



Mathieu BIGAND
Grande École M2, Majeur Finance

MÉMOIRE DE RECHERCHE
Juin 2014

Sous la direction de Pascal QUIRY

La politique patrimoniale de la famille Peugeot

Table des matières

1. Introduction.....	9
2. Préliminaire.....	11
2.1. Rapide présentation de la famille Peugeot et de leurs participations.....	11
2.2. Avertissement et problématique.....	13
2.3. Période considérée.....	15
3. La Politique de diversification des Peugeot.....	17
3.1. FFP.....	17
3.1.1 Présentation et objectifs.....	17
3.1.2 Principes d'investissements, « des investissements amicaux de long terme ».....	18
3.1.3 Extraits des états financiers de FFP.....	20
3.2. La diversification.....	24
3.2.1. Les investissements réalisés par FFP.....	25
3.2.2. Evolution de la dépendance envers Peugeot SA.....	35
4. Un attachement fort à l'actif historique Peugeot SA.....	49
4.1. Les véhicules de contrôle (depuis 2000).....	49
4.2. Evolution de la participation des Peugeot.....	51
4.1.1. Chronologie.....	51
4.1.2. Le rachat d'actions et la reprise de contrôle, 1999 – 2007.....	52
4.1.3. Les récentes dilutions 2012 -2014, une perte de contrôle inévitable en deux temps.....	58
4.3. Etude comparée de la politique de distribution de Peugeot SA.....	62
5. Bilan.....	77
5.1. Montants touchés et réinvestis par les Peugeot.....	77
5.2. Evolution de la fortune des Peugeot.....	83
5.1.1. Méthodologie.....	83
5.1.2. Evolution de la valeur du patrimoine.....	84
5.3. Retour sur investissement.....	85
5.3.1. Peugeot SA.....	85
5.3.2. Quelques investissements significatifs.....	90
5.3.3. Retour sur investissements de FFP.....	92
5.3.4. Retour sur investissement pour la famille Peugeot.....	93

6. Conclusion	95
7. Annexes.....	99
7.1. Présentation de la famille Peugeot	99
7.2. Rapport avec les managers de PSA depuis les années 1980	101
7.3. Cours de bourse commenté de Peugeot SA, 2011 – 2014.....	104
7.4. Evolution détaillée du nombre d’actions, stocks options et OCEANE de Peugeot SA	105
7.5. Evolution détaillée des actions et droits de votes détenus par les Peugeot	108
7.6. Le rachat d’action analyse théorique	109
7.7. Extrait du prospectus AMF sur l’augmentation de capital du 6 mars 2012	110
7.8. La politique de rachat d’actions de Peugeot SA face à celle de ses concurrents : Fiat, BMW, Renault, Volkswagen, Ford, Toyota ...	112
7.9. Evolution de la fortune des Peugeot	114
8. Bibliographie.....	117

Sommaire tableaux

N°	Intitulés	Pages
1	Situation financière de PSA entre 1979 et 1985 (en millions de francs)	5
2	Investissements réalisés par FFP depuis 1995, 31 décembre 2013	25
3	Structure actif brut de FFP en 2007 et 2013	39
4	Évolution des participations existantes de FFP 2007 – 2013	40
5	Nouvelles participations existantes de FFP 2007 – 2013	41
6	Participations cédées par FFP 2007 – 2013	41
7	Actif brut FFP évolution 2007 – 2013	43
8	Part de Peugeot SA dans l'actif brut de FFP	44
9	Impact relatif des rachats annulations d'actions 1999-2008	53
10	Évolution du nombre d'actions autodétenues par PSA, 1999 – 2008	55
11	Calcul du coût du programme de rachat annulation d'actions, 1999-2008	56
12	Calcul du nombre théorique d'actions Peugeot SA en circulation sans le programme de rachat – annulation d'actions 1999 – 2008	57
13	Investissement théoriquement nécessaire aux Peugeot (€m) pour compenser la non-existence du plan de rachat d'action	57
14	Données clefs de l'augmentation de capital du 6 mars 2012	58
15	Souscription à l'augmentation de capital par EPF, FFP et General Motors – 6 mars 2012	60
16	Données financières sur la période 1990 – 2012	62
17	Taux de distribution comparé, 2000 – 2012	70
18	Flux de trésorerie d'exploitation, investissements et rachats net d'actions de Peugeot SA, Fiat, BMW, Renault, Volkswagen, Ford et Toyota, 1999 – 2008	73
19	Dividendes touchés par la famille Peugeot, 1995 – 2013	79
20	Résultat net revenant à la famille Peugeot, 1995 – 2013 (€m)	81
21	Calcul du retour sur investissement de l'actif PSA (méthode 1)	86
22	Investissement dans Société du Louvre et Groupe Taittinger, 1997 – 2005 (€m)	91
23	Investissement dans Linedata Services, 2004 – 2013 (€m)	91
24	Investissements combinés de FFP, 2005 – 2013 (€m)	92
25	Les Président du Directoire de Peugeot SA, 1977 - 2014	102
26	Évolution du capital de Peugeot SA	105
27	Évolution des stocks options de Peugeot SA	106
28	Évolution des OCEANES de Peugeot SA	107
29	Évolution du contrôle de Peugeot sur Peugeot SA, 2000 - 2013	108
30	Le rachat – annulation en cumulé 1999 - 2008	109
31	Flux de trésorerie d'exploitation, investissements et rachat d'actions de Peugeot SA, Fiat, BMW, Renault, Volkswagen, Ford et Toyota, 1999 - 2012	112
32	Évolution de la fortune des Peugeot, détail, 1995 – 2013 (€mrd)	114
33	Évolution de la répartition de la fortune des Peugeot, détail, 1995 – 2013	115

Sommaire figures :

N°	Intitulés	Pages
1	Structure de l'actionnariat familial Peugeot avant 2000	12
2	Structure de l'actionnariat familial Peugeot entre 2001 et 2010	12
3	Structure de l'actionnariat familial Peugeot depuis 2010	13
4	Présentation de l'actif net réévalué de FFP – 31 décembre 2011	20
5	Présentation du résultat sur titres de participations de FFP – 31 décembre 2011	22
6	Présentation du résultat net consolidé part du groupe de FFP – 31 décembre 2011	23
7	Quote-part dans le résultat des entreprises associées – 31 décembre 2011	23
8	Structure du groupe FFP, 31 décembre 1995	24
9	Évolution chronologique du portefeuille d'investissements de FFP	29
10	Structure du groupe FFP, 31 décembre 2013	34
11	Évolution de l'actif brut et de l'actif net réévalué de FFP - €m	35
12	Évolution à la baisse de l'actif brut de FFP	36
13	Simulation d'une nouvelle chute de l'actif brut	37
14	Impacts sur la part de Peugeot SA dans l'actif brut de FFP, 2007 à 2013	45
15	Résultat brut de FFP sur participations, 1995 – 2013	46
16	Évolution du % d'intérêts et de droits de votes des Peugeot dans le groupe Peugeot SA	51
17	Impact relatif de l'annulation d'actions en 2001, nombre d'actions (m) et pourcentage de détention de la famille Peugeot (€m)	52
18	Coût de l'achat des actions (m) destinées à être annulées année 2001 - €m	54
19	Résultat net de Peugeot SA et dividende versé - €mrd	63
20	Résultat net de Peugeot SA et dividende versé, évolution comparée - €mrd	65
21	Résultat net et dividende versé – Peugeot SA, Fiat Spa, BMW AG, Renault SA, Volkswagen AG, Ford Motor Company, Toyota Motor Corp.	67
22	Dividendes touchés et versés par FFP, 1995 – 2013 (€m)	77
23	Dividendes touchés par la famille Peugeot en 2011	79
24	Utilisation du résultat net, 1995 – 2010	82
25	Valorisation de la fortune des Peugeot, 1995 – 2013, (€mrd)	84
26	Évolution du multiple d'investissement et du TRI réalisables sur l'actif Peugeot SA, 2000 – 2013 (Méthode 1)	88
27	Évolution du Multiple d'investissement et du TRI réalisables sur l'actif Peugeot SA, 2000 – 2013 (Méthode 2)	89
28	Évolution comparée du TRI réalisables, 2000 – 2013 (Méthode 2)	90
29	Évolution du TRI de la famille Peugeot	93
30	Généalogie simplifiée de la famille Peugeot	99
31	Cours de bourse de Peugeot SA à la bourse de Paris, Sep 2011- Avr 2014, €	104

1. Introduction

Au début des années 80, Peugeot vit la fin de ses années glorieuses. Peu touchée par le choc pétrolier de 73 qui a bien plus lourdement affecté ses concurrents directs (Citroën, Simca, Opel, Fiat, Alfa Romeo, BLMC, Volkswagen, Volvo), Peugeot a absorbé un Citroën en grande difficultés, s'est lancé sur de nouveaux marchés hors d'Europe (Iran, Nigeria, Libye...) et en 1978 reprend Chrysler Europe payant 230 millions de dollars et 1,8 millions d'actions nouvelles de PSA. Pour cette dernière opération, le groupe puise dans ses caisses sans emprunter ni solliciter d'actionnaires extérieurs, en contrepartie les Peugeot acceptent de fait la cohabitation avec un nouvel actionnaire de référence, Chrysler Corp., et voient leur participation au capital du groupe Peugeot diluée de 49% à 37%.

C'est dans cette situation que le groupe aborde la décennie 80 pendant laquelle il passera au bord du dépôt de bilan. Comme le montre le tableau suivant, la structure financière du groupe s'effrite : avec la baisse d'un tiers de la production passant de 2,3 millions d'automobiles en 1979 à 1,6 million en 1985 les exercices déficitaires se succèdent représentant 8,5 milliards de pertes cumulées sur les cinq exercices de 1980 à 1984, et PSA doit pour la première fois emprunter pour survivre.

Tableau 1. Situation financière de PSA entre 1979 et 1985 (en millions de francs)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Chiffre d'affaire	72 813	71 103	72 389	75 263	85 207	91 111	100 295
Croissance (%)		-2,3%	1,8%	4,0%	13,2%	6,9%	10,1%
Investissements	5 845	4 980	4 606	5 065	3 673	4 027	5 884
Endettement	29 986	37 032	42 984	47 189	55 260	59 793	61 335
à court terme	21 372	27 260	31 394	33 383	39 843	42 748	39 811
à long terme	8 614	9 772	11 590	13 806	15 417	17 045	21 524
Résultats	1 148	-1 504	-1 993	-2 148	-2 290	-3 410	314

Source : La Maison Peugeot, Jean Louis Loubet

En 1982 le groupe est déjà en quasi faillite avec 30,5 milliards de francs de dette contre 10,5 milliards de francs de fonds propres. Les notes prises par Bertrand Peugeot lors du « Comité PSA » du 8 décembre 1983 soulignent la gravité de la situation « *Les banques étrangères nous ont quittés et d'autres vont le faire en janvier. On a tiré au maximum des lignes sur les banques françaises. Si l'on n'obtient pas les licenciements et la liberté des prix, on perd les pédales. Citroën est dans une situation catastrophique par rapport à Peugeot qui se redresse. On n'est pas loin de la crise de liquidité nécessitant un dépôt de bilan.* ». PSA en vient même à s'endetter à court terme pour préserver un endettement long terme qui atteint des proportions maximales.

La famille qui a « *entrevu pour la première fois la fermeture de la société* » (Pierre Peugeot dans un entretien avec Jean Louis Loubet) est alors contrainte d'accepter nombre de changements et une dilution de sa participation dans le capital de PSA alors que Jacques Calvet (devenu président du directoire en 1984) mène la restructuration du groupe. Ce dernier impose aux Peugeot deux augmentations de capital en 1985 et 1987. Les holdings familiales (*société Foncière Financière de Participations - FFP, La Française de Participations Financières - LFPF et Etablissements Peugeot Frères - EPF*) ne peuvent pas suivre étant à cours de liquidités depuis le rachat de Chrysler Europe suivi de plusieurs années sans percevoir de dividendes. Tout cela fait passer la part des Peugeot dans le groupe à 22,7% en 1987, bien loin des 52% de 1976 (avant la reprise de Citroën).

C'est ce qui marque le point de départ de l'étude qui suit. Elle analysera comment, pendant les 25 années qui suivront, la famille Peugeot (très marquée par cette période où elle envisagé la fin du groupe familiale et a été contrainte de réduire sa part dans ce dernier) tentera à la fois de pérenniser la valeur son patrimoine et de conserver le contrôle sur son actif historique Peugeot SA. Ce via de réguliers rachats d'actions et une diversification des investissements menée par FFP, qui introduit une partie de son capital en bourse et (près de 20%) en 1989 et renforce ses leviers de financements pour prendre le rôle centrale de société financière du groupe Peugeot.

2. Préliminaire

2.1. Rapide présentation de la famille Peugeot et de leurs participations

La famille Peugeot est plus largement présentée dans *l'annexe 7.1.*, cette partie a simplement pour objectif de montrer quels sont les Peugeot actuellement en poste et leur rôle dans la gestion du groupe. La génération actuelle est issue des trois cousins Roland, Robert et Pierre. Pierre était le président du conseil de surveillance jusqu'à sa mort en 2002. Il a été remplacé par son fils Thierry Peugeot.

Les membres clefs sur le période de notre étude sont :

Roland Peugeot : à la tête du conseil de surveillance de Peugeot SA et de FFP depuis la mort de son père Jean Pierre en 1966 jusqu'à 1998. Il est le premier à diriger le groupe Peugeot réorganisé sous la holding Peugeot SA, il fait le choix d'employer des Présidents du directoire extérieurs à la famille. Il entérine l'introduction en bourse de FFP en 1989, l'absorption de Citroën et Chrysler Europe dans les années 70. Il assiste à la restructuration financière, capitalistique et financière du groupe menée par Jacques Calvet (Président du directoire de Peugeot entre 1984 et 1997).

Pierre Peugeot : cousin de Roland Peugeot, il a siégé au directoire de Peugeot SA de 1972 à 1998, après ce rôle au niveau opérationnel il prit les commandes du conseil de surveillance de Peugeot SA et FFP en 1998, jusqu'à sa mort en 2002.

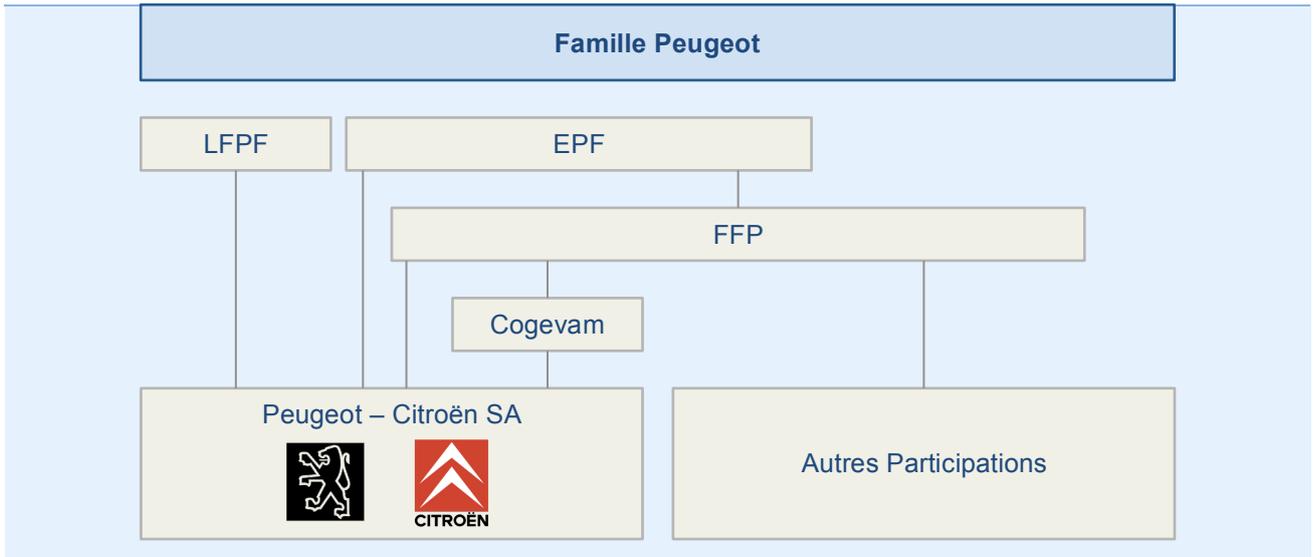
Thierry Peugeot : il est le Président du conseil de surveillance de Peugeot SA depuis la mort de son père, Pierre. Il insistera en permanence sur l'indépendance du groupe acceptant à reculons les ouvertures de capital à General Motors et Dong Feng. Il se mettra une grande partie de la famille à dos en préférant Christian Streiff à son cousin Robert quand il s'agira de choisir le remplaçant de Jean-Martin Folz en 2007.

Robert Peugeot : fils de Bertrand Peugeot cousin de Roland et Pierre, il a été à la tête de la direction de l'innovation et mène les opérations de FFP depuis 2002. Il est l'artisan de la politique de diversification du patrimoine familial.

Jean Philippe Peugeot : il dirige Etablissements Peugeot Frères, la deuxième holding de participation de la famille, et siège au conseil de surveillance de PSA.

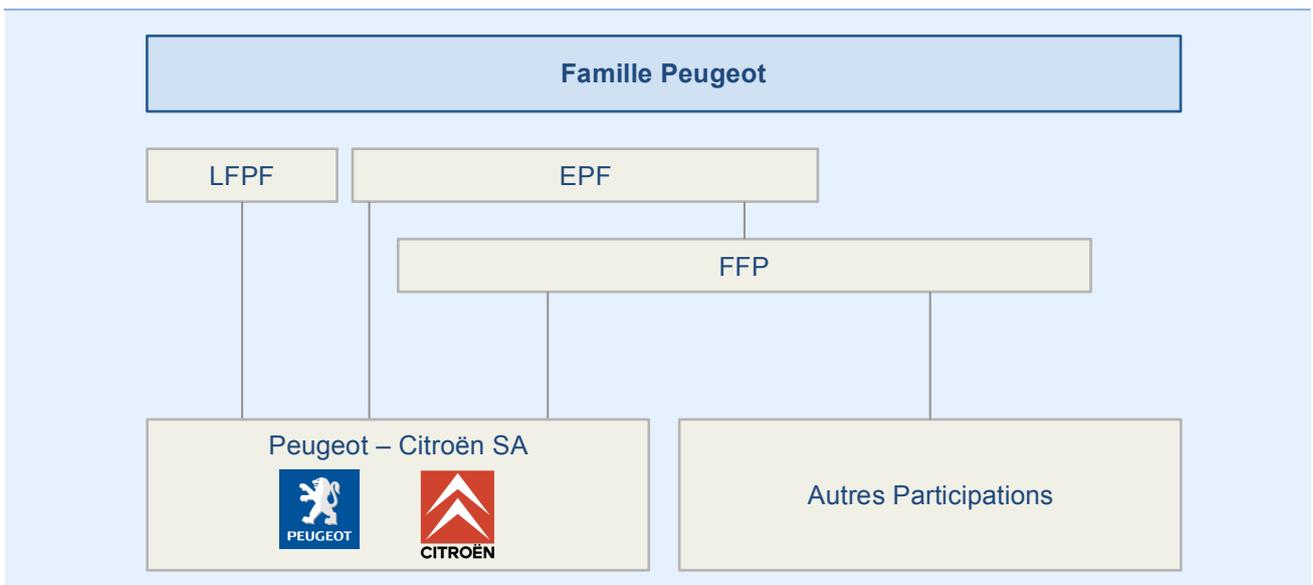
Afin de fixer le cadre de notre étude on présente directement les organes de participation des Peugeot dans les différentes entreprises dont ils détiennent des parts. Les trois schémas suivants sont des versions simplifiées, leur but est de fournir un repère pour la suite de la lecture.

Figure 1. Structure de l'actionnariat familial Peugeot avant 2000



Source : document de référence FFP et Peugeot SA 1990 – 2000

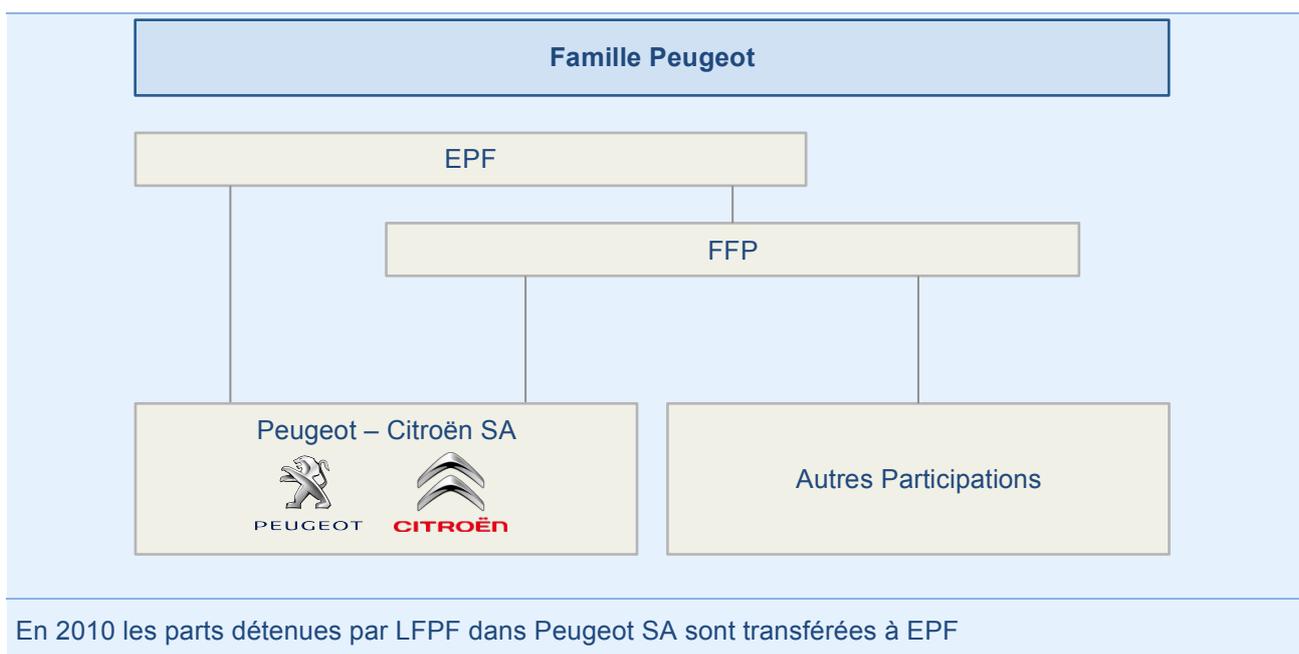
Figure 2. Structure de l'actionnariat familial Peugeot entre 2001 et 2010



En 2000 les parts détenues par Cogevam dans Peugeot SA sont transférées à FFP

Source : documents de référence FFP et Peugeot SA 2001 – 2010

Figure 3. Structure de l'actionnariat familial Peugeot depuis 2010



Source : document de référence FFP et Peugeot SA 2010 – 2013

2.2. Avertissement et problématique

Avant de débiter ce mémoire, il convient de préciser qu'il se veut surtout descriptif, analytique et neutre. La famille Peugeot a beaucoup fait écrire durant les dernières années, elle a été l'objet d'attaques régulières dans les médias et même par certains membres du gouvernement précédent qui l'ont mise en cause comme jamais. Ce mémoire n'est pas un plaidoyer en faveur des Peugeot, il n'est pas à charge, il essaiera de rester neutre et de se concentrer sur la manière avec laquelle les Peugeot ont géré depuis 25 ans le patrimoine qui leur a été légué par les générations précédentes.

Après une première revue de la littérature à disposition sur le sujet, il se trouve qu'elle apparaît souvent partielle et orientée, ce qui ne convient pas au ton que cette recherche entend employer. Ainsi ce mémoire fera au minimum appel à des sources extérieures, et se limitera aux documents principalement descriptifs, c'est-à-dire les différents documents de communication financières des sociétés concernées, des articles de presse économique à but informatifs, des documents de l'AMF et le livre de Jean-Louis Loubet *La Maison Peugeot*, publié en 2009 qui permettra de contextualiser l'étude. Le but est, au-delà de l'étude elle-même, de montrer qu'on peut apporter un regard neuf, de bonne foi et il est vrai peut être un peu naïf en se référant seulement à des données brutes, celles que nous avons à disposition dans les documents de référence que fournissent Peugeot SA et FFP (holding

de participation de la famille Peugeot) chaque année. De ces données et des cours de finance d'entreprise suivis à HEC on tentera de produire une description et une analyse à la fois simple et honnête de la politique d'investissement des Peugeot et de leur gestion de leur capital.

Naturellement on ne parle pas ici d'un fonds d'investissement mais bien d'une famille. Famille dont le destin a été lié pendant 200 ans à une aventure industrielle, celle de l'outillage, des automobiles Peugeot puis Citroën. Cela rend donc le thème bien plus complexe parce qu'il est évident que pour les Peugeot il n'y a pas que le seul point de vue financier qui compte quand ils décident de l'orientation à donner à leur politique patrimoniale. Ce patrimoine comme tout investissement n'est pas qu'une question de capital financier. Comme nous l'a répété Pascal Quiry pendant le cours de Financial Dimension of Strategic Decision « *En finance il n'y a pas que la finance qui compte* » et quand on analyse la politique patrimoniale des Peugeot, le seul point de vue financier ne suffit pas.

Ce mémoire va donc tenter d'observer et de synthétiser comment la politique patrimoniale de la famille Peugeot a réussi ou non à concilier diversification continue, réalisme financier, attachement à l'entreprise familiale et respect de leurs valeurs.

2.3. Période considérée

Nous considèrerons la période s'étendant de 1990 à la fin de 2013. Elle correspond en fait au moment où FFP s'introduit en bourse et devient le bras armé financier de la famille Peugeot dans la diversification de son capital. Cette date a été choisie pour les raisons suivantes :

- Elle marque, avec la cotation d'une holding de participation, la volonté réelle des Peugeot, après une crise qui a presque provoqué la faillite du groupe Peugeot SA, de diversifier leur patrimoine pour assurer la pérennité des avoirs familiaux et palier de nouvelles difficultés du groupe automobile. On signale également que pour pouvoir introduire la holding en bourse les Peugeot ont dû s'engager à diversifier son portefeuille, les doubles cotations n'étant plu autorisées par l'AMF.
- Avant 1990 les actifs des Peugeot étaient en quasi-totalité concentrés dans Peugeot SA via différents organes de participations qui seront décrits plus bas, la volonté nouvelle de se diversifier est symptomatique de la mise en place d'une véritable politique patrimoniale. En effet on parle alors de choix d'investissements, d'opportunités, de dilemmes et de débats sur l'orientation à donner. En d'autres termes le sujet de notre mémoire n'a pas réellement de sens avant cette date. C'est à partir du moment où l'on choisit entre réinvestir dans l'actif historique ou sortir du cash de ce dernier pour le placer dans un autre actif, que l'on peut parler de politique patrimoniale.

Ainsi notre période sera 1990 - 2013, période pour laquelle nous avons accès aux documents de référence de Peugeot SA et aux rapports annuels de FFP.

3. La Politique de diversification des Peugeot

Comme déjà mentionné au-dessus, les Peugeot se lancent à partir des années 1990 dans une diversification de leur patrimoine. A l'époque leur participation dans Peugeot SA (près de 23% du groupe) est séparée entre trois Holding majeures : Etablissement Peugeot Frères – EPF, La Française de Participations Financières – LFPF et Foncière, Financière de Participations – FFP. C'est via cette dernière, qui détient la plus large partie des actions de Peugeot SA, que va avoir lieu les investissements de diversifications menés par la famille. L'objet de cette partie est donc d'étudier ce qu'est FFP et quels ont été les investissements menés par cette dernière depuis sa cotation en 1989.

3.1. FFP

Pour étudier la politique patrimoniale des Peugeot on commence par la holding de participation FFP qui est l'organe par lequel passe la mise en œuvre de la diversification précédemment mentionnée.

3.1.1 Présentation et objectifs

FFP a été créée en 1929 et est l'actionnaire majoritaire du groupe Peugeot depuis la réorganisation de ce dernier en 1966 quand toutes les entreprises du groupe ont été regroupées sous Peugeot SA. FFP a été introduite à la bourse de Nancy en 1989 et cote désormais à la bourse de Paris. Elle est détenue à près de 80% (79,2% exactement) par la famille Peugeot (via la holding Établissement Peugeot Frères, *cf figures 1,2 et 3*).

Dans les années 1980 les Peugeot ont constaté leur double dépendance envers l'actif Peugeot SA :

- Une dépendance du point de vue de leur capital, trop majoritairement concentré dans l'entreprise automobile
- Mais également une dépendance du point de vue de la flexibilité financière, à savoir une trop grande dépendance envers la politique de distribution de Peugeot SA, problème flagrant quand après plusieurs exercices déficitaires en 1980 et la suspension du dividende, FFP et EPF se sont vues incapables de suivre, par manque de cash disponible, les augmentations de capital de 1985 et 1987.

FFP a donc ce double objectif de garantir le patrimoine des Peugeot et également d'être le bras armé financier de la famille, lui donnant la capacité par le cash récupéré de ses différents investissements d'acquiescer une nouvelles participation ou au contraire de pouvoir investir d'avantage dans l'actif historique Peugeot SA. Il convient de signaler que c'est une ambition affichée, dont la famille ne se cache pas et qu'elle revendique ; pour preuve cette citation du rapport annuel 1995 de FFP année pendant laquelle la holding investit dans Berger-Levrault qu'elle détiendra pendant 8 ans.

« Dans la recherche et la sélection des investissements de diversification, FFP a tiré de l'observation attentive de nombreux dossiers la conclusion que le critère prioritaire était la qualité des dirigeants et de leurs équipes, la capacité à déterminer des stratégies, la détermination à les appliquer et la faculté de réaction et d'adaptation à l'évolution des marchés. C'est dans cet esprit que FFP s'est intéressé au groupe Berger-Levrault »

Tout en mentionnant cette volonté de diversification qui sera à chaque nouveau rapport annuel de la société réaffirmée dans les premières pages, la Holding décrit également sa philosophie d'investissement que nous développons dans la partie suivante.

3.1.2 Principes d'investissements, « des investissements amicaux de long terme »

FFP investit dans des sociétés cotées et non cotées qui disposent d'un fort actionnariat familial, la holding prend des participations minoritaires et amicales. Elle a pour but de garantir l'entente avec l'actionnariat majoritaire des sociétés où elle investit. La famille a en effet dans sa politique patrimoniale une vision de long terme et s'allie donc à d'autres groupes d'actionnaires qui partagent cette vision. FFP souligne l'importance d'un engagement réel de cet actionnariat familial dans la gestion managériale du groupe. Ainsi la convergence de point de vue et de prévision sur la performance de l'entreprise ne font pas tout, il faut également une convergence au niveau des méthodes de management et de gouvernance. Cela confirme que le seul point de vue financier ne suffit pas, les Peugeot s'allient avec des groupes d'actionnaires qui leur ressemblent, avec qui une coopération et un dialogue de long terme peut s'établir. Quand on parle d'investissements on entend sans cesse répéter que ce qui compte c'est de « maximiser la création de valeur pour les actionnaires », cela compte pour les Peugeot mais les valeurs de cette famille d'entrepreneurs et d'industriels les font envisager et exiger plus.

Par ailleurs, la famille Peugeot investit également dans de l'immobilier, symptôme de sa recherche de pérennité, de stabilité, de sécurité. On compte notamment une coparticipation dans une foncière avec la famille Dassault, une fois de plus la marque de ce rapprochement avec une autre famille d'industriels français. Elle prend aussi des participations dans des fonds d'investissements (type fonds de LBO, fonds marché émergents). C'est le signe de cette volonté de diversification, en effet ces fonds lui permettent indirectement de prendre des positions dans des actifs qu'elle n'a pas l'expertise en interne ou via ses conseils pour analyser (par exemple des investissements dans des ETI, des entreprises sur les marchés émergents...). Quand on s'intéresse de plus près aux fonds choisis, FFP y prend des participations aux côtés d'autres grandes familles industrielles, comme dans Sagard (son plus important engagement) qui communique sur sa culture entrepreneuriale et sa volonté d'accompagner des groupes eux même familiaux. Même dans le domaine du Private Equity les Peugeot reviennent au même modèle de capitalisme.

Dans cette stratégie d'investissement, on reconnaît bien sûr la partie marketing d'un groupe familial qui communique sur son sens de la responsabilité et sa vision long terme, cependant on ne peut s'empêcher d'y percevoir un point fondamentale de la politique patrimoniale de la famille : la pérennité. Celle de la valeur, des perspectives de croissance. Tout cela doit aller de pair avec une bonne coopération avec les actionnaires de référence et le management des entreprises dans lesquelles elle investit.

3.1.3 Extraits des états financiers de FFP

La partie suivante montre simplement les tableaux que nous avons analysés dans les comptes de FFP :

Figure 4. Présentation de l'actif net réévalué de FFP – 31 décembre 2011

<i>(en millions d'euros)</i>	*	% de détention	Valorisation	% Actif Brut Réévalué
PEUGEOT SA (A)		22,8 %	646	34,7 %
LSI	a)	5,1 %	28	1,5 %
CID (LSI)	b)	25,2 %	78	4,2 %
SEB SA	a)	5,0 %	147	7,9 %
Zodiac Aerospace	a)	5,8 %	216	11,6 %
Linedata Services	a)	12,9 %	12	0,7 %
ORPEA	a)	7,2 %	96	5,2 %
LT Participations (Ipsos)	b)	10,1 %	17	0,9 %
Participations non cotées	c)		446	24,0 %
Total participations (I)			1 041	55,9 %
Fonds de capital-investissement	d)		114	6,1 %
IDI	a)	10,1 %	16	0,9 %
Total capital-investissement (II)			130	7,0 %
Immobilière Dassault	a)	5,3 %	5	0,3 %
Valmy-FFP (Im. Dassault)	b)	100,0 %	15	0,8 %
FFP-Les Grésillons	e)	100,0 %	17	0,9 %
Autre immobilier	c)		3	0,2 %
Total immobilier (III)			40	2,2 %
Autres actifs financiers	a) ; f)		(5)	0,0 %
Trésorerie			4	0,2 %
Total autres actifs (IV)			0	0,3 %
ACTIF BRUT RÉÉVALUÉ DE LA DIVERSIFICATION				
(I) + (II) + (III) + (IV) = (B)			1 210	65,3 %
ENDETTEMENT (C)			302	
ACTIF NET RÉÉVALUÉ = (A) + (B) - (C)			1 554	
soit par action			61,8 €	

Source : document de référence de FFP 2011

Ce tableau présente comment FFP valorise ses différentes positions, cette information est disponible pour les années 2006 à 2013 :

- Les actifs cotés (comme SEB, Zodiac Aerospace...), notés « a) », sont valorisés au cours de bourse de la fin de la période. On peut signaler que cette valeur peut sembler assez conservatrice puisqu'un bloc d'actions de plus de 5% comme le détient FFP dans une entreprise cotée pourrait être en droit de mériter une prime si il était cédé, d'autres diront qu'une participation minoritaire ne peut être cédée rapidement sans accepter une décote, entre ces deux points de vue la valeur de marché semble donc être une bonne estimation.
- Les holdings de participations telles que CID (qui détient 55% de Lisi) ou LT Participations qui détient 26% de Ipsos), notées « b) » sont valorisée au niveau boursier des actifs cotés qu'elles contrôlent.
- Les participations non cotées, notées « c) », sont évaluées via des méthodes d'actualisation de flux, de multiples boursiers...
- Les biens immobiliers quand ils ne sont pas valorisés via des holdings cotées le sont par une valeur d'expertise révisée tous les ans.

