricard, Bénéteau, Hermès, Arnaud (Dior, LVMH), Pinault (Kering, ex. PPR), Bolloré, Michelin, Dassault, Taittinger et

quelques autres. Il en existe de moins bien gérés, surtout à la seconde ou troisième génération. J'y mets Peugeot.

# Les Peugeot me fascinent depuis longtemps. Tu crois voir une famille on ne peut plus provinciale et de culture protestante.

\* C'est probablement ce qui les a sauvés. En province, on peut vivre chichement et venir travailler en 2CV, comme le faisait le vieux père Michelin. Et la culture protestante impose la mesure, le respect de soi, du travail et du capital.

Mais dis m'en plus sur la FFP.

## Chapitre 2 : La FFP

# La FFP s'appelait auparavant la "Foncière, Financière de Participations". Tu peux imaginer qu'encore avant elle était la Financière de la Famille Peugeot ou quelque chose d'approchant.

Il y a une vingtaine d'années, la Famille prit la décision de diversifier le patrimoine de la FFP afin de 1) rester en position de s'assurer le contrôle du groupe Peugeot et 2) régulariser les revenus de ses membres porteurs de ses titres. Cette décision suivait une époque où l'automobile française ne se portait pas très bien, notamment parce qu'elle manquait d'une gamme de moteurs performants.

Comme son patrimoine ne se composait que de titres de Peugeot SA (PSA), la FFP fut obligée de s'ouvrir à des actionnaires extérieurs, essentiellement des institutionnels, banques d'affaires et assureurs. Ces nouveaux actionnaires exigèrent que la FFP soit cotée, ce qui permit à des actionnaires pas forcément désirés, comme moi, d'acheter des actions et de se pointer dans les assemblées générales.

\* Rassure-moi. Tu n'es pas le type d'actionnaire qui ne vient que pour se plaindre et se précipiter sur les buffets ?

# Je suis le type d'actionnaire qui s'efforce de poser les questions engageantes et qui pense parfois à profiter du buffet quand il le mérite. Il n'y en a plus aux AG de la FFP.



Toujours est-il que, il y a 20 ans, la FFP a diversifié son patrimoine dans l'immobilier, avec notamment l'aide de la famille Dassault. Cette diversification a été un stabilisateur des dividendes versés par la FFP à ses actionnaires : quand PSA passait son dividende, la FFP touchait quand même les loyers qui pouvaient être intégralement distribués. Cette diversification a donc aussi permis à la Famille de garder le contrôle de PSA.

A l'époque, j'avais encore ma lettre d'information sur l'automobile japonaise et je suis allé les voir.

\* Pour leur vendre ta lettre ?

# Peut-être. Mais surtout pour leur parler d'un projet qui me tenait beaucoup plus à cœur.

Son nom de code : " Libérez les motoristes !"

## Chapitre 3 : Libérez les motoristes !

\* C'est quoi ?

# Je proposais à mes interlocuteurs d'imaginer une coalition de 5 constructeurs automobile.

Comme j'estimais que des entreprises familiales s'associeraient plus facilement avec d'autres entreprises familiales, je voyais Peugeot avec Fiat, Ford, BMW et Honda ou Toyota.

Bref, les 5 constructeurs de l'alliance filialisent chacun leur division "moteur-transmission", ce que les anglo-saxons appellent *power train*.

Puis ils fusionnent les 5 filiales en 2 entreprises, indépendantes, totalement dédiées à ces moteurs-transmissions.

\* Je vois bien le schéma. Tu ne proposes rien d'autre que ce qui se fait déjà ailleurs, comme dans l'aéronautique où Boeing et Airbus montent les moteurs de General Electric, CFM ou Rolls-Royce. Quels en sont les avantages ?

# Le premier avantage est que les moteurs bénéficient de l'image que lui donne la société spécialisée. Un constructeur intégrateur se contente de proposer les moteurs de sa gamme, ce qui est peu valorisant. Un motoriste est bien placé pour faire la promotion des moteurs qu'il fabrique et qu'il vend. C'est une façon de donner de la valeur au produit, cette valeur que le client achète.

Le second avantage est que, s'il apparaît un génie des moteurs dans le monde, il ira de préférence travailler dans une société qui peut

faire la différence. Imagine qu'il aille chez Renault aujourd'hui, pour y concevoir un nouveau moteur 2litres. Il demande : "Et combien en construirez-vous ?" Il reçoit la réponse de Renault : "S'il est moyen, entre 300.000 et 400.000. S'il est excellent, entre 400.000 et 500.000." Alors que s'il va dans l'une des deux entreprises spécialisées dans les moteurs, on lui répondra : "S'il est moyen, quelques milliers. S'il est excellent, quelques millions."

Le troisième avantage est la réponse des marchés financiers. Traditionnellement, ceux-ci apprécient les sociétés spécialisées, les *pure players*. Des sociétés spécialisées dans les moteurs à côté de sociétés spécialisées dans l'habitacle verront leurs cours monter presque mécaniquement, sans jeu de mots, du fait de leur spécialisation et de leur moindre exposition au risque. De plus, les investisseurs sont les plus à même de comprendre tous les autres avantages de cette proposition.

Le quatrième avantage est une première composante stratégique : puisque chacune des deux sociétés de moteurs bénéficiera de la totalité des brevets et savoir-faire de l'ensemble des constructeurs de l'alliance en matière de moteurs et transmissions, leur portefeuille technologique sera supérieur à celui de chacun de leurs concurrents.

Le cinquième avantage est une seconde composante stratégique : grâce à leur taille et à leur portefeuille technologique, ces sociétés de moteurs pourront prendre les importants virages qui s'imposent, tout en gardant sur leurs étagères l'ensemble des moteurs qui répondent à l'ensemble des besoins de l'industrie automobile.

Le sixième avantage est la troisième composante stratégique et la cerise sur le gâteau. Les constructeurs de l'alliance se fourniront dans leurs deux ex-filiales et proposeront donc des moteurs-transmissions performants. Les constructeurs extérieurs à l'alliance seront, de plus en plus, obligés d'en faire autant, c'est-à-dire de se fournir près de leur propre concurrence. En d'autres termes, les motoristes issus de l'alliance pourront vendre des moteurs aux constructeurs extérieurs à l'alliance alors que l'inverse est peu probable.

\* Ce sixième avantage, c'est un transfert à sens unique qui appauvrit progressivement les divisions moteurs des constructeurs qui ne font pas partie de l'alliance, au bénéfice des ex-filiales de l'alliance. Et c'est aussi cet avantage que les marchés financiers achèteront.

J'imagine aussi que, grâce à l'apport en cash obtenu après la mise en bourse des motoristes, les intégrateurs peuvent devenir d'autant plus agressifs sur les marchés internationaux.

Soit. Mais tes interlocuteurs ont bien dû trouver quelques inconvénients à ta proposition ...

# Les seuls qui l'on vraiment comprise sont les dirigeants des divisions moteurs. Ils m'ont invité à faire des séminaires et ont essayé de défendre ce projet auprès de leur direction. Malheureusement, leurs patrons ne l'ont généralement pas comprise, ni donc acceptée.

Les dirigeants des constructeurs ont généralement confondu cette proposition avec le simple avantage qu'il y aurait à faire des séries plus longues et donc mieux amorties de moteurs. J'ai même entendu des contre-vérités choquantes dans leur bouche. J'ai parfois pensé que ma proposition était perçue comme une castration de leur entreprise.

Petit à petit, les constructeurs français ont corrigé leur retard sur les moteurs et j'ai quasiment cessé de défendre cette proposition, pourtant toujours d'actualité.

\* Et donc, la réponse de la FFP ?