En sommant toutes ses valeurs et en ajoutant les actifs de trésorerie on obtient la valeur de l'actif brut, ce qui permet d'obtenir l'actif net une fois les dettes de FFP soustraites.

Figure 5. Présentation du résultat sur titres de participations de FFP – 31 décembre 2011

(en milliers d'euros)	2011	2010
Dividendes		
Peugeot SA	56 972	-
HIT	8 527	7 140
Zodiac Aerospace	3 303	3 004
SEB SA	2 979	3 044
Compagnie Industrielle de Delle	1 526	1 446
DKSH	18 819	1 650
Simante SL	3 647	54 000
Holding Reinier	484	1 000
LISI	578	385
IDI	835	654
IDI Emerging Markets I	1 817	781
Linedata Services	679	272
ORPEA	587	-
Immobilière Dassault	97	58
LFPF	-	37
Total	100 850	73 471
Intérêts des avances en comptes courants	855	302
Plus-values sur cessions	400 414	13 120
Total des produits	502 119	86 893
Honoraires	(173)	(165)
Intérêts sur avances en comptes courants	(507)	(529)
Frais sur titres	(682)	(11)
Moins-values sur cessions	(56 831)	-
Total des charges	(58 193)	(705)
RÉSULTAT BRUT	443 926	86 188
Provisions		
constituées (-)	-	(42 500)
reprises (+)	57 273	69 280
RÉSULTAT	501 199	112 968

Source : document de référence de FFP 2011

Ce tableau montre d'où vient la génération de revenus de FFP qui, comme pour toute holding, se limitent aux dividendes qui remontent chaque année des participations qu'elle détient et des plus-values de cession qu'elle enregistre quand elle diminue sa participation dans un actif, par exemple en 2010, FFP a revendu 0,76 % du capital de SEB SA pour un montant de cession de €21m réalisant ainsi €9m de plus-values par rapport au prix d'acquisition. On analysera surtout comment ce résultat fluctue en fonction du dividende versé par Peugeot SA.

Figure 6. Présentation du résultat net consolidé part du groupe de FFP – 31 décembre 2011

(en milliers d'euros)	Notes	31/12/2011	31/12/2010
Produits des titres disponibles à la vente et des autres immobilisations financières	3	55 227	30 079
Produits des immeubles de placement	4	1 317	1 831
Produits des autres activités	5	3 151	2 811
Produits des activités ordinaires		59 695	34 721
Frais d'administration générale	6	(10 618)	(8 273)
Produits de gestion de trésorerie	7	193	283
Dépréciation des titres disponibles à la vente	8	(7 043)	(9 342)
Coût de l'endettement financier	9	(11 447)	(32 840)
Résultat des sociétés intégrées avant impôt		30 780	(15 451)
Quote-part dans le résultat des entreprises associées	10	150 849	266 948
Résultat consolidé avant impôt		181 629	251 497
Impôts sur les résultats (y compris impôts différés)	11	(644)	6 689
RÉSULTAT NET CONSOLIDÉ		180 985	258 186
Dont part du groupe		181 319	258 448
Dont part des minoritaires		(334)	(262)
Résultat net (part du groupe) par action (en euros)	12	7,21	10,27
Résultat net (part du groupe) dilué par action (en euros)	12	7,21	10,27
Nombre d'actions composant le capital		25 157 273	25 159 073
Valeur nominale (en euros)		1,00	1,00

Source : document de référence de FFP 2011

Figure 7. Quote-part dans le résultat des entreprises associées – 31 décembre 2011

(en milliers d'euros)	31/12/2011	31/12/2010
Peugeot SA	135 667	253 284
Holding Reinier	4 159	7 443
Compagnie Industrielle de Delle (CID)	8 054	4 542
LISI	2 969	1 679
RÉSULTAT	150 849	266 948

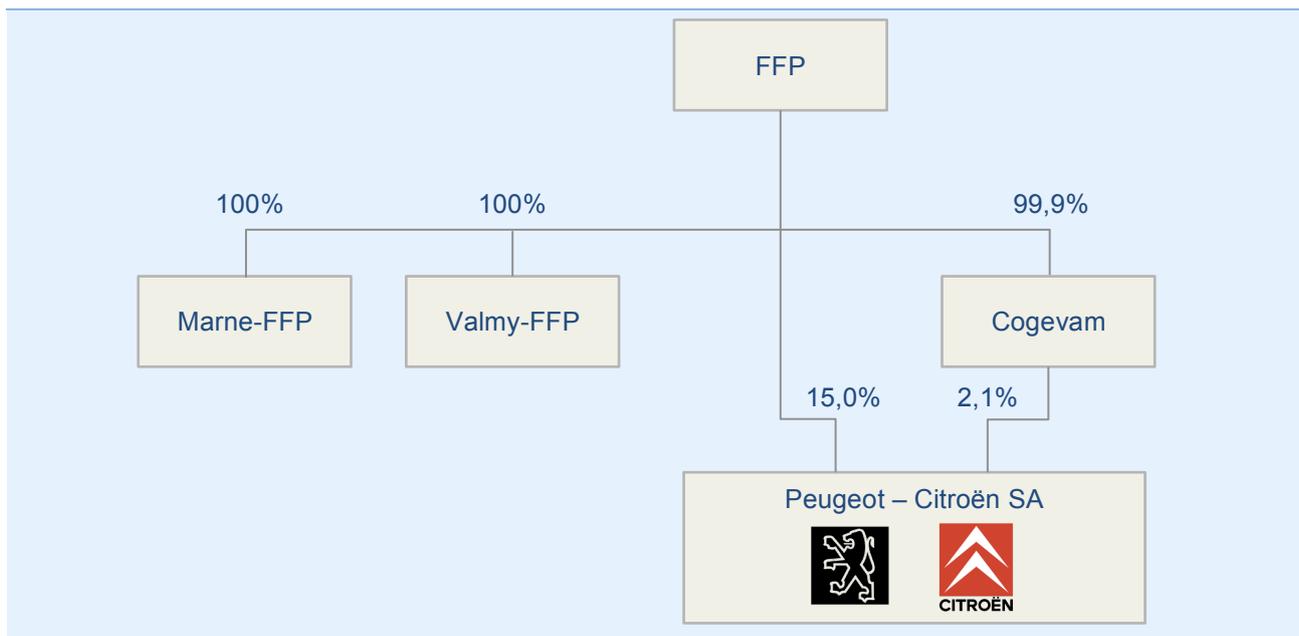
Source : document de référence de FFP 2011

Ces deux tableaux permettent de relever d'où provient la création de valeur pour les actionnaires de FFP. Ils présentent le résultat net part du groupe de FFP dont près de 80% revient aux Peugeot. Ce résultat net est notamment constitué de la quote-part du résultat des entreprises mises en équivalence (en jaune dans le deuxième tableau). Peugeot SA est consolidé suivant cette méthode on repère donc quelle est la part du résultat de Peugeot SA dans le résultat net de FFP en se reportant au tableau du document de référence qui détaille la quote-part dans le résultat des entreprises consolidées par mise en équivalence (soit Peugeot SA, Holding Reiner via laquelle FFP détient une participation dans Onet, CID la Holding de Lisi, et la part directement détenue par FFP dans Lisi). C'est en étudiant ces deux tableaux qu'on analysera quelle est l'évolution de la part de Peugeot SA dans les bénéfices / pertes enregistrés chaque année par la famille Peugeot.

3.2. La diversification

Dans cette partie on présente les investissements réalisés par FFP. On démarre en 1995 quand FFP investit dans Berger-Levrault. C'était à l'époque une entreprise du secteur de l'imprimerie qui commençait son repositionnement sur les services aux collectivités locales, notamment le traitement informatique de l'information et de la documentation administrative. Précédemment l'ensemble FFP se présentait comme suit.

Figure 8. Structure du groupe FFP, 31 décembre 1995



- FFP détient en direct 15% du groupe Peugeot SA en 1995, on ajoute à cela les 2,1% contrôlés via Cogevam, ce qui porte la participation totale à 17,1%. En 1995 la famille détient au total 22,7% de Peugeot SA, le reste des actions est réparti entre LFPF et EPF
- Cogevam possède pour seul actif les 2,1% de Peugeot SA
- Marne-FFP et Valmy-FFP sont les propriétaires d'immeubles en Ile-de-France
- En plus de ces participations FFP détenait en 1995 des parts dans des fonds de valeur mobilière et immobilière (taille très limitée au regard de l'ensemble)

Source : document de référence FFP 1995

On constate que la fortune des Peugeot était donc majoritairement composée de l'entreprise automobile et complétée par quelques actifs immobiliers.

3.2.1. Les investissements réalisés par FFP

Cette partie est à but purement descriptive elle permet de faire le point sur tous les investissements menés par FFP depuis 1995, on propose une double grille de lecture : thématiques en classant les investissements par type, et chronologique pour avoir une vision de l'évolution du portefeuille des Peugeot.

Tableau 2. Investissements réalisés par FFP depuis 1995, 31 décembre 2013

Participations actuelles			
Année d'entrée	Description	Investissement net & Taux de détention	Valeur 12/2013
 Historique 	<p>Outre son activité de constructeur automobile PSA exerce deux autres métiers principaux : le financement des réseaux commerciaux et des clients de marques automobiles (Banque PSA Finance) et la production de composants destinés à la production automobile (Faurecia). Le groupe conserve aussi une participation de 25 % dans Gefco, entreprise de transport et de logistique dont le reste du capital a été cédé en 2012 à RZD (chemins de fer russes). €54,1mrd de CA en 2013.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Le coût de revient de la position historique est estimé à €170m, en y ajoutant les réinvestissements net le montant total est de €253m - 19,0% (10,4% après l'augmentation de capital d'avril 2014) 	€636m
 1996 	<p>Le groupe LISI est un des leaders mondiaux des fixations et des composants d'assemblage pour l'aéronautique et pour l'automobile, et depuis 2007 un acteur dans le médical. Il a réalisé un CA de €1,1mrd. La famille Peugeot est actionnaire de CID (holding qui détient Lisi à 55%) depuis 1977. Ces parts ont été apportées à FFP en 1996 et un investissement direct de 5% a été fait en 2002.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - €22m (en se basant sur le cout de revient de la position historique augmenté du prix d'acquisition des 5% en 2002) - 19,0% (Autres actionnaires : famille Japy, famille Kohler et famille Viellard qui contrôlent en cumulé 47,1%) 	€222m
 2006 	<p>Zodiac est à l'origine un spécialiste des produits gonflables, en particulier bateaux pneumatiques. Le groupe s'est désormais réorienté vers les équipements aéronautiques comme les activités d'évacuation et d'arrêt d'urgence, les sièges d'avion ou les équipements de cabine. €3,9mrd de CA en 2013. FFP a renforcé sa participation en 2010 et 2012.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - €151m - 5,8% (Autre : famille Domange 26,0%) 	€383m

 2008 	DKSH est le leader des services d'expansion de marché, elle aide les entreprises et les marques à étendre leur activité dans des marchés nouveaux ou existants en offrant une combinaison de services d'approvisionnement, de marketing, de ventes, de distribution et de service après-vente le tout couplé à une aide logistique sur le terrain. €7,6mrd (CHF9,6mrd) de CA en 2013. Après son entrée en 2008, FFP a cédé 35% de sa participation dans DKSH lors de l'introduction en bourse de cette dernière en 2012.	<ul style="list-style-type: none"> - €-38m (FFP a investi €84m en 2008 et les produit de cession suite à l'introduction en bourse s'élève au total à €123m) - 5,9% (DKH l'organe de contrôle de la famille fondatrice détient 45,5%) €216m
 2004 	Seb est le leader du petit équipement domestique proposant du petit électroménager (grille-pain, friteuse, fer à repasser, aspirateurs... avec des marques comme Moulinex, Krups ou Calor) et des articles culinaires (batterie de cuisine...avec Tefal, Lagostina). €4,2mrd de CA en 2013. Après son entrée en 2004 FFP a augmenté sa participation en 2008, puis en a cédé un bloc en 2009.	<ul style="list-style-type: none"> - €71m - 5,0% (le groupe familial fondateur, la famille Lescure, détient 43,4%) €166m
 2011 	Le groupe ORPEA est un des leaders européens de la prise en charge globale de la dépendance (maisons de retraite, cliniques de moyen séjour et de psychiatrie). €1,6mrd de CA en 2013.	<ul style="list-style-type: none"> - €115m - 6,9% (autres : famille Marian 6,9%, CPPIB⁽¹⁾ 15,9%, Sofina⁽¹⁾ 5,7%) €161m
 2011 	Ipsos est un groupe mondial d'études publicitaires et de recherche marketing, d'études pour le management de la relation clients/employés, d'études médias (audiences, contenus et technologie), d'études d'opinion & de recherche sociale.€1,7mrd de CA en 2013. FFP détient IPSOS via ses 10,1% dans LT participation qui détient elle-même 26% d'IPSOS.	<ul style="list-style-type: none"> - €22m - 2,6% €29m
 2006 	Sanef et sa filiale SAPN gèrent 1 901 kilomètres d'autoroutes en France, principalement A1, A3, A13, A14, A16, A29. Soit quatre des six autoroutes d'accès à Paris. €1,6mrd de CA en 2013. FFP détient 5,1% de HIT la holding de détention (100%) de Sanef.	<ul style="list-style-type: none"> - €102m - 5,1% (Autres : Abertis⁽²⁾ 52,6%, Axa 9,9%, Predica⁽²⁾ 12,4%, CNP⁽²⁾ 5,0%, CDC Infra 10,0%, CDC 5,0%) €135m ⁽³⁾
 2007 	ONET est aujourd'hui le leader français des services aux entreprises dans les domaines de la propreté-multiservice et un acteur majeur dans les secteurs des technologies en milieux extrêmes, de la prévention et de la sécurité, de l'intérim et du recrutement. €1,4mrd de CA en 2013. FFP a acquis 26% de Holding Reiner (Holding de contrôle de la famille Reiner) qui détient 100% de ONET.	<ul style="list-style-type: none"> - €72m - 26% (famille Reiner 72,4%) €97m ⁽³⁾



2006



Château Guiraud est un sauternes, 1er cru classé 1855. La propriété compte 128 hectares dont 103 de vignes. La production, variable suivant les millésimes, est en moyenne de 150 000 bouteilles de sauternes.

- n.a.
- 71,6% (autres : €10m⁽³⁾
Domaine de Chevalier 10,2%)



**Louis Dreyfus
Armateurs**

2013



LDA est un armateur français présent depuis 160 ans dans le transport maritime de vracs secs et la prestation de services industriels maritimes. FFP s'est associé avec ce dernier pour créer LDAP, qu'elle détiendra à 45%. La société LDAP a commandé quatre vraquiers qui seront livrés au cours de l'année 2015. La gestion de cette flotte sera confiée à LDA qui en assurera l'armement et l'exploitation commerciale.

- L'investissement total de FFP s'élèvera à \$16m. En 2013, €3,3m ont été versés n.a.
- 45%

Participations passées

Période	Description	Investissement net	Montant de cession
 2004 – 2013 	Linedata Services fournit aux professionnels de la finance des solutions informatiques globales associant les trois métiers suivant: édition de logiciels, mise à disposition de solutions techniques, prestations de services d'exploitation. €137m de CA en 2011.	- €22m	€19m
 2004 – 2010 	FCC est un des leaders du secteur des services et de la construction en Espagne. €12,7m de CA en 2009 (dernière année de détention de FFP). FFP a monté une holding, Simante SL qu'elle détenait à 100%, la dotant de €60m d'equity et de €40m de dette. Ces €100m ont permis d'acquérir 5,7 % du capital de B-1998 (holding qui détenait 53,9% de FCC).	- €61m	€88m, (après déduction de la dette résiduelle de €15m, FFP a touché €72m)
 1997 - 2005  CHAMPAGNE TAITTINGER <i>Reims</i> 2002 – 2005 	FFP a acquis une participation de 5,2% dans Société du Louvre en 1997. Groupe Louvre s'est recentré sur activité hôtellerie-luxe sous l'actionnariat de FFP qui a accru sa part à plusieurs reprises. En 2002 FFP a acquis 6,6% Groupe Taittinger lui-même actionnaire à 44,1% de Société du Louvre. Au long de son investissement FFP a coopéré avec la famille Taittinger actionnaire de référence et le groupe familiale CNP (Albert Frères). FFP a suivi la décision de la famille de vendre ses parts en 2005.	- €26m dans Société du Louvre et €33m dans Groupe Taittinger	€183m (pour l'ensemble)

 <p>1995 – 2003</p> 	<p>FFP était actionnaire depuis 1995 de cette société qui a connu depuis des changements majeurs : abandon des métiers traditionnels liés à l'imprimerie, recentrage sur la clientèle des collectivités locales auxquelles Berger-Levrault fournit des logiciels informatiques et des ouvrages ou documents spécialisés. Lorsque la famille a souhaité se désengager en 2003 FFP qui ne souhaitait pas rester actionnaire du groupe sans sa structure familiale a suivi et cédé ses 13,5% du capital en 2003</p>	<p>- €3m</p>	<p>€8m</p>
--	--	--------------	------------

Capital investissement

<p>Description / Retour</p>	<p>Exemple de fonds et Investissements</p>
<p>FFP a pris des engagements dans les fonds de capital-investissement. Cette classe d'actifs permet à FFP d'accéder à un grand nombre d'entreprises et de secteurs d'activité en ayant une approche long terme. Elle lui permet aussi d'accéder à des secteurs ou des zones géographiques auxquels elle n'aurait accès directement que difficilement. Ces dernières années, FFP a renforcé son exposition dans les pays émergents où la croissance est plus soutenue.</p> <p>L'exposition de FFP se répartit comme suit : 38% fonds français, 43% fonds pays émergents.</p> <p>Au 31 décembre 2013 FFP s'est, en cumulé engagé sur €298m dont €253m ont été appelés. Sur ces €253m, €178m ont été remboursés, les €75m encore engagés sont valorisés à €142m (un multiple de près de 2,0x restant à réaliser sur les investissements en cours). En plus de cela FFP détient 10,1% de la société d'investissement IDI, cette position est valorisée à € 16m.</p>	

<p>Immobilier</p>			
<p>Année d'entrée</p>	<p>Description</p>	<p>Investissement net & Taux de détention</p>	<p>Valeur 12/2013</p>
 <p>2006</p> 	<p>Immobilière Dassault est une société foncière de possession et gestion d'actifs immobiliers de bureaux et de commerce qui sont situés dans le centre et la première couronne de Paris. FFP est entrée en 2006 en apportant les actifs immobiliers de Valmy-FFP et en achetant également des parts supplémentaires de la société. En 2010 FFP a suivi l'augmentation de capital en proportion de la part qu'elle détenait.</p>	<p>- €24m (dont €14m via apport initial d'actifs) - 19,6% (famille Dassault 59,5%)</p>	<p>€28m</p>
<p>Autre immobiliers</p>	<p>Ce sont les actifs historiques de la famille Peugeot, la majorité étant déjà détenus avant 1995.</p>		<p>€19m</p>

Source : documents de référence et rapports financiers de FFP années 1995 – 2013

Note : 1. CPPIB est un fonds de pension canadien et Sofina est une société de capital investissement belge.
2. Abertis est un acteur majeur de la gestion de concession en Europe, Predica est le bras investissement de Crédit Agricole Assurances, CNP (Compagnie Nationale à Portefeuille) est un organe d'investissement du milliardaire belge Albert Frère.
3. Valeur en 2011 dernière année où FFP donnait une estimation de la valeur de ses participations non cotées (l'ensemble des participations non cotées, i.e. Sanef, ONET, Château Guiraud et LDAP, sont estimées à €198m au 31 décembre 2013).

Figure 9. Évolution chronologique du portefeuille d'investissements de FFP

1995	Entrée : Berger-Levault	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Peugeot SA</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Peugeot</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Citroën</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Faurecia</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Gefco</div> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 5px; text-align: center;">PSA Finance</div>
	Sortie : -	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Participations</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 5px; text-align: center;">Berger-Levault</div>
		<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Immobilier</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Valmy-FFP</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Autres</div> </div>
		<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Capital Investissement</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 5px; text-align: center;">IDI</div>
1996	Entrée : Lisi	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Peugeot SA</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Peugeot</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Citroën</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Faurecia</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Gefco</div> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 5px; text-align: center;">PSA Finance</div>
	Sortie : -	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Participations</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Berger-Levault</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Lisi</div> </div>
		<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Immobilier</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Valmy-FFP</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Autres</div> </div>
		<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Capital Investissement</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 5px; text-align: center;">IDI</div>
1997	Entrée : Société du Louvre	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Peugeot SA</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Peugeot</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Citroën</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Faurecia</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Gefco</div> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 5px; text-align: center;">PSA Finance</div>
	Sortie : -	
1998	Entrée : -	
	Sortie : -	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Participations</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Berger-Levault</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Lisi</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Louvre</div> </div>
1999	Entrée : -	
	Sortie : -	
2000	Entrée : -	
	Sortie : -	
2001	Entrée : -	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Immobilier</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Valmy-FFP</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Autres</div> </div>
	Sortie : -	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">Capital Investissement</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 5px; text-align: center;">IDI</div>

2002	Entrée : Groupe Taittinger, Lisi (direct), capital investissement	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Peugeot SA</td></tr> <tr><td>Peugeot</td><td>Citroën</td><td>Faurecia</td><td>Gefco</td></tr> <tr><td colspan="4">PSA Finance</td></tr> </table>	Peugeot SA				Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco	PSA Finance			
Peugeot SA														
Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco											
PSA Finance														
	Sortie : -	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Participations</td></tr> <tr><td>Berger-Levrault</td><td>Lisi</td><td>Louvre</td><td>Taittinger</td></tr> </table>	Participations				Berger-Levrault	Lisi	Louvre	Taittinger				
Participations														
Berger-Levrault	Lisi	Louvre	Taittinger											
		<table border="1"> <tr><td colspan="2">Immobilier</td></tr> <tr><td>Valmy-FFP</td><td>Autres</td></tr> </table>	Immobilier		Valmy-FFP	Autres								
Immobilier														
Valmy-FFP	Autres													
		<table border="1"> <tr><td colspan="4">Capital Investissement</td></tr> <tr><td>IDI</td><td>LBO France</td><td>Sagard</td><td>Autes</td></tr> </table>	Capital Investissement				IDI	LBO France	Sagard	Autes				
Capital Investissement														
IDI	LBO France	Sagard	Autes											
2003	Entrée : - Sortie : Berger-Levrault	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Peugeot SA</td></tr> <tr><td>Peugeot</td><td>Citroën</td><td>Faurecia</td><td>Gefco</td></tr> <tr><td colspan="4">PSA Finance</td></tr> </table>	Peugeot SA				Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco	PSA Finance			
Peugeot SA														
Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco											
PSA Finance														
		<table border="1"> <tr><td colspan="3">Participations</td></tr> <tr><td>Lisi</td><td>Louvre</td><td>Taittinger</td></tr> </table>	Participations			Lisi	Louvre	Taittinger						
Participations														
Lisi	Louvre	Taittinger												
		<table border="1"> <tr><td colspan="2">Immobilier</td></tr> <tr><td>Valmy-FFP</td><td>Autres</td></tr> </table>	Immobilier		Valmy-FFP	Autres								
Immobilier														
Valmy-FFP	Autres													
		<table border="1"> <tr><td colspan="4">Capital Investissement</td></tr> <tr><td>IDI</td><td>LBO France</td><td>Sagard</td><td>Autes</td></tr> </table>	Capital Investissement				IDI	LBO France	Sagard	Autes				
Capital Investissement														
IDI	LBO France	Sagard	Autes											
2004	Entrée : SEB, FCC, Linedata Services	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Peugeot SA</td></tr> <tr><td>Peugeot</td><td>Citroën</td><td>Faurecia</td><td>Gefco</td></tr> <tr><td colspan="4">PSA Finance</td></tr> </table>	Peugeot SA				Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco	PSA Finance			
Peugeot SA														
Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco											
PSA Finance														
	Sortie : -	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Participations</td></tr> <tr><td>Linedata</td><td>Lisi</td><td>Louvre</td><td>Taittinger</td></tr> <tr><td>FCC</td><td>SEB</td><td colspan="2"></td></tr> </table>	Participations				Linedata	Lisi	Louvre	Taittinger	FCC	SEB		
Participations														
Linedata	Lisi	Louvre	Taittinger											
FCC	SEB													
		<table border="1"> <tr><td colspan="2">Immobilier</td></tr> <tr><td>Valmy-FFP</td><td>Autres</td></tr> </table>	Immobilier		Valmy-FFP	Autres								
Immobilier														
Valmy-FFP	Autres													
		<table border="1"> <tr><td colspan="4">Capital Investissement</td></tr> <tr><td>IDI</td><td>LBO France</td><td>Sagard</td><td>Autes</td></tr> </table>	Capital Investissement				IDI	LBO France	Sagard	Autes				
Capital Investissement														
IDI	LBO France	Sagard	Autes											

2005	Entrée : - Sortie : Société du Louvre, Taittinger Groupe	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Peugeot SA</td></tr> <tr><td>Peugeot</td><td>Citroën</td><td>Faurecia</td><td>Gefco</td></tr> <tr><td>PSA Finance</td><td></td><td></td><td></td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="4">Participations</td></tr> <tr><td>Linedata</td><td>Lisi</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>FCC</td><td>SEB</td><td></td><td></td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="2">Immobilier</td></tr> <tr><td>Valmy-FFP</td><td>Autres</td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="4">Capital Investissement</td></tr> <tr><td>IDI</td><td>LBO France</td><td>Sagard</td><td>Autres</td></tr> </table>	Peugeot SA				Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco	PSA Finance				Participations				Linedata	Lisi			FCC	SEB			Immobilier		Valmy-FFP	Autres	Capital Investissement				IDI	LBO France	Sagard	Autres				
Peugeot SA																																										
Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco																																							
PSA Finance																																										
Participations																																										
Linedata	Lisi																																									
FCC	SEB																																									
Immobilier																																										
Valmy-FFP	Autres																																									
Capital Investissement																																										
IDI	LBO France	Sagard	Autres																																							
2006	Entrée : - Zodiac, Sanef, Château Guiraud, Immobilière Dassault Sortie : -	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Peugeot SA</td></tr> <tr><td>Peugeot</td><td>Citroën</td><td>Faurecia</td><td>Gefco</td></tr> <tr><td>PSA Finance</td><td></td><td></td><td></td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="4">Participations</td></tr> <tr><td>Linedata</td><td>Lisi</td><td>Zodiac</td><td>Sanef</td></tr> <tr><td>FCC</td><td>SEB</td><td>Château Guiraud</td><td></td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="2">Immobilier</td></tr> <tr><td>Dassault</td><td>Autres</td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="4">Capital Investissement</td></tr> <tr><td>IDI</td><td>LBO France</td><td>Sagard</td><td>Autres</td></tr> </table>	Peugeot SA				Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco	PSA Finance				Participations				Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef	FCC	SEB	Château Guiraud		Immobilier		Dassault	Autres	Capital Investissement				IDI	LBO France	Sagard	Autres				
Peugeot SA																																										
Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco																																							
PSA Finance																																										
Participations																																										
Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef																																							
FCC	SEB	Château Guiraud																																								
Immobilier																																										
Dassault	Autres																																									
Capital Investissement																																										
IDI	LBO France	Sagard	Autres																																							
2007	Entrée : Onet Sortie : -	<table border="1"> <tr><td colspan="4">Peugeot SA</td></tr> <tr><td>Peugeot</td><td>Citroën</td><td>Faurecia</td><td>Gefco</td></tr> <tr><td>PSA Finance</td><td></td><td></td><td></td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="4">Participations</td></tr> <tr><td>Linedata</td><td>Lisi</td><td>Zodiac</td><td>Sanef</td></tr> <tr><td>FCC</td><td>SEB</td><td>Château Guiraud</td><td></td></tr> <tr><td>Onet</td><td></td><td></td><td></td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="2">Immobilier</td></tr> <tr><td>Dassault</td><td>Autres</td></tr> </table> <table border="1"> <tr><td colspan="4">Capital Investissement</td></tr> <tr><td>IDI</td><td>LBO France</td><td>Sagard</td><td>Autres</td></tr> </table>	Peugeot SA				Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco	PSA Finance				Participations				Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef	FCC	SEB	Château Guiraud		Onet				Immobilier		Dassault	Autres	Capital Investissement				IDI	LBO France	Sagard	Autres
Peugeot SA																																										
Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco																																							
PSA Finance																																										
Participations																																										
Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef																																							
FCC	SEB	Château Guiraud																																								
Onet																																										
Immobilier																																										
Dassault	Autres																																									
Capital Investissement																																										
IDI	LBO France	Sagard	Autres																																							

2008	Entrée : DKSH	Peugeot SA			
	Sortie : -	Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco
		PSA Finance			
		Participations			
		Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef
		FCC	SEB	Château Guiraud	DKSH
		Onet			
		Immobilier			
		Dassault	Autres		
		Capital Investissement			
		IDI	LBO France	Sagard	Autres
2009	Entrée : -	Peugeot SA			
	Sortie : -	Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco
		PSA Finance			
		Participations			
		Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef
			SEB	Château Guiraud	DKSH
		Onet			
		Immobilier			
		Dassault	Autres		
		Capital Investissement			
		IDI	LBO France	Sagard	Autres
2010	Entrée : -	Peugeot SA			
	Sortie : FCC	Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco
		PSA Finance			
		Participations			
		Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef
			SEB	Château Guiraud	DKSH
		Onet			
		Immobilier			
		Dassault	Autres		
		Capital Investissement			
		IDI	LBO France	Sagard	Autres
2011	Entrée : Ipsos, Orpea	Peugeot SA			
	Sortie : -	Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco
		PSA Finance			
		Participations			
		Linedata	Lisi	Zodiac	Sanef
		Ipsos	SEB	Château Guiraud	DKSH
		Onet	Orpea		
		Immobilier			
		Dassault	Autres		
		Capital Investissement			
		IDI	LBO France	Sagard	Autres

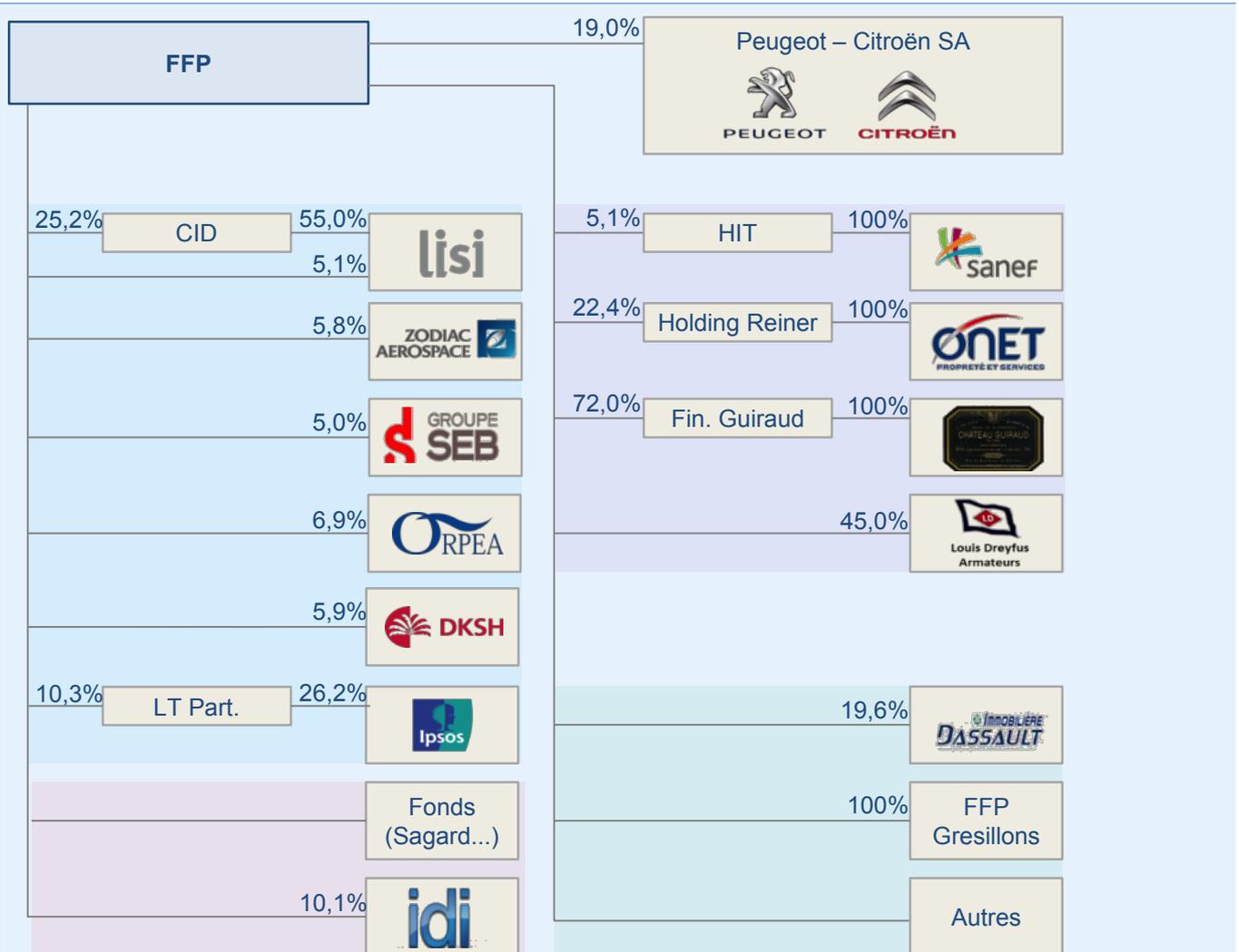
2012	Entrée : -		Peugeot SA			
	Sortie : - Services	Linedata	Peugeot	Citroën	Faurecia	Gefco
			PSA Finance			
			Participations			
			Lisi	Zodiac	Sanef	
2013	Entrée : -		Ipsos	SEB	Château Guiraud	DKSH
	Sortie : - Services (amorcé en 2012)	Linedata	Onet		Orpea	
			Immobilier			
			Dassault	Autres		
			Capital Investissement			
			IDI	LBO France	Sagard	Autres

Source : documents de référence et rapports financiers de FFP années 1995 – 2013

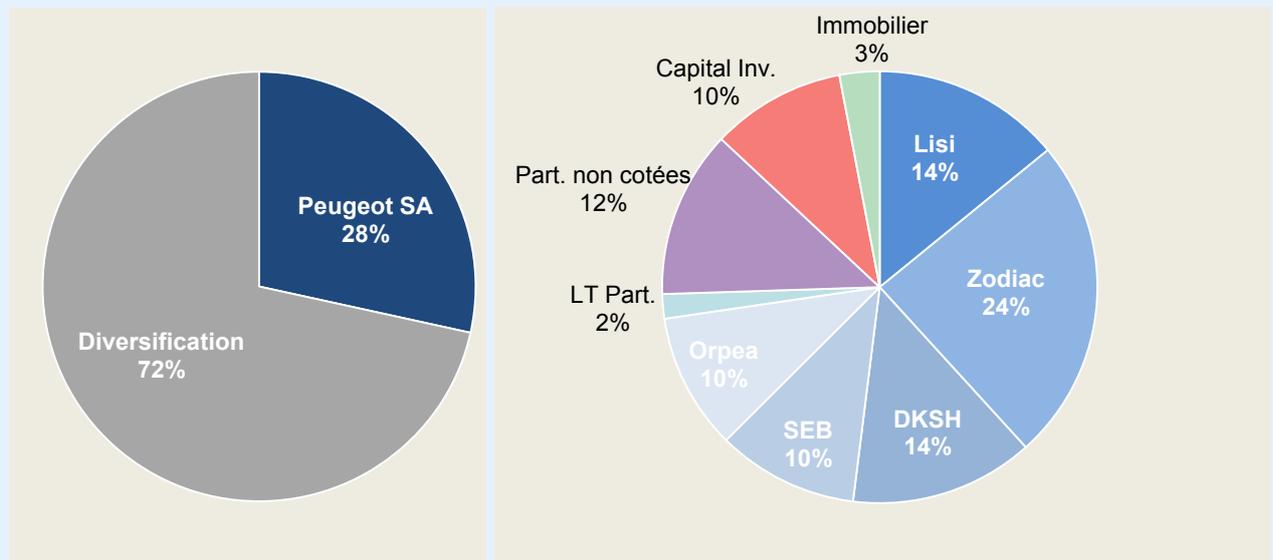
Les deux tableaux présentés ci-dessus ont donc pour but de faciliter la lecture de la suite du mémoire on pourra s'y reporter pour trouver les principales informations sur les investissements de FFP et aussi pour savoir ce qui était détenu en portefeuille lors d'une année donnée.

Afin de clore cette section et de faire écho à la figure 2 nous présentons la situation de FFP à la fin 2013.

Figure 10. Structure du groupe FFP, 31 décembre 2013



Ce qui donne la répartition suivante en part de l'actif brut réévalué au 31 décembre 2013



Source : document de référence de FFP année 2013

3.2.2. Evolution de la dépendance envers Peugeot SA

La description opérée dans les sections précédentes avait pour but de poser le cadre de l'analyse du lien entre les revenus et le capital de la famille Peugeot et les performances opérationnelles et boursières de leur principal actif : Peugeot SA. Si la section précédente semble suggérer une diversification toujours plus importante des actifs détenus qu'en est-il vraiment d'un point de vue financier? Nous allons donc analyser les trois agrégats présentés au 3.1.3 (tableaux extraits du document de référence).

Le capital, analyse de l'actif net réévalué

FFP fournit une évaluation annuelle des actifs qu'elle détient en détail jusqu'à l'année 2006, elle fournit également une indication de la valeur de ses participations en agrégé pour 2004 et 2005. Nous avons évalué la valeur des biens immobilier en nous basant à posteriori sur l'évolution des prix en Ile-de-France petite couronne pour ces deux années (en partant de la valorisation donnée en 2006).

On en extrait donc le graphique suivant :

Figure 11. Évolution de l'actif brut et de l'actif net réévalué de FFP - €m



Source : documents de référence et rapports financiers de FFP années 2004 – 2013

Note : pour 2004 et 2005 il s'agit d'estimations basées sur les montants déclarés dans le rapport du management, et sur l'évolution historique des prix de l'immobilier en Ile-de-France selon l'INSEE.

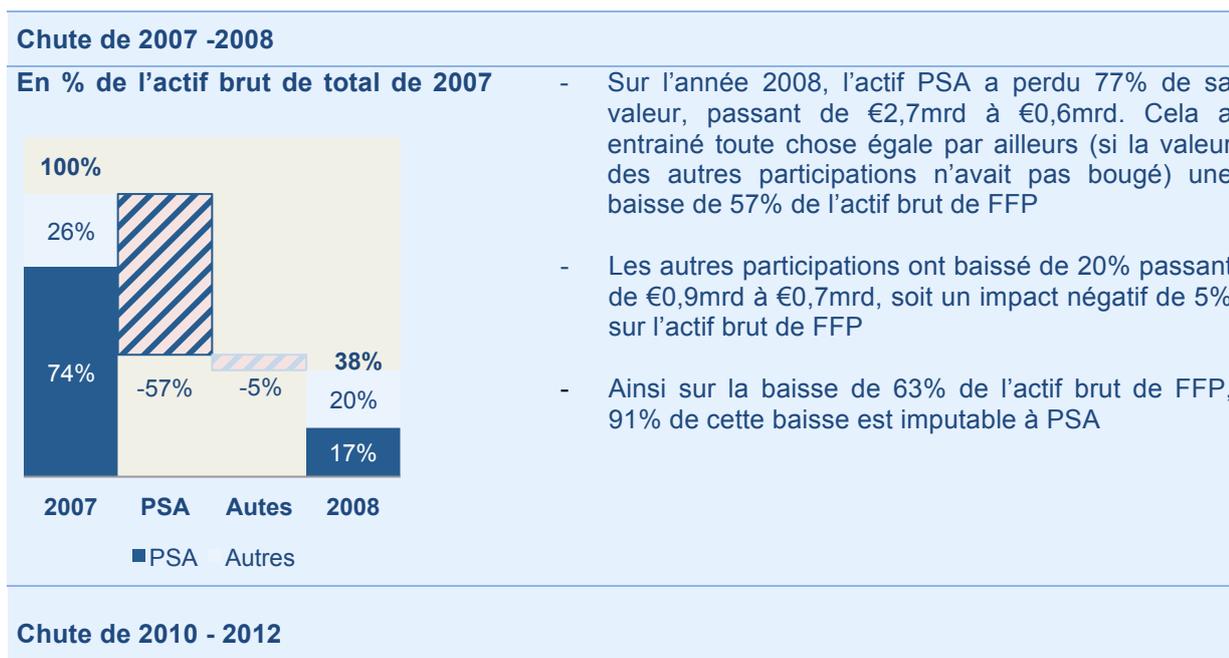
Avant d'analyser un tel graphique, on admet que la donnée présentée manque d'historique pour pouvoir réellement commenter en détail la stratégie de diversification et son bienfondé. Cependant on peut, grâce à ces 10 années, distinguer des tendances claires.

Tout d'abord la période pré-crise montre, comme présenté dans la chronologie du 3.2.1., une augmentation réelle de l'investissement hors Peugeot SA : une accélération de la stratégie débutée 10 ans plus tôt avec l'entrée dans Berger-Levrault. Cependant c'est bien Peugeot SA qui fait la fortune des Peugeot (les 3 /4 avant la crise). C'est avec les difficultés de Peugeot SA et donc ses difficultés boursières (valeur de la position divisée par 4 entre 2007 et 2012) que l'on voit comment cette stratégie a mis à l'abri le patrimoine de la famille. Pour cela il suffit de comparer les années 2008 - 2010 et les années 2011 - 2013 :

- 2008 - 2010 : la valeur de PSA est multipliée par 2,3x et celle de l'actif brut total par 1,9x
- 2011 - 2013 : alors que la valeur de PSA est constante, celle de l'actif brut augmente de 20%, sur l'année 2013 Peugeot SA réalise une très belle performance boursière avec une progression de 72% cependant sa part dans l'actif brut n'augmente que de 5%.

Naturellement Peugeot SA reste essentielle pour FFP, cependant on observe une baisse constante sur la période de l'impact de la performance boursière de Peugeot SA sur l'évolution globale de l'actif net, à la hausse ou à la baisse. Afin de conclure sur ce point on fait l'étude suivante.

Figure 12. Évolution à la baisse de l'actif brut de FFP



En % de l'actif brut de total de 2010



- Sur la période 2011 - 2012 l'actif Peugeot SA a perdu 75% de sa valeur passant de €1,5mrd à €0,4mrd. Cela a entraîné une destruction de 42% de la valeur de l'actif brut de FFP
- Les participations ont en revanche compensé ce mouvement et leur valeur a progressé de 17%, entraînant une augmentation de 8% de l'actif brut
- Une perte de valeur de la même envergure en 2011-2012 par rapport à 2008 à un effet bien moins destructeur en global sur la valeur du portefeuille de participations de FFP.

Ces chiffres confortent la conclusion tirée des observations du graphique de la *figure 11*.

Source : documents de référence de FFP années 2007, 2008, 2010, 2011, 2012

Note : ces graphiques sont obtenus en utilisant les chiffres de la *figure 11*.

On peut alors simuler ce qui se passerait si une crise similaire à celle de 2008 se passait avec la structure actuelle d'actifs détenus par FFP, on reprend donc les principales données : les titres automobiles chuteraient de 75% et les titres de participations, plus diversifiées et donc plus résistants chuteraient seulement de 20%.

Figure 13. Simulation d'une nouvelle chute de l'actif brut

En % de l'actif brut de total de 2013



- Avec une baisse similaire à celle de 2008, soit 77% sur l'actif PSA, l'actif brut n'est plus impacté que de 22%
- Naturellement les 20% de chute des autres participations ont un impact plus lourd
- Cependant l'actif de FFP reste bien plus préservé qu'en 2008 et a perdu moins de 40% de sa valeur comparé à près de 70% en 2008

Source : document de référence de FFP 2013

On a donc confirmé que, au-delà de la simple chronologie présentée dans la section précédente, l'impact de la politique de diversification a été très positif pour les Peugeot, qui ont sauvegardé leur capital. Ces actifs diversifiés avec des perspectives de marché attrayantes de par leurs caractéristiques business (exposition aux marchés de croissance, cyclicité moindre comparée à l'automobile, croissance prometteuse et potentiel d'amélioration de la performance opérationnelle). La comparaison 2008 et 2011-2012, ainsi que la dernière simulation sont en adéquation avec les conclusions que l'on a tirées en faisant cette observation business. Cependant la valeur de l'actif brut est en 2013 toujours 40% inférieure à ce qu'elle était en 2007 : si on a créé un matelas de sécurité, on n'a pas encore reconstruit le stock qui a été perdu.

Enfin, afin de clore cette étude sur le capital de FFP on va observer comment on est passé effectivement d'un PSA pesant $\frac{3}{4}$ de l'actif brut en 2007 à $\frac{1}{4}$ en 2013, on sait que c'est l'effet combiné de la chute du cours de PSA et de la hausse de la valeur des participations détenues, on va tenter de chiffrer ces effets.

Pour ce faire on a relevé dans les documents de référence 2007 et 2013 les données suivantes :

- Pour les participations existantes : la valorisation en 2007 et en 2013 et le nombre d'actions détenues, ce qui permet de séparer l'évolution du poids d'un actif dans l'actif brut total de FFP entre une augmentation de valeur et une hausse / baisse de la participation
- Pour les participations nouvellement acquises entre 2007 et 2013 : leur valeur en 2013 permettent de mesurer l'impact de la diversification sur la baisse du poids de PSA dans l'actif Brut
- Même raisonnement dans le sens inverse pour les participations vendues

On obtient donc le tableau suivant :

Tableau 3. Structure actif brut de FFP en 2007 et 2013

Participations existantes	2007	2013
PSA		
Valeur (€m)	2 685	636
# Actions	51 792 738	67 372 689
Lisi		
Valeur (€m)	36	59
# Actions	550 000	550 000
CID		
Valeur (€m)	99	163
# Actions	40 169	40 265
SEB		
Valeur (€m)	106	166
# Actions	857 337	2 521 522
Zodiac		
Valeur (€m)	131	383
# Actions	3 004 461	3 303 829
Sanef		
Valeur (€m)	111	n.a.
# Actions	77 125 655	77 125 655
Onet		
Valeur (€m)	72	n.a.
# Actions	3 395 158	3 395 158
Château Guiraud		
Valeur (€m)	10	n.a.
# Actions	24 500	n.a.

Nouvelles participations	2007	2013
Orpea		
Valeur (€m)	-	161
# Actions	-	3 811 353
LT Participations		
Valeur (€m)	-	29
# Actions	-	100
DKSH		
Valeur (€m)	-	216
# Actions	-	3 820 000
LDAP		
Valeur (€m)	-	3

Participations vendues	2007	2013
Linedata		
Valeur (€m)	17	-
# Actions	1 357 500	-
Simante SL		
Valeur (€m)	189	-
# Actions	681 467	-

Fonds	2007	2013
IDI		
Valeur (€m)	23	16
# Actions	726 146	726 146
Autres (€m)		
Appels 07-13		159
Remb.ts	55	178
Total appels	95	253
Valeur	78	142

Immobilier	2007	2013
Immo. Dassault		
Valeur (€m)	18	28
# Actions	847 956	1 187 136
Autres Immo		
Valeur (€m)	26	19

Source : document de référence de FFP 2007 et 2013

Une fois les montants suivants relevés on fait les calculs suivants :

- PSA : on avait 51 792 738 actions en décembre 2007 valorisées à €2 685m, soit €51,8 par action, en décembre 2013 on en a 67 372 689 valorisées à €636m, soit €9,4 par action. La participation dans PSA a vu son poids dans l'actif brut baisser de €2 685m - €636m = €2 049m dont $51\,792\,738 * (\€51,8 - \€9,4) = \€2\,196\text{m}$ dus à la baisse de valeur de l'actif et $(51\,792\,738 - 67\,372\,689) * \€9,4 = \€-147\text{m}$ sont imputables à l'augmentation de la participation dans PSA. On sait que FFP a réinvesti en net €21m + €116m - €55m = €83m donc les €-147m se séparent entre €-83m d'investissements et €-65m d'augmentation de la valeur des actions PSA nouvellement achetées. On confirme €2 196m - €147m = €2 049m.
- Participations existantes cotées (Lisi & CID, SEB, Zodiac) : on utilise le même principe que précédemment puisqu'on connaît le nombre d'actions au départ et à l'arrivée on obtient le tableau suivant.

Tableau 4. Évolution des participations existantes de FFP 2007 - 2013

	Lisi	CID	SEB	Zodiac
Valeur 2007 (€m) [1]	36	99	106	131
# Actions 2007 [a]	550 000	40 169	857 337	3 004 461
Valeur action (€) 2007 [c]	65,1	2 469,6	124,0	43,7
Valeur 2013 (€m) [2]	59	163	166	383
# Actions 2013 [b]	550 000	40 265	2 521 522	3 303 829
Valeur action (€) 2013 [d]	107,3	4 048,2	65,8	115,9
Δ Valeur action (€) [e]=[d]-[c]	42,2	1 578,6	-58,2	72,2
Δ Valeur initiale (€m) [f]=[e]x[a]	23	63	-50	217
Δ # Actions [g]=[b]-[a]	-	96	1 664 185	299 368
Δ Nouvel invest (€m) [h]=[g]x[d]	-	0	110	35
dont Montant net investi (€m) ⁽¹⁾ [i]	-	0	-9	9
dont Revalorisation (€m) [j]=[h]-[i]	-	0	118	26
Δ Position (€m) [k]=[f]+[h]	23	64	60	252
Δ Position (€m) [3]=[2]-[1]	23	64	60	252

Source : document de référence de FFP 2007 et 2013

Note : les calculs sont expliqués avec les lettres, on a vérifié que la méthode indirecte qui nous permet de séparer les effets est en ligne avec la méthode direct (dernière ligne)

1. Le montant net investi correspond à la somme des flux provenant de l'achat et de la cession d'actions pour chaque actif, relevé dans les documents de référence 2008 - 2013.

Ainsi, sur les quatre actifs existants on a eu une augmentation de la valeur de

€771m - €373m = €398m qui se sépare entre €254m d'augmentation de la valeur et €145m de renforcement de l'investissement par de nouvelles prises de positions entre 2007 et 2013, ce renforcement se sépare entre €0m d'investissements nets (notamment parce que FFP a fait une plus-value en cédant 380 000 actions SEB en 2010) et €144m de revalorisation des nouvelles actions achetées.

- Participations nouvelles cotées (Orpea, DKSH, LT Participations): pour les participations nouvelles cotées on procède de même et on obtient donc le tableau suivant :

Tableau 5. Nouvelles participations existantes de FFP 2007 – 2013

	Orpea	DKSH	LT Participations
Valeur 2013 (€m) [a]	161	216	29
dont Montant net investi (€m) ⁽¹⁾ [b]	115	-38	22
dont Revalorisation (€m) [c]=[a]-[b]	46	254	7

Source : documents de référence de FFP 2007 et 2013

Note : les calculs sont expliqués avec les lettres, on a vérifié que la méthode indirecte qui nous permet de séparer les effets est en ligne avec la méthode direct (dernière ligne).

1. Le montant net investi correspond à la somme des flux provenant de l'achat et de la cession d'actions pour chaque actif, relevé dans les documents de référence 2008 - 2013.

Ainsi, pour ces trois nouveaux actifs on a eu une augmentation de €406m de l'actif brut, dont €98m proviennent du montant investi et €308m de l'augmentation de la valeur de ces actifs.

- Participations cédées (Simante SL – FCC, Linedata): en utilisant les montants reportés dans les documents de référence 2007 à 2013 on obtient le tableau suivant :

Tableau 6. Participations cédées par FFP 2007 – 2013

	Simante	Linedata
Valeur 2007 (€m) [a]	189	17
dont Montant de cession (€m) ⁽¹⁾ [b]	88	19
dont plus / moins value (€m) [c]=[b]-[a]	-101	2

Source : documents de référence de FFP 2007 et 2013

Note : les calculs sont expliqués avec les lettres, on a vérifié que la méthode indirecte qui nous permet de séparer les effets est en ligne avec la méthode direct (dernière ligne)

1. Le montant de cession est net d'éventuels réinvestissements au cours de la période.

Ainsi les cessions d'actifs ont un impact négatif sur l'actif brut de €206m, que l'on peut séparer entre €107m de montant de cession et €-99m de moins-value par rapport à la valeur 2007.

- Participations non cotées (Sanef, Onet, Château Guiraud, LDAP) : le rapport 2013 ne fournit malheureusement pas de détail par participation comme le faisait le rapport 2007. On procède donc de la sorte. En 2007 la valeur cumulée de Sanef, Onet et Château Guiraud était de €193m. En 2013 la valeur cumulée de Sanef, Onet, Château Guiraud et LDAP était de €198m. Or €3m ont été investis dans LDAP fin 2013, c'est donc la valeur que nous retenons pour LDAP. Ainsi Sanef, Onet et Château Guiraud valent à eux trois €195m. Par ailleurs le seul réinvestissement dans ces trois positions est €2m dans Château Guiraud en 2010. Considérant, que cet actif a une valeur très stable, on peut dire que ces €2m n'ont pas connu d'augmentation significative de leur valeur à l'échelle de FFP. Ce qui nous permet donc de conclure : il y a eu un impact positif de €5m provenant des participations non cotées dont €3m proviennent d'un nouvel investissement, €2m d'un renforcement dans une position existante et €0m de l'augmentation de la valeur des actifs.
- Participations immobilières : pour Immobilière Dassault on procède comme dans le cas de Peugeot SA, on avait 847 956 actions en décembre 2007 valorisées à €18m, soit €21,3 par action, en décembre 2013 on en a 1 187 136 valorisées à €28m, soit €23,6 par action. La participation dans Immobilière Dassault a vu son poids dans l'actif brut augmenter de €28m - €18m = €10m dont $847\,956 * (\text{€}23,6 - \text{€}21,3) = \text{€}2\text{m}$ dus à la baisse de valeur de l'actif et $(1\,187\,136 - 847\,956) * \text{€}23,6 = \text{€}8\text{m}$ sont imputables à l'augmentation de la participation dans Immobilière Dassault. On sait que FFP a réinvesti €5m en 2010 donc les €8m se séparent entre €5m d'investissement et €3m d'augmentation de la valeur des actions d'Immobilière Dassault. On confirme €2m + €8m = €10m. Sur les autres investissements immobiliers on ne considère pas de réinvestissements on a donc une modification de valeur qui a un impact négatif de €19m - €26m = €-7m sur l'actif brut.
- Fonds d'investissements : pour les fonds d'investissement on procède de la sorte, en 2007 il y avait €95m appelés, et €55m remboursés, donc il y avait €40m encore investis, valorisés €78m soit 2,0x. En 2013 il y a €253m appelés €178m remboursés, donc il y a €75m encore investis et valorisés €142m soit 1,9x.

Le changement de valeur (en global) d'un euro investi a donc eu un impact de $(1,9x - 2,0x) * \text{€}40\text{m} = \text{€}-3\text{m}$ sur l'actif brut. Par ailleurs en net $\text{€}75 - \text{€}40 = \text{€}35\text{m}$ ont été investis et ils sont donc valorisés aujourd'hui à $1,9x * \text{€}35\text{m} = \text{€}67\text{m}$, i.e. une augmentation de valeur de $\text{€}67\text{m} - \text{€}35\text{m} = \text{€}32\text{m}$. En résumé on a bien :

$\text{€}-3\text{m} + \text{€}35\text{m} + \text{€}32\text{m} = \text{€}64\text{m}$ (soit la différence de valeur des portefeuilles détenus entre 2007 et 2013 $\text{€}142\text{m} - \text{€}78\text{m} = \text{€}64\text{m}$). Pour ce qui est de IDI, on constate que le nombre d'actions détenues ne change pas on prend simplement en compte le changement de valeur la position de $\text{€}16 - \text{€}23 = \text{€}-7\text{m}$.

- La trésorerie les autres actifs financiers : augmentation du poids de $\text{€}5\text{m}$ dans l'actif brut.

Après cette étude on peut regrouper les différents effets comme suit :

Tableau 7. Actif brut FFP évolution 2007 – 2013

Impact (€m)	Position 2007	Acquisition / Cession		Total
	Δ Valorisation	Invest.	Δ Valorisation	
Actif Brut 2007				3 616
PSA	-2 196	82	65	-2 049
Participations existantes	239	42	179	460
<i>dont Lisi</i>	23	-	-	23
<i>dont CID</i>	63	0	0	64
<i>dont SEB</i>	-50	-9	118	60
<i>dont Zodiac</i>	217	9	26	252
<i>dont Non cotées</i>	0	2	-	2
<i>dont Immo. Dassault</i>	2	5	3	10
<i>dont autres immobilier</i>	-7	-	-	-7
<i>dont IDI</i>	-7	-	-	-7
<i>dont Fonds</i>	-3	35	32	64
Nouvelles participations	-	101	308	409
<i>dont Orpea</i>	-	115	46	161
<i>dont DKSH</i>	-	-38	254	216
<i>dont LT Participations</i>	-	22	7	29
<i>dont LDAP</i>	-	3	-	3
Participations cédées	-99	-107	-	-206
<i>dont Simante SL</i>	-101	-88	-	-189
<i>dont Linedata</i>	2	-19	-	-17
Trésorerie & autres	5	-	-	5
Actif Brut 2013				2 235

Source : documents de référence de FFP 2007 et 2013

Note : calculs expliqués au-dessus.

On vérifie qu'on retrouve bien les €2 235m d'actif brut présentés par FFP dans son document de référence 2013.

Grace au tableau précédent on peut donc obtenir le tableau suivant qui résume comment on est passé d'un PSA représentant 74% de l'actif brut de FFP en 2007 à un PSA représentant 28% en 2013. Ce tableau permet de résumer l'ensemble du propos tenu dans cette section sur le capital financier des Peugeot il montre à la fois la pertinence des investissements, le gain de valeur de la majorité des participations prises depuis 2007 on soulignera que la baisse de la valeur de la position historique dans Peugeot SA est le facteur premier de cette baisse du poids. On parle bien ici d'une baisse du capital dans son ensemble qu'une politique patrimoniale de diversification ambitieuse et apparemment bien menée a compensé.

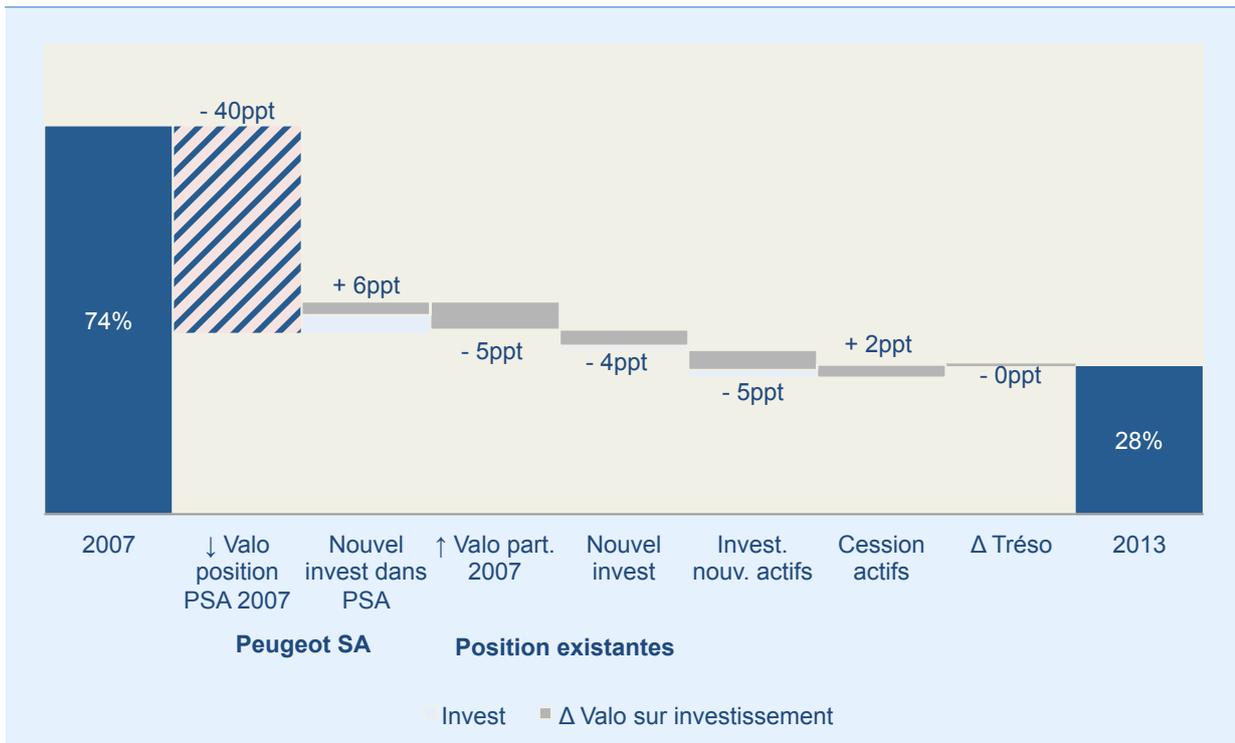
Tableau 8. Part de Peugeot SA dans l'actif brut de FFP

		Actif brut	PSA	Participation			Tréso.	PSA % de l'AB	Δ
				Existantes	Nouvelles	Cédées			
Mouvement (€m)		3 616	2 685	711	-	206	14	74%	
PSA	Δ Valorisation	1 420	489	711	-	206	14	34%	- 40ppt
	Invest / Cession	1 502	571	711	-	206	14	38%	+ 4ppt
	Δ Valorisation	1 567	636	711	-	206	14	41%	+ 3ppt
	<i>Total effet</i>	-2 049	-2 049	-	-	-	-		- 34ppt
Part. Exist	Δ Valorisation	1 806	636	950	-	206	14	35%	- 5ppt
	Invest / Cession	1 848	636	992	-	206	14	34%	- 1ppt
	Δ Valorisation	2 027	636	1 171	-	206	14	31%	- 3ppt
	<i>Total effet</i>	+460	-	+460	-	-	-		- 9ppt
Part. Nouv. Part.	Δ Valorisation	2 027	636	1 171	-	206	14	31%	+ 0ppt
	Invest / Cession	2 128	636	1 171	101	206	14	30%	- 1ppt
	Δ Valorisation	2 436	636	1 171	409	206	14	26%	- 4ppt
	<i>Total effet</i>	+409	-	-	+409	-	-		- 5ppt
Part. Cédées	Δ Valorisation	2 337	636	1 171	409	107	14	27%	+ 1ppt
	Invest / Cession	2 230	636	1 171	409	-	14	29%	+ 1ppt
	Δ Valorisation	2 230	636	1 171	409	-	14	29%	+ 0ppt
	<i>Total effet</i>	-206	-	-	-	-206	-		+ 2ppt
Tréso.	Δ Valorisation	2 235	636	1 171	409	-	19	28%	- 0ppt
	<i>Total effet</i>	+5	-	-	-	-	+5		- 0ppt
Actif brut 2013		2 235	636	1 171	409	-	19	28%	- 46ppt

Source : Tableau 7

Le tableau de passage suivant met en valeur les deux principaux impacts que nous avons soulignés dans ce tableau.

Figure 14. Impacts sur la part de Peugeot SA dans l'actif brut de FFP, 2007 à 2013



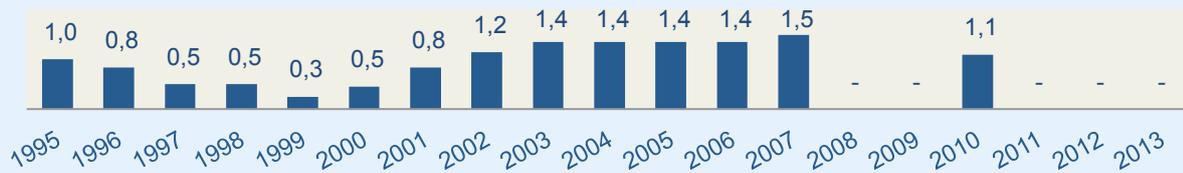
Source : Tableau 8

On arrive donc au terme de cette étude du capital financier de la famille Peugeot qui nous permet de savoir comment ce dernier a évolué et comment il a progressivement vu la part de Peugeot SA diminuer. Ainsi, au total la diversification (i.e. l'investissement dans des participations autres que Peugeot) aura immédiatement fait augmenter l'actif brut de €144m (prix d'acquisition des positions) faisant ainsi baisser la part de PSA de 2 ppts, l'augmentation de la valeur de ces actifs achetés a fait augmenter l'actif brut de €487m faisant baisser la part de PSA de 7ppts. De plus les actifs de diversifications que FFP possédaient déjà en 2007 ont vu leur valeur augmenter de €239m entraînant une baisse du poids de PSA de 5ppts.

Présentation de l'évolution des résultats de FFP

Figure 15. Résultat brut de FFP sur participations, 1995 - 2013

Dividende par action de Peugeot SA - €



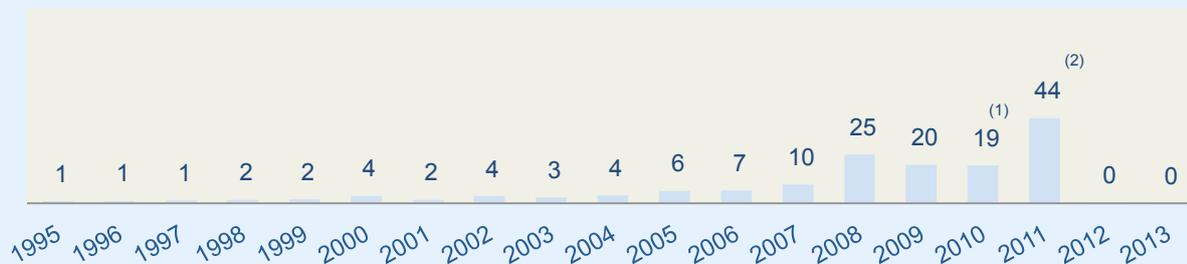
x
Nombre d'actions détenues par FFP

Dividende touché par FFP de la part de Peugeot SA (l'année suivante) - €m



+

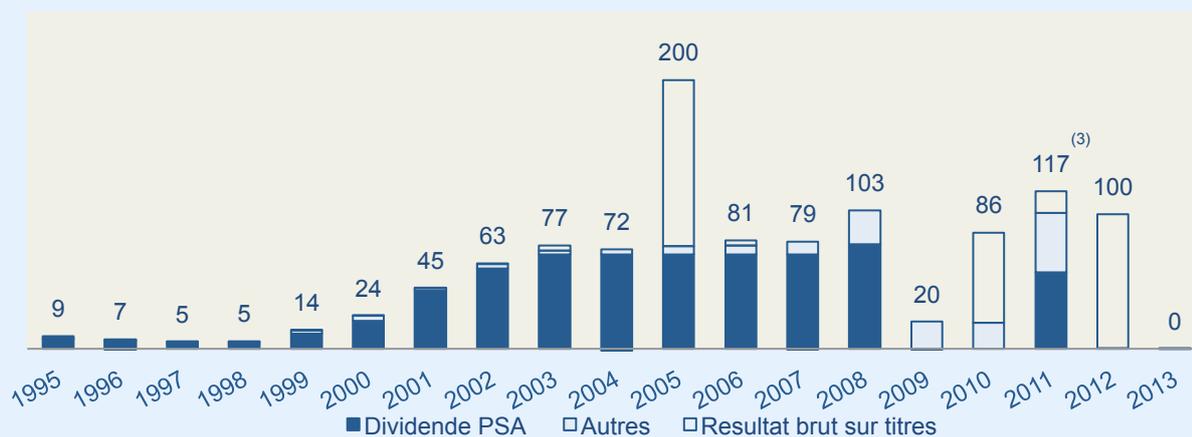
Dividende sur autres titres de participation



Dividende PSA en % du total des dividendes touchés par FFP



Résultat brut (avant IS et provisions) sur titres de participation - €m



Dividende PSA en % du résultat brut de FFP



Source : documents de référence et rapports financiers de FFP années 1995 – 2013

Note : 1. Pour l'année 2010 le dividende total est présenté sans les €54m versée par Simante SL pour la vente de la participation dans FCC. La plus-value de €11,5m est réintégrée au résultat brut 2010.

2. Ce montant intègre €18,8m de dividende exceptionnel versé par DKSH, à comparer avec les €1,7m de l'année précédente.

3. Le résultat de l'année 2011 a été retraité de la plus-value sur cession de €383,7m correspondant au transfert de participations de FFP à FFP Invest (nouvel organe intermédiaire de détention) ayant donné lieu à une réévaluation des participations et étant présentés dans plus-value de cession. De même les moins-values correspondant à cette opération ont été retraitées. Enfin la moins-value comptable sur la liquidation de Simante SL a été retraitée (elle est déjà prise en compte dans le résultat 2010 tel que calculé selon la note 1).

4. En 2008, le résultat sur activité financière a été très négatif notamment à cause de charges d'intérêts exceptionnellement hautes, le résultat brut s'est ainsi établi à €15,3 contre €37,2 pour le résultat sur titres de participations, la comparaison en 2008 n'a donc pas de sens.

On constate que jusqu'à 2008 le résultat de FFP a été généré principalement par les dividendes versés par PSA et par les plus-values de cession des autres actifs. On constate que ce trait semble changer avec la baisse / suppression du dividende sur les exercices 2009-2013. Il nous faudrait attendre un retour à un niveau significatif de dividendes à l'échelle de PSA pour pouvoir comparer à la période précédente et dire si la diversification a réellement amené un changement dans la structure des revenus de la holding. Avec les chiffres actuels et les exercices récents ayant été exceptionnellement compliqués pour PSA on ne peut pousser l'analyse plus loin, pour le moment la dé-corrélation est loin d'être évidente. On a en revanche, avec ces différents graphiques, une illustration claire de la politique patrimoniale des Peugeot, le cash sort de Peugeot SA, est investi dans de nouveaux actifs qui génèrent des plus-values de cession quelques années plus tard ou prennent de la valeur (comme observées dans l'étude sur le capital financier). C'est un redéploiement au niveau actionnarial de l'investissement du constructeur automobile. La question est de savoir si, ce versement réguliers de dividendes pour des investissements à l'extérieur de PSA s'est fait aux dépens des investissements en interne dans de nouvelles capacités de productions, d'acquisitions de concurrents, etc. La partie suivante qui se focalisera sur l'actif Peugeot SA lui-même tentera de donner, entre autres, une réponse à cette question.