# J'avais travaillé ce projet avec Bernard Hanon, ancien patron de Renault. C'est chez lui que nous nous sommes rencontrés avec les patrons de la FFP de l'époque. Ils ont présenté le projet au directoire de Peugeot et m'ont très courtoisement informé qu'il ne l'avait pas retenu.

J'ai, plus tard, rencontré Jean-Martin Folz dans le trimestre qui a suivi sa nomination. Mais il m'a dit que PSA "ne vend pas de moteurs, seulement des voitures."

J'avais d'autres projets plus facilement monétisables que celui-ci. J'ai donc levé le pied.

\* Revenons donc à la FFP.

## Chapitre 4 : La diversification de la FFP

# Ces contacts m'ont permis de mieux comprendre le raisonnement de la Famille.

\* Je comprends que l'automobile était devenue une activité cyclique avec un taux d'équipement des ménages élevé. Dans un tel contexte, la concurrence se durcit, les marges se tassent et au moindre trou d'air les constructeurs affichent des pertes.

# En plus, avec le premier choc pétrolier, et ceux qui l'on suivi, l'automobile est devenue moins désirable. Les gouvernements ont tout fait pour culpabiliser les automobilistes, les prendre en faute, les dissuader de son utilisation et les inciter à des transports alternatifs, comme le TGV. Progressivement, les jeunes urbains ont appris à s'en passer.

\* Tu sous-entends ici que la Famille a commencé à prendre du recul par rapport au monde de l'automobile, comme si elle était déjà condamnée à terme?

# C'est bien possible. Je ne l'ai pas compris tout de suite. Les voitures Peugeot m'ont toujours semblé être des objets de désir, séduisants et bien finis. Encore plus dans cette période où c'est Frédéric Saint-Geours qui dirigeait cette marque au sein du groupe.

\* Il y avait pourtant de nombreux ratés. La marque Peugeot ne vivait que grâce à ses petits modèles, de la 205 à la 207. Ses essais de ventes de véhicules haut de gamme se heurtaient comme à un

plafond de verre, la concurrence des constructeurs allemands. Quant à la marque Citroën, sans vraiment démériter, elle a connu des années plutôt monotones.

Le groupe a gardé ses parts de marché en Europe, en observant la chute de certains constructeurs et la montée d'autres. Il s'est exporté sur d'autres continents comme l'Amérique du Sud, le Moyen-Orient et un peu la Chine.

Je me souviens qu'il a aussi eu de très belles années, notamment la première moitié de la direction de J-M Folz.

# Cette période a probablement été cruciale pour la transformation de la FFP et du groupe PSA. A son arrivée, JM Folz a trouvé un groupe en difficulté financière mais avec quelques beaux projets dans les cartons ou en démarrage. Je pense surtout au moteur HDI qui a relancé les ventes de tous les véhicules. Quand le groupe a connu un problème de production de ces moteurs, pendant quelques mois, les ventes ont chuté en conséquence. Quelle contradiction apportée à l'affirmation de JM Folz : "PSA n'a jamais vendu de moteurs" !

\* En arrivant, JMF a fait une déclaration de stratégie dans laquelle il privilégiait les accords industriels aux alliances capitalistiques, afin de conserver l'indépendance du groupe. Ton projet "Libérez les motoristes !" n'entrait donc pas dans sa logique stratégique.

# C'est probable. Toujours est-il qu'il a commencé son mandat en faisant gagner pas mal d'argent à PSA. En 2001, il était déclaré "manager de l'année" par Le Nouvel Economiste. PSA a distribué

des dividendes, notamment à la FFP, puis il a commencé à racheter des paquets d'actions.

Pierre Peugeot se comportait en patriarche et annonçait, à chaque assemblée générale de la FFP les meilleurs résultats avec une tête des plus lugubres, comme si cet argent était annonciateur de mauvaises nouvelles à venir. Jamais une fête ni un buffet sous sa présidence.

\* Tu intervenais dans ces AG ?

# Généralement, une ou deux questions, une ou deux remarques à chaque fois que je pouvais m'y rendre.

Je me souviens avoir copieusement critiqué la permissivité de la Famille à l'égard du patron de Faurecia, lui-même fort désinvolte à l'égard des actionnaires à la suite d'une augmentation de capital. C'était un mini-scandale que Pierre Peugeot a reconnu et ce dirigeant de Faurecia a été remplacé.

Je me souviens aussi avoir suggéré que, si les stratégies de long terme avaient un intérêt certain, les stratégies de court et moyen terme pouvaient aussi présenter l'avantage d'y arriver, au long terme, et d'imposer une régularité dans les résultats.

Pierre Peugeot a admis qu'il ne devait pas négliger le court terme.

Pierre Peugeot est décédé en 2002. J'ai suggéré à ses successeurs de garder leur ton lugubre pour les mauvaises années et de mieux profiter des bonnes.



Plus tard, après les très bons résultats obtenus par JM Folz, les bénéfiques ont commencé à chuter, année après année. Et j'ai posé la question : "Est-ce que PSA ne garde pas ses dirigeants trop longtemps ? Jusqu'où PSA doit-il voir chuter ses bénéfiques avant de penser à changer de patron ?"

Je crois que c'est Robert qui m'a répondu : les groupes qui changent souvent de dirigeant ne performant pas aussi bien, dans la durée, que ceux qui les gardent. J'ai essayé de vérifier son affirmation, mais n'y suis pas arrivé.

\* On a beaucoup parlé de la succession de Pierre Peugeot. Comment a-t-elle été vécue à la FFP ?

# Pendant que le fils de Pierre, Thierry, prenait la place de son père à la présidence du conseil de surveillance de PSA, son cousin Robert prenait la présidence et la direction générale de la FFP. Les deux cousins sont, paraît-il, aussi différents que possible. Le premier est diplômé de l'ESSEC, discret et, dit-on, limité eu égard à ses responsabilités. Le second est diplômé de Centrale et de l'INSEAD, a exercé d'importantes fonctions dans le groupe automobile et est réputé noceur.

J'ai lu que Robert s'est proposé deux fois pour diriger PSA et a été deux fois barré par Thierry.

\* Vérité ou ragots de journalistes, allez savoir. Mais quand Thierry a reçu la présidence non opérationnelle de PSA, Robert est bel et bien devenu le seul chef à bord de la FFP, le véhicule qui gère les actifs familiaux.

# Oui. Encore faut-il compter sur une autre société de tête, Peugeot Frères, qui détient 80% de la FFP et 5% de PSA. C'est Jean-Philippe, issu de la troisième branche de la Famille, qui a hérité de la direction de Peugeot Frères. C'est la cuisine interne de Peugeot Frères qui assure les arbitrages et c'est là que les "valeurs traditionnelles" de la Famille Peugeot prennent leur sens.

\* Cohésion et discrétion. Je vois. La discrétion peut rester la discrétion. Mais la cohésion se constate, elle est lisible dans les décisions que le groupe est obligé de prendre au fil du temps et des circonstances.

Tu me disais donc que la FFP recevait pas mal de dividendes de sa filiale PSA et, grâce aux rachats de ses propres titres par PSA, augmentait donc sa participation dans le groupe, par relation. C'était double bénéfice. Que faisait la FFP de l'argent des dividendes?

# Bonne question. La diversification immobilière a rapidement été gelée à un niveau inférieur à 10% du patrimoine diversifié (hors PSA). Aujourd'hui, de l'ordre de 2% seulement.

Robert a annoncé une stratégie d'investissement dans des actions d'entreprises à caractère familial, investissement amical de long terme et donnant droit à un siège au conseil d'administration.

\* Après ce que tu viens de me dire sur les deux cousins, il s'agissait aussi de *benchmarker* la supposée mauvaise gestion de Thierry par la supposée bonne gestion des entreprises familiales amies ?

# A l'époque, ça m'a beaucoup moins marqué que d'autres aspects critiquables des décisions de la FFP. La FFP a, par exemple, fait des incursions dans des *hedge funds* (fonds spéculatifs ou alternatifs).

\* En quoi est-ce critiquable ?

# Il s'agit du patrimoine de toute une famille. Il ne peut être investi qu'en toute connaissance de cause. D'ailleurs, la rémunération de Robert le lui impose.

Les *hedge funds* sont, par nature, totalement opaques. Ils se déplacent rapidement et ne sont jamais investis où on le croit. La plupart ne réussissent qu'en prenant des options où l'*upside* (les avantages attendus) est forcément compensé par le *downside* (les inconvénients possibles), souvent moins visibles, comme l'illiquidité ou l'événement imprévisible. Les plus grandes faillites de *hedge funds* sont celles qui réunissaient des Prix Nobel d'économie. A défaut, on tombe rapidement sur des gérants malhonnêtes dont Madoff n'est qu'un représentant parmi beaucoup d'autres.

Toujours est-il que, l'année suivante, ils m'ont dit avoir suivi mes conseils d'éviter ce type de placements.

\* Tu as trouvé d'autres matières à critiques ?

# Je me suis étonné de certaines corrélations aux risques des placements de la FFP.

En dehors des 10% d'immobilier, la FFP n'était investie qu'en actions. Elle pouvait donc subir le risque actions en cas de débâcle boursière.

De plus, comme elle fait des investissements de long terme dans des sociétés amies, elle ne peut pas en sortir facilement. On peut d'ailleurs imaginer que, avant de donner un siège de leur conseil aux représentants d'une telle famille, les entreprises investies ont obtenu une "lettre d'intention" par laquelle la FFP s'engage à rester quelques années. C'est bien le propre d'un investisseur de long terme.

Le risque, ici, se trouve surtout par rapport au premier objectif affiché de la diversification de la FFP, qui est de se donner les moyens de voler au secours de PSA en cas de besoin. La contradiction est flagrante.

J'ai aussi observé que la FFP portait déjà un important risque pétrole avec PSA. Si, pour une raison géopolitique, ou climatique, ou fiscale, ou de raréfaction relative du pétrole au profit des pays émergents, le pétrole venait à manquer, non seulement PSA en souffrirait gravement, mais aussi nombre de leurs investissements dits "diversifiés" : Zodiac dans l'aéronautique, Lisi dans l'aéronautique et l'automobile, Sanef réseau d'autoroutes, etc.

Il était donc des situations qui pouvaient révéler la fragilité du "système Robert Peugeot".

\* Quelle réaction as-tu obtenu ?

# Les Peugeot sont d'une extrême écoute et d'une extrême courtoisie. Je crois même avoir été entendu car ils ont revendu une ou deux participations exposées au risque pétrole pour en reprendre d'autres qui ne l'étaient pas.

J'aurais pu leur suggérer d'aller plus loin en choisissant des investissements anti-corrélés. Je comprends que Maurel & Prom n'appartient pas à une "famille amie", mais ç'aurait pu être un placement qui monte quand le pétrole manque là où PSA vend ses véhicules.

Je continue à voir une médiocre appréciation des risques dans les placements de la FFP, en regard de ses objectifs affichés.

\* Pourtant, leur diversification a bien fonctionné !

# Oui. La FFP s'est révélé être un excellent *stock picker* de long terme. La famille ne peut donc que se réjouir d'avoir misé sur Robert. Sur les 7 dernières années, il a multiplié par 5 le patrimoine de la FFP consacré à la diversification.

\* Et pendant ce temps, PSA entamait son chemin de croix !

## Participations de la FFP au 30 Juin 2013 (Source FFP)

Unités : M€

Nom de la participation	% de détention	Valorisation	Part dans FFP
Peugeot SA	19,1%	426	23%
Lisi	5,1%	46	2%
CID (Lisi)	25,2%	128	7%
SEB	5,0%	157	8%
Zodiac Aerospace	5,8%	320	17%
Orpea	7,2%	135	7%
LT Participations (Ipsos)	10,3%	26	1%
DKSH	5,9%	241	13%
Participations non cotées		190	10%
<b><i>Sous-total participations (1)</i></b>		<b>1243</b>	<b>66%</b>
Fonds capital investissement		144	8%
IDI	10,1%	17	1%
<b><i>Sous-total capital investissement</i></b>		<b>161</b>	<b>9%</b>
Immobilière Dassault	5,3%	7	0%
Valmy FFP	100,0%	19	1%
FFP – Les Grésillons	100,0%	17	1%
Autre immobilier		3	0%
<b><i>Sous total immobilier</i></b>		<b>47</b>	<b>2%</b>
Autres actifs financiers		9	0%
Trésorerie		4	0%
<b><i>Sous-total autres actifs</i></b>		<b>14</b>	<b>1%</b>
Actif brut réévalué (investissements)		1465	77%
Endettement		260	
Actif net réévalué		1631	
Soit par action	64,8 euros		



## Chapitre 5 : PSA

# Les dernières années Jean-Martin Folz ont vu les bénéfices décliner régulièrement... les cours de bourse aussi par conséquent. D'ailleurs, JMF a fait valoir ses droits à la retraite en 2006.

\* On a pu lire que Robert Peugeot a fait candidature pour le remplacer à ce moment. Mais la Famille, donc Thierry, lui a préféré Christian Streiff.

Je reviens rapidement à 2002. Tu as mentionné que d'année en année PSA régressait en termes de bénéfices net et que Jean-Martin Folz en était le responsable. Mais 2002 est également l'année où Thierry Peugeot a remplacé son père à la tête du conseil de surveillance et il se dit aussi que Thierry était un peu trop envahissant aux côtés du président du directoire.

# Tu implies que, avec Thierry, la direction est bridée comme une moto peut être bridée pour limiter sa puissance ? Pourtant, la réputation d'indépendance de Christian Streiff était largement démontrée après la façon dont il a quitté Saint-Gobain, puis EADS, en claquant la porte pour désaccord sur la gouvernance et la stratégie.

\* Effectivement.

Il est un épisode qui n'a été révélé que tardivement au grand public et qui explique certaines difficultés du groupe.



J-M Folz était un homme beaucoup plus ambitieux pour PSA qu'on ne le croit généralement. Il avait proposé un objectif de 4 millions de véhicules avec une marge de 6%.

Mais les moyens pour y parvenir comprenaient une délocalisation de la production en Europe de l'Est et la fermeture d'au moins trois usines.

Thierry a mis son veto, ainsi qu'à un certain nombre d'autres mesures d'ajustement.

On dit que JM Folz a été coupé dans son élan, s'est retrouvé démotivé et a confié à Thierry son désir de partir à 60 ans. La Famille aurait eu 6 mois pour lui chercher un successeur ... sauf que Thierry a gardé cette information pour lui.

Quand JM Folz a pris sa retraite, la Famille a été prise de court et Thierry s'est vu affublé de tous les défauts : secret, personnel, sans vision alternative, condamné à n'exprimer que des vetos, ...

La cohésion familiale ne s'est probablement pas remise de cet épisode qui pourrait expliquer beaucoup d'autres décisions du groupe.

# Tu me fais ainsi remarquer que je me suis parfois trompé de cible ...

\* Pas forcément autant que tu sembles maintenant le penser.

Toujours est-il que Streiff n'est pas resté longtemps président du directoire. Il a eu le temps de faire quelques constats, d'esquisser une stratégie (international, montée en gamme), de tomber malade

et de contester la gouvernance de la Famille sur le groupe PSA. Il a repassé le package à son successeur, Philippe Varin, à l'exception de la maladie, évidemment. En 2009.

Comme J-M Folz, Philippe Varin est Polytechnicien du Corps des Mines. Mais son exploit consiste à avoir redressé le sidérurgiste Corus en 4 ans, qu'il a revendu à Tata Steel 15 fois plus cher qu'il ne l'avait trouvé.