4. Un attachement fort à l'actif historique Peugeot SA

La famille Peugeot, on l'a vu précédemment, a redéployé une partie de son patrimoine hors de PSA et ce notamment en utilisant les remontées de cash de Peugeot SA vers FFP pour les investir ailleurs. Ainsi, sur les dix dernières années, sur des investissements net d'un montant de c.€450m, seulement c.€80m auront été consacrés à Peugeot SA. En brut (i.e. sans compter les cessions), le trait est encore plus net avec c.1,2mrd d'investissements menés par FFP pour seulement €0,1mrd accordé à PSA, environ 10% à un actif qui représente pourtant 60% l'actif brut total de la holding sur la période.

Cependant, on sait les Peugeot très concernés par le contrôle de l'actif historique familial. Si on a eu une réflexion purement financière dans la partie précédente, on n'oublie pas que le retour sur investissement et la valeur ne font pas tout pour cette famille actionnaire. On étudie alors dans cette partie comment le redéploiement précédent a été combiné avec des objectifs de contrôle parfois contestés et même mis à mal, à la vue de la dernière dilution qui fait tomber la famille à 14% de contrôle de PSA.

4.1. Les véhicules de contrôle (depuis 2000)

C'est entre 1965 et 1967 que le groupe Peugeot a pris la forme que nous lui connaissons en regroupant les participations dans les différentes entreprises sous une seule holding : Peugeot SA. Cette dernière est cotée à la bourse de Paris et contrôlée par les différentes Holding de participation des membres de la famille : Etablissement Peugeot Frères (EPF) et Foncière, Financière de Participations (FFP) et d'autres holding mineurs qui regroupent quelques actions détenues par certains membres (ne représentant pas plus de 0,1%).

Nous donnons également les différentes holdings via lesquelles la famille Peugeot détient Peugeot SA, les détails dans les documents de référence remontent à 2000 et certaines ont disparu depuis.

Etablissement Peugeot Frères - EPF : l'une des deux holdings majeure de participation de la famille Peugeot dans PSA. Elle détenait au 31 décembre 2013 6,3% du capital de l'entreprise et 9,9% des droits de vote.

Foncière, Financière de Participations – FFP : présentée dans la partie précédente, c'est la principale holding de participation de la famille Peugeot dans PSA avec EPF, au 31 décembre 2013 elle détenait 19,0% de Peugeot SA et 28,0% des droits de votes.

Maillot I : apparue au capital de Peugeot SA en 2011, elle est un actionnaire mineur et regroupe certaines actions de quelques membres de la famille, au 31 décembre 2013 elle représentait moins de 0,01% du capital du Groupe.

La Française de Participations Financières – LFPP : elle fut une holding significative avec plus de 5% de capital pendant la décennie 2000 avant que ses parts ne soient transférées à EPF en décembre 2010.

Comtoise de Participation : holding dont les parts dans Peugeot SA (0,02% du capital et 0,02% des droits de votes) ont été transférées à EPF en décembre 2010.

Cogevam : ses parts dans Peugeot SA (2,23% du capital et 3,49% des droits de votes) ont été transférées à FFP en décembre 2000.

Société Anonyme de Participations – SAPAR : holding liée à Thierry Peugeot, présente au capital de PSA depuis le début 2011, elle détient au 31 décembre 2013 0,23% du capital et 0,20% des droits de votes.

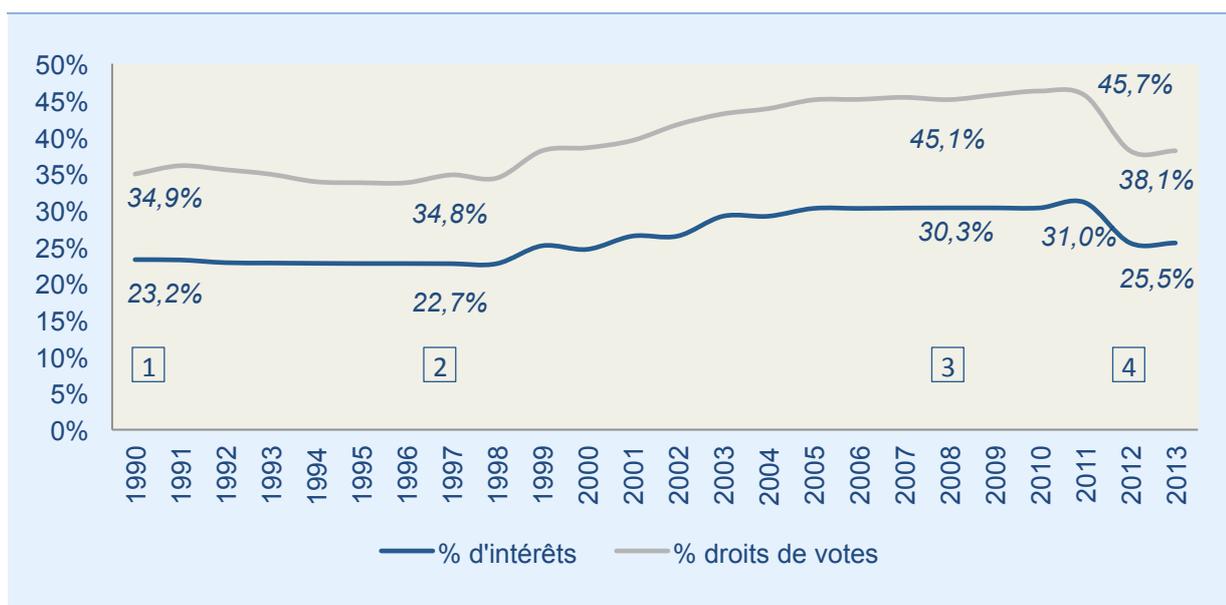
En *annexe 7.5* se trouvent une évolution détaillée des parts et droits de votes de Peugeot SA détenues via les différents véhicules d'investissement décrits au-dessus.

4.2. Évolution de la participation des Peugeot

4.1.1. Chronologie

Dans cette partie on présente brièvement l'évolution du capital de Peugeot SA détenu par les holdings de la famille Peugeot pour la période considérée.

Figure 16. Évolution du % d'intérêts et de droits de votes des Peugeot dans le groupe Peugeot SA



1. Après les augmentations de capital de 1987 et 1989 menées par Jacques Calvet pour rétablir la santé financière du groupe les Peugeot ne possèdent plus que 23% du groupe en 1990 contre 52% 15 ans plus tôt
2. En 1997 débute le plan de rachat annulation d'actions autorisé par l'assemblée générale des actionnaires
3. A l'issue de ce plan, pendant lequel près de 30% des actions en circulation en 1997 seront annulées, les Peugeot disposent de 30% du capital et de 45% des droits de vote
4. A nouveau en difficultés, le groupe est obligé d'ouvrir son capital à de nouveaux actionnaires et les Peugeot doivent accepter, comme à la fin des années 80, une baisse de leur contrôle du groupe, la participation tombera à 14% après l'augmentation de capital qui aura lieu fin avril 2014

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA années 1990 - 2013

4.1.2. Le rachat d'actions et la reprise de contrôle, 1999 – 2007

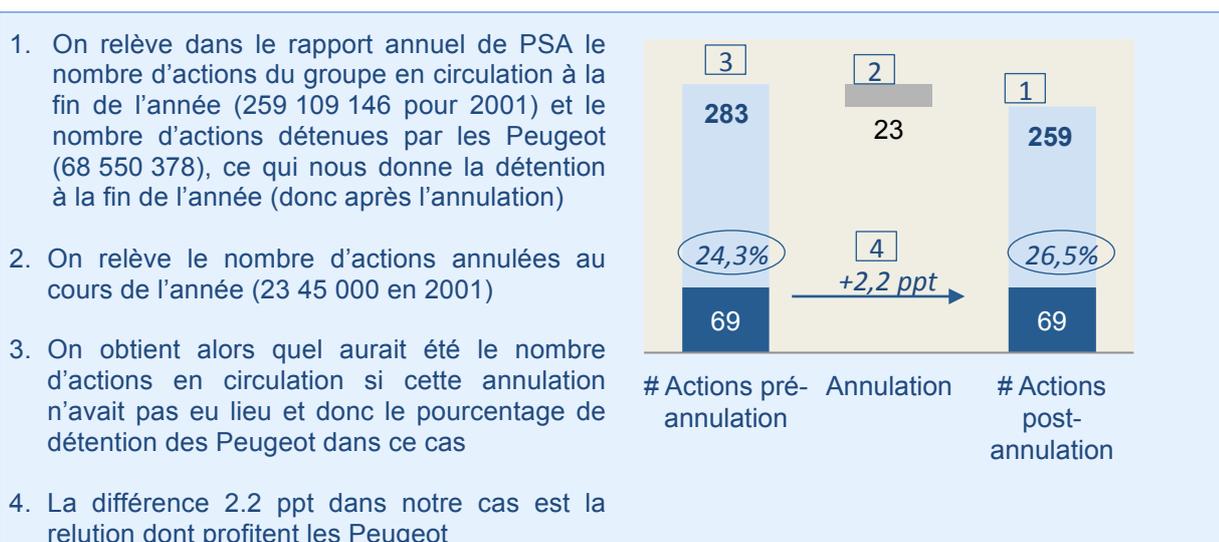
En 1999 la famille Peugeot via ses 5 véhicules de contrôle possède comme montré dans la chronologie précédente 22,7% du capital du groupe soit à l'époque 68 millions d'actions. C'est à cette date que démarre le programme de rachat d'actions qui va permettre aux Peugeot de retrouver un niveau de contrôle de 30,3% fin 2008 après la dernière annulation de titres.

Cette politique est assumée par les Peugeot et menée de concert avec le nouveau management à la tête duquel se trouve Jean Martin Foltz qui remplace en 1997 Jacques Calvet, l'homme de la rigueur financière et des augmentations de capital de 1985 et 1987. Selon le numéro du 25 mai 2002 du journal investir :

« Dans un entretien au journal Automotive News Europe, Pierre Peugeot, à la tête du holding familial FFP, a déclaré vouloir monter au capital du constructeur automobile éponyme au-delà de 50 % afin d'en assurer une gestion à long terme. En revanche, il ne prévoit d'acheter aucune action sur le marché, mais envisage simplement de profiter de la politique de rachat et d'annulation d'actions régulièrement pratiquée par le groupe pour voir augmenter automatiquement sa part au capital ». A l'époque on envisage qu'au rythme du rachat d'actions les 50% visés par Pierre Peugeot pourront être atteints en 10 - 15 ans.

Pour analyser cette politique et son impact réel, nous commençons par observer comment s'est opérée cette progressive relation dans le temps et quel a été l'impact relatif de ces annulations successives. Nous avons utilisé la méthodologie suivante, avec en exemple l'année 2001:

Figure 17. Impact relatif de l'annulation d'actions en 2001, nombre d'actions (m) et pourcentage de détention de la famille Peugeot (€m)



Source : document de référence de Peugeot SA année 2001

Cette méthodologie a pour but d'isoler le seul effet de l'annulation d'un bloc d'actions préalablement rachetées par Peugeot SA et de ne pas prendre en compte les effets dilutifs des conversions de stock-options ou d'achat d'actions sur le marché par les Peugeot qui viendraient faussement diminuer ou amplifier l'impact. C'est sur la base de cette méthodologie qu'on obtient le tableau récapitulatif suivant (bien que les nombres soient présentés en millions, pour un maximum de précisions ils ont tous été relevés au nombre près cf. *annexe 7.4.*) :

Tableau 9. Impact relatif des rachats annulations d'actions 1999-2008

31-déc	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
# actions détenus par les Peugeot (m)	69	69	69	69	69	71	71	71	71	71
# actions Peugeot SA (m)	273	278	259	259	243	243	235	235	234	234
% de détention Peugeot	25,1%	24,6%	26,5%	26,5%	28,2%	29,2%	30,2%	30,2%	30,3%	30,3%
Actions annulées (m)	28	0	23	0	16	0	8	0	0	0
% du capital pré-annulation	9,3%	0,0%	8,3%	0,0%	6,2%	0,0%	3,5%	0,0%	0,1%	0,1%
# actions pré-annulation (m)	301	278	283	259	259	243	243	235	235	234
% de détention des Peugeot pré-annulation	22,8%	24,6%	24,3%	26,5%	26,5%	29,2%	29,2%	30,2%	30,2%	30,3%
Impact relatif	+2,3ppt	+0,0ppt	+2,2ppt	+0,0ppt	+1,7ppt	+0,0ppt	+1,1ppt	+0,0ppt	+0,0ppt	+0,0ppt

Source : documents de référence et rapport financiers annuels de Peugeot SA années 1998 à 2008

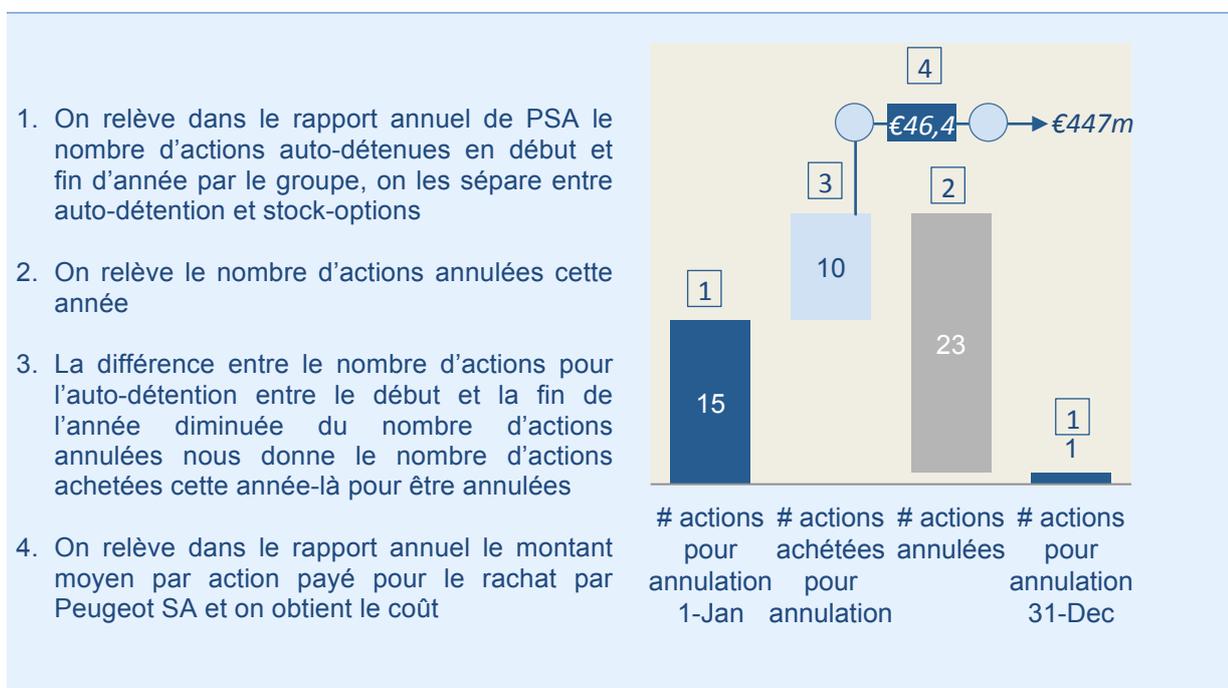
Note : en 2001 chaque action composant le capital de Peugeot SA a été divisée en 6, pour des soucis de comparaison les chiffres pour 1999 et 2000 anticipent cette division. Un tableau détaillé des actions détenues par les Peugeot pour la période 2000 - 2012 est disponible en annexe 7.5.

Grace à ce tableau nous constatons que ces opérations sur les titres de Peugeot SA ont permis à la famille Peugeot de gagner sur 5 ans 7,4% d'intérêts dans le capital de l'entreprise. Ce qui explique donc en grande partie les 7,6% de différence entre 1999 et 2008 (30,3% en 2008 vs 22,7% en 1999). Ainsi l'augmentation du nombre d'actions détenues par les Peugeot et les effets dilutifs des stock-options ont un impact très marginal sur le taux de possession du groupe comparé aux achats-annulations. On rappelle que les actions détenues par la famille lui garantissent des droits de votes supplémentaires. C'est ainsi que la famille détient à la fin 2008 45,1% des droits de votes contre 38,1% en 1999.

Si l'impact a été positif pour la famille Peugeot en terme de relation, il convient de déterminer quel a été le coût pour Peugeot SA d'une telle politique. Pour ce faire nous avons employé la méthodologie suivante :

Il est déclaré dans les rapports annuels de Peugeot SA les nombres d'actions auto-détenues, elles sont à chaque fois séparées en deux groupes : celles destinées à couvrir les plans de stock-options et celles destinées à l'autocontrôle. Il se trouve que toutes celles destinées à l'autocontrôle sur la période 1999 – 2008 seront annulées, on considère donc que ces dernières sont en fait destinées à l'annulation. On va donc pouvoir, pour chaque année, calculer le coût pour Peugeot SA du rachat des actions destinées à être annulées au cours des futurs exercices. Voici un exemple avec l'année 2001.

Figure 18. Coût de l'achat des actions (m) destinées à être annulées année 2001 - €m



Source : document de référence de Peugeot SA année 2001

Nous faisons les remarques suivantes sur la méthodologie présentée :

- Comme présenté dans le tableau suivant les actions dites d'autocontrôle ont toutes été annulées c'est pour cela qu'on peut les considérer comme destinées à être annulée même si elles ne sont pas toujours dénommées comme telles dans les documents de référence et rapports financiers annuels de Peugeot SA

- Certaines années il y aura même des actions pourtant déclarées comme couvrant les plans de stock-options qui seront annulées elles ont été présentées dans une case « transfert de SO vers annulation » (ce phénomène ne se passe qu'en 2009 et concerne un nombre faible d'actions, 82 933)
- Le but est de savoir ce qu'a coûté ce programme à Peugeot SA sur la période, ainsi, comme on le verra dans le deuxième tableau qui suit, ces montants que l'on attribue à chaque année sont purement théoriques puisque certaines actions n'ont été annulées que plusieurs années après avoir été rachetées, cependant cela donne une vision fidèle du coût global du programme sur la période qu'on pourra mettre en regard des résultats de Peugeot SA et du dividende versé pour la période.

Tableau 10. Évolution du nombre d'actions auto-détenues par PSA, 1999 – 2008

# actions (m)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Actions auto-détenues 1 Jan	-	8	16	3	15	4	10	6	7	6
<i>Dont annulation</i>	-	8	15	1	12	0	5	0	0	0
<i>Dont plan SO</i>	-	0	1	2	3	4	6	5	6	6
Actions achetées	36	8	11	12	5	6	4	1	1	1
Pour annulation	36	7	10	11	4	4	4	0	0	-
<i>Pour plan SO</i>	0	1	1	1	1	2	-	1	1	1
Actions annulées	28	-	23	-	16	-	8	-	0	0
Actions revendues	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-
Compensation SO	-	-	0	0	0	0	0	0	1	0
Transfert SO vers annulation	-	-	-	-	-	-	0	-	-	-
Actions auto-détenues 31 Dec	8	16	3	15	4	10	6	7	6	7
<i>Dont annulation</i>	8	15	1	12	0	5	0	0	0	-
<i>Dont plan SO</i>	0	1	2	3	4	6	5	6	6	7

Source : documents de référence et rapport financiers annuels de Peugeot SA années 1998 à 2008

Note : en 2001 chaque action composant le capital de Peugeot SA a été divisée en 6, pour des soucis de comparaison les chiffres pour 1999 et 2000 anticipent cette division. Pour plus de détails, en annexe 7.4 se trouve un tableau détaillé de l'évolution du nombre d'actions de Peugeot SA pour la période 1990 – 2013.

Si on somme le nombre d'actions rachetées pour être annulées on obtient : 76 327 415 actions plus les actions transférées on obtient un nombre de 76 410 348. En sommant le nombre d'actions annulées sur la période on obtient 76 410 348, nous confirmant que le programme de rachat annulation s'est bien achevé en 2008. C'est grâce au nombre d'actions destinées à être annulées qu'on obtient le tableau suivant et la vérification précédente nous confirme qu'aucun oubli n'a été fait lorsque nous calculons le coût pour Peugeot :

Tableau 11. Calcul du coût du programme de rachat annulation d'actions, 1999-2008

# actions (m)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Actions achetées pour être annulées	36	7	10	11	4	4	4	0	0	-
Prix moyen des actions rachetées	26,7	32,9	46,4	45,4	38,1	45,6	47,9	41,1	60,6	32,9
Montant (€m)	954	231	447	516	148	196	198	5	7	-
Résultat Net PSA (€m)	1 051	331	1 373	1 190	1 630	1 032	905	748	526	48
Dividende (€m)	118	217	294	325	321	310	309	309	342	-

Source : documents de référence et rapport financiers annuels de Peugeot SA années 1998 à 2008

On constate donc qu'au total Peugeot SA a utilisé au total €2,7mrd pour son programme de rachat d'actions, c'est plus important que le montant consacré à la politique de dividende qui s'élève à €2,5mrd. Ce chiffre est à mettre en regard des €8,8mrd de résultat net générés par le groupe au cours de cette période. Ainsi, plus de 30% de la valeur créée par le groupe au cours de cette période a été consacrée à cette politique. Dans la partie 4.3. Nous comparerons ces montants à ceux de Fiat, BMW et Renault et les mettrons également en relation avec le niveau d'investissements pendant la période. Quant au coût pour les Peugeot il est bien sur nul, ces derniers sont restés actionnaires du groupe et donc d'un point de vue valeur rien n'a changé pour eux. Pour s'en convaincre on fournit en *annexe 7.6.* un calcul simplifié qui permet de se convaincre que comme le veut la théorie financière cette opération est neutre pour les actionnaires restant.

Pour clore cette section nous calculons le montant que les Peugeot auraient dû investir en achetant des actions sur le marché si un tel programme n'avait pas été mené pour obtenir un niveau de contrôle équivalent à celui que le programme de rachat d'actions leur a apporté.

Pour ce faire on calcule le nombre d'actions en fin d'années si aucune annulation n'avait eu lieu sur la période, puis on calcule l'investissement nécessaire aux Peugeot chaque année entre 1999 et 2008 pour obtenir une relation similaire à celle engendrée par l'annulation des actions, on prend le même montant par action que celui payé par Peugeot SA au cours de l'année.

Tableau 12. Calcul du nombre théorique d'actions Peugeot SA en circulation sans le programme de rachat – annulation d'actions 1999 - 2008

# actions (m)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
# actions Peugeot SA (m) 31-dec	273	278	259	259	243	243	235	235	234	234
Cumul actions annulées (m)	28	28	51	51	67	67	76	76	76	76
# actions PSA sans les annulations	301	306	310	310	310	310	310	310	310	310

Source : documents de référence et rapports financiers annuels de Peugeot SA années 1998 à 2008

Tableau 13. Investissement théoriquement nécessaire aux Peugeot (€m) pour compenser la non-existence du plan de rachat d'action

# actions (m)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Actions hypothétiquement détenues par les Peugeot	69	76	76	82	82	88	91	94	94	94
# actions PSA sans les annulations	301	306	310	310	310	310	310	310	310	310
% de détention	22,8%	24,7%	24,3%	26,5%	26,5%	28,2%	29,2%	30,2%	30,2%	30,3%
% à atteindre	25,1%	24,6%	26,5%	26,5%	28,2%	29,2%	30,2%	30,2%	30,3%	30,3%
# actions à acheter	7	-	7	-	5	3	3	-	0	0
Prix / action (€)	26,7	32,9	46,4	45,4	38,1	45,6	47,9	41,1	60,6	32,9
Montant (€m)	187	-	305	-	206	137	157	-	8	3
Dividende touché par les Peugeot (€m)	30	53	78	86	91	90	93	93	104	-

Source : documents de référence et rapports financiers annuels de Peugeot SA années 1998 à 2008

En tout il aurait donc fallu, en cumulé un investissement de €1.0mrd pour atteindre les 30% de 2008. Ce montant aura pu être investi par les différentes holdings (et notamment FFP) dans d'autres actifs pour suivre le programme de diversification du patrimoine lancé en 1989. La partie 5 « Bilan » étudiera la pertinence d'un tel programme. Ce programme montre que depuis 2000, ce n'est plus seulement Peugeot SA qui choisit les investissements qui constitueront le patrimoine des Peugeot mais directement la famille qui peut regarder ailleurs que dans la seule industrie automobile.

4.1.3. Les récentes dilutions 2012 -2014, une perte de contrôle inévitable en deux temps

Entrée de General Motors au capital de Peugeot SA – février mars 2012

La part des Peugeot dans le groupe familiale n'évolue plus à partir de 2008 quand la crise débute, cependant l'accumulation des mauvais résultats lors des exercices 2009, 2010 et 2011 oblige le groupe dont la situation financière se dégrade à trouver des nouvelles sources de financement. Le 29 février 2012 Peugeot SA et General Motors signent une alliance stratégique dont les modalités selon les termes de l'accord sont les suivantes, PSA et GM « partageront certaines plates-formes, modules et composants, sur une base mondiale, pour réduire les coûts de développement et réaliser des économies d'échelle industrielles » en d'autres termes Peugeot SA souhaite partager les coûts de ses investissements et de ses achats sur une base commerciale et géographique élargie. Cette alliance qui associe le premier constructeur mondial ressorti très fort de sa restructuration suivant sa faillite de 2008-2009, et le huitième, se fait à un moment où Peugeot SA est à nouveau dans une situation très difficile. En effet, sur l'exercice 2011 le groupe avait brûlé près de 1,8mrd€ de cash et enchaînait sur un premier trimestre 2012 des plus mauvais avec un chiffre d'affaire de la division automobile chutant de 14% avec un recul généralisé des volumes sur tous les marchés de PSA (Europe, Amérique Latine, Iran..). Au moment de cette alliance, le besoin de cash déjà préoccupant contraint Thierry Peugeot, qui représente la famille chez Peugeot SA, à autoriser Philippe Varin à mener l'augmentation de capitale de 1mrd€ du 6 mars 2012 et les cessions d'actifs à venir (Gefco, la filiale de logistique, à l'été 2012) pour entre autre couvrir les coûts d'un plan de restructuration déjà en préparation.

On analyse l'augmentation de capital du 6 mars qui est menée en parallèle de l'alliance sus-décrite.

En voici les données principales :

Tableau 14. Données clefs de l'augmentation de capital du 6 mars 2012

Date	# Actions	Prix / Action (€)	Montant total (€m)	Parité
06/03/12	999 013 089	8,27	121	16 nouvelles 31 existantes

Source : prospectus AMF sur l'augmentation de capital menée par Peugeot SA le 6 mars 2012, daté du 5 mars 2012

Selon le prospectus visé par l'AMF le cours théorique de Peugeot SA s'établit à €14,28, (moyenne pondérée sur les volumes au jour du 5 mars 2012), et l'augmentation de capital se fait avec droit préférentiel de souscription (DPS). A l'aide des données précédentes on fait le calcul suivant :

$$16 * \text{€}8,27 + 31 * \text{DPS} = 16 * (\text{€}14,28 - \text{DPS})$$

Ce qui nous donne une valeur de DPS de €2,05, en ligne avec le montant déclaré dans le prospectus. On a alors un cours post-détachement du DPS de €12,23. La décote théorique s'établit donc à 32,4%.

On analyse alors le comportement des trois souscripteurs qui nous intéressent : Général Motors, EPF et FFP.

Etablissement Peugeot Frères souhaite réaliser une opération neutre du point de vue financier, il va donc vendre une partie de ses DPS et utiliser l'argent reçu pour acheter des actions. On fait le calcul suivant : EPF achète X blocs de 16 actions nouvelles et pour cela il lui faut X blocs de 31 DPS. A l'origine EPF dispose de 19 115 760 DPS, on se rend compte que le plus proche multiple de 31 est 19 115 747, ainsi on vend $19\,115\,747 - 31X$ DPS à €2,05 pour acheter $16X$ actions nouvelles à €8,27. En résolvant l'équation suivante :

$$(19\,115\,747 - 31X) * \text{€}2,05 = 16X * \text{€}8,27$$

On trouve (en faisant une division euclidienne) que le nombre X de blocs est de 199 803, soit 3 196 848 actions nouvelles ce qui représente un montant de €26,4m. De l'autre côté on a utilisé

$199\,803 * 31 = 6\,193\,893$ DPS pour acheter ces actions nouvelles, on en a donc vendu :

$19\,115\,760 - 6\,193\,893 = 12\,921\,867$ DPS pour un montant de €26,4m ce qui confirme bien que l'opération a été neutre pour EPF. Dans le tableau récapitulatif le très léger décalage de quelques centaines d'euros vient du fait que l'on n'a pas exactement un multiple de 31 DPS au départ. Si cette opération est neutre pour EPF d'un point de vue financier elle a pour effet de diluer sa participation dans Peugeot SA, cette dernière passe de 8,2% à 6,3%.

FFP suit partiellement l'augmentation et exerce la moitié des 53 363 574 DPS à sa disposition, cela représente 1 721 405 blocs de 31 DPS (plus que 19 DPS restant) on exerce la moitié de ses 31 blocs, 860 702 ce qui donne droit à $16 * 860\,702 = 13\,771\,232$ actions nouvelles, représentant un investissement de $13\,771\,232 * \text{€}8,27 = \text{€}113,9\text{m}$. FFP peut alors vendre ses $53\,363\,574 - 31 * 860\,702 = 26\,681\,812$ DPS restant ce qui représente un montant de $26\,681\,812 * \text{€}2,05 = \text{€}54,6\text{m}$. En net FFP a donc investi €59,3m

et voit sa part dans Peugeot SA passer de 22,8% à 18,9%.

General Motors rachète les DPS non exercés par EPF et FFP soit 12 921 867 + 26 681 812 = 39 603 679 pour un montant de 39 603 679*€2,05 = €81,0m d'investissement, ce qui lui donne droit à 1 277 538 blocs de 16 actions nouvelles i.e. 20 440 608 actions nouvelles représentant un investissement de 20 440 608*€8,27 = €169,0m. Par ailleurs General Motors achète 4 398 821 actions auto-détenues par Peugeot SA au prix unitaire de €12,23 (montant après détachement du DPS) ce qui représente un investissement de 4 398 821*€12,23 = €53,8m. En tout General Motors a investi €303,9m soit €12,23 par action et possède 7,0% du groupe.

Après cette augmentation de capital les Peugeot ne possèdent plus que 25% de Peugeot SA contre 30% au préalable.

Nous présentons dans le tableau suivant un récapitulatif des actions menées pendant cette opération par chacun des acteurs :

Tableau 15. Souscription à l'augmentation de capital par EPF, FFP et General Motors – 6 mars 2012

	Avant augmentation de capital		
	EPF	FFP	General Motors
Actions	19 115 760	53 363 574	-
% de PSA	8,2%	22,8%	-
DPS	19 115 760	53 363 574	-
	Augmentation de capital		
	EPF	FFP	General Motors
DPS achetés	-	-	39 603 679
Montant / DPS (€)	2,05	2,05	2,05
Montant (€m)	-	-	81
DPS exercés	6 193 893	26 681 762	39 603 648
Actions achetées	3 196 848	13 771 232	20 440 592
Montant / action(€)	8,27	8,27	8,27
Montant (€m)	26	114	169
Actions achetés à PSA	-	-	4 398 821
Montant / action(€)	12,23	12,23	12,23
Montant (€m)	-	-	54
DPS vendus	12 921 867	26 681 812	31
Montant / DPS (€)	2,05	2,05	2,05
Montant (€m)	26	55	0
Investissement net (€m)	-0	59	304
	Après augmentation de capital		
	EPF	FFP	General Motors
Actions	22 312 608	67 134 806	20 440 592
% de PSA	6,3%	18,9%	7,0%

Note : calculs expliqués ci-dessus

On remarque que l'on retrouve les chiffres du prospectus AMF du 5 mars 2012 dont on présente un extrait en *annexe 7.7*.

Entrée de Dong Feng au capital de Peugeot SA, mars 2014

On rappelle les termes de cette augmentation de capital selon le communiqué de presse de Peugeot SA daté du 26 mars 2014, l'augmentation de capital aura lieu fin avril 2014.

Il y aura deux augmentations de capital d'un montant total de 3 milliards d'euros, et une attribution gratuite préalable de bons de souscription d'actions (« BSA ») aux actionnaires actuels de Peugeot SA, selon les modalités suivantes :

- Une augmentation de capital réservée d'un montant de 1 048 millions d'euros, souscrite à parts égales par Dong Feng et l'Etat français au prix de 7,5€ par action;
- Une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant d'environ 1 950 millions d'euros, ouverte à l'ensemble des actionnaires de Peugeot SA (y compris Dong Feng et l'Etat français qui souscriront à hauteur de leur participation), qui ferait l'objet d'une garantie par un large syndicat bancaire pour la partie non souscrite par Dong Feng, l'Etat français et FFP/EPF;

Dans ce cadre, l'investissement réalisé par Dong Feng et par l'Etat français serait de 800 millions d'euros chacun. Avec une participation respective de 14% chacun, Dong Feng, l'Etat français et la famille Peugeot seraient à parité égale dans le capital de Peugeot SA.

Après cette augmentation de capital la famille Peugeot perd pour la première fois de son histoire le contrôle sur le groupe, en deux ans sa participation dans le groupe a été réduite de plus de moitié. En avril 2014 la famille détient donc un septième du premier groupe automobile français qui a réalisé sur l'exercice 2013 €2,3mrd de pertes (part du groupe), un montant certes deux fois inférieur à celui de 2012.

Cette dernière dilution marque un changement très profond pour les Peugeot qui en plus de perdre leur place de premier actionnaire du groupe, perdent des droits de votes doubles et des sièges au conseil de surveillance. Thierry Peugeot qui, après avoir accepté à contre cœur l'entrée de General Motors deux ans auparavant, était à nouveau opposé à cette dilution pourrait perdre sa place de président du conseil de surveillance.

4.3. Étude comparée de la politique de distribution de Peugeot SA

Dans cette partie nous présentons quelle a été la politique de distribution de Peugeot SA et nous la comparons à celle de certains compétiteurs du secteur.

Peugeot SA de 1990 à 2012

Nous avons relevé pour Peugeot SA les données financières suivantes :

Tableau 16. Données financières sur la période 1990 – 2012

31-déc ⁽¹⁾	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Chiffre d'affaire	24 530	24 560	23 833	22 299	25 483	25 185
Résultat net part du groupe	1 420	847	517	-217	474	260
Dividendes versés actionnaires de PSA ⁽²⁾	121	99	77	-	46	38
Taux de distribution	8,5%	11,7%	14,8%	0,0%	9,7%	14,7%
Flux de trésorerie d'exploitation	1 443	2 166	1 527	1 618	3 045	1 344
Flux de trésorerie d'investissements ⁽³⁾	2 233	2 186	2 046	1 628	1 604	1 569
Rachat net d'actions ⁽⁴⁾	-1	-1	-2	-3	-0	-1

31-déc ⁽¹⁾	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Chiffre d'affaire	26 476	28 475	33 758	36 740	42 978	50 288
Résultat net part du groupe	113	-422	484	729	1 312	1 691
Dividendes versés actionnaires de PSA ⁽²⁾	23	23	73	118	217	294
Taux de distribution	20,4%	-5,5%	15,1%	16,2%	16,5%	17,4%
Flux de trésorerie d'exploitation	1 920	2 573	3 189	4 206	2 318	2 533
Flux de trésorerie d'investissements ⁽³⁾	1 676	234	3 050	1 960	2 927	4 080
Rachat net d'actions ⁽⁴⁾	-0	-	-	950	125	349

31-déc ⁽¹⁾	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Chiffre d'affaire	52 906	52 683	56 105	56 267	55 185	58 676
Résultat net part du groupe	1 690	1 497	1 646	1 029	183	885
Dividendes versés actionnaires de PSA ⁽²⁾	325	321	310	309	309	342
Taux de distribution	19,2%	21,4%	18,8%	30,0%	168,9%	38,6%
Flux de trésorerie d'exploitation	4 346	3 574	4 077	3 637	3 637	3 608
Flux de trésorerie d'investissements ⁽³⁾	2 694	3 103	3 908	3 750	3 452	2 706
Rachat net d'actions ⁽⁴⁾	517	147	282	198	39	23

31-déc ⁽¹⁾	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaire	54 356	48 417	56 061	58 509	55 446
Résultat net part du groupe	-343	-1 161	1 134	588	-5 010
Dividendes versés actionnaires de PSA ⁽²⁾	-	-	250	-	-
Taux de distribution	0,0%	0,0%	22,0%	0,0%	0,0%
Flux de trésorerie d'exploitation	5 081	62	3 570	4 045	1 555
Flux de trésorerie d'investissements ⁽³⁾	3 126	2 711	2 831	3 536	2 455
Rachat net d'actions ⁽⁴⁾	43	-	-	198	-1 117

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

Note : 1. Pour pouvoir comparer les années 1990 à 2012 on a converti les Francs en Euros au taux appliqué par PSA dans son rapport annuel 1997 FF/EUR = 6,5217.

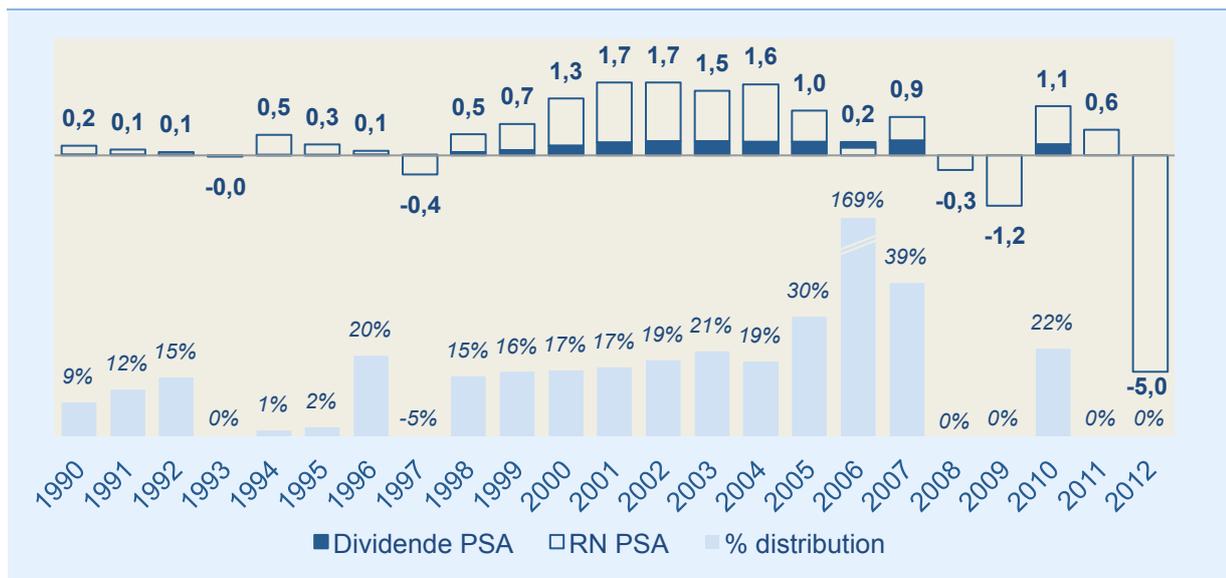
2. Le montant dividende présenté en année N est celui qui sera effectivement distribué l'année N+1 et correspond donc au résultat net présenté au-dessus.

3. Les flux de trésorerie liés à l'investissement comprennent : l'acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles, la cession d'immobilisations corporelles et incorporelles, l'acquisition de sociétés consolidées, la cession de sociétés consolidées, l'acquisition de sociétés mises en équivalence, la cession de sociétés mise en équivalence.

4. Le rachat d'action est net de la revente d'actions d'autocontrôle et d'éventuelles augmentations de capital.

Ces données brutes sont analysées dans un premier temps à l'aide du graph suivant.

Figure 19. Résultat net de Peugeot SA et dividende versé - €mrd



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

Sur les 25 dernières années on constate :

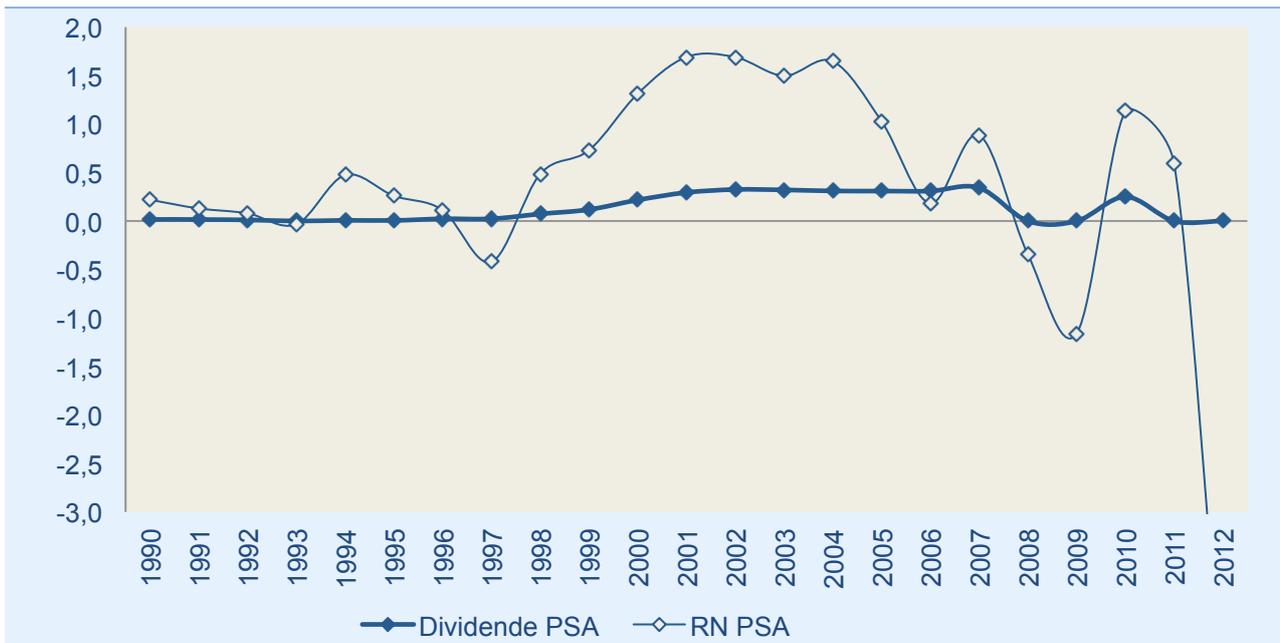
- une augmentation constante du taux de distribution indépendante de l'évolution du résultat net (très flagrant pour la période 1990 – 2000)
- la constance de la politique de dividende en terme de montant absolu à partir de l'année 2001 (avec à peu près €300-350m versés tous les ans aux actionnaires, ce qui est notamment flagrant en 2005, 2006 2007 où malgré la chute du résultat net d'un niveau de €1,7 – 1,6mrd les années précédentes à €1,0mrd puis €0,2mrd et €0,9mrd le dividende est maintenu entre €300m et €350m entraînant mécaniquement la hausse du taux de distribution)
- la suspension systématique du versement du dividende les années déficitaires (à part en 1997)

Ces observations semblent être en adéquation avec l'analyse faite dans le 4.2, après les années terribles 80 et la rigueur financière de Jacques Calvet des années 1990, les très bons résultats de Peugeot SA sous la présidence de Jean-Martin Folz sont le moment du retour d'une politique plus généreuse envers les actionnaires de Peugeot SA.

En agrégé sur la période 1990 – 1997 la famille touchera €427m de dividendes pour un résultat net total de €2 992m soit un taux de distribution de 14% alors que entre 1998 et 2007 les actionnaires toucheront €2 492m pour un résultat net agrégé de €11 146m soit un taux de 22%. Les années 2008 2012 telles qu'elles nous le sont présentées dans le graphique ci-dessus reflètent les difficultés de Peugeot SA, les actionnaires acceptent une suspension du dividende, l'entreprise ne pouvant se priver de son cash en cette période. En se concentrant sur les années 2010 – 2012 on peut à la fois abonder dans le sens des critiques entendues dans certains média et mêmes certains ministères : le retour trop précipité en 2010, dès le résultat net à nouveau positif, à un taux de distribution comparable à celui des années fastes (2002-2003) bien plus élevé que celui des années 1990 quand Peugeot SA venait de se sauver de la faillite. Faut-il y voir le signe d'une famille actionnaire moins conservatrice, moins prudente et moins attachée à la santé financière du groupe sur le long terme comme ce fut le cas au cours des précédentes crises, privant Peugeot SA d'un cash dont il aurait bien besoin en 2012 alors que l'entreprise fait face à une restructuration inévitable. Malgré cela, pour ces cinq ans le graphique nous montre que les choses ne sont pas si simples, en effet malgré de bons résultats en 2011 le groupe n'a pas versé de dividendes (ce qui porte le taux de distribution en agrégé sur 2010 et 2011 à 14% plus proche du niveau des années 1990), c'est la seule année, sur la période observé où un résultat positif ne se traduit pas par un versement de dividende ce qui crédibilise les déclarations faites par la famille à cette époque quand elle réaffirmait son attachement au groupe et à sa pérennité. En résumé après une amélioration constante au cours des années 2000, la politique de distribution s'est montrée très responsable avec l'arrivée des difficultés de la crise.

Cependant cette analyse du taux de distribution ne semble pas suffisante pour analyser la politique de dividende de Peugeot SA, on ajoute alors un second graphique qui va nous permettre d'observer plus en détails la constance sur toute la période de la politique de distribution.

Figure 20. Résultat net de Peugeot SA et dividende versé, évolution comparée - €mrd



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

Ce graphique, qui n'est qu'un agrandissement du graphique précédent permet néanmoins d'observer facilement la constance de la politique de dividende par rapport à la fluctuation du résultat net. On se concentre sur les trois périodes suivantes :

- 1990 – 1993 : bien que l'on observe une chute du résultat net de 40% par an en moyenne sur 1991 et 1992, le dividende ne baisse que de 21% par an (passant de €121m à €77m), on constate ainsi que la baisse du résultat est répercutée mais à moitié, on y reconnaît là la prudence financière de l'époque mais également une volonté de constance dans la rémunération des actionnaires qui ont déjà fait beaucoup de concessions les années précédentes. L'exercice 1993 étant déficitaire il n'entraîne pas de versement de dividende.
- 1994 – 1997 : le retour au profit marque le retour du dividende signifiant que le groupe se redresse à nouveau après la chute de 1990-1993. Le dividende versé est plus modeste que lors de la période précédente, et si la baisse du résultat de 51% par an entre 1994 et 1996 entraîne une baisse de 21% par an du dividende ce dernier est tout de même plus constant, puisque le niveau de €23m de l'année 1996 est maintenu en 1997 alors que Peugeot SA enregistre à nouveau une perte.

Ainsi sur cette période on constate que le groupe répercute systématiquement les variations d'une baisse du résultat sur le dividende versé aux actionnaires montrant qu'une politique de distribution stable n'en reste pas pour le moins réaliste et liée directement à la performance du groupe.

- 1998 – 2007 : cette période est marquée dans un premier temps par la croissance régulière du résultat net de Peugeot SA à raison de 37% par an en moyenne jusqu'à 2002, le versement de dividende augmente sur la même période de 45% par an en moyenne (atteignant €325m en 2002). Sur la deuxième partie de la période on constate que malgré la baisse sensible du résultat net, le montant de dividende est maintenu constant et ce malgré la fluctuation du résultat net que l'on observe entre 2003 et 2007.

Ainsi en ayant observé le taux de distribution et l'évolution comparée du montant de dividende et du résultat net on peut en conclure que du point de vue de la gestion du patrimoine il y a eu trois périodes dans la perception des dividendes : une première, celle de l'ère Calvet, marquant le redressement du groupe ou le dividende bien que gardant une certaine constance était fortement indexé sur les résultats de Peugeot SA, une deuxième période celle de l'ère Folz avec une évolution du dividende perçu sur-répliquant une hausse du résultat net mais neutralisant toute fluctuation à la baisse. Sur cette période les holdings des Peugeot toucheront près de €720m qui serviront à financer la politique de diversification décrite dans le 3. Cette dé-corrélation entre les performances de Peugeot et les dividendes touchés par la famille (assez nette quand on compare 1990-1997 à 1998-2007) semble confirmer l'analyse du 4.3. : une famille qui ne voit plus l'avenir de son patrimoine dans la seule entreprise familiale historique et se tourne vers d'autres investissements. Enfin une troisième période celle qui montre la responsabilité des Peugeot face aux difficultés du groupe, baisse significative du montant de dividendes touchés (c.€75m remontées vers les holdings familiales entre 2008 et 2012) qui pourrait expliquer pourquoi, malgré l'attachement à l'entreprise, la famille accepte la perte de contrôle décrite en 4.2.3..

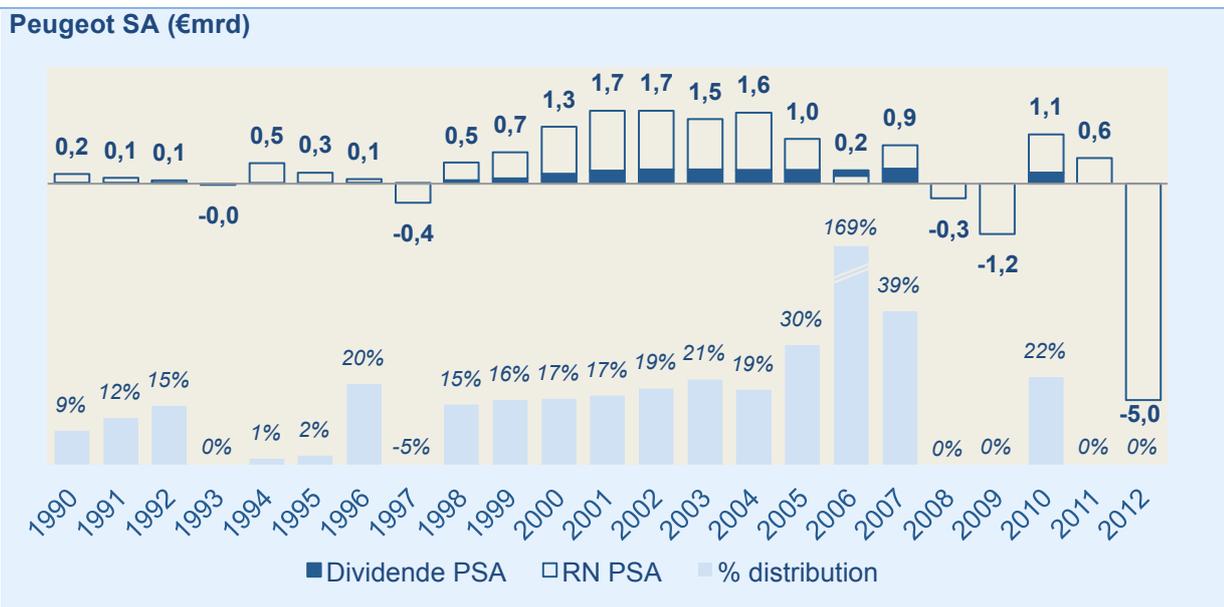
Etude comparée de la distribution de dividendes de 1990 à 2012

On souhaite comparer la politique de dividendes menée par Peugeot SA à celle de ses concurrents. On a donc choisi six entreprises automobiles :

- BMW et Fiat toutes deux européennes comme Peugeot SA et disposant d'un fort actionnariat familial (la famille Agnelli via leur holding Exor Spa détient 30% du groupe Fiat et la famille Quandt détient 47% de BMW)
- Renault et Volkswagen concurrents directs de Peugeot SA
- Ford et Toyota deux groupes automobiles avec une culture familiale également forte

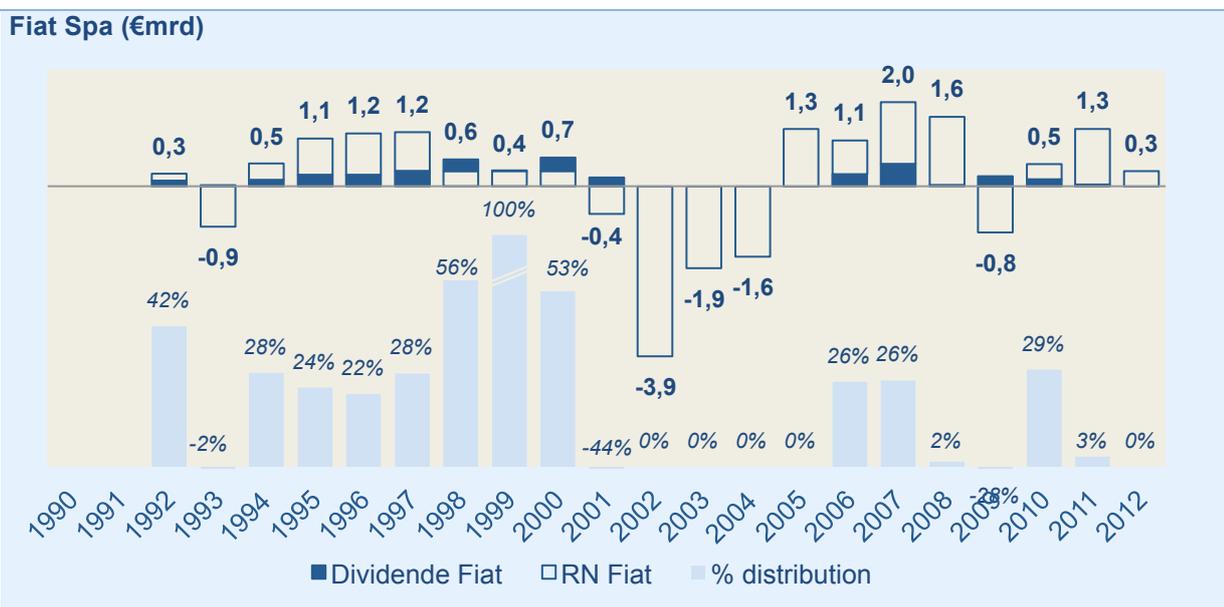
On présente ci-dessous l'évolution du taux de distribution des concurrents, on s'est basé sur les chiffres reportés par les entreprises dans leurs rapports annuels.

Figure 21. Résultat net et dividende versé – Peugeot SA, Fiat Spa, BMW AG, Renault SA, Volkswagen AG, Ford Motor Company, Toyota Motor Corp.



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

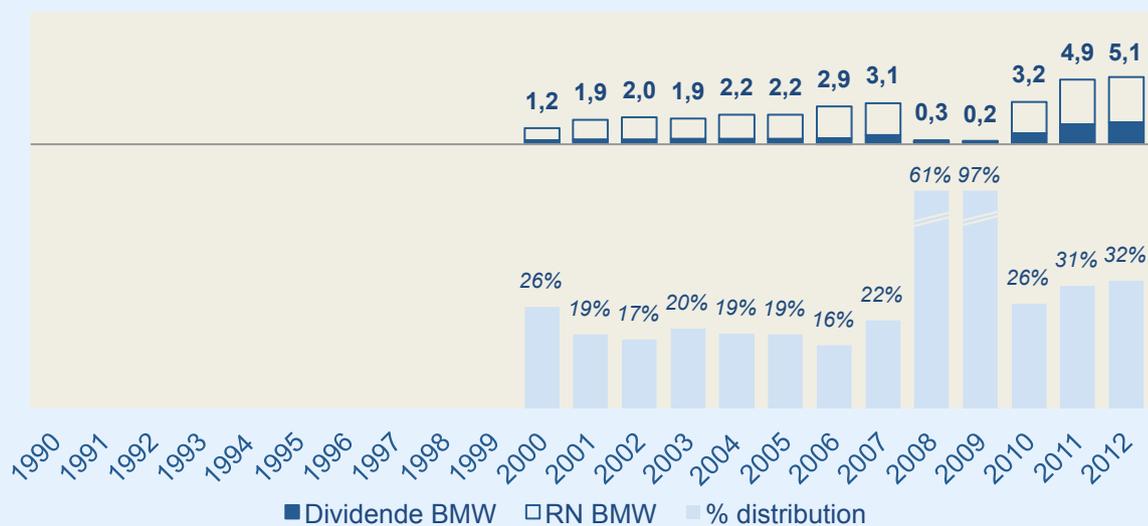
Note : conversion en euros au taux 1997 donné par PSA FF/EUR = 6,5217.



Source : documents de référence et rapports financiers de Fiat Spa années 1992 – 2013

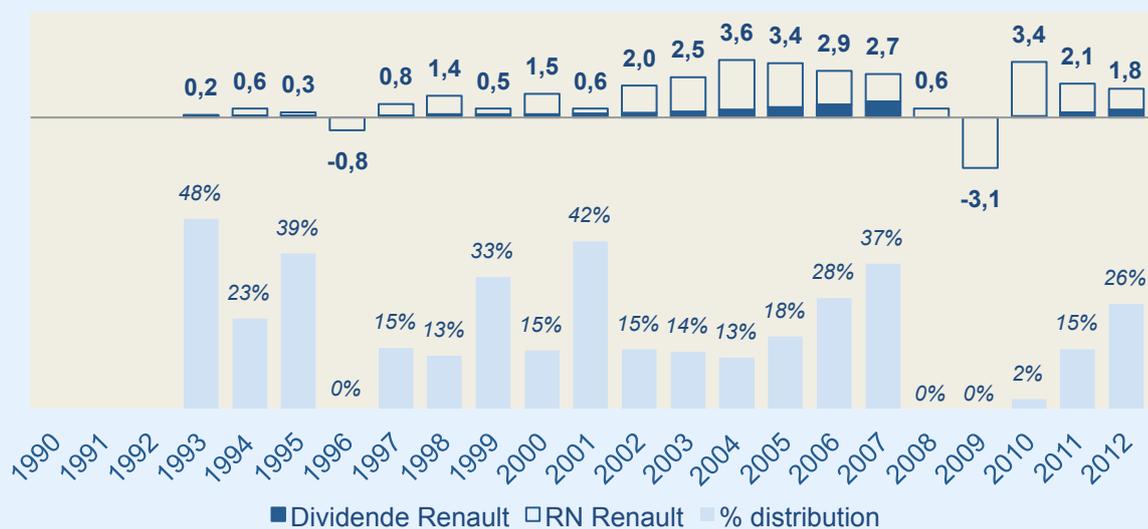
Note : conversion en euros au taux 1998 donné par Fiat IL/EUR = 1936,25.

BMW AG (€mrd)



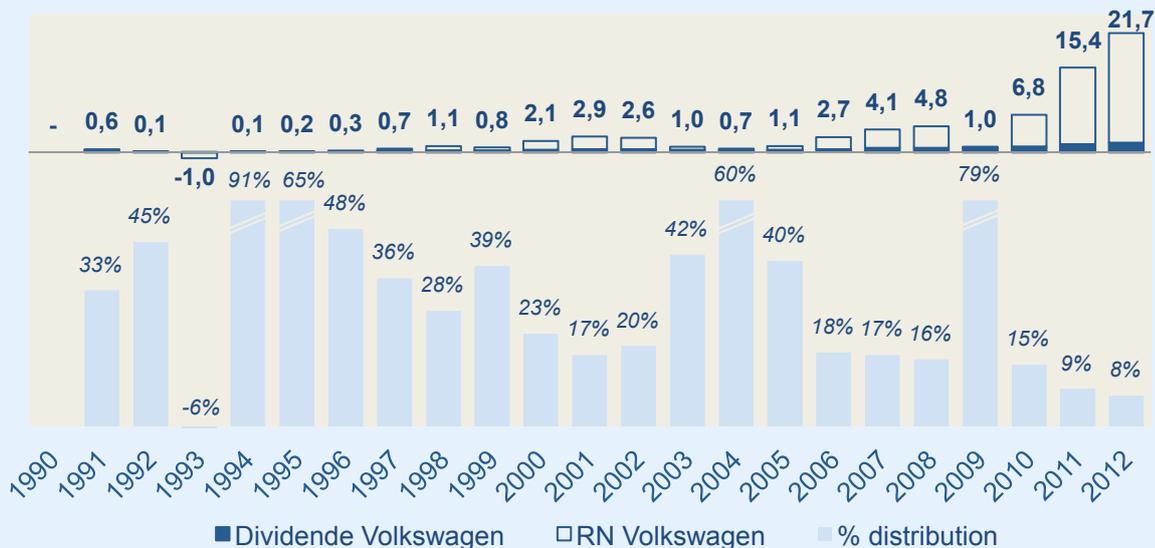
Source : documents de référence et rapports financiers de BMW AG années 2001 – 2012

Renault SA (€mrd)



Source : documents de référence et rapports financiers de RenaultSA années 1994 – 2013
 Note : conversion en euros au taux 1997 donné par PSA FF/EUR = 6,5217.

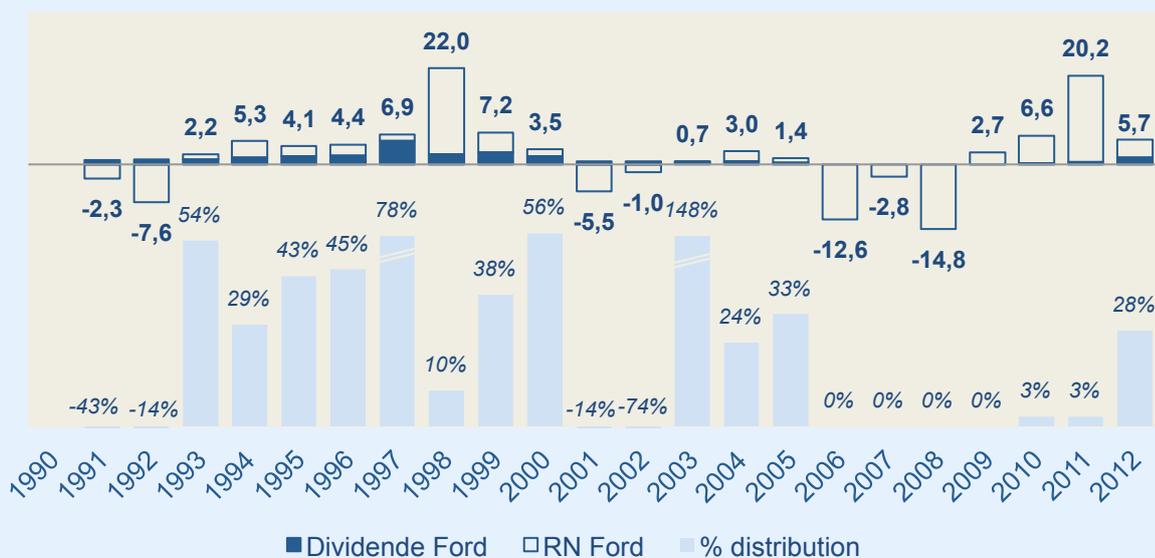
Volkswagen AG (€mrd)



Source : documents de référence et rapports financiers de Volkswagen AG années 1994 – 2013

Note : conversion en euros au taux 2000 donné par VW DM/EUR = 1,9558

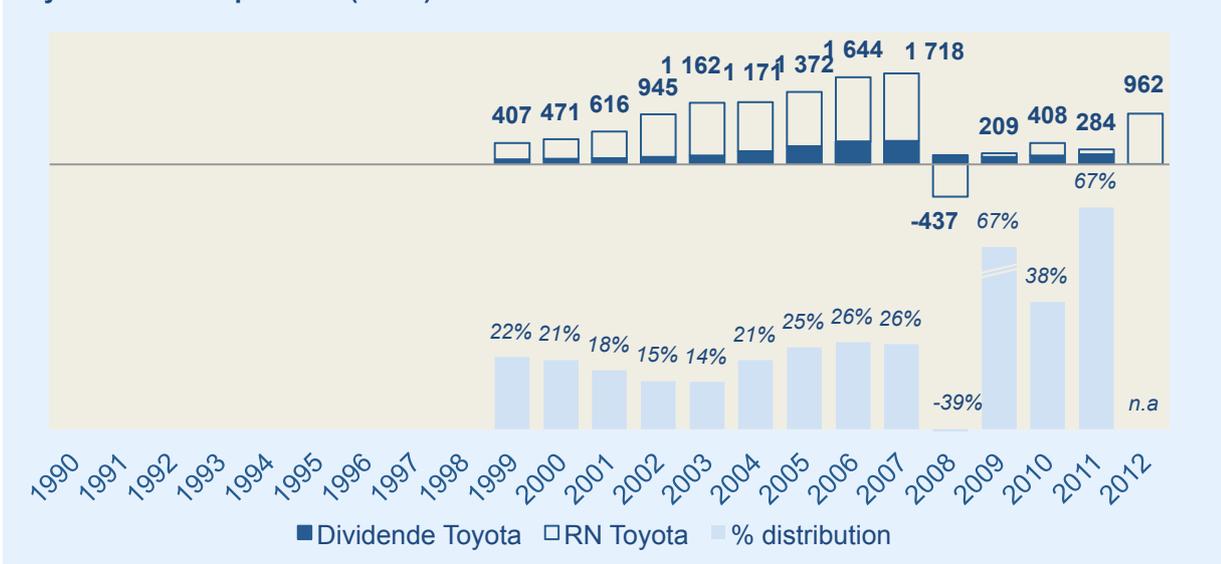
Ford Motor Company (\$mrd)



Source : documents de référence et rapports financiers de Ford années 1993 – 2013

Note : Au 17 avril 2014 le taux de change s'établissait à USD/EUR = 1,38

Toyota Motor Corporation (¥mrd)



Source : documents de référence et rapports financiers de Toyota années 2001 – 2013

Note : Toyota clôture ses compte au 31 mars, ainsi l'année N sur le graphique correspond à 1 avril N - 31 mars N+1. Au 17 avril 2014 le taux de change s'établissait à JPY/EUR = 141,5 et JPY/USD = 102,4.

Avant de comparer les chiffres présentés dans les graphiques précédents on montre en agrégé sur la période 2000-2012 le taux de distribution de chacune des entreprises étudiées :

Tableau 17. Taux de distribution comparé, 2000 - 2012

2000-2012	Peugeot	Fiat	BMW	Renault	VW	Ford	Toyota
1. % distr. brut	52,1%	-689,8%	24,9%	20,4%	14,3%	110,4%	24,9%
2. % distr. si RN > 0	23,0%	21,0%	24,9%	18,0%	14,3%	17,6%	24,0%
3. % distr. si DIV > 0	24,2%	32,2%	24,9%	18,4%	14,3%	22,3%	27,5%

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA, Fiat Spa, BMW AG, Renault SA, Volkswagen AG, Ford Motor Co, Toyota Motor Corp années 2001 – 2013

Note : Calculs expliqués ci-dessous.

1. distr. brut : correspond au montant total de dividende divisé par le montant total de résultat net (incluant donc les résultats déficitaires)

2. distr si RN > 0 : on l'obtient en sommant tous les dividendes et en divisant par la somme de tous les résultats nets positifs, on voit quelle part de la valeur créée est distribuée aux actionnaires, sans prendre en compte les pertes de la période

3. distr si DIV > 0 : on somme tous les dividendes et on divise par la somme de tous les résultats nets qui ont fait l'objet d'une distribution (qu'ils aient été négatifs ou positifs)

A l'aide de ce tableau on constate que sur la période 2000-2012 Peugeot, Ford et Fiat sont les plus gros distributeurs de dividendes si on regarde en brut, cependant comme ces groupes ont fait de fortes pertes sur quelques exercices, ce chiffre ne peut pas réellement

être retenu. En regardant les deux autres taux de distribution on constate que la politique de dividende de Peugeot SA est certes sensiblement plus élevée que celle de Renault ou VW, mais reste en revanche proche (et plutôt dans la fourchette basse) par rapport à Ford, Toyota, BMW et Fiat.

Quand on compare PSA à BMW, on constate que l'augmentation continue du résultat de la firme allemande entre 2000 et 2007 (que l'on peut comparer à la période 1997-2002 pour PSA) ne s'est pas traduite comme dans le cas de Peugeot par une augmentation constante du taux de distribution, ce dernier est resté stable, il faut néanmoins souligner que les bons résultats 2010, 2011 et 2012 de BMW entraînent une hausse du taux de distribution significative comme pour rattraper la baisse du dividende en 2008 et 2009, mouvement finalement très comparable à celui observé chez Peugeot après la décennie 1990. On peut voir des similitudes dans la politique de PSA, BMW et Fiat, à savoir une certaine stabilité du montant absolu des dividendes versés comme pour marquer une vision de long terme de la famille actionnaire mais aussi une certaine position de rente parfois dé-corrélée des résultats du groupe : période 2004 – 2007 pour PSA, période 2007 – 2010 pour BMW et encore plus flagrant période 1992 – 2001 chez Fiat (fluctuation entre 100% et -44%, avec une distribution conséquente malgré des résultats faibles ou négatifs). Ainsi une première conclusion émerge de ces comparaisons, la famille Peugeot est responsable dans sa demande de dividende et d'ailleurs moins rentière que la famille Agnelli (fluctuation du taux de distribution bien plus faible chez Peugeot, suspension bien plus systématique du dividende en cas de résultat négatif). La demande de stabilité du dividende est similaire à ce qui se passe chez BMW et Fiat où l'on observe également une brusque hausse du taux de distribution quand le résultat chute d'un coup. Enfin on observe également chez Fiat et BMW (flagrant pour ces derniers en 2010-2012) le phénomène de rattrapage après des exercices moins généreux avec un taux de distribution supérieur à la période précédente. Les Peugeot ont donc un comportement similaire à celui des autres familles, bien plus proche d'ailleurs de la prudence des Quandt que des Agnelli.

En regardant Renault et Volkswagen on constate également une viscosité du dividende, on voit le taux de distribution fluctuer avec le résultat net : 1993-2004 pour Volkswagen et 1999-2007 pour Renault. Cependant cette viscosité semble également exister à la hausse, une augmentation du résultat net n'entraîne pas une augmentation du taux de distribution (très flagrant pour Volkswagen en 2010-2012), de même l'effet de rattrapage est moins important (Renault applique un taux de distribution plus faible en 2010 – 2012 que lors de la période précédente malgré la suspension de dividende lors des deux exercices déficitaires de 2008-2009).

Pour ce qui est de Ford, on constate dans un premier temps une politique de dividende très comparable à celle de Fiat : très importante fluctuation du taux de distribution, distribution de dividendes à plusieurs reprises lors d'exercices déficitaires. Cependant on voit une coupe drastique de ce dernier depuis la crise de 2008 qui ne doit pas être indépendante de l'impact psychologique sur le secteur de la faillite du géant GM. Du côté de Toyota on distingue un mouvement bien plus similaire à celui de BMW avec un taux de distribution stable jusqu'à 2007 couplé néanmoins à une volonté de maintenir le dividende malgré la baisse du résultat net en 2008-2011.