# La crise des *subprimes*, avec une chute violente de la demande, était passée par là ?

\* Oui. En octobre 2007, le titre culminait à 64 euros. En Décembre 2009, il ne valait plus que 12 euros. La valorisation boursière de PSA avait perdu plus de 80% ; elle avait été divisée par 5 !

Philippe Varin a cru bien faire, en arrivant, de déclarer qu'il achetait à titre personnel pour un million d'euros d'actions PSA. A ce moment, pour tout le monde, c'était une décision courageuse, un acte d'engagement. Quelques voix se sont quand même élevées pour affirmer qu'il ne prenait aucun risque à ce prix. L'avenir les a démentis.

Remarque bien que Renault n'a pas fait mieux, qui est passé entre juillet 2007 et juillet 2009 de 120 à 12 euros ! Soit une perte de 90% ! Mais Renault a repassé la barre des 60 euros, tandis que PSA plafonne sous les 12 euros, après avoir valu moins de 5 !

# Autant que je m'en souviens, au-delà de cette très violente chute des ventes l'été 2009, leurs situations étaient tout à fait différentes, non ?

\* C'est exact. Renault avait le soutien industriel, technologique et financier de Nissan, plus sa gamme *low cost*. Mais Renault n'avait pas de vraie gamme propre sur le marché, juste des modèles en bout de souffle et sans réelle séduction.

PSA avait défendu son indépendance et disposait de nouveaux modèles attrayants, mais se retrouvait endetté par le triple effet de gros investissements industriels et commerciaux, d'une coûteuse politique de dividendes et de rachats d'actions, et de sa volonté de garder des entreprises qui auraient fait mieux ailleurs.

# Tu penses à Faurecia ? J'ai plusieurs fois demandé aux présidents des AG de PSA et de la FFP, bien avant la crise des *subprimes*, pourquoi ils s'obstinaient à garder cet équipementier dont le destin international aurait été libéré des chaînes de sa société-mère.

\* Oui, aussi.

En octobre 2007, le titre Faurecia valait encore 60 euros. En mai 2009, il n'en valait plus que 6 ! Une division par 10. Faurecia aussi était endetté. Il a fallu voler à son secours ! De toutes les façons, il était trop tard, en 2009, pour revendre Faurecia.

Mais, là où d'autres constructeurs (je pense à GM aux Etats-Unis) se sont restructurés profondément et rapidement, les Français ont

tendu la main et obtenu les primes à la casse. Trop élevées et trop longtemps appliquées, ces primes ont surtout eu un effet d'aubaine sur les petits véhicules fabriqués ailleurs qu'en France et ont dissuadé les constructeurs de se restructurer vite et bien. Quand l'Etat a enfin arrêté les primes, le marché était saturé de petites voitures. A ce moment, l'Etat a mis en place le bonus-malus qui attaquait directement les véhicules intermédiaires construits en France. Le marché s'est effondré. Le bilan de ces primes sur les constructeurs français m'apparaît négatif.

# Tu as parlé de la restructuration de GM. Mais, en Europe, on évoquait la disparition d'Opel. Elle aurait donné un vrai ballon d'air aux autres constructeurs présents en Europe. Elle n'a pas eu lieu.

\* Non. Les Allemands ne l'ont pas voulu. Disons qu'ils ont légiféré pour permettre la survie d'Opel, même dans ce marché en très grande surcapacité.

# Comment vois-tu l'action de Philippe Varin, dans ce contexte ?

\* C'est difficile à dire !

Philippe Varin me paraît être l'homme de la situation. Intelligent, compétent, courageux, ayant fait ses preuves, courtois, peu susceptible, patient et persévérant dans son action.

Il se raconte qu'il s'est d'abord penché sur ce qu'il connaît, la production, en même temps qu'il apprenait son nouveau métier, l'automobile.

J'imagine Robert Peugeot continuer à investir ailleurs et Thierry Peugeot se stresser de plus en plus pour trouver une solution industrielle. C'est, je crois, l'époque où Philippe Varin a reçu une nouvelle feuille de route qui ouvrait la porte à des alliances capitalistiques. Ni J-M Folz, ni Christian Streiff n'ont reçu de telle feuille de route.

# Tu as suivi les approches faites par PSA auprès de partenaires potentiels ?

\* Pas vraiment. Comme tout le monde, j'ai appris qu'une alliance avec Mitsubishi ou BMW était rendue difficile par l'écart de valorisation des entreprises. Depuis 5 ans, PSA est manifestement le plus faible des grands constructeurs automobiles et aucun espoir de rapprochement n'est permis, qui ne soit pas une reddition. Comme Nissan a dû accepter les conditions de Renault lors de la formation de leur alliance.

# Et donc PSA est tombé sur GM. Ce qui m'a surtout étonné, c'est le rapprochement d'une société familiale avec une société totalement anonyme. Autant les cultures de Renault et Nissan étaient proches (c'est moi qui les ai présentés l'un à l'autre dans les années 70) ; autant les cultures de Peugeot et General Motors me semblent éloignées.

\* Il est probable que GM ait été le seul constructeur acceptable prêt à mettre de l'argent sur la table pour prendre un ticket dans PSA. GM n'a probablement pas beaucoup de respect pour la Famille et juge pouvoir tirer les marrons du feu dans les deux scénarios.

Soit Philippe Varin gagne son pari de redresser PSA et le cours de bourse s'envole. Soit PSA est asphyxié par la Famille et GM aura les moyens de reprendre le groupe à moindre frais pour assurer son développement avec les actifs.

Plus le Joker ?

# Le Joker ?

\* Le fait que l'Etat français, quelle que soit la majorité en place, ne laissera pas tomber un tel groupe, ni ne le laissera partir de France. Soit il mettra de l'argent, solution de gauche, soit il acceptera une profonde restructuration, solution de droite.

Le Joker est une carte bien plus facile à jouer dans la main d'un actionnaire étranger, sans souci d'image en France, que dans la main de la Famille.

Au moment de l'augmentation de capital, la Famille a affirmé souscrire à la moitié de sa quotité, soit 120 millions d'euros au lieu des 240 millions auxquels elle avait droit.

Les coopérations laissaient entrevoir d'importantes synergies. Dans les semaines qui suivirent l'accord avec GM, l'ambiance était au beau fixe. Les achats en commun, les plateformes de petits véhicules, les technologies, notamment les transmissions automatiques qui font tant défaut à PSA, etc. faisaient un total impressionnant d'économies et de synergies.

# Tu penses que chacun espérait profiter de l'autre ?

\* C'est bien possible. GM avait déjà fait un investissement chez Fiat qui s'était traduit par un dédit d'un milliard. Peugeot pouvait en espérer autant.

Peugeot pouvait aussi espérer que GM lui apporte le groupe Opel avec des synergies de conception, de production et de distribution. Au lieu d'être "une entreprise, deux marques" comme J-M Folz l'avait annoncé en arrivant, les Peugeot espéraient peut-être "une entreprise, trois marques" en y intégrant Opel. GM aurait aussi pu ouvrir le marché nord-américain à PSA qui fait des véhicules plus typés *French Touch* qu'Opel. Le retour de l'inspecteur Colombo avec les successeurs de la mythique 403.

Toujours est-il que le cours de PSA a continué à chuter après cette augmentation de capital. Avec son coût du travail en permanente augmentation, la France n'est plus le pays où produire des véhicules fortement concurrencés. Non seulement le marché chutait, le groupe était endetté mais les marges brutes n'étaient plus au rendez-vous. L'hémorragie de cash a progressé jusqu'à 200 millions d'euros par mois fin 2012.

# Donc, que reste-t-il des ambitions très élevées de cette incursion de GM dans le capital de PSA pour une grande alliance ?

\* Aujourd'hui, je ne vois plus grand chose. Même la plateforme commune d'un petit véhicule serait remise en question. Pour moi, c'est clair. Tant que PSA resté géré, ou gouverné, comme il l'est aujourd'hui, GM risque d'être le partenaire indisponible.

# Je me souviens avoir vécu "l'accident" du lancement de la 208 au premier semestre de 2012.

Tout le monde sait, à l'intérieur comme à l'extérieur de PSA, que le groupe ne peut pas se louper sur le lancement d'un nouveau véhicule de la série 20X, destinée à représenter 50% des ventes de la marque Peugeot.

Le groupe a communiqué pendant plusieurs mois sur des détails de la future 208 : le volant, la fluidité des formes, la finition, ...

Puis, au moment du lancement, on nous a lancé une publicité incompréhensible par une grande partie des fidèles de la marque. On y voyait un type à poil à côté du conducteur, supposé être un double du conducteur qui avait les sensations de la voiture. Le truc déjanté qui te coule un produit.

Lors de l'assemblée générale de PSA, en juin 2012, j'ai bien entendu les critiques de cette publicité par les actionnaires et le déni de Philippe Varin affirmant qu'il avait fait le buzz sur les réseaux sociaux.

Quelques semaines plus tard, la FFP tenait son AG. Le bilan à jour de l'AG montrait que la FFP était totalement investie dans ces "sociétés familiales amies" et n'avait plus de cash disponible pour venir à un éventuel secours de sa filiale PSA. C'était la négation totale du premier objectif affiché de la FFP lors de son entrée en bourse : assurer le contrôle de PSA par tous les temps.

\* Tu l'as déjà dit !



# Alors je me répète ! Normal, c'est au cœur de ma thèse.

J'ai rapproché cet élément de la publicité pour la 208 : fade, peu compréhensible et absolument sans aucune classe. Cette pub ne correspondait absolument pas à l'image que Peugeot, jusqu'à présent, avait voulu donner à ses véhicules.

A quoi ressemblait le comité qui avait approuvé ce projet de lancement?

Quelles compétences, quelles valeurs portait-il ?

Comment la Famille y était-elle représentée ?

Même Philippe Varin, que l'on voit mal se lancer dans les fautes de goût, ne pouvait pas avoir approuvé cette pub !

J'en ai fait une question au président de la FFP.

Sur le premier point, l'absence de cash pour voler au secours de PSA, il a répondu par le déni : seule une entreprise en parfaite santé aurait les moyens d'intervenir efficacement et la FFP ne pouvait rester en pleine santé qu'en poursuivant ses investissements dans les meilleures entreprises familiales amies.

Sur le second point, la campagne de publicité de la 208, il a admis qu'elle avait raté sa cible mais que la vie d'un véhicule ne se limite pas à son lancement, surtout s'agissant de la 208.

\* Tu as tout à fait raison. La 208 n'a pas eu le succès des modèles antérieurs. Cependant, tu as peut-être surestimé son importance pour PSA qui sort entre 5 et 10 modèles par an sur 5 ou 6 plateformes.

Pour ma part, je ne connaissais pas du tout cette sauvage détermination de la FFP à investir jusqu'au dernier euro en dehors de PSA, déjà en 2012.

Puis il y eut l'épisode de la fermeture d'Aulnay, elle aussi très révélatrice de quelques-unes des caractéristiques de la Famille.

J'imagine que Philippe Varin aurait voulu consulter le Comité d'Entreprise dès 2011, avant même l'augmentation de capital qui a permis de faire entrer GM et je suppose aussi que c'est la Famille, probablement Thierry, qui l'en a dissuadé.

# Tu penses à un marchandage politique avec le nouveau président?

\* Je n'en sais rien. Qu'en penses-tu toi-même ?

# La Famille est traditionnellement très paternaliste à l'égard de son personnel et il est possible que, si Sarkozy était reconduit, elle étale ses problèmes plutôt que des solutions et que l'usine d'Aulnay puisse rester en activité en contrepartie d'une autre fiscalité. Mais François Hollande avait fait des promesses qui empêchaient tout espoir de compromis et donc il devenait urgent d'annoncer la fermeture de cette usine coûteuse et sous-employée.

La nouvelle majorité s'en est donné à cœur joie en insultant cette famille qui a pourtant fait part d'un patriotisme sans beaucoup de failles.

Je commençais à comprendre la stratégie d'une famille qui refuse de rester l'otage d'une seule activité, fut-elle mondiale.

Et ce fut l'occasion d'admirer le "style Varin" dans sa dignité et sa rigueur de gestion à l'égard des salariés du site d'Aulnay : exemplaire.

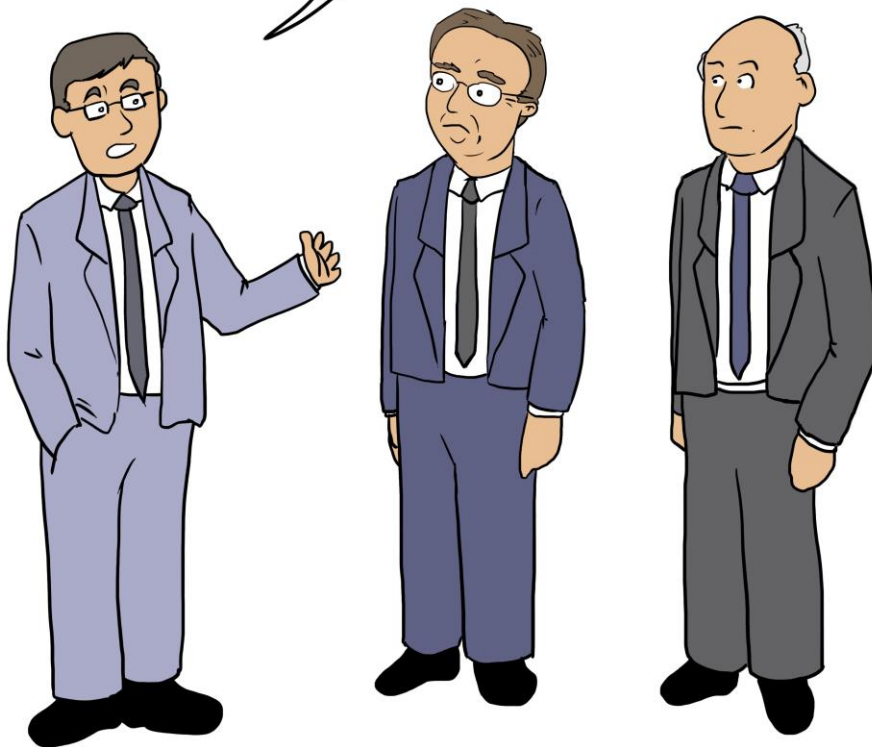
\* Tu n'en dirais pas autant de la Famille ?

# L'environnement produit par la nouvelle majorité éclaire toute cette scène d'un jour nouveau. Je ne vois que la partie émergée de l'iceberg et le doute m'habite.

\* Mais encore ?

MÊME SI THIERRY  
NOUS DONNE  
L'AUTORISATION  
DE RESTRUCTURER...

IL NOUS FAUDRA  
DE L'ARGENT !



## Chapitre 6 : La Famille

# Je ne puis en parler sans une extrême modestie. Du fait de leur discrétion, nous ne pouvons juger que les résultats de leurs décisions passées. Je ne connais personne qui soit au courant de leur actuelle stratégie.

Et puis tout est contradiction, dans cette famille :

Si tu en crois ce qui est dit de leur éducation familiale dans les médias les mieux informés, le travail et le sens du devoir, le respect de l'entreprise Peugeot et de ses employés, l'absolue nécessité de ressouder la Famille en permanence, tu ne comprends plus les décisions d'extrême diversification de la FFP.