Avant de tirer une conclusion comparative entre Peugeot SA et ses concurrents, on note que les profils observés sont typiques d'une industrie cyclique qu'est l'automobile. Les bénéfices sont variables du fait des cycles du marché automobile et on conçoit donc que les entreprises, dans un souci de cohérence tentent de préserver un certain niveau de dividende à distribuer aux actionnaires (d'où l'intérêt de regarder en agrégé sur plusieurs cycles). On constate cependant que certaines gardent une marge de manœuvre plus large que d'autres et c'est d'ailleurs le cas de Peugeot SA avec un taux de distribution une seule fois négatif et une seule fois au-dessus de 100%) tout comme Renault, Volkswagen, BMW et Toyota (c'est moins le cas pour Ford ou Fiat). Avec une telle industrie et de par sa cyclicité on s'attendrait à voir alterner des phases de stabilité et des phases de croissance dans la distribution. Si c'est très visible pour Renault, BMW et Toyota, quand on observe PSA il semble d'avantage que ce soit une croissance continue du taux de distribution à laquelle on assiste sur toute la période, croissance qui subit simplement des coûts d'arrêts lorsque le dividende est suspendu pour cause de résultat déficitaire. Ainsi la politique de dividende de Peugeot SA semble relativement suivre celle d'une entreprise évoluant sur un marché cyclique (cohérente, stable et orientée sur le long terme), elle se montre simplement de plus en plus généreuse à mesure que les années avancent alors que l'on attendrait des phases de stabilité du taux de distribution (typiquement celles qu'on observe chez Toyota ou BMW).

Pour rebondir sur le premier commentaire de la politique de dividende de Peugeot SA, Cette comparaison montre que, bien loin des critiques qu'on a pu lui faire, la famille Peugeot est un actionnaire responsable qui a en moyenne touché autant, voir moins, que les actionnaires d'autres groupes automobiles en % du résultat net (à l'exception de Renault et Volkswagen) et qui sait mettre entre parenthèse sa rente en cas d'exercice difficile du groupe. A sa charge peut être, avoir touché trop de dividendes quand Peugeot allait bien (période 1998-2002) avec un dividende qui augmentait plus vite que le résultat net. Quant au maintien du dividende et le fait qu'il ne suive pas exactement les profits de

l'entreprise, cela semble commun à tous les groupes, le DPA est par essence moins volatile que le BPA, et il se trouve, à la vue des fluctuations comparées du taux de distribution des différents groupes, que les Peugeot sont loin d'être les plus inflexibles sur la baisse de leur dividende.

Etude comparée du rachat d'actions de 1999 à 2012

On a comparé les rachats nets d'actions réalisés par Peugeot SA et les sept entreprises comparables que nous avons mentionnées précédemment. Le but est de voir si dans sa politique Peugeot SA a réellement différencié des autres constructeurs, ce qui montrerait en quoi cette politique favorable à la famille (lui permettant de regagner son contrôle sans investir d'argent frais) aurait pu détourner Peugeot SA, à un moment où il en avait les moyens, de programmes de développement ambitieux hors d'Europe lui permettant de mieux affronter aujourd'hui la crise du marché européen.

Nous présentons donc dans le tableau en *annexe 7.8* les montants de rachat d'actions (net de la revente et d'éventuelles augmentations de capital) pour chacun des acteurs automobiles, nous y ajoutons les flux de trésorerie d'exploitation et les flux d'investissements (ces derniers comprennent les acquisitions et cessions de sociétés consolidées et de sociétés mises en équivalence, dans la mesure du possible on a tenté d'exclure les flux provenant des opérations purement financières de la banque de chacun des groupes). On obtient alors les chiffres suivant en agrégé.

Tableau 18. Flux de trésorerie d'exploitation, investissements et rachats net d'actions de Peugeot SA, Fiat, BMW, Renault, Volkswagen, Ford et Toyota, 1999 – 2008

1999-2008	Peugeot (€mrd)	Fiat (€mrd)	BMW (€mrd)	Renault (€mrd)	VW (€mrd)	Ford (\$mrd)	Toyota (¥mrd)
Flux de trésorerie d'exploitation	33,4	23,0	78,9	33,4	104,5	137,7	18 514,8
Investissements (1)	31,7	33,9	32,7	37,0	83,1	69,4	23 476,9
% du CA	6,1%	6,4%	8,0%	9,8%	8,9%	4,2%	12,7%
Rachat net d'actions (2)	2,7	-4,7	0,7	-2,2	1,3	1,8	2 475,7
Dividendes (3)	2,5	1,7	3,6	4,1	5,1	8,1	2 226,6
(2) / (1)	8,4%	-13,9%	2,0%	-5,9%	1,5%	2,6%	10,5%
(2)+(3) / (1)	16,5%	-8,8%	13,0%	5,3%	7,6%	14,2%	20,0%

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA, Fiat Spa, BMW AG, Renault SA, Volkswagen AG, Ford Motor Co, Toyota Motor Corp années 2001 – 2013

Note : Au 17 avril 2014 le taux de change s'établissait à USD/EUR = 1,38. Au 17 avril 2014 le taux de change s'établissait à JPY/EUR = 141,5 et JPY/USD = 102,4.

Deux groupes se distinguent :

- Celui de Fiat et Renault qui ont un solde négatif, les actionnaires ont donc investi d'avantage que ces deux entreprises n'ont racheté d'actions. Pour Renault cela vient de l'alliance avec Nissan qui a notamment donné lieu à une augmentation de capital réservée à Nissan. C'est le résultat d'une politique d'investissement ambitieuse menée dans le but de diversifier les débouchés de la marque
- Les autres groupes ont un solde positifs, on retrouve le €2,7mrd de Peugeot SA déjà largement étudié au 4.2.2., il est intéressant de le comparer au montant d'un Volkswagen et de le mettre en face du montant des investissements sur la période : Volkswagen rachète pour 2 fois moins et réinvestit 2,5 fois plus, de même BMW rachète pour plus de 3 fois moins et investit autant, seul Toyota a rendu plus comparativement à ses investissements.

Sur la période Peugeot SA investit un peu moins que son flux de trésorerie d'exploitation et donne le reste aux actionnaires, à la différence par exemple d'un Renault (même montant agrégé de flux d'exploitation) qui fait preuve d'une politique d'investissements ambitieuse qui suppose une ouverture de son capital. De même si on se concentre sur la période 1999 – 2003 (à l'aide du tableau en *annexe 7.8.*). On constate que Volkswagen investit €43mrd pour un flux de trésorerie d'exploitation de « seulement » €41mrd sur la période et un montant de rachat net d'actions de €2,1mrd, face à cela Peugeot SA investit €14,7mrd pour un flux de trésorerie d'exploitation de €17,0mrd et un rachat d'actions de €2,1mrd. La différence est ici flagrante Peugeot génère 2,5 fois moins de cash mais rachète pour le même montant d'actions, son montant d'investissement est conservateurs (inférieur au FTE) alors que au même moment Volkswagen investit avec une ambition affirmée (>1,0x son FTE). Il convient également de comparer comment ces différentes entreprises investissent comparativement à leur taille, ce que l'on constate au niveau des tableaux de flux se retrouve également au niveau du ratio, investissements / CA. PSA investit 2 ppt de moins par rapport à son CA que ces deux principaux concurrents et se trouve au même niveau que Fiat.

Ainsi il est ici significatif de remarquer que les chiffres présentés ici vont dans le sens des critiques faites à la famille Peugeot sur sa gestion à l'époque. En ne se basant que sur les chiffres on constate qu'il y a eu une reprise de contrôle en utilisant le cash généré par l'entreprises plutôt qu'un développement plus poussé du groupe à l'image de Renault ou Volkswagen. On peut y trouver deux explications : est-ce que PSA n'a pas trouvé d'avantage d'opportunités et à donc rendu le surplus s'accumulant à la famille ou est-ce que

c'est cette envie de servir les intérêts de contrôle de la famille qui l'a fait négliger (ou du moins trop vite rejeter) la recherche d'investissements plus ambitieux ? On pencherait d'avantage pour la deuxième hypothèse se souvenant par exemple que PSA à durant cette période refusé de développer le concept de monospace qui leur était proposé par Matra... Renault ne s'y est pas trompé.

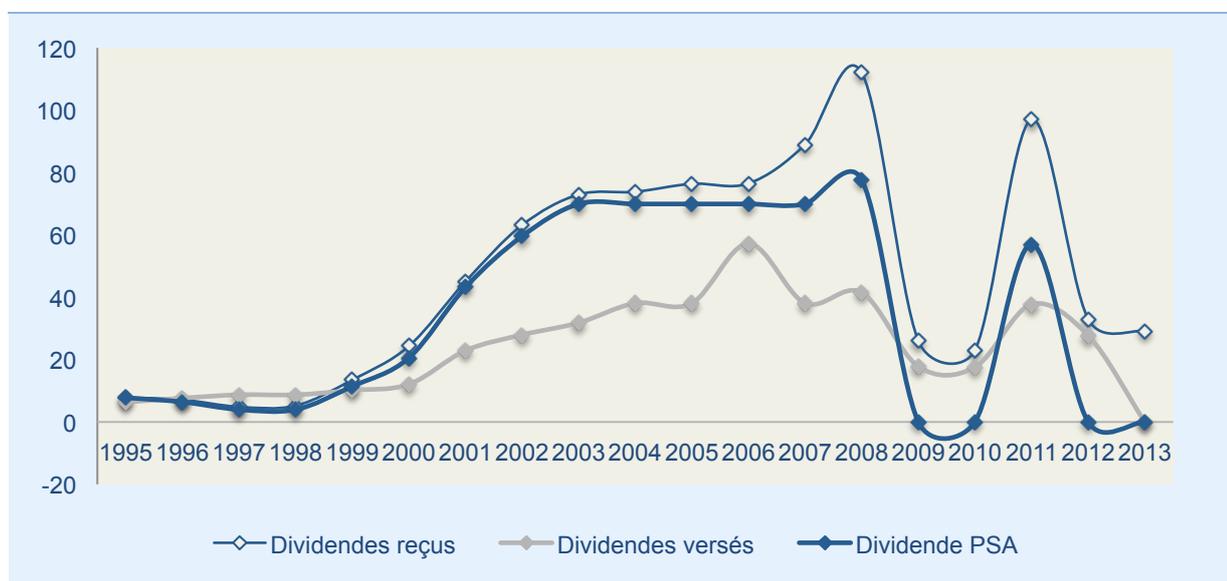
5. Bilan

Cette partie va faire la synthèse des observations menées précédemment. Elle présente la rentabilité des investissements menés par la famille et comment la fortune de la famille a évolué. Pour ce faire on relevé dans les rapports annuels de Peugeot SA et de FFP le nombre d'actions de PSA détenus par les différentes holding de participation de la famille ainsi que leur part de FFP.

5.1. Montants touchés et réinvestis par les Peugeot

On commence par se focaliser sur ce que les Peugeot ont touché en cash de leurs investissements. Dans un premier temps on constate, quand on ne s'intéresse qu'à FFP, que l'on a la figure suivante :

Figure 22. Dividendes touchés et versés par FFP, 1995 – 2013 (€m)



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 1995 à 2013

La stratégie de diversification et d'investissements continue se met en place très vite. Ainsi, dès 1999 le dividende versé par FFP à ses actionnaires sera toujours inférieur à celui qu'elle reçoit de ses participations diverses. De plus on constate également que le dividende reçu de PSA seulement est toujours supérieur au dividende versé à partir de 1999. On peut en conclure que la politique de distribution adoptée par la famille se fait ainsi : une partie du dividende de PSA sert payer la totalité des dividendes des actionnaires, après cela le reste ainsi que tous les dividendes provenant d'autres participation est conservé au sein de FFP pour être réinvesti. Par ailleurs les plus-values n'ont pas été montrées sur ce graphique mais elles sont également réinvesties à 100% dans les activités de FFP. Par ailleurs on sait que FFP a réinvesti €21m en 2011 dans PSA et €116m - €55m = €61m dans PSA en 2012, soit au total €82m. On constate que le dividende

provenant de PSA non distribué qui a été accumulé sur cette période 1995 – 2012 a été de €191m. Ce réinvestissement est donc totalement financé par ce stock. Alors, sur l'ensemble des dividendes versé par PSA sur la période €109m ont été consacrés (ou laissés disponibles) pour des investissements de FFP dans d'autres actifs. C'est là qu'on constate une fois de plus ce point central de la politique patrimoniale qui a réorienté le cash provenant de Peugeot SA vers d'autres investissements.

Cela nous amène donc à considérer le montant total touché en cash chaque année par les Peugeot. On prend en compte : le dividende versé par Peugeot et celui versé par FFP, par ailleurs on s'intéresse également au montant touchés et réinvestis quand il y a eu rachat ou vente d'actions Peugeot par la famille. On se place alors au niveau de la holding EPF, qui, comme montré dans les figures 1 à 3 reçoit l'argent des participations dans Peugeot et dans FFP. On considère qu'il y a transparence entre les montants touchés par LFPF et EPF (donc que LFPF verse tous les dividendes qu'elle touche à EPF avant sa dissolution et son intégration à EPF en 2010, de même pour Comtoise de Participations dont la taille est très peu significative comparée aux autres holding).

Pour faire cette analyse on utilise la méthodologie suivante :

Pour Peugeot SA

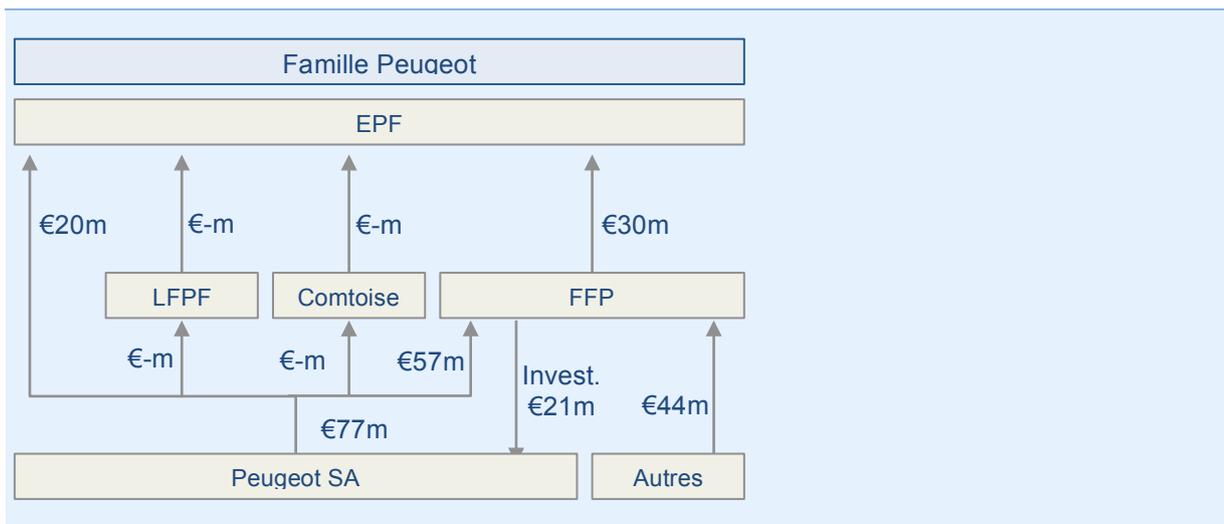
- On observe tout d'abord, à l'aide du tableau de l'*annexe 7.4.*, que le nombre d'actions de PSA et de FFP détenues par EPF n'évolue pas entre 2000 et 2013 (on n'a pas le détail des participations détenues par holding précédemment). En revanche LFPF augmente sa part dans Peugeot SA de 2 358 920 actions pendant l'année 2003. L'augmentation en 2012 du nombre d'actions détenues par EPF provient de l'augmentation de capital menée à l'occasion de l'entrée de General Motors au capital, comme cela a été vu en partie 4.2.3. cette opération fut neutre pour EPF, on ne considère pas un réinvestissement.
- Entre 1999 et 1995 il n'est pas fait mention d'un changement majeur dans le capital de PSA et la détention en agrégé de la famille reste constante, on retiendra donc le nombre d'actions trouvé pour 2000 comme celui de 1995 à 1999
- On relève enfin le DPA pour chaque année tel qu'il est déclaré par PSA dans son rapport annuel et on obtient le dividende touché par EPF et LFPF, on signale que celui touché par Cogevam va directement dans FFP qui la détient à 99,9%

Pour FFP

- On connaît le montant de dividendes versé chaque année par FFP à ses actionnaires et on connaît le taux de détention de FFP ce qui nous donne directement le montant touché par EPF de la part de FFP.
- Les réinvestissements faits par FFP dans PSA ne concernent pas EPF puisque la holding s'auto finance.

La figure suivante illustre et récapitule la méthode de calcul pour l'année 2011.

Figure 23. Dividendes touchés par la famille Peugeot en 2011



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 2010 et 2011

On obtient donc pour la période étudiée, le tableau suivant :

Tableau 19. Dividendes touchés par la famille Peugeot, 1995 – 2013

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
DPA PSA (€)	0,15	0,13	0,08	0,08	0,25	0,45
# Actions EPF	6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760
Dividende touché (€m)	1	1	1	1	2	3
DPA PSA (€)	0,15	0,13	0,08	0,08	0,25	0,45
# Actions LFPF	9 797 880	9 797 880	9 797 880	9 797 880	9 797 880	9 797 880
Dividende touché (€m)	-	-	1	1	2	4
DPA PSA (€)	0,15	0,13	0,08	0,08	0,25	0,45
# Actions Autres	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
Dividende touché (€m)	0	0	0	0	0	0
DPA FFP (€)	0,25	0,31	0,35	0,35	0,40	0,48
# Actions EPF	19 758 420	20 250 176	20 250 176	20 250 176	20 250 176	20 250 176
Dividende touché (€m)	5	6	7	7	8	10
Total dividende touché (€m)	6	7	8	8	12	17

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
0,83	1,15	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,50
6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760
6	8	9	9	9	9	9	10
0,83	1,15	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,50
9 797 880	9 797 880	12 156 600	12 156 000	12 156 000	12 156 000	12 156 000	12 156 000
8	11	15	16	16	16	16	18
0,83	1,15	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,50
36 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
0	0	0	0	0	0	0	0
0,90	1,10	1,25	1,50	1,50	2,25	1,50	1,65
20 250 176	20 250 176	19 742 016	19 742 016	19 742 016	19 742 016	19 757 454	19 932 454
18	22	25	30	30	44	30	33
32	42	49	55	55	70	55	61

2009	2010	2011	2012	2013
-	-	1,10	-	-
6 923 760	19 115 760	19 115 760	22 312 608	22 312 608
-	-	21	-	-
-	-	1,10	-	-
12 156 000	-	-	-	-
-	-	-	-	-
-	-	1,10	-	-
36 000	-	-	-	-
-	-	-	-	-
0,70	0,70	1,50	1,10	-
19 932 454	19 932 454	19 932 454	19 932 454	19 932 454
14	14	30	22	-
14	14	51	22	-

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 2010 et 2011

Note : les actions de PSA ont été divisées en 6 en 2001 et les actions de FFP ont été divisés en 2 en 2007, les nombre présentés comprennent ce changement (pour pouvoir comparer d'une année sur l'autre).

En tout les Peugeot auront donc touché sur la période étudiée, €581m en dividendes. C'est un montant qu'il conviendra d'inclure dans la section suivante quand on étudiera l'évolution de leur fortune. Ce que l'on remarque est que ce montant doit être mis en face du montant versé un niveau plus bas c'est à dire au niveau de FFP. Pour voir quelle part de la valeur créée par les entreprises est redistribuée directement aux Peugeot. On pourra considérer que le montant de RN qui reste dans FFP et dans Peugeot SA est un indicateur de la masse d'investissements faits par la famille entre 1995 et 2013.

On utilise alors le résultat net consolidé de PSA et le résultat net consolidé de FFP et on considère que le pourcentage de détention des différentes holdings est la part de ce résultat qui leur revient. Cela permet alors d'établir le tableau suivant.

Tableau 20. Résultat net revenant à la famille Peugeot, 1995 – 2013 (€m)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
RN PSA part du groupe	260	113	-422	484	729	1 312
% EPF	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%
% LFPF	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,6%	3,5%
% Autre	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RN FFP part du groupe	48	26	-64	93	163	243
dont PSA	45	19	-73	83	138	244
% EPF	79,3%	79,7%	79,7%	79,7%	79,7%	79,7%
RN EPF hors FFP	6	3	-10	11	19	33
RN LFPF	8	4	-14	16	26	46
RN Autres	0	0	-0	0	0	0
RN EPF de FFP	38	21	-51	74	130	194
RN EPF total	52	27	-75	101	175	273
Dont PSA	50	22	-81	93	155	274
% PSA	95,3%	80,4%	108,7%	92,7%	88,7%	100,2%

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1 691	1 690	1 497	1 646	1 029	183	885	-343
2,7%	2,7%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
3,8%	3,8%	5,0%	5,0%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
305	337	342	359	348	64	231	-162
338	338	319	351	227	39	196	-76
79,7%	79,7%	77,7%	77,7%	77,7%	77,7%	77,8%	78,4%
45	45	43	47	30	5	26	-10
64	64	75	82	53	9	46	-18
0	0	0	0	0	0	0	-0
243	269	266	279	270	49	179	-127
353	378	384	409	354	64	252	-155
379	378	365	402	261	45	225	-88
107,4%	100,1%	95,3%	98,4%	73,6%	70,1%	89,3%	56,6%

2009	2010	2011	2012	2013
-1 161	1 134	588	-5 010	-2 317
3,0%	8,2%	8,2%	6,3%	6,3%
5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-263	258	181	-900	-1 066
-256	253	136	-951	-440
79,2%	79,2%	79,2%	79,2%	79,2%
-34	93	48	-315	-146
-60	-	-	-	-
-0	-	-	-	-
-209	205	144	-713	-845
-303	297	192	-1 029	-990
-297	293	156	-1 069	-494
98,0%	98,6%	81,1%	103,9%	49,9%

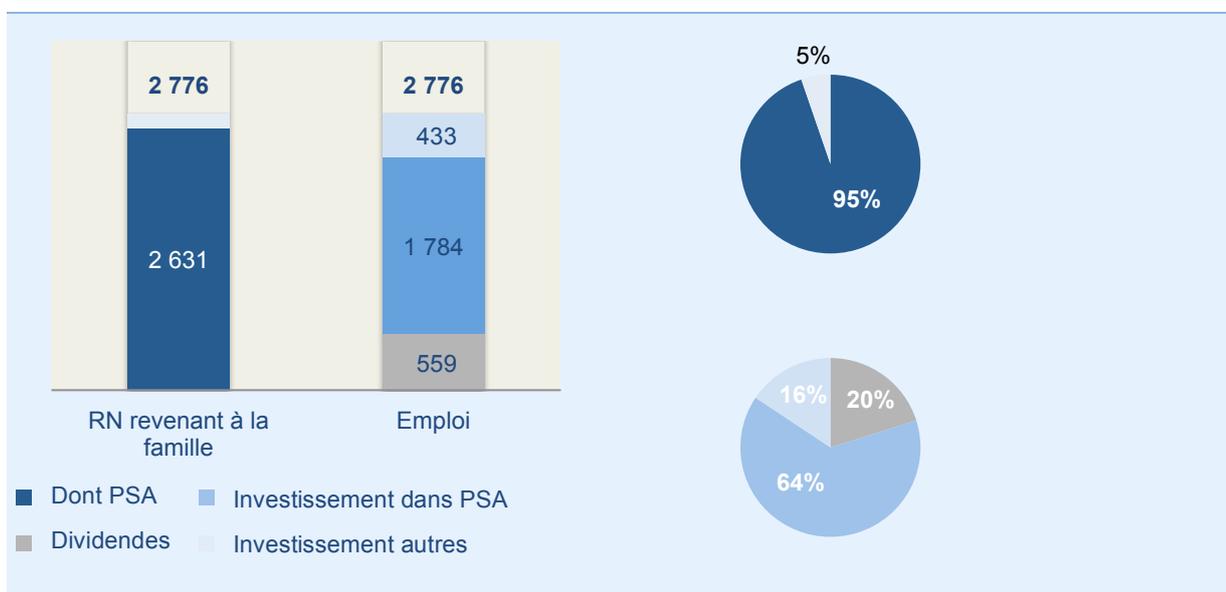
Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 2010 et 2011

Au total, excluant les résultats 2012 et 2013 on constate que la valeur créée revenant à la famille est de €2,8mrd dont €2,6mrd proviennent de PSA. Sur ces €2,8mrd, €0,6mrd ont été remontés en dividende jusqu'à EPF. On constate donc que plus des $\frac{3}{4}$ des résultats générés entre 1995 et 2010 ont été maintenus dans les entreprises et consacrés au réinvestissement. On fait ainsi une conclusion en ligne avec celle de la section 3. Le résultat qui remonte de PSA est consacré avant tout à diversifier les investissements et ce à l'intérieur de FFP. Il est alors intéressant de se demander comment ces €2,2mrd se répartissent entre Peugeot SA et les autres investissements. On procède ainsi :

- On a généré €2,8mrd de RN dont €2,6mrd proviennent de Peugeot SA.
- EPF a touché directement et via LFPF et Comtoise, €0,2mrd de dividendes de Peugeot SA, FFP a touché €0,6 (montants relevés dans les rapports annuels de FFP 1995 - 2010)
- FFP a sur la période réinvesti €21m dans PSA
- On a donc laissé à PSA €2,6mrd - €0,2mrd - €0,6mrd + €0,0mrd = €1,8mrd. On peut donc dire que les Peugeot ont consacré, sur les €2,8mrd générés, €1,8mrd à PSA
- Par ailleurs FFP a versé sur la période €0,3mrd de dividendes donc €2,8mrd - €0,2mrd - €1,8mrd - €0,3mrd = €0,4mrd aux autres investissements

La figure suivante permet alors de représenter ce qu'on vient de montrer :

Figure 24. Utilisation du résultat net, 1995 - 2010



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 1995 et 2013

En global, le transfert d'une partie de l'argent généré par PSA vers les nouvelles participations s'observe en comparant les différents graphique : représentant 95% de la valeur créée, seul 64% de cette dernière lui est re-consacrée, PSA capte $\frac{3}{4}$ du résultat net réinvesti.

5.2. Evolution de la fortune des Peugeot

5.1.1.Méthodologie

On va limiter notre étude à ce qui est connu et déclaré dans les différents documents que nous avons eu à notre disposition. On restreint donc le patrimoine des Peugeot à leur participation dans le groupe automobile et l'actif net réévalué de FFP. En d'autres termes on valorise EPF en supposant que ses seuls actifs sont FFP et sa participation dans Peugeot SA. Si il est probable que l'on oublie certains actifs de la famille, on peut tout de même croire que l'on a bien pris en compte la très large partie du capital de la famille, en effet la diversification se fait par FFP et il n'est nullement fait mention dans les articles de presses lus avant de démarrer l'étude d'une participation significative détenue par les Peugeot via un autre véhicule d'investissement. On réintègrera également le stock de dividendes touchés par la famille depuis 1995. On supposera que toute la masse de dividendes précédemment obtenue aura servi à réinvestir dans l'entreprise automobile ou à constituer les actifs immobiliers maintenant détenus par FFP.

Pour la période on la coupe en deux parties :

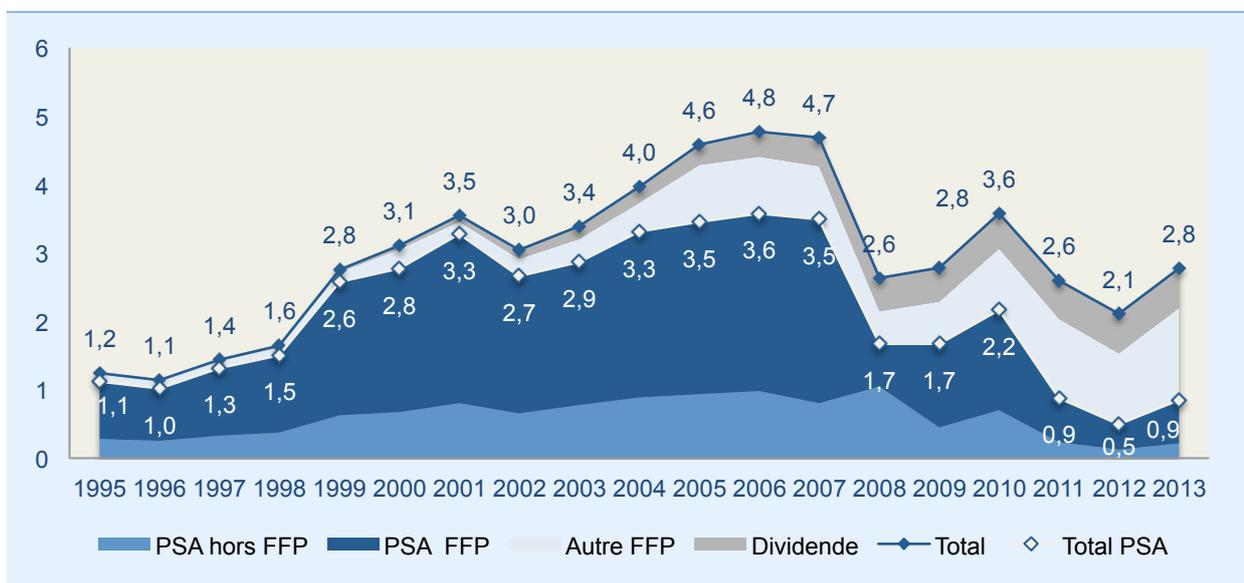
- 2006 – 2013 : on a une valorisation précise des participations détenues fournie par FFP, et on valorise les actions de Peugeot SA détenues en plus par les autres véhicules de contrôle au prix de la fin de l'année
- 1995 – 2005 :
 - o Peugeot SA est évalué à sa valeur de marché chaque année suivant la méthode suivante : on prend le nombre d'actions détenues par les différentes holding et on les multiplie par le prix de l'action à la fin de l'année (c'est la méthode employée par FFP pour valoriser ses participations cotées)
 - o On évalue les biens immobiliers en utilisant l'évolution des prix de l'immobilier en Ile-de -France
 - o Berger-Levrault sera évalué au coût d'achat et la plus-value réalisée sera répartie également sur chacune des années, on ne retraitera pas le dividende versé qui est compris dans le cash de FFP
 - o On procède de même pour la valorisation de Société du Louvre – Groupe Taittinger
 - o Linedata, Lisi (et donc CID) sont valorisé à leur prix de marché
 - o Le montant investit dans les fonds sera valorisé au prix de revient
 - o On n'oublie pas le stock de dividendes touchés au cours de la période

Par ailleurs on distingue la valeur de PSA de celle des autres actifs, pour ce faire et aussi pour éviter de compter les participations croisées deux fois (notamment parce que ce fut le cas jusqu'en 2010 avant la suppression de LFPF), on calcule la valeur de la part de PSA détenue par toutes les holding de la famille (grâce au pourcentage d'intérêts déclarés chaque année dans le rapport annuel de PSA) et on soustrait le montant détenu par FFP + Cogevam (détenue à 99,9% par cette dernière) pour obtenir le montant détenu hors FFP (i.e. par EPF en direct et LFPF).

5.1.2.Évolution de la valeur du patrimoine

On obtient alors le graphique suivant

Figure 25. Valorisation de la fortune des Peugeot, 1995 – 2013, (€mrd)



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 1995 et 2013, INSEE pour l'évolution des prix de l'immobilier, Yahoo ! Finance pour les prix des actions

Note : les calculs sont expliqués dans la méthodologie.

Un point sur cette stratification : elle peut se distinguer entre une composante actif (PSA hors FFP, PSA FFP et autre FFP) et une composante cash (le dividende touché par la famille qui s'accumule). Pour ce qui est du dividende, il s'agit de cash sortant de FFP ou de PSA et qui ne sera jamais réinvesti (en effet tout réinvestissement est fait par FFP) dans ces deux actifs on considère donc qu'il s'accumule au niveau de la famille (c'est pour cela qu'on le prend en cumulé), ce dont on est certain c'est qu'il n'est pas déjà compté dans une des autres strates.

A ce stade du mémoire il n'est plus pour nous question de beaucoup commenter, les chiffres présentés ci dessus sont un récapitulatif de l'ensemble du propos que nous avons tenu. La conclusion finale rappellera les grandes décisions et la stratégie qui ont

accompagné, favorisé ou freiné cette évolution. On présente en *annexe 7.9*. le tableau détaillé de cette évolution.

5.3. Retour sur investissement

Dans cette dernière section on va raisonner à la manière d'un fonds, cela permettra de clore l'étude en comparant la rentabilité des investissements menés par la famille. Cette méthode a été volontairement choisie pour avoir un point de vue investisseur qui change un peu du classique dividend yield, déjà commenté et sur lequel nous ne pensons pas apporter quelque chose de vraiment nouveau. Cette approche que nous n'avons pas rencontrée en faisant le tour de ce qui a été dit et écrit sur Peugeot SA et FFP, va nous permettre de voir ce que le patrimoine de la famille Peugeot lui a vraiment rapporté. On montrera également que ces chiffres prouvent que les Peugeot sont restés attachés au groupe automobile et ce malgré des considérations financières qui ne l'y aurait, selon toute théorie classique, pas encouragée.