Quand tu lis les biographies des membres de la Famille "qui comptent", ils ont tous exercé des responsabilités, voire exercent encore, au sein de PSA. Dès lors, comment peuvent-ils se retirer de ce rôle essentiel d'actionnaire de référence, qui de plus exerce un contrôle très visible sur les décisions du management, en ne gardant pas les ressources pour le recapitaliser ?

\* La réponse ne serait pas dans tes interrogations ? L'homme qui contredit tout le reste, n'est-ce pas Robert ?

On voit bien Thierry en patriarche tel un pur Peugeot : discret, voire effacé, tu as dit provincial et limité. Regarde les vieux articles sur le groupe Peugeot. On trouve des titres comme : "Un groupe génial mené par une famille qui ne l'est pas". Leurs valeurs familiales, c'est leur intelligence, aux Peugeot.

Les autres membres de la Famille qui ont des responsabilités opérationnelles ou dans les conseils sont plus "normaux" que Thierry, mais tout aussi discrets. Je les imagine bien jouer le jeu de la cohésion familiale, le

ciment, le lien, tout ce que tu veux à condition que ça rapproche les uns des autres.

Sauf Robert. Il connaît le système de l'intérieur. Les valeurs, il a donné. Je dirais même qu'il en est vacciné. Il a hérité de la FFP au bon moment et a pu se faire les dents comme investisseur au moment où l'argent était encore abondant. Malgré son parcours précédent, il est moins industriel que stratège et financier.

Les médias donnent une image de lui assez parisien, fêtard, voyant. On parle de ses Ferrari, de ses lingots, de son divorce, de son goût pour les beaux vêtements et la chasse en Afrique. Ses deux candidatures à la direction générale de PSA laissent voir une ambition plus personnelle que collective. Même son salaire à la tête de la FFP peut être jugé hors normes pour un membre de la Famille qui est supposé s'investir dans l'intérêt général et tirer le principal de ses revenus de l'appréciation de son capital... Rien de très Peugeot dans cet homme.

# Le moins Peugeot des Peugeot ?

J'ai quand même une certaine admiration, en dehors des réserves déjà exprimées sur les risques cumulés, pour la stratégie financière de Robert. Il a dû sentir que la stricte diversification patrimoniale optimisée n'emporterait pas l'assentiment du reste de la Famille.

Il a renoncé à ce qui est le propre d'une bonne diversification, en termes d'actions, d'obligations, de fonds gérés, de matières premières, de devises, d'émergents, etc.

Sentant que la Famille pouvait désapprouver l'absence de valeur sociale d'une trop importante diversification de PSA, il a proposé de se rapprocher de "familles amies", et il en existe beaucoup de bien gérées, et de contribuer

à leur développement. Ce faisant, il limite le risque de réprobation qu'un désengagement de la Famille à l'égard de PSA peut créer.

Du coup, sa diversification est taillée sur mesure aux valeurs sociales de la Famille, ce qui la rend acceptable.

\* Certes. Dans ce cas, tu dois avoir une plus grande admiration encore pour la façon dont tout le monde (médias, politiques, syndicats) a totalement occulté ce qui est le sujet principal de notre entretien : bien qu'actionnaire de référence de PSA et exerçant un contrôle effectif, la FFP n'y est engagée que pour le quart de ses actifs !

# Quelque part, ce que tu me dis m'ulcère !

Lors de la dernière Assemblée Générale de PSA, en juin dernier, j'ai posé la question au président du Conseil de Surveillance, Thierry Peugeot. J'étais conscient de la présence, dans l'AG, de gens fort importants pour Peugeot : membres de la Famille, évidemment, mais aussi financiers, journalistes, administrateurs et même représentants de l'Etat.

En contrepartie de sa caution à la banque de crédit du Groupe, l'Etat a imposé la présence au Conseil de Surveillance d'un représentant du personnel et d'un représentant de l'Etat, Louis Gallois.

"Monsieur le Président, je ne m'associe absolument pas aux critiques des politiques contre Peugeot, ses dirigeants et la Famille. Ceci dit, ne voyez-vous pas une contradiction entre votre farouche volonté de toujours conserver un large contrôle de PSA et le faible niveau de votre engagement financier dans ce groupe par rapport à vos actifs disponibles ?"

Thierry devait s'attendre à cette question et il a répondu de la façon la plus convaincante qui soit sur le total engagement de la Famille qui venait, une fois de plus, d'apporter 120 millions, ... Toute la communication officielle en deux phrases, avec la main sur le cœur, comme tu la relis dans les interviews

de l'époque. Pour moi, son engagement était limité à 25% de ses possibilités. Point barre.

Je crains bien que personne n'ait compris la question et personne n'a compris la réponse.

Quelques semaines plus tard, il y a eu l'AG de la FFP. Les choix d'investissements étaient toujours plus criants.

Entretemps, l'action PSA avait perdu près de 20%. De mon côté, je regardais les résultats des autres groupes automobile, notamment ceux appartenant et/ou gérés par des familles, tous bénéficiaires et en pleine forme.

Quelque part pendant cet intervalle de quelques semaines, il m'est apparu que la stratégie d'investissement de Robert n'était gagnante que si on l'opposait à Thierry, responsable de PSA. Sa diversification excessive avait étouffé PSA depuis près de 10 ans.

Aucun des autres grands constructeurs aux mains des familles fondatrices ne se trouve aujourd'hui dans la même situation.

Et la valorisation de la FFP s'enfonçait alors que celle des holdings familiales de l'automobile mondiale ne faisait que monter.

J'ai donc posé ma question au président de la FFP, sur la pertinence de sa stratégie, sur la comparaison avec les autres familles actionnaires de grands constructeurs, sur les conséquences d'un véritable étouffement financier de PSA par la Famille. J'ai marqué mon étonnement que PSA ne soit traité que comme un simple élément de patrimoine par la FFP et par la Famille, que les enjeux étaient considérablement plus importants et que certaines de leurs décisions pouvaient devenir irréversibles. J'ai avoué mon émotion sur ces conséquences manifestement acceptées par la Famille.



Robert a, je dois l'avouer, fait une excellente réponse sur le fait qu'on ne peut pas diriger un groupe avec un excès d'émotion et que son rôle consiste d'abord à préserver ce qui peut l'être de l'héritage familial.

\* Je ne te l'ai pas dit, tout à l'heure, mais Robert est aussi un joueur. Quelque part, il compte sur toi pour faire connaître la mauvaise situation dans laquelle se trouve PSA, tout comme un preneur d'otages français sait que la valeur de ses otages dépend de la médiatisation qui en est faite en France.

Imagine simplement qu'il a posé ses conditions à tout le monde, à l'intérieur comme à l'extérieur du groupe. Ceux qui tiennent à PSA, et qui veulent le garder en France, devront accepter de négocier avec lui.

# Et ce pourrait être quoi, ses conditions ?

\* A Philippe Varin et à ses cadres, de transformer l'entreprise en machine de guerre : plus légère, plus rapide, plus agressive, plus en conquête, plus réactive, gagnant à la fois sur les coûts et sur la qualité perçue des produits. Robert n'a pas à être impatient puisque PSA ne représente plus que 25% des actifs de la société dont il est responsable. C'est PSA lui-même qui doit se transformer rapidement.

A Thierry, Robert peut imposer des changements de périmètre, comme de vendre Faurecia ou des parts de la banque du groupe.

A l'Etat, Robert peut imposer les conditions d'une production française rentable, laissant des marges suffisantes non seulement pour survivre, mais pour se développer.

# Tu plaisantes !

J'accepte l'idée que Robert soit un joueur. Mais les risques qu'il fait peser sur un tel groupe sont stupidement exagérés.