5.3.1. Peugeot SA

On commence par l'actif historique et pour se faire on procède de la sorte :

Méthode 1 – Un simple exercice théorique

- Investissement initial : on se place en 2000 et on considère que le prix de revient de la position déclaré par FFP dans son rapport annuel correspond à l'investissement initial des Peugeot. Il est de €172m pour les 52m d'actions détenues par FFP. Ce qui valorise le prix de revient de la position à €3,3 par action. On sait alors que les Peugeot détiennent au total 69m d'actions, ce qui donne un coût de revient de leur position de €227m
- On relève l'ensemble des investissements et cessions faites au cours de la période étudiée (on se souvient notamment que l'opération d'augmentation de capital fut neutre pour EPF)
- On relève les dividendes reçus
- On note le prix de cession potentiel chaque année (au prix de marché à la de l'année)

On obtient donc le tableau suivant qui présente nos différentes étapes de calculs:

Tableau 21. Calcul du retour sur investissement de l'actif PSA (méthode 1)

31 dec. (€m)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Invest. initial														
# Actions (m)	69													
Prix de revient	3,3													
Montant	227													
FFP														
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-58	-	-21	-116	-
Cessions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22	36	55	-
Dividendes	43	60	70	70	70	70	70	70	78	-	-	57	-	-
Autres holdings														
Reinvest.	-	-	-95	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cessions	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendes	14	19	24	26	26	26	26	26	29	-	-	21	-	-
Total														
Invest. initial	227													
Réinvest	-	-	-95	-	-	-	-	-	-	-58	-	-21	-116	-
Cessions	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	22	36	55	-
Dividendes	57	79	94	96	96	96	96	96	106	-	-	78	-	-
Valeur position	2 768	3 273	2 664	2 865	3 311	3 453	3 577	3 562	1 729	1 676	2 171	880	495	

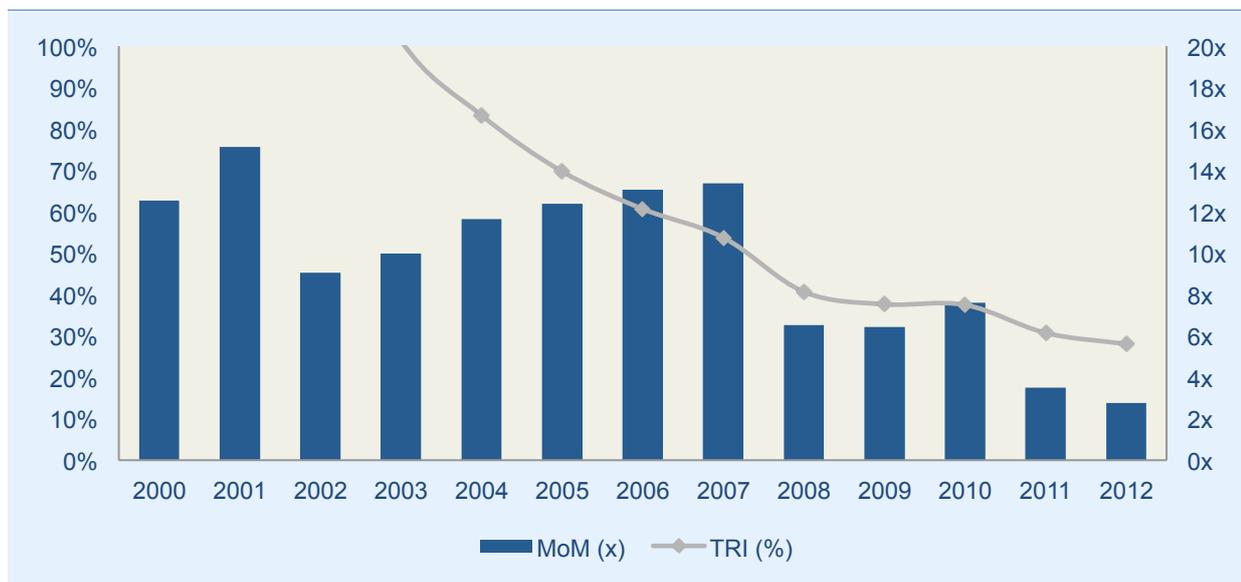
Flux Nets (€m)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	IRR
31/12/2001	-227	2 826	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1143%
31/12/2002	-227	57	3 352	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	297%
31/12/2003	-227	57	79	2 663	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	141%
31/12/2004	-227	57	79	-1	2 960	-	-	-	-	-	-	-	-	-	101%
31/12/2005	-227	57	79	-1	96	3 407	-	-	-	-	-	-	-	-	83%
31/12/2006	-227	57	79	-1	96	96	3 549	-	-	-	-	-	-	-	70%
31/12/2007	-227	57	79	-1	96	96	96	3 673	-	-	-	-	-	-	61%
31/12/2008	-227	57	79	-1	96	96	96	96	3 669	-	-	-	-	-	54%
31/12/2009	-227	57	79	-1	96	96	96	96	106	1 672	-	-	-	-	41%
31/12/2010	-227	57	79	-1	96	96	96	96	106	-58	1 699	-	-	-	38%
31/12/2011	-227	57	79	-1	96	96	96	96	106	-58	22	2 263	-	-	38%
31/12/2012	-227	57	79	-1	96	96	96	96	106	-58	22	92	818	-	31%
31/12/2013	-227	57	79	-1	96	96	96	96	106	-58	22	92	-61	495	28%

Somme Flux (€m)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	IRR
31/12/2001	-	-227	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,6x
31/12/2001	+	2 854	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31/12/2002	-	-	-227	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,1x
31/12/2002	+	-	3 437	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31/12/2003	-	-	-	-323	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,1x
31/12/2003	+	-	-	2 922	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31/12/2004	-	-	-	-	-323	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,0x
31/12/2004	+	-	-	-	3 219	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31/12/2005	-	-	-	-	-	-323	-	-	-	-	-	-	-	-	11,7x
31/12/2005	+	-	-	-	-	3 761	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31/12/2006	-	-	-	-	-	-	-323	-	-	-	-	-	-	-	12,4x
31/12/2006	+	-	-	-	-	-	3 999	-	-	-	-	-	-	-	-
31/12/2007	-	-	-	-	-	-	-	-323	-	-	-	-	-	-	13,1x
31/12/2007	+	-	-	-	-	-	-	4 218	-	-	-	-	-	-	-
31/12/2008	-	-	-	-	-	-	-	-	-323	-	-	-	-	-	13,4x
31/12/2008	+	-	-	-	-	-	-	-	4 310	-	-	-	-	-	-
31/12/2009	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-380	-	-	-	-	6,5x
31/12/2009	+	-	-	-	-	-	-	-	-	2 477	-	-	-	-	-
31/12/2010	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-380	-	-	-	6,4x
31/12/2010	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2 446	-	-	-	-
31/12/2011	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-401	-	-	7,6x
31/12/2011	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3 054	-	-	-
31/12/2012	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-517	-	3,5x
31/12/2012	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 817	-	-
31/12/2013	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-517	2,8x
31/12/2013	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 433	-

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 2000 à 2013

D'où le graphique récapitulatif suivant

Figure 26. Évolution du multiple d'investissement et du TRI réalisables sur l'actif Peugeot SA, 2000 – 2013 (Méthode 1)



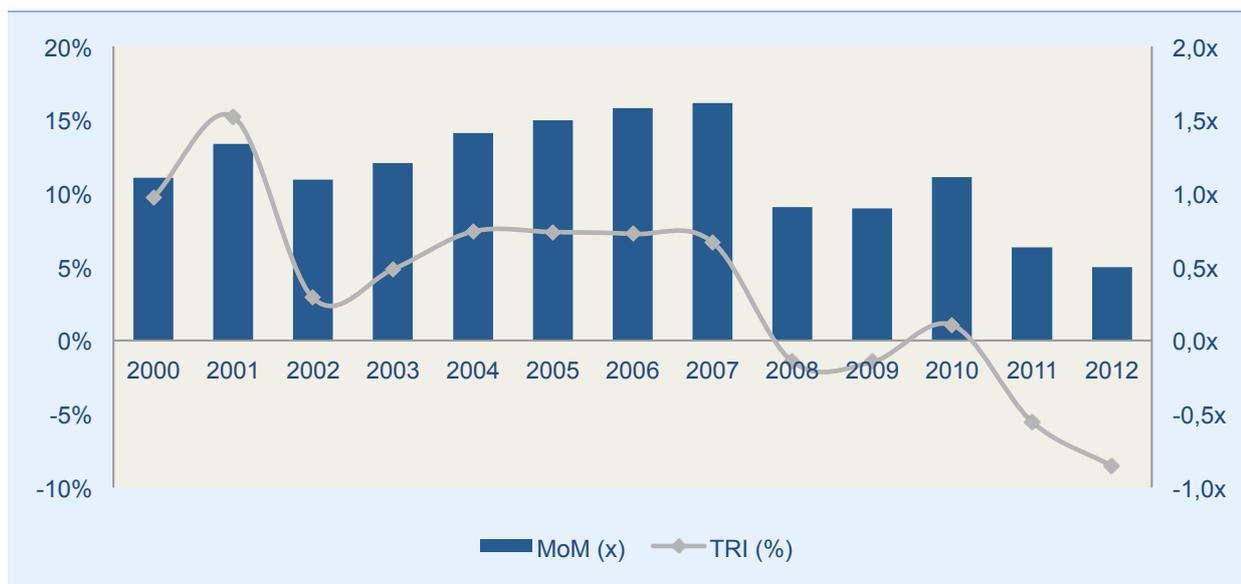
Source : Tableau 21

Le TRI réalisable est en constante baisse et se stabilise aux alentours de 25% - 30%, ce qui est notamment dû à la baisse de la valeur de l'actif Peugeot, le dividende versé chaque année ne compense pas l'effet négatif du temps. On est cependant conscient qu'utiliser la valeur comptable de la position détenue dans PSA ne convient pas : les Peugeot n'ont pas investi ce montant en 2000 mais en plusieurs fois depuis la création de PSA, la composante temps utilisé ne convient plus ou sinon il faudrait faire un calcul d'IRR sur 200 ans (en faisant rapidement cet exercice on trouve une rentabilité de moins de 0,5% au 31 décembre 2013). Cette étude a donc un intérêt très limité, néanmoins elle permet de mettre en lumière l'effet négatif du temps sur l'investissement des Peugeot, la tendance est à conserver, les chiffres sont à oublier. On se tourne donc vers une deuxième méthode.

Méthode 2 – À retenir

Afin de faire plus justement cette étude on regarde ce qu'il en aurait été pour un investisseur entrant dans PSA ce que l'on peut assimiler au coût d'opportunité de la famille qui aurait pu choisir de vendre sa position en 2000. Ainsi on remplace les €227m par la valeur de la position en décembre 2000 à savoir €2,6mrd. Les autres flux restent inchangés et on obtient donc le graphique suivant :

Figure 27. Évolution du Multiple d'investissement et du TRI réalisables sur l'actif Peugeot SA, 2000 – 2013 (Méthode 2)



Source : calculs identiques à la méthode 1, valeur de PSA en décembre 2000 selon Yahoo ! Finance

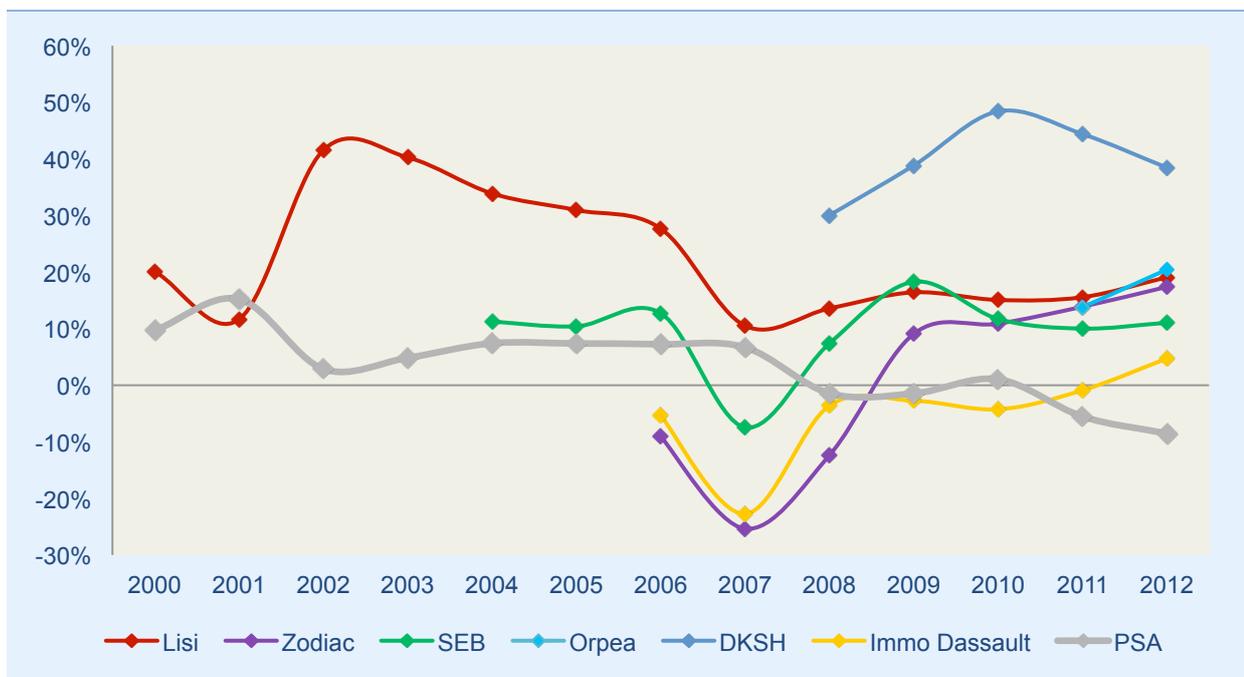
Ainsi, l'actif PSA a eu une performance faible et qui est devenue négative à partir de 2008 ce qui est naturellement en adéquation avec les observations que nous avons faites précédemment. En effet enchaînant les résultats nets négatifs il détruit les capitaux propres ce qui donne un multiple d'investissement en dessous de 1,0x et un TRI négatif. Donc, bien que le premier graphique montre une position positive pour la famille, il convient de constater que le prix de revient n'est pas réellement adapté pour se rendre compte de quel a été l'impact de PSA sur le patrimoine de la famille. Les 5% de la période 2002-2007 sont très clairement en dessous de ce qu'un investisseur requière d'un actif automobile. En prenant en compte le coût des capitaux propres on constate que même à cette période il y avait, compte tenu du risque de l'investissement, une destruction de valeur théorique pour la famille. En effet le patrimoine détenu via les parts dans Peugeot est un patrimoine constamment à risque (celui de l'entreprise). Il est donc faux, comme on a pu le lire, de taxer les Peugeot d'avoir une attitude rentière et ce même si la politique de dividende avait été plus généreuse. La famille n'est pas riche de sa détention de Peugeot, c'est bien une famille d'industriels avec un engagement très significatif de son patrimoine dans un projet, celui de l'entreprise automobile. En choisissant de laisser leur patrimoine en grande partie

immobilisé dans Peugeot, malgré ce que la théorie financière en dit, les Peugeot montrent leur attachement au groupe à son projet industriel, et à tout ce que l'entreprise familiale peut représenter pour eux (point sur lequel nous ne nous permettons pas de nous étendre). Ce graphique de TRI montre réellement que l'on ne parle pas d'un fonds d'investissement, et que le critère financier n'a pas guidé la famille dans sa gestion actionnariale de Peugeot.

5.3.2. Quelques investissements significatifs

Face à cette sous-performance financière de l'actif historique, FFP a investi dans nombre d'autres actifs. On ne pourra faire une étude exhaustive de la rentabilité de chaque actif. Cependant en procédant comme pour Peugeot SA on va pour les principales positions actuelles (dont la valeur est présentée en section 3) établir un tableau récapitulatif des TRI en partant de l'année 2000.

Figure 28. Évolution comparée du TRI réalisables, 2000 – 2013 (Méthode 2)



Source : documents de référence et rapports financiers de FFP 2000 – 2013, de calculs identiques à ceux de PSA

Malgré les difficultés de 2008 – 2009, le TRI réalisable des différents investissements présentés ci-dessus reste bien plus acceptable que celui de PSA. Mieux on assiste à partir de 2012-2013 à une convergence entre les différents actifs, ce qui semble corroborer la communication financière de FFP qui souligne sa vision long terme à la recherche d'actifs stables pouvant délivrer une performance constante d'une année sur l'autre. On observe aussi comment leur rentabilité (bien que ce soit une rentabilité réalisable) compense les difficultés de PSA.

On observe maintenant les actifs cédés pour voir quel fut le retour de FFP sur ces derniers.

Société du Louvre – Groupe Taittinger

FFP a investi dans Société du Louvre en 1997, puis dans Groupe Taittinger en 2002. L'ensemble de la participation a été cédée en 2005. On présente alors le récapitulatif de cet investissement :

Tableau 22. Investissement dans Société du Louvre et Groupe Taittinger, 1997 – 2005 (€m)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Invest. Louvre	-23	-	-	-	-2	-	-1	-	-	MoM
Invest. Taittinger	-	-	-	-	-	-32	-2	-	-	
Dividende	-	0	1	1	1	1	2	2	1	3,2x
Cession	-	-	-	-	-	-	-	-	183	IRR
Total flux	-23	0	1	1	-2	-31	-1	2	184	23,9%

Source : documents de référence et rapports financiers de FFP 1997 – 2005, de calculs identiques à ceux de PSA

FCC

La participation dans FCC a été acquise en 2004, en montant une holding dans laquelle FFP a apporté €61m et ajouté €40m de dette. Cette holding a été cédée en 2010 pour €88m et ne comptait plus que €15m de dette après remboursement de cette dernière, FFP a donc reçu €72m pour un investissement de €61m soit un multiple de 1,2x et un TRI de 2,8%.

Linedata Services

(Cédée en 2013) On procède comme pour Société du Louvre – Groupe Taittinger et on obtient :

Tableau 23. Investissement dans Linedata Services, 2004 – 2013 (€m)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Investissement	-15	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	MoM
Dividende	-	0	0	0	0	0	0	1	0	-	1,0x
Cession	-	-	-	-	-	-	-	-	15	4	IRR
Total flux	-15	-6	0	0	0	0	0	1	15	4	0,2%

Source : documents de référence et rapports financiers de FFP 2004 – 2013, de calculs identiques à ceux de PSA

Cette section nous permet de voir que les investissements réalisés par FFP délivrent en général un TRI supérieur à celui que peut donner PSA. La diversification c'est donc faite vers des investissements meilleurs. Cependant si il semble que ce soit le cas actuellement (pour ceux en portefeuilles), le résultat semble plus mitigé pour les investissements passés. Si l'investissement dans groupe Taittinger et société du Louvre semble très satisfaisant, ceux dans FCC ou dans Linedata, sont plutôt décevant à la vue des TRI et multiples. Il semble que cela soit notamment du à une date de sortie à laquelle la valeur de

l'investissement n'était pas au plus haut de par les performances mitigées des actifs concernés.

5.3.3. Retour sur investissements de FFP

Après les observations précédentes on regarde en agrégé si la meilleure santé des investissements de diversification compense, et dans quelle mesure, la faible performance de PSA.

On procède exactement comme PSA, on relève entre 2006 et 2013 le montant de l'ANR (celui en 2005 sera notre coût d'opportunité), le montant des dividendes perçus par FFP au cours de la période ainsi que les investissements et cessions. Ce qui nous donne le tableau suivant.

Tableau 24. Investissements combinés de FFP, 2005 – 2013 (€m)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Investissements ⁽¹⁾		-239	-170	-155	-69	-38	-179	-144	-21
Cessions ⁽²⁾		14	46	25	2	139	82	165	51
Dividende & autres		77	89	112	26	23	97	33	29
ANR	3 357	3 430	3 459	1 102	1 840	2 364	1 802	1 402	1 973

Flux nets (€m)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	IRR
31/12/2006	-3 357	3 281	-	-	-	-	-	-	-	-2,3%
31/12/2007	-3 357	-148	3 424	-	-	-	-	-	-	-1,2%
31/12/2008	-3 357	-148	-35	1 084	-	-	-	-	-	-33,3%
31/12/2009	-3 357	-148	-35	-18	1 799	-	-	-	-	-16,0%
31/12/2010	-3 357	-148	-35	-18	-41	2 488	-	-	-	-7,3%
31/12/2011	-3 357	-148	-35	-18	-41	124	1 802	-	-	-10,2%
31/12/2012	-3 357	-148	-35	-18	-41	124	-	1 456	-	-11,5%
31/12/2013	-3 357	-148	-35	-18	-41	124	-	54	2 032	-6,1%

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 2005 - 2013

Note : 1. Les investissements comprennent les appels des fonds.

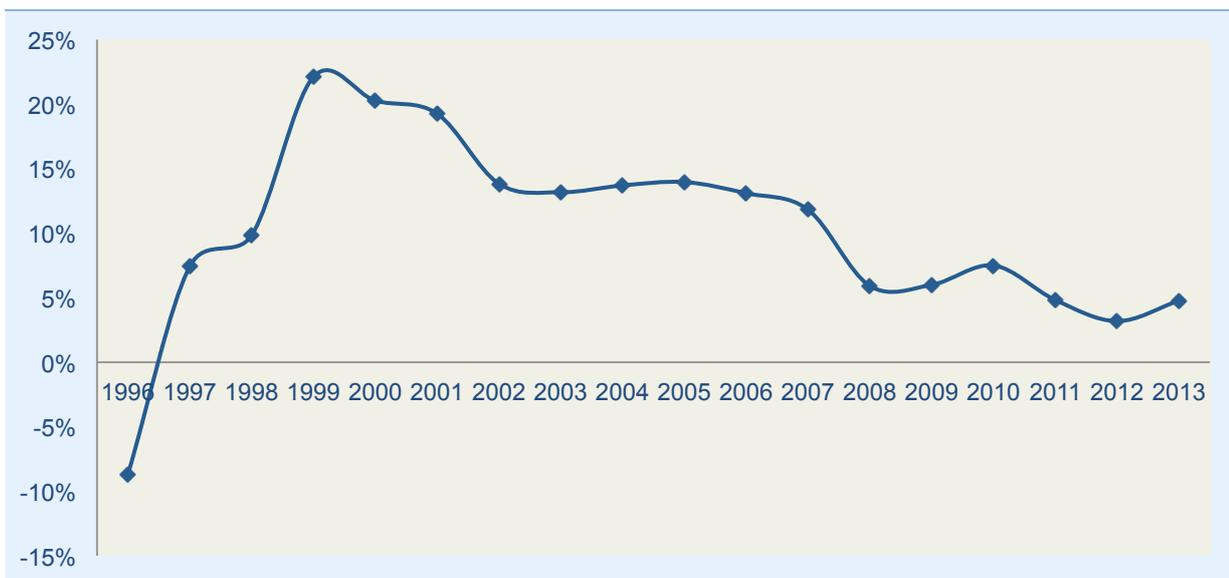
2. Les cessions comprennent les remboursements des fonds.

Nous observons un TRI négatif pour FFP, il est dû à la baisse très significative de la valeur de l'actifs net réévalué, cependant on constate que sous l'impulsion du redressement observé sur la *figure 28* ce dernier se redresse également et bien que par encore observable la compensation de la baisse de la valeur de PSA se fait sentir comme dans l'évolution de l'ANR présenté dans la partie 3.2.2. Par ailleurs, cette dernière étude est limitée, n'ayant pas de montant convenable de l'ANR avant 2006 on part d'un moment où l'actif est au plus haut, notamment de par la très forte valorisation de Peugeot SA. Ce qu'il est intéressant de regarder c'est l'inversion de tendance qui s'opère et le redressement du TRI.

5.3.4. Retour sur investissement pour la famille Peugeot

Il est maintenant temps d'observer le TRI au-dessus des holdings, celui de la famille Peugeot. On reprend le montant de la fortune déterminé en 1995 ainsi que les éventuels réinvestissements faits par la famille, à l'aide du montant de dividende calculé en 5.1, on obtient à l'aide de la même méthode le graphique suivant :

Figure 29. Évolution du TRI de la famille Peugeot



Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 2005 – 2013

Et c'est ainsi qu'on observe une baisse de du TRI réalisable sur un investissement fait en 1995. Cependant cette baisse semble ralentir et on observe même l'inversion de tendance que la diversification permet à partir de 2012-2013.

6. Conclusion

Au terme de cette recherche on a donc une vision claire sur ce qu'à été la politique patrimoniale de la famille.

C'est d'un côté le réalisme économique et financier qui prime, celui dont on parle dans la première partie celui qui correspond au retour sur investissement réalisé ou réalisable présenté dans la dernière section. On y constate une réorientation tout au long de la période de la valeur générée par Peugeot SA vers des investissements nouveaux, plus prometteurs en terme de valorisation. On a essayé de chiffrer ce redéploiement d'actif. Et on constate qu'il se fait de deux grandes façons :

- Peugeot SA fournit des dividendes réguliers tout au cours de la période à la famille et à la holding FFP, ces dividendes sont alors employés pour investir dans de nouvelles entreprises. Ces investissements génèrent des profits qui sont à 100% réinvestis dans de nouveaux projets et pour acquérir de nouvelles positions. La famille Peugeot n'a jamais utilisé autre chose que son dividende qu'elle reçoit de Peugeot SA. Les nouveaux investissements sont donc des projets de long terme qui ne doivent pas pour le moment être rendus liquide au profit d'une remontée de cash vers la famille
- De l'autre côté la famille conserve son contrôle sur l'entreprise familiale (qui représente pour elle bien plus que du capital financier) via un programme de rachat annulation d'actions qui a duré près de 10 ans et a permis de reprendre le contrôle de 8% du capital. C'est donc un investissement cash en moins pour les Peugeot (nous avons montré que d'un pur point de vue valorisation de leur position cela ne change rien). D'après notre étude, ce montant non dépensé a été chiffré à €1,0mrd. Si on le ramène à la taille du patrimoine détenu et au montant total des investissements faits par FFP sur la période 2000 – 2013 (moins de €500m en incluant les cessions) on prouve que ce programme a été primordial pour la famille. Elle n'aurait en effet pas pu réorienter son investissement vers d'autres actifs si elle avait dû sortir ce cash pour reprendre le contrôle du groupe Peugeot SA. Ce transfert de valeur de l'actif historique vers un patrimoine plus diversifié que nous avons tenté de chiffrer dans la section 5. provient donc également et même majoritairement de ce programme de rachat d'actions.

Il est alors venu le temps de tirer un bilan de cette gestion patrimoniale, notre étude nous laisse forcément sur notre faim puisque nous constatons, avec cette perte du contrôle de l'entreprise, que nous sommes en ce moment à un tournant, peut-être d'avantage pour la famille que pour Peugeot SA d'ailleurs. En effet on ne peut que constater que sur le

deuxième volet qu'on tente de souligner, l'attachement à l'entreprise familiale, la politique patrimoniale a, au moins en partie, échoué. Malgré les moyens donnés à FFP pour intervenir, cette dernière n'a pas suivi suffisamment les ouvertures récentes du capital pour assurer l'indépendance pourtant si chère à la famille. Doit on alors dire que cette politique patrimoniale, tout en garantissant le capital de la famille, n'a fait que repousser l'inévitable.

Un groupe automobile tel que PSA, ne pouvait peut-être pas avoir, vu son positionnement produit, un actionnariat qui limitait sans cesse sa taille. La politique patrimoniale de la famille a peut être assuré le contrôle de cette dernière sur son groupe mais cela a-t-il contraint PSA, comme le disait un article sévère de l'Agefi, « à jouer en seconde division » ? Cet échec c'est celui d'une vision bien claire de l'entreprise familiale, ce patrimoine hérité et à transmettre. Triste constat que celui de l'échec de valeurs qui pourtant font consensus dans le paysage entrepreneurial français : les valeurs d'un capitalisme rhénan et familial avec un fort ancrage local, un certain paternalisme, une vision long terme et un vrai savoir faire. La politique patrimoniale de la famille, c'est celle décrite par Thierry Peugeot dans une interview à Challenge en octobre 2012 « *Nous sommes tombés d'accord que nous étions en crise ; que nous gardions une vision long terme ; que nous restions attachés au secteur automobile ; que nous n'avions pas une approche financière ; que nous avons une grande responsabilité envers les 200 000 salariés du groupe...* », c'est peut être bien cet attachement qui explique pourquoi les décisions difficiles n'ont pas été prises dans les années 2000, les managers ont à cette époque régulièrement essuyé le refus du conseil de surveillance. Le refus de délocaliser la production en Europe de l'Est à la demande de Folz, cette volonté de vouloir produire français, de protéger Sochaux et Aulnay (dont Folz envisageait déjà la fermeture). Le refus d'ouvrir le capital et ce encore avec General Motors limitant Peugeot SA à des alliances souvent bancales et réduites. Comment alors tenir la compétition face à Renault et Volkswagen qui justement ont passé le cap : « *Si Louis Schweitzer s'était contenté de fermer Vilvorde, Renault n'existerait plus* » selon un membre du conseil de surveillance, il est vrai que pendant que Peugeot SA repoussait l'inévitable, Renault inventait le Scénic et le low-cost.

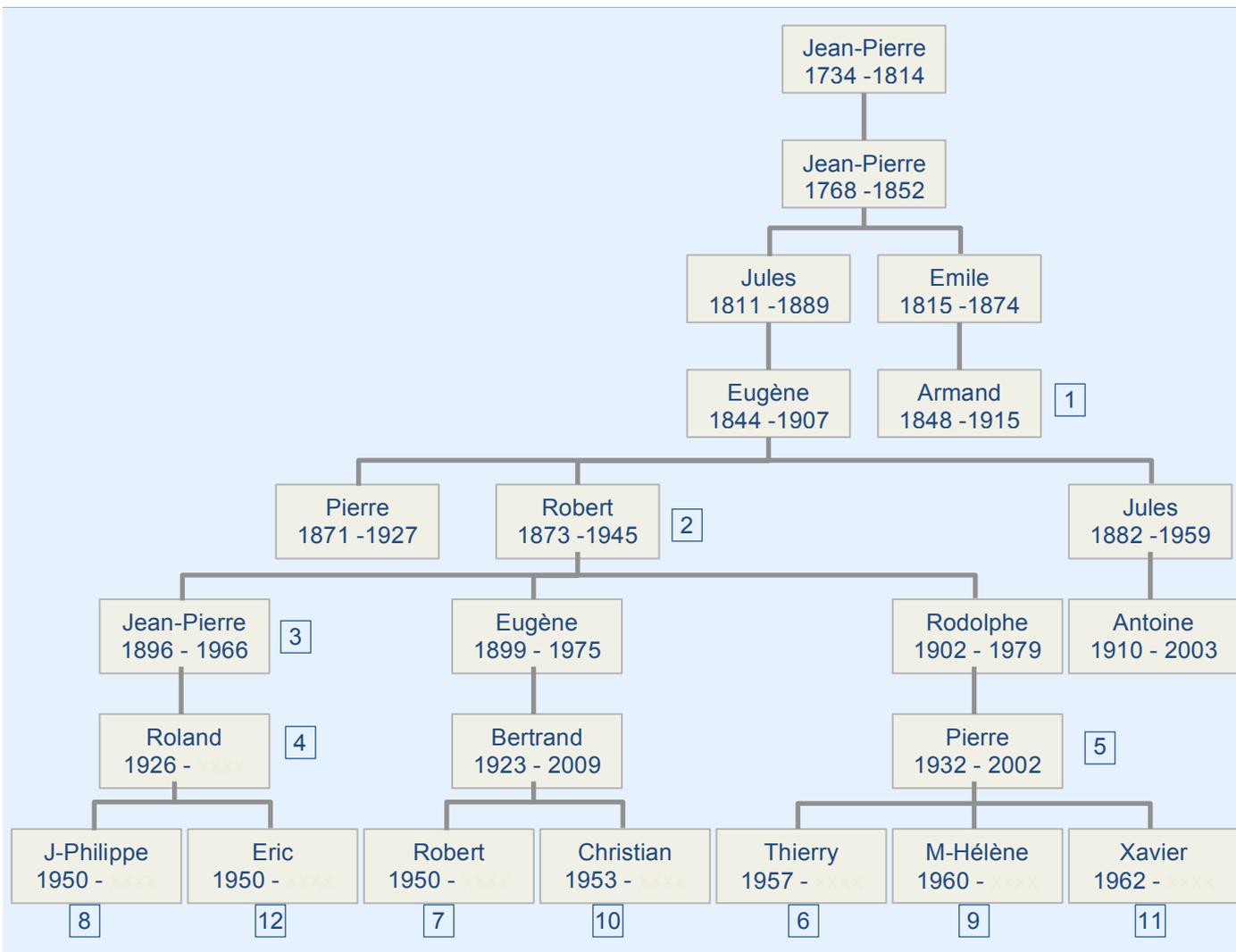
D'un Robert à l'autre?

On ne peut s'empêcher de faire un parallèle avec une lecture de classe préparatoire, *Le modèle français depuis 1945* de Pascal Gauchon. Comme il y a un modèle français, il y a un modèle Peugeot, dont l'originalité et même la supériorité plusieurs fois ventées sont aujourd'hui mises à mal. Un modèle qui malgré des fondamentaux très sains ne cesse de revoir ses perspectives à la baisse. Le modèle a été forgé par des générations d'industriels et d'entrepreneurs, lorsqu'à la mort de Pierre Peugeot la main a été passée à la génération actuelle le modèle n'a su que partiellement se réinventer en poussant certes la diversification via les « *investissements amicaux de long terme* » menés par Robert Peugeot, et ce tout en ne voulant pas renoncer aux fondamentaux dans la gestion de l'actif principal participant par là même à ses difficultés. Certains diront qu'il faudrait, comme Jean-Martin Folz en 2007, savoir renoncer et comprendre que « *le capitalisme d'héritier, issu des plus profondes traditions de la Maison Peugeot* » est bien sur le point de disparaître. On peut constater que c'est, du moins partiellement, ce qui se passe : alors que Robert Peugeot (1873-1945) n'avait pas hésité, trois générations auparavant à réinvestir sa fortune personnelle pour sauver le groupe de la faillite dans les années 30, le Robert Peugeot d'aujourd'hui, à la tête de FFP, n'a suivi que partiellement les augmentations de capital de PSA en 2012 et 2014, entraînant un désengagement de la famille. Cependant, tout comme Pascal Gauchon qui se demande dans *le modèle français* si la France a pour vocation de n'être qu'une « *grande Suisse* », on peut se demander si la famille Peugeot peut se satisfaire d'une politique patrimoniale qui aurait vocation à lui faire jouer le même type de rôle au sein de Peugeot SA qu'au sein de SEB, Zodiac ou Lisi. La politique patrimoniale de la famille Peugeot s'est faite à la fois au conseil de surveillance de PSA et à celui de FFP, la nouvelle version de cette politique qui se dessine semble de plus en plus se passer seulement à la tête de la holding.

7. Annexes

7.1. Présentation de la famille Peugeot

Figure 30. Généalogie simplifiée de la famille Peugeot



- Armand Peugeot, centralien, se lance dans la production en France d'automobiles d'abord à vapeur puis à essence. Il crée en 1896 la Société Anonyme des Automobiles Peugeot, et laisse à Eugène la tête des activités développées précédemment (cycles, outils...)
- Robert Peugeot rachète les parts de ses cousins dans les années 1920, préalablement les activités cycles et automobiles ont été fusionnées au sein d'une même entreprise. Il n'hésitera pas à mettre de ses fonds personnels pour permettre à l'entreprise de survivre à la fin des années 30
- Jean Pierre Peugeot qui a pris la tête du groupe familiale pendant la seconde guerre mondiale, devra gérer la production de guerre, l'occupation des usines Peugeot, puis la reconstruction et le début des 30 glorieuses, malgré la peur d'un concurrent détenu par l'Etat (Renault), Peugeot connaît de très grands succès commerciaux avec la 403 et la 404. Le marché national insatiable pousse l'équipe dirigeante à le privilégier et négliger l'exportation
- Roland Peugeot est à la tête du conseil de surveillance de Peugeot SA et de FFP depuis la mort de son père

Jean Pierre en 1966 jusqu'à 1998. Il est le premier à diriger le groupe Peugeot réorganisé sous la holding Peugeot SA, il fait le choix d'employer des Présidents du Directoire extérieurs à la famille. Il entérine l'introduction en bourse de FFP en 1989, l'absorption de Citroën et Chrysler Europe dans les années 70, et de la restructuration financière, capitalistique et financière du groupe menée par Jacques Calvet (Président du directoire de Peugeot entre 1984 et 1997).