Je considère que, à ce jour, sa stratégie est perdante et n'a d'ailleurs été adoptée par aucune autre famille similaire au monde. Volkswagen, aux mains des familles Piëch et Porsche, BMW, aux mains de la famille Quandt,

Toyota, aux mains de la famille Toyoda et les autres Ford, Fiat, Hyundai ont tous annoncé des profits record ! Toutes ces familles ont en commun de rester investies en priorité sur leur groupe éponyme, pas de l'étouffer. En comparaison, la famille Peugeot est totalement discréditée.

Si ton hypothèse avait quelque poids, Robert serait aussi responsable de l'investissement de GM, les 7% qui ont fait couler tant d'encre et dont on attend toujours les bénéfices. La première conséquence visible de l'investissement de GM a été la perte totale du marché iranien par PSA. Les chantiers de la synergie se réduisent chaque trimestre et GM a déjà annoncé ne pas vouloir investir un dollar de plus dans PSA.

Mais j'aimerais assez avoir ton avis sur un autre point. La valeur de l'action FFP ne correspond qu'à la moitié de la valeur de ses actifs nets, la valorisation au prix de marché pour les sociétés cotées et à l'estimation des actifs pour ce qui n'est pas coté.

A ton avis, à quels facteurs tiennent une telle décote ?

\* Les décotes de holdings sont fréquentes, souvent comprises entre 10 et 30%. Ces décotes varient dans le temps, augmentent quand la bourse baisse et diminuent quand elle monte. Dans le cas de la FFP, la volatilité de ses participations, dont PSA, rendent les analyses encore plus difficiles.

Les raisons sont nombreuses : la holding génère ses coûts propres qui viennent diminuer les bénéfices distribuables ; les financiers préfèrent souvent composer leur portefeuilles eux-mêmes que de les confier à des gérants, aussi bons soient-ils ; les holdings ont souvent des lignes de petites entreprises non cotées, donc illiquides.

J'imagine que, dans le cas de la FFP, les investisseurs tiennent compte du risque PSA. Si PSA en avait réellement besoin, les investisseurs estiment encore que la FFP serait amenée à y mettre plus d'argent qu'une holding moins impliquée, comme Wendel ou Eurazeo.

Et j'imagine que tu veux me faire dire que le marché éprouve une certaine défiance à l'égard de la gestion familiale. Les familles derrière Wendel et Eurazeo ont effectivement confié les lourdes responsabilités d'investissement à des professionnels chevronnés.

Enfin, et ce serait la cerise sur le gâteau de ta démonstration, tu estimes peut-être que le marché désapprouve la stratégie de Robert.

Effectivement, il y a peut-être un peu de tous ces facteurs dans l'importante décote de la FFP.

Mais je crois avoir commencé notre conversation sur ton mail de protestation après ma recommandation de rester à l'écart du titre Peugeot. Outre le fait que tu aies eu momentanément raison, qu'est-ce qui te fait penser que PSA soit sous-valorisé par les marchés financiers ?

## Chapitre 7 : Quel avenir pour PSA ?

-# Je dois souffrir de respectite aigüe. Même quand je ne suis absolument pas d'accord avec quelqu'un, mais que celui-ci a déjà un parcours, je ne puis m'empêcher de le respecter. Je ne le sous-estime pas, je ne le prends pas pour un con.

Dans le cas de PSA, et malgré tout ce que nous venons d'échanger, j'ai du mal à penser que la Famille ne sait pas ce qu'elle fait.

\* Ta respectite aigüe se double d'un optimisme pathologique, d'une confiance malade en l'homme, d'une naïveté de 4 sous.

Si je manquais d'arguments pour ma recommandation de rester à l'écart du titre Peugeot, tu me les as fournis ce soir : la famille, qui a laissé étouffer PSA avec autant de constance depuis 2006, persistera. Tous leurs démentis n'y changeront rien. Grâce à toi, je vais maintenant les juger sur leur degré d'engagement financier dans PSA.

PSA ne mourra probablement pas. Il se trouvera toujours un prédateur pour reprendre à bon compte cet actif dont les Peugeot ne semblent plus vouloir.

Tiens, j'imagine PSA contrôlé par Dong Feng ! Regarde, Volvo ne se porte pas plus mal d'avoir un actionnaire chinois. Pas plus que le Port du Pirée.

# Sauf que l'on est en France et que l'Etat voudra probablement intervenir ...

\* Je pense à la 9<sup>e</sup> génération des Peugeot, les enfants de ces cousins aux manettes. Ils peuvent avoir une ambition dans l'automobile, mais ils peuvent également vouloir utiliser le patrimoine familial pour développer leurs propres projets, des projets différents car d'une autre génération et d'un

autre siècle. La nécessaire destruction créatrice passe par l'abandon du groupe familial, trop industriel, et la refondation dans quelque chose de plus actuel. Il faut savoir évoluer avec son temps.

La FFP deviendra alors un holding patrimonial comme Wendel et Eurazeo... dont Robert deviendra quasiment seul maître à bord.

\* Tu aurais pu nuancer ton jugement en disant par exemple que Robert est un salaud et que les autres sont des cons.

# D'une part, il m'est indifférent d'avoir à juger qui que ce soit, sauf en face de situations ou de décisions prises ou à prendre. D'autre part, c'est le jugement que tu viens d'énoncer qui mériterait d'être nuancé.

Je préfère me demander si Thierry et Robert sont les bonnes personnes aux bonnes commandes.

Imaginons une seconde que, en 2002, la famille ait renversé les rôles, mettant Robert à la présidence du conseil de surveillance de PSA, et Thierry aux commandes de la FFP.

Thierry le provincial aurait diversifié doucement, en investissements probablement ni très risqués ni très rentables. La manne financière de la FFP aurait moins grandi mais serait restée disponible pour la croissance et la diversification de PSA.

D'autant que Robert, dont tu soulignes le caractère joueur et ambitieux, aurait poussé les feux de PSA au maximum, exigeant plus de ressources de la FFP et forçant la compétitivité, la montée en gamme et l'internationalisation. Robert aurait certainement délocalisé une plus grande partie de la production afin d'anticiper la baisse de compétitivité des usines françaises. L'ambition et le réalisme auraient changé de côté et la situation de l'ensemble serait aujourd'hui tout autre.

J'imagine un Peugeot-Citroën respecté, produisant mondialement 4 à 5 millions de véhicules, probablement associé à quelques challengers de l'industrie automobile mondiale, comme Honda, Hyundai-Kia ou BMW. Son action coterait plus de 100 euros, donc dix fois plus qu'aujourd'hui. La FFP en vaudrait 4 fois plus et la Famille serait moins déchirée.

\* Tu mets le groupe au fond de la piscine et tu le fais remonter par un simple échange de rôles !

Tu vois un moyen de revenir dix ans en arrière ?

# Ces dix ans n'ont peut-être pas été complètement perdus.

Thierry, le plus Peugeot de tous, a probablement le plus contribué au déclin de PSA. Je le vois en minorité, voire isolé au sein de la Famille. Il n'est donc plus en mesure d'exercer toute la surveillance que le conseil qu'il préside est supposé exercer. Philippe Varin doit donc disposer d'une liberté d'action que J-M Folz aurait bien voulu obtenir.

Robert Peugeot, le moins Peugeot, a non seulement appris son métier d'investisseur de long terme, à la tête de la FFP. Il a aussi été aux conseils de ces "familles amies" qui gèrent tellement mieux leurs affaires que les Peugeot. En même temps, si globalement le résultat de sa gestion est désastreuse, puisque de 2006 à 2012 la fortune de la famille a été divisée par 4, ses choix d'investissements diversifiés ont été plutôt heureux. Ce patrimoine pourrait progressivement revenir dans PSA.

Disons que 2006 à 2013 est la période de transition générationnelle, celle des erreurs et de l'apprentissage, et que la nouvelle équipe peut maintenant s'organiser plus efficacement.

Le moment où Robert arrive au conseil de PSA et Thierry aux commandes de la FFP, une augmentation de capital lancée par la famille peut être le signe

de confiance que le marché attend. Ce serait encore plus astucieux que l'augmentation soit lancée avant le changement de responsabilités et que Robert déclare qu'il y sur-souscrira parce que son image de financier avisé l'emporte, et de beaucoup, sur celle de son cousin.

\* Robert pourrait également inverser son rôle avec celui des "familles amies", leur demandant à leur tour d'investir dans PSA, avec un ticket et un horizon qui leur donne un siège au conseil de surveillance. La réussite de cette proposition serait un signal fort de confiance donnée au marché. Mais je rêve peut-être ou me laisse emporter par ta solution.

# J'ai un second scénario.

Sans préjuger des membres de la famille qui contrôlent ou gèrent PSA ou la FFP.

Tu te souviens de ma proposition "Libérez les motoristes !" ?

\* Evidemment, c'était il y a moins d'une heure !

# Je te disais que cette proposition n'a jamais été aussi pertinente que maintenant. Les constructeurs qui seront faibles sur leur offre de motorisations seront faibles tout court. Et l'alliance que je propose prend tout son sens maintenant que les évolutions sont les plus radicales.

PSA aurait toute sa place dans une telle alliance.

Comme je te le disais, la vente de sa division moteurs-transmissions pourrait rapporter une bonne dizaine de milliards à PSA. Et la stratégie ainsi développée par les membres de l'alliance serait préemptive, c'est-à-dire capable de gagner des parts de marché, même contre les plus forts.

Désinvesti de sa division moteurs, et des nécessaires investissements pour la garder concurrentielle, PSA peut se lancer dans le haut de gamme avec les moteurs de l'alliance. Il se renforcera plus facilement à l'international parce que les moteurs qu'il utilise sont déjà présents dans les pays qu'il cible.

\* Ton schéma, forcément long à mettre en place, ne répond pas à l'urgence de la dégradation des comptes de PSA.

# J'ai bien conscience que ce schéma semble trop complexe aux dirigeants pour être appliqué rapidement et facilement.

Mais il peut être mis en place beaucoup plus rapidement que tu ne le penses ou qu'ils ne le pensent, dès le moment où deux constructeurs se donnent les moyens d'en présenter les avantages à un troisième. Puis les quatrième et cinquième suivront forcément.

\* Ah bon ?

# Oui, parce que, au pire, ils n'aimeraient pas que, si une telle alliance se monte, elle aille chercher ses partenaires ailleurs.

La stratégie sous-jacente est extrêmement préemptive et les dégâts potentiels à ceux qui resteront en dehors de l'alliance considérables.

Personne qui n'a pas sérieusement réfléchi à ce scénario dans son intégralité ne peut comprendre la position de force que cette stratégie apportera à ses acteurs.

Quant à la mise en œuvre, elle n'impose aucune inertie puisque les usines qui fabriquent les moteurs dont on a besoin aujourd'hui ne disparaissent pas.

J'ai aussi beaucoup étudié les transitions afin d'optimiser les aspects opérationnels de ce schéma.

Quant à la FFP, elle voudra peut-être, dans ce schéma, devenir l'actionnaire de référence, non pas du constructeur-intégrateur Peugeot, mais du motoriste Peugeot.

\* Les chiffres n'y sont pas !



Une valorisation d'au moins 10 milliards par division moteurs, au moins 50 milliards pour les 5 divisions moteurs, soit 25 milliards pour chacun des deux motoristes issus de leur fusion. La richesse de la Famille n'y suffit pas.

# On a laissé Robert à la tête de la FFP ?

Il endettera la société cible et il endettera la FFP. Un *leveraged buy-out*.

Comme j'ai envie de croire à mes scénarios d'alliance, j'ai retenu une citation de Thierry :

"Notre priorité a toujours été le développement du groupe. Si le management nous avait présenté par le passé, à nous la famille, un grand projet d'alliance mondiale, on l'aurait regardé de très, très près et je pense qu'on l'aurait accepté. Nous sommes des entrepreneurs et les entrepreneurs, ça prend des risques. Mais ça n'a pas été le cas."

Ben si ! Ca a été le cas ! Et il est toujours temps de le regarder de très près !

\* Non ! Mais allô ! Allô quoi ! C'est toujours à moi que tu parles ?

\*\*\*\*\*

Paris, le 22 novembre 2013

## Bibliographie, notes et citations

Le Figaro Economie – 02/03/2012 – Interview de Robert Peugeot :  
"L'accord avec GM est historique." – "L'accord avec GM est aussi fort que le rapprochement avec Citroën."

Libération – 15/07/2012 – Philippe Varin, l'industriel à la main de fer qui a échoué à redresser PSA

J-D Senard : "L'homme est extraordinairement rigoureux et sérieux. Il pense sur le long terme et fait preuve d'une grande force et de patience."

Franck Don (CFTC) : "Un chrétien pratiquant et un homme de valeurs."

Challenges – 11/10/2012 – La famille Peugeot sous pression

Le graphe montre que, de 2006 à 2012, la fortune de la famille Peugeot a été divisée par 4, passant de 4,5 milliards à un peu plus d'un milliard.

Thierry Peugeot : "Il n'y a pas de désaccords dans la famille. Il y a un équilibre entre les trois branches du groupe familial. Nous sommes tous impliqués dans le combat du redressement. Nous sommes tous tombés d'accord sur le fait que nous étions en crise ; que nous gardions une vision à long terme ; que nous restions attachés au secteur automobile ; que nous n'avions pas une approche financière ; que nous avons une grande responsabilité vis-à-vis des 200.000 salariés du groupe, de nos concessionnaires, de nos partenaires."

Concernant J-M Folz : (Après l'arrivée de Thierry à la présidence du conseil de surveillance) voilà donc le manager JMF bien coiffé et cerné. Son objectif est de fabriquer 4 millions de voitures avec une marge de 6%. Ce qui implique d'importantes délocalisations en Europe de l'Est, comme Renault. Thierry s'y oppose. JMF envisageait de fermer Aulnay - déjà! -, Madrid et Ryton, en Grande-Bretagne. Thierry met son veto. Seul Ryton fermera.

Le Point – 04/07/2013 – Les secrets de la dynastie Peugeot

Robert Peugeot : ... vouloir sortir purement et simplement de l'automobile ?  
"Me faire passer pour le financier qui serait opposé à Thierry l'industriel, c'est une caricature infondée. On n'a peut-être pas les mêmes caractères, mais on a reçu la même éducation. Et je ne suis pas qu'un financier, merde, vu mon parcours dans l'entreprise. Regardez les faits : sans la diversification de FFP, la famille n'aurait pas pu suivre l'augmentation de capital de l'an dernier et aurait été diluée. C'est elle qui assure la pérennité dans l'automobile."

Jean-Philippe Peugeot : "Si, par malheur, ma famille devait un jour disparaître complètement, je ne sais pas ce qu'il resterait des valeurs sociales que l'on a diffusées depuis deux cents ans."

L'Usine Nouvelle - 04/08/2013 - Ils ne partiront pas en vacances ensemble... Robert et Thierry Peugeot

Jean-Louis Loubet - La maison Peugeot (Ed. Perrin)

Sebastian Mallaby - *More money than God*, l'histoire commentée des *hedge funds*

# Table des matières

Introduction	4
Chapitre 1 : Actionnaire individuel	6
Chapitre 2 : La FFP	8
Chapitre 3 : Libérez les motoristes !	10
Chapitre 4 : La diversification de la FFP	14
Chapitre 5 : PSA	24
Chapitre 6 : La Famille	37
Chapitre 7 : Quel avenir pour PSA ?	44
Bibliographie, notes et citations	50

Illustrations par Damien Barban