- Pierre Peugeot : cousin de Roland Peugeot, il a siégé au directoire de Peugeot SA de 1972 à 1998, après ce rôle au niveau opérationnel il prit les commandes du directoire de Peugeot SA et FFP en 1998, jusqu'à sa mort en 2002
- Thierry Peugeot : il est le président du conseil de surveillance de Peugeot SA depuis la mort de son père, Pierre. Il insistera en permanence sur l'indépendance du groupe acceptant à reculons les ouvertures de capital à General Motors et Dong Feng. Il se mettra une grande partie de la famille à dos en préférant Christian Streiff à son cousin Robert quand il s'agira de choisir le remplaçant de Jean-Martin Folz en 2007
- Robert Peugeot : fils de Bertrand Peugeot cousin de Roland et Pierre, il a été à la tête de la direction de l'innovation et mène les opérations de FFP depuis 2002. Il mène est l'artisan de la politique de diversification du patrimoine de la famille
- Jean Philippe Peugeot : il dirige Etablissements Peugeot Frères, la deuxième holding de participation de la famille, et siège au conseil de surveillance de PSA
- Marie Hélène Roncorini représente FFP au conseil de surveillance de PSA
- Christian Peugeot est un HEC, directeur des affaires publiques de PSA
- Xavier Peugeot est directeur produit de la marque Peugeot
- Eric Peugeot est connu pour l'enlèvement dont il fut victime enfant, il est désormais résident en Suisse

Source : La Maison Peugeot, Jean Louis Loubet, « La famille Peugeot sous pression » Airy Routier dans Challenges Oct-2012

On fournit un extrait d'un article paru dans Challenges en Octobre 2012, écrit par le journaliste spécialiste de l'automobile, Airy Routier, il nous présente le clan Peugeot comme suit : « *C'est en 2002, à la mort de Pierre Peugeot, que tout a basculé. Les trois branches familiales se déchirent en secret. Jean-Philippe est écarté d'emblée : il est aussi fragile et émotif que son père Roland (cousin de Pierre), ancien président du conseil de surveillance. Exit aussi Eric, autre fils de Roland, qui, enfant, fit la une des journaux avec son rapt, et se consacre à l'amélioration de son handicap de Golf en Suisse. Ecarter Robert se révèle plus difficile. Féru de design, c'est lui qui a fondé l'Automotive Design Network à Vélizy, où sont conçus tous les modèles du groupe. Mais on lui met sur le dos son mode de vie, son goût pour la chasse et les Ferrari, sa propriété au large du Kenya. Il est à l'aise dans les milieux d'affaires, ouvert au monde. A mille lieues du timide Thierry, fils de Pierre, qui ne se sent bien qu'à l'usine, c'est à dire à Sochaux. Après quinze jours de conclave, un accord est trouvé. Robert présidera FFP, holding qui porte les actions de contrôle. Thierry présidera le conseil de surveillance et son cousin Jean-Philippe en sera le vice-président. D'autres auront des postes opérationnels, partout sauf au directoire.* ». Derrière ce ton journalistique on peut néanmoins retrouver cette double conception qu'à la famille Peugeot de sa politique patrimoniale, d'un côté le patrimoine est celui protégé par Robert, les avoirs de la famille

sont investis judicieusement dans des actifs prometteurs qui garantiront la pérennité de la fortune familiale. De l'autre le patrimoine c'est également l'entreprise familiale à laquelle Thierry est si attachée, fondée il y a 200 ans mémoire de l'aventure industrielle, des crises à chaque fois surmontées, des succès historiques. La baisse constante de la part de Peugeot SA dans les actifs de FFP, la diversification continue des investissements de la famille, les augmentations de capitaux seulement partiellement suivies et, depuis mars 2014, la fin de l'indépendance de la famille à la tête de Peugeot SA, font penser que, entre les deux visions, la famille fait le choix du patrimoine financier et que son avenir soit moins lié qu'auparavant à l'évolution industrielle de Peugeot SA.

7.2. Rapport avec les managers de PSA depuis les années 1980

Peugeot sans un Peugeot, après un demi-siècle de direction familiale, la réorganisation du groupe Peugeot via le regroupement des participations internes au sein de la holding Peugeot SA entre 1965 et 1967 entérine la nouvelle gouvernance du groupe : ce n'est plus un Peugeot qui gouverne mais un président du directoire choisi par la famille qui est désormais à la tête du conseil de surveillance. Les différents patrons de Peugeot SA ont toujours eu un rapport complexe avec la famille et cela tient surtout à cette même double mission qu'on leur a sans cesse demandé de remplir : d'un côté faire grossir le groupe, garantir son avenir industriel et commercial, promouvoir son expansion géographique et assurer sa santé financière, de l'autre assurer l'intégrité du patrimoine familial des Peugeot et maintenir l'indépendance de la famille à la tête du groupe. Cette citation de Thierry Peugeot par Jean Louis Loubet dans *La Maison Peugeot* résume bien cette vision de la famille : « *Chaque nouveau président du directoire s'interroge légitimement sur ses marges de manœuvre. Une fois que nous lui accordons notre confiance, celle-ci est totale dans la limite de deux principes intangibles : assurer la croissance du groupe et préserver son indépendance en excluant tout accord capitalistique. Sur ces questions, le président du directoire n'est pas seul maître après Dieu.* »

Depuis les années 80 il sera toujours plus compliqué pour le management de Peugeot de concilier ces deux feuilles de route tout en dialoguant avec une famille de plus en plus divisée sur la politique patrimoniale à mener entre garantie du contrôle des Peugeot et garantie de la santé d'un groupe automobile et de son avenir industriel. Il semble qu'après les allers – retours des années 80 – 00, la crise dans laquelle est plongé le groupe depuis 2008 ait donné raison à l'objectif de survie du groupe automobile au détriment du contrôle des Peugeot sur l'entreprise familiale. On présente dans le tableau précédent les différents

présidents du directoire et leurs rapports avec la famille, la gouvernance du groupe est clef dans la compréhension de la politique patrimoniale de la famille.

Tableau 25. Les Président du Directoire de Peugeot SA, 1977 - 2014

	<p>Polytechnicien, il mène le rachat, à terme catastrophique, de Chrysler Europe en 1978 dans le but de « devenir le premier en Europe » ne suivant pas la stratégie d'un Volkswagen qui, de ses propres dires, a une part de marché similaire en Europe mais développe des « positions importantes hors du continent ». Se fiant au modèle des crises précédentes il prévoit pas à celle des années 80 alors qu'il attendait une reprise du marché à l'automne 1981. Il sera incapable de prendre les dures décisions pour mener la restructuration du groupe face à une gouvernance pas toujours unie. Il est néanmoins le père de la 205 qui sauvera Peugeot SA de la faillite et reste très apprécié de la famille.</p>
<p>Jean-Paul Parayre 1977 – 1984</p>	
	<p>Enarque et ancien de la BNP Jacques Calvet entre chez PSA en 1982 et en prend la tête en 1984. A ce moment l'endettement du groupe représente trois fois ses fonds propres. Sous ses 13 ans de présidence le groupe retrouve une situation financière saine. Le pendant négatif de ce redressement pour les Peugeot est la double augmentation de capital menée en 1985 et 1987 : avec les banques du côté de Calvet, les Peugeot subissent cette dilution malgré la résistance de Roland et Bertrand Peugeot qui n'ont pas, aux yeux de la situation financière de PSA à ce moment, « la véritable autorité de décision ». Roland et Bertrand se défieront toujours de Calvet tandis que Pierre le troisième cousin, se montre plus reconnaissant envers l'artisan du sauvetage de l'entreprise.</p>
<p>Jacques Calvet 1984 – 1997</p>	
	<p>La famille se tourne vers cet X-Mines passé notamment par Rhône-Poulenc, Jeumont-Schneider et Pechiney. Il tranche avec les années Calvet très marquées par la restructuration du groupe et Pierre Peugeot nouveau chef de la famille lui fixe des objectifs très ambitieux d'amélioration de marge et d'augmentation de production annuelle (4 millions de voitures contre 2 millions en 1998) et ce devant aller avec une reprise de pouvoir de la famille sur le groupe. Il sera à la fois l'homme des résultats record de PSA (2002 €1,7mrd de profits) et de modèles phares (206, 406...) mais aussi des objectifs à moitié achevés : trop faible délocalisations, niveau des ventes hors d'Europe insuffisants. Beaucoup diront que la faute en revient à l'actionnariat familial obnubilé par la reprise de contrôle du groupe pour corriger le tir après les années 80 et aussi retissent face à des changements pouvant dénaturer le groupe (notamment les délocalisations), ce qui poussera Folz à racheter des actions pour reluer la famille au lieu d'investir d'avantage dans son outil industriel quand au même moment le groupe Volkswagen devient ultra-puissant. Désenchanté il démissionnera de son propre chef à 60 ans déçu du manque de soutien de la famille et espérant que son successeur « aura des idées différentes » et saura « casser les fossiles ».</p>
<p>Jean-Martin Folz 1997-2006</p>	
	<p>Ingénieur des Mines choisi par Thierry Peugeot, alors à la tête du conseil de surveillance, contre l'avis du reste de la famille qui lui aurait préféré Robert Peugeot cousin de Thierry, il est le précurseur de la stratégie de montée en gamme de Peugeot SA (on lui doit notamment la gamme DS) et pousse pour l'internationalisation. Il sera remercié après un deuxième accident cérébral dont il sortit diminué, on lui reproche son manque de diplomatie avec les pouvoirs publics, son incapacité à faire travailler des ingénieurs clefs de Peugeot SA qui quitteront le groupe faute de s'entendre avec ce dernier.</p>
<p>Christian Streiff 2007-2009</p>	



Philippe Varin
2009-2014

X-Mines comme Jean-Martin Folz qu'il aurait dû remplacer en 2007, il succède à Christian Streiff et prend les rênes d'un Peugeot SA qui s'apprête à enchaîner sous sa présidence les exercices des plus compliqués de son histoire. Il gardera ses distances par rapport à une famille de moins en moins unie et procédera à la restructuration du groupe franchissant, la situation l'obligeant, les limites d'usages constamment martelée par la famille : alliance capitalistique avec Général Motors, cession de Gefco, fermeture de sites de productions majeurs en France, et finalement perte pour la première fois en 200 ans du contrôle de la famille sur le groupe avec l'arrivée de Dong Feng et de l'Etat français au capital de Peugeot SA



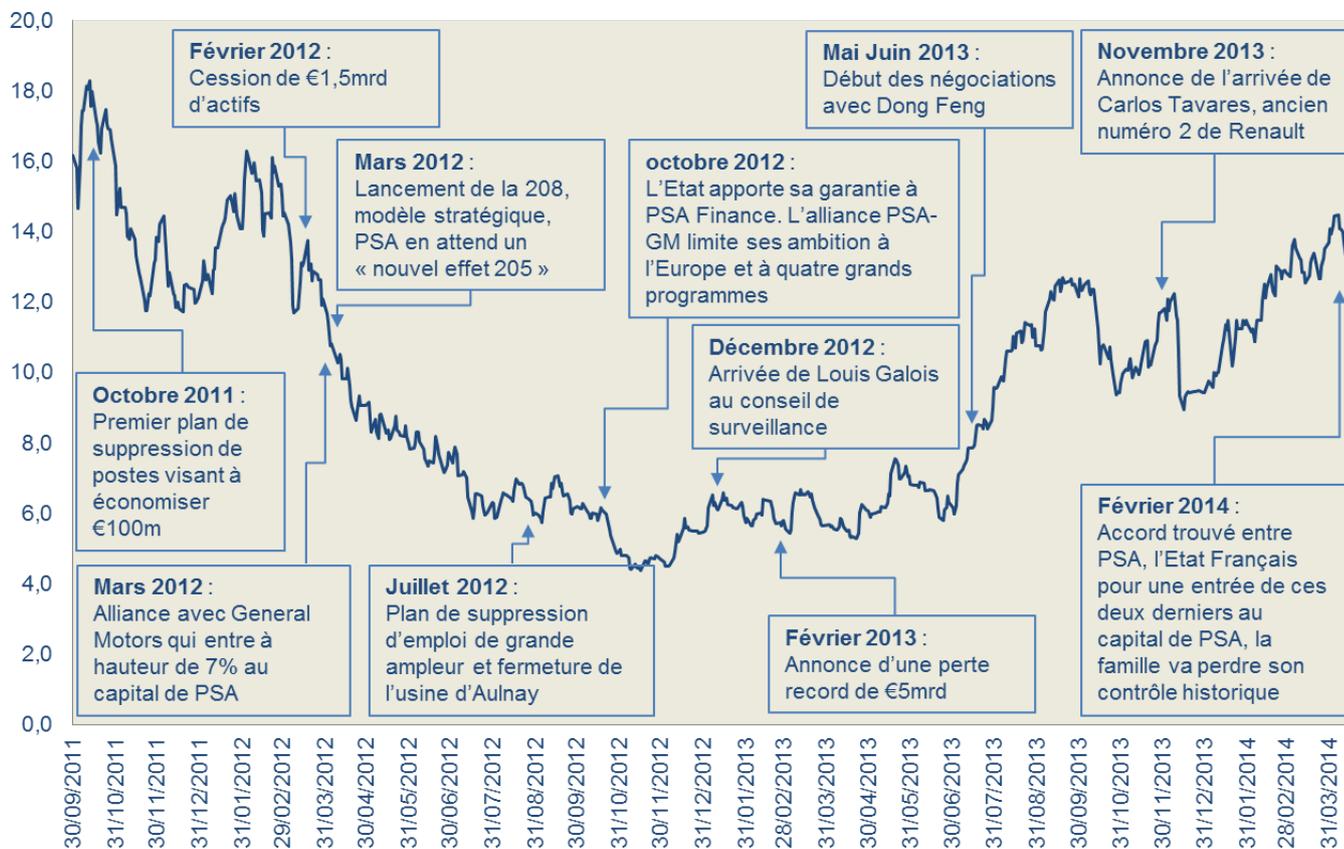
Carlos Tavares
depuis 2014

Centralien et numéro 2 de Renault, il passe chez Peugeot SA quand cette entreprise n'est plus sous contrôle familiale, il devra gérer la cohabitation avec Dong Feng et suivre la nouvelle stratégie du groupe : retrouver de la croissance en pénétrant largement sur la marché asiatique. L'annonce de son plan stratégique pour Peugeot SA à la mi-avril n'est pas accueilli avec grand enthousiasme, il lui reste donc du chemin à faire pour rassurer une base d'investisseurs que l'on attend plus élargi depuis la perte de contrôle de la famille.

Source : *La Maison Peugeot*, Jean Louis Louber, « La famille Peugeot sous pression » Airy Routier dans *Challenges* Oct – 2012, « Les difficiles relations du patron de PSA avec la famille Peugeot » Denis Fainsliber dans *Les Echos.fr*, « Chronologie de Peugeot à PSA » dans *Les Echos.fr*

7.3. Cours de bourse commenté de Peugeot SA, 2011 – 2014

Figure 31. Cours de bourse de Peugeot SA à la bourse de Paris, Sep 2011- Avr 2014, €



7.4. Evolution détaillée du nombre d'actions, stocks options et OCEANE de Peugeot SA

Tableau 26. Évolution du capital de Peugeot SA

31-déc	1990	1991	1992	1993	1994
Nombre d'actions ordinaires BoP	49 388 226	49 388 051	49 412 256	49 874 845	50 033 736
Actions autodétenues BoP	542 750	551 750	551 750	117 775	-
Nombre total d'actions BoP	49 930 976	49 939 801	49 964 006	49 992 620	50 033 736
Actions émises	-	-	-	-	-
OCEANES converties	-	-	-	-	-
Options & Autres converties	8 825	24 205	28 614	41 116	5 732
Actions rachetées	9 000	-	-	-	-
Actions revendues	-	-	-433 975	-117 775	-
Utilisées pour les levées d'option/OCEANE	-	-	-	-	-
Actions annulées	-	-	-	-	-
Actions autodétenues EoP	551 750	551 750	117 775	-	-
Nombre d'actions ordinaires EoP	49 388 051	49 412 256	49 874 845	50 033 736	50 039 468
Nombre total d'actions EoP	49 939 801	49 964 006	49 992 620	50 033 736	50 039 468

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
50 039 468	50 095 678	49 478 699	50 110 828	50 114 600	44 102 316	262 179 252	256 114 859
-	-	632 129	-	-	1 388 692	16 044 378	2 994 287
50 039 468	50 095 678	50 110 828	50 110 828	50 114 600	45 491 008	278 223 630	259 109 146
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	2	6 488	865 547	4 335 516	-
56 210	15 150	-	3 770	19 920	14 050	24 600	17 000
-	632 129	-	-	6 039 692	1 300 371	10 874 509	12 300 167
-	-	-632 129	-	-1 000	-15 000	-450 000	-68 745
-	-	-	-	-	-	-24 600	-17 000
-	-	-	-	-4 650 000	-	-23 450 000	-
-	632 129	-	-	1 388 692	2 674 063	2 994 287	15 208 709
50 095 678	49 478 699	50 110 828	50 114 600	44 102 316	43 696 542	256 114 859	243 900 437
50 095 678	50 110 828	50 110 828	50 114 600	45 491 008	46 370 605	259 109 146	259 109 146

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
243 900 437	239 022 262	232 878 707	229 005 573	228 083 791	228 182 584	226 860 584	226 861 692
15 208 709	4 086 884	10 230 439	5 612 693	6 534 475	6 097 714	7 188 214	7 187 450
259 109 146	243 109 146	243 109 146	234 618 266	234 618 266	234 280 298	234 048 798	234 049 142
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	1 108	83
16 500	151 447	257 028	178 218	1 348 793	23 000	-	-
4 894 675	6 295 002	4 130 162	1 100 000	1 250 000	1 345 000	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-16 500	-151 447	-257 028	-178 218	-1 348 793	-23 000	-764	-
-16 000 000	-	-8 490 880	-	-337 968	-231 500	-	-
4 086 884	10 230 439	5 612 693	6 534 475	6 097 714	7 188 214	7 187 450	7 187 450
239 022 262	232 878 707	229 005 573	228 083 791	228 182 584	226 860 584	226 861 692	226 861 775
243 109 146	243 109 146	234 618 266	234 618 266	234 280 298	234 048 798	234 049 142	234 049 225

2011	2012	2013
226 861 775	216 861 894	342 060 364
7 187 450	17 187 450	12 788 628
234 049 225	234 049 344	354 848 992
-	120 799 648	-
119	1	1
-	-	-
10 000 000	-	-
-	-4 398 821	-
-	-1	-1
-	-	-
17 187 450	12 788 628	12 788 627
216 861 894	342 060 364	342 060 365
234 049 344	354 848 992	354 848 992

On notera qu'en 2001 Peugeot SA a divisé son capital passant de 46 370 605 actions de €6 de nominal à 278 223 630 actions de €1 de nominal.

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

Note : en 2001 Peugeot SA a divisé son capital passant de 46 370 605 actions de €6 de nominal à 278 223 630 actions de €1 de nominal

Tableau 27. Évolution des stocks options de Peugeot SA

31-déc	1990	1991	1992	1993	1994
Options BoP	153 060	151 615	166 210	136 946	95 830
<i>Ajustement</i> ⁽¹⁾	-	-	-	-	-
Emises	-	39 000	-	-	-
Annulées / Expirés	-	-200	-650	-	-1 748
Converties	-1 445	-24 205	-28 614	-41 116	-5 732
Options EoP	151 615	166 210	136 946	95 830	88 350

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
88 350	66 560	43 640	43 640	39 870	96 100	1 166 100	1 940 100
-	-	-	-	-	-	5	-
44 240	-	-	-	76 150	118 120	798 600	860 100
-9 820	-7 770	-	-	-	-5 820	-	-
-56 210	-15 150	-	-3 770	-19 920	-14 050	-24 600	-17 000
66 560	43 640	43 640	39 870	96 100	194 350	1 940 100	2 783 200

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
2 783 200	3 763 200	4 615 753	5 274 725	6 078 007	5 866 214	6 527 907	5 392 107
-	-	-	-	-	-	-	-
996 500	1 004 000	953 000	983 500	1 155 000	1 345 000	-	-
-	-	-37 000	-2 000	-18 000	-660 307	-1 135 800	-
-16 500	-151 447	-257 028	-178 218	-1 348 793	-23 000	-	-
3 763 200	4 615 753	5 274 725	6 078 007	5 866 214	6 527 907	5 392 107	5 392 107

2011	2012	2013
5 392 107	5 495 810	4 371 970
-	0	-
-	-	-
-694 107	-1 123 840	-1 059 435
-	-	-
4 698 000	4 371 970	3 312 535

Source : Documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

Note : 1. « Ajustement » est un coefficient multiplicateur pour refléter l'effet d'opérations sur le capital (ex : division des actions, augmentation de capital...).

Tableau 28. Évolution des OCEANES de Peugeot SA

31-déc	1990	1991	1992	1993	1994		
Obligation convertibles BoP	-	-	-	-	-		
<i>Ajustement ⁽¹⁾</i>	-	-	-	-	-		
Emises	-	-	-	-	-	3 999 998	
Annulées / Remboursées	-	-	-	-	-		
Converties	-	-	-	-	-		
Obligation convertibles EoP	-	-	-	-	-	3 999 998	

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
3 999 998	3 999 998	3 999 998	3 999 998	3 999 996	3 993 508	4 483 974	-
-	-	-	-	-	-	5	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-2 380 632	-148 458	-
-	-	-	-2	-6 488	-865 547	-4 335 516	-
3 999 998	3 999 998	3 999 998	3 999 996	3 993 508	747 329	-	-

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
-	-	-	-	-	-	-	22 907 257
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	22 908 365	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-1 108	-83
-	-	-	-	-	-	22 907 257	22 907 174

2011	2012	2013
22 907 174	26 797 110	26 797 109
-	0	-
-	-	-
-	-	-
-119	-1	-1
22 907 055	26 797 109	26 797 108

Source : documents de référence et Rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

Note : 1. «Ajustement» est un coefficient multiplicateur pour refléter l'effet d'opérations sur le capital (ex : division des actions, augmentation de capital...).

7.5. Évolution détaillée des actions et droits de votes détenus par les Peugeot

Tableau 29. Évolution du contrôle de Peugeot sur Peugeot SA, 2000 - 2013

31-déc	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
Actions détenues BoP	n.a.		68	550	68	550	68	550	70	908	70	908
			378		378		378		498		498	
Actions détenues EoP	68	550	68	550	68	550	70	908	70	908	70	908
	378		378		378		498		498		498	
<i>dont EPF</i>	6 923 760		6 923 760		6 923 760		6 923 760		6 923 760		6 923 760	
<i>dont LFPF</i>	9 797 880		9 797 880		9 797 880		12	156	12	156	12	156
							000		000		000	
<i>dont FFP</i>	45	601	51	792	51	792	51	792	51	792	51	792
	500		738		738		738		738		738	
<i>dont Comtoise de Participations</i>	36 000		36 000		36 000		36 000		36 000		36 000	
<i>dont Autres</i>	6 191 238		-		-		-		-		-	
% de détention BoP	25,1%		24,6%		26,5%		26,5%		29,2%		29,2%	
% de détention EoP	24,6%		26,5%		26,5%		29,2%		29,2%		30,2%	
<i>dont EPF</i>	2,5%		2,7%		2,7%		2,9%		2,9%		3,0%	
<i>dont LFPF</i>	3,5%		3,8%		3,8%		5,0%		5,0%		5,2%	
<i>dont FFP</i>	16,4%		20,0%		20,0%		21,3%		21,3%		22,1%	
<i>dont Comtoise de Participations</i>	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
<i>dont Autres</i>	2,2%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
% de droits de votes BoP	38,1%		38,5%		39,5%		41,7%		43,1%		43,9%	
% de droits de votes EoP	38,5%		39,5%		41,7%		43,1%		43,9%		45,1%	
<i>dont EPF</i>	3,9%		4,2%		4,4%		4,5%		4,6%		4,6%	
<i>dont LFPF</i>	5,5%		5,9%		6,3%		7,1%		7,2%		6,8%	
<i>dont FFP</i>	25,6%		29,4%		31,0%		31,5%		32,1%		33,6%	
<i>dont Comtoise de Participations</i>	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
<i>dont Autres</i>	3,5%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
70 908 498	70 908 498	70 908 498	70 908 498	70 908 498	70 908 498	72 628 106	90 518 778
70 908 498	72 628 106	90 518 778	90 518 778				
6 923 760	6 923 760	6 923 760	6 923 760	19 115 760	19 115 760	22 312 608	22 312 608
12 156 000	12 156 000	12 156 000	12 156 000	-	-	-	-
51 792 738	51 792 738	51 792 738	51 792 738	51 792 738	53 363 574	67 372 689	67 372 689
36 000	36 000	36 000	36 000	-	-	-	-
-	-	-	-	-	148 772	833 481	833 481
30,2%	30,2%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	31,0%	25,5%
30,2%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	31,0%	25,5%	25,5%
3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	8,2%	8,2%	6,3%	6,3%
5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,8%	19,0%	19,0%
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%
45,1%	45,1%	45,4%	45,1%	45,7%	46,3%	45,7%	38,1%
45,1%	45,4%	45,1%	45,7%	46,3%	45,7%	38,1%	38,1%
4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	12,5%	12,4%	9,9%	9,9%
7,0%	7,3%	7,6%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
33,4%	33,3%	32,8%	33,2%	33,8%	33,2%	28,0%	28,0%
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%

Source : documents de référence et Rapports financiers de Peugeot SA années 1990 – 2013

7.6. Le rachat d'action analyse théorique

En s'appuyant sur le cours de finance d'entreprise suivi à HEC en Master 1 et Master 2 on peut analyser le programme de rachat d'actions mené par PSA et montrer qu'il a été neutre pour la famille Peugeot d'un point de vue purement valorisation.

Tableau 30. Le rachat – annulation en cumulé 1999 - 2008

Rachat d'actions		
Données rachat		
Nombre d'actions annulées (m)	76	
Montant (€m)	2 701	
Prix moyen par action (€)	35	
Pré-rachat, Jan-1999		
Actions PSA (m)	301	
Valeur PSA implicite (€m)	10 635	
Actions famille Peugeot (m)	69	
% de PSA	22,8%	
Valeur détenue (€m)	2 424	
Post-rachat, Dec-2008		
	(1)	(2)
Actions PSA (m)	224	234
Valeur PSA implicite (€m)	7 934	7 934
Actions famille Peugeot (m)	69	71
% de PSA	30,5%	30,3%
Valeur détenue (€m)	2 424	2 401

On calcule en agrégé quel a été le prix moyen par action annulée sur la période 1999 – 2008, comme si le rachat annulation avait eu lieu en une fois. Cela nous donne un prix moyen par action de €35 soit une valeur pour le groupe Peugeot SA de €10,6mrd, ce qui nous permet de dire que la part de la famille sur la période vaut, selon le prix payé par Peugeot SA pour le rachat d'action, €2,4mrd.

Post rachat Peugeot SA vaut donc €10,6mrd -€2,7mrd = €7,9mrd et les Peugeot en détiennent théoriquement (si on prend seulement en compte le rachat d'action cas 1 30,5% soit €2,4mrd.

Le cas 2 nous montre que dans la réalité avec les autres effets sur le capital (notamment l'effet dilutif de la conversion d'une OCEANE entre 1999 et 2001 _ impact de +10m d'actions, et l'augmentation du nombre d'actions détenues par les Peugeot) on a un résultat similaire (en prenant la même valeur implicite pour Peugeot SA).

7.7. Extrait du prospectus AMF sur l'augmentation de capital du 6 mars 2012

Cet extrait de la note d'opération vise à mettre en relation les calculs faits dans la parties 4.2.3. et les montants déclarés par Peugeot SA la veille de l'opération (le but du mémoire étant également de mettre en application l'enseignement reçu à HEC). On retrouve donc, dans un cas réel, à l'action près, la théorie vue en cours.

B. INFORMATIONS CONCERNANT L'OPÉRATION Raisons de l'offre et utilisation du produit de l'émission	<i>Les fonds levés lors de l'augmentation de capital seront principalement utilisés pour financer les investissements stratégiques relatifs aux projets de l'alliance stratégique globale avec General Motors. Ces investissements seront destinés au financement des projets correspondant au partage de plates-formes pour certains véhicules, composants et modules qui généreront des synergies de coûts de conception et d'achat. Les fonds levés permettront également l'extension de l'alliance dans d'autres domaines de coopération au-delà des deux piliers initiaux.</i>
Nombre d'actions nouvelles à émettre	120 799 648 actions.
Prix de souscription des actions nouvelles	8,27 euros par action.
Produit brut de l'émission	999 013 088,96 euros.
Produit net estimé de l'émission	Environ 967 millions d'euros.
Jouissance des actions nouvelles	Jouissance au 1er janvier 2011.
Droit préférentiel de souscription	<i>La souscription des actions nouvelles sera réservée, par préférence : aux porteurs d'actions existantes enregistrées comptablement sur leur compte-titres à l'issue de la journée comptable du 7 mars 2012, et aux porteurs d'actions résultant de l'exercice avant le 15 mars 2012 d'options</i>

d'achat d'actions,

qui se verront attribuer des droits préférentiels de souscription, ainsi qu'aux cessionnaires des droits préférentiels de souscription.

Les titulaires de droits préférentiels de souscription pourront souscrire :

à titre irréductible à raison de 16 actions nouvelles pour 31 actions existantes possédées (31 droits préférentiels de souscription permettront de souscrire 16 actions nouvelles au prix de 8,27 euros par action) ;

et, à titre réductible le nombre d'actions nouvelles qu'ils désireraient en sus de celui leur revenant du chef de l'exercice de leurs droits à titre irréductible.

*Les obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes émises par la Société et venant à échéance en 2016 (les « **OCEANE** ») ne peuvent, compte tenu de leurs modalités, donner lieu à attribution d'actions permettant de participer à la présente émission. Les droits des porteurs de ces titres seront ajustés conformément à leurs modalités d'émission. Les porteurs d'OCEANE qui auront exercé leur droit à attribution d'actions avant le 29 février 2012 recevront des actions assorties de droits préférentiels de souscription.*

Valeur théorique du droit préférentiel de souscription 2,05 euros (sur la base de la moyenne pondérée par les volumes du cours de l'action Peugeot S.A. le 5 mars 2012, soit 14,2801 euros) (la « **Valeur Théorique du Droit Préférentiel de Souscription** »). Le prix d'émission des actions nouvelles fait apparaître une décote faciale de 42,09% (sur la base indiquée ci-dessus).

7.8. La politique de rachat d'actions de Peugeot SA face à celle de ses concurrents : Fiat, BMW, Renault, Volkswagen, Ford, Toyota

Tableau 31. Flux de trésorerie d'exploitation, investissements et rachat d'actions de Peugeot SA, Fiat, BMW, Renault, Volkswagen, Ford et Toyota, 1999 - 2012

	31-Dec	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Flux de trésorerie	Peugeot (€m)	4 206	2 318	2 533	4 346	3 574
Flux de d'exploitation	Fiat (€m)	2 804	1 974	2 435	1 053	-1 947	2 011
	BMW (€m)	n.a.	4 866	5 892	7 250	7 871	9 311
	Renault (€m)	3 508	1 773	3 097	4 071	3 543	5 275
	Vokswagen (€m)	5 927	6 606	10 038	10 460	8 371	11 494
	Ford (\$m)	4 294	4 381	21 780	18 513	20 195	21 683
	Toyota ⁽¹⁾ (¥m)	547 533	1 108 831	759 149	1 329 472	2 186 734	2 370 940

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3 637	3 608	5 081	62	3 570	4 045	1 555	1 417
3 716	4 618	5 909	384	4 601	6 110	5 195	6 444
10 691	9 980	12 183	10 872	10 271	13 651	5 713	5 076
5 085	2 586	4 745	-243	6 040	1 970	3 353	3 876
10 709	14 470	15 662	10 799	12 741	11 455	8 500	7 209
20 387	9 609	17 074	-179	16 042	11 477	9 784	9 045
2 515 480	3 238 173	2 981 624	1 476 905	2 558 530	2 024 009	1 452 435	2 451 316

	31-Dec	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Investissements	Peugeot (€m)	1 960	2 927	4 080	2 694	3 103	3 908
	Fiat (€m)	8 468	6 368	2 683	531	-1 590	2 560
	BMW (€m)	n.a.	1 679	2 298	4 014	4 193	4 244
	Renault (€m)	7 066	3 163	2 039	4 878	2 738	3 131
	Vokswagen (€m)	7 537	8 754	8 907	9 546	8 900	8 293
	Ford (\$m)	13 566	11 122	9 687	7 310	7 468	6 231
	Toyota ⁽¹⁾ (¥m)	837 854	814 874	9 207 174	1 205 834	1 125 935	1 537 388

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3 750	3 452	2 706	3 126	2 711	2 831	3 536	2 455
2 619	3 815	3 372	5 111	2 688	3 090	-403	7 419
3 894	4 193	4 023	4 167	3 340	3 265	4 743	5 258
2 904	3 467	3 562	4 030	2 129	-1 374	2 372	1 329
5 850	6 345	7 308	11 695	10 580	9 575	16 163	17 228
1 611	6 792	4 869	783	4 179	3 136	4 029	5 231
2 270 979	2 411 473	2 316 543	1 748 807	921 056	1 153 453	1 064 283	1 385 304

	31-Dec	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Investissements	Peugeot (€m)	950	125	349	517	147	282
	Fiat (€m)	-	-2 573	266	-1 138	-1 842	-16
	BMW (€m)	n.a.	-22	-24	-18	-17	-
	Renault (€m)	-	-	-62	-2 219	-1	-
	Volkswagen (€m)	-3	2 261	-38	-135	-	-
	Ford (\$m)	433	1 229	1 385	-287	-9	151
	Toyota ⁽¹⁾ (¥m)	45 456	263 595	282 849	454 611	357 457	264 106

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
198	39	23	43	-	-	198	-1 117
-	-22	390	223	-13	-1	-41	-22
506	253	-	-10	-6	-	-16	-19
-56	-85	126	113	-127	-60	56	-
-66	-340	-211	-218	-4	-4 101	-	-
-325	-248	219	-756	-2 450	-1 339	-	125
129 629	295 699	311 667	70 587	10 251	28 617	37 448	43 098

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA, Fiat Spa, BMW AG, Renault SA, Volkswagen AG, Ford Motor Co, Toyota Motor Corp années 2001 – 2013

Note : 1. les comptes de Toyota clôturent 31 mars année N+1. Au 17 avril 2014 le taux de change s'établissait à USD/EUR = 1,38. Au 17 avril 2014 le taux de change s'établissait à JPY/EUR = 141,5 et JPY/USD = 102,4.

7.9. Évolution de la fortune des Peugeot

Tableau 32. Évolution de la fortune des Peugeot, détail, 1995 – 2013 (€mrd)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PSA hors FFP	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8
PSA FFP	0,8	0,8	1,0	1,1	1,9	2,1	2,5
Autre FFP	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2
Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Total	1,2	1,1	1,4	1,6	2,8	3,1	3,5
Total ANR FFP	1,0	0,9	1,1	1,2	2,1	2,4	2,7
Total hors dividende	1,2	1,1	1,4	1,6	2,7	3,1	3,5
Total PSA	1,1	1,0	1,3	1,5	2,6	2,8	3,3

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	1,0
2,5	2,0	2,1	2,4	2,5	2,6	2,7	0,6
0,2	0,3	0,4	0,4	0,8	0,8	0,8	0,5
0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
3,6	3,1	3,4	4,0	4,6	4,8	4,7	2,6
2,7	2,3	2,5	2,8	3,4	3,4	3,5	1,1
3,5	3,0	3,2	3,7	4,3	4,4	4,3	2,1
3,3	2,7	2,9	3,3	3,5	3,6	3,5	1,7

2009	2010	2011	2012	2013
0,5	0,7	0,2	0,1	0,2
1,2	1,5	0,6	0,4	0,6
0,6	0,9	0,9	1,0	1,3
0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
2,8	3,6	2,3	2,1	2,8
1,8	2,4	1,6	1,4	2,0
2,3	3,1	1,8	1,5	2,2
1,7	2,2	0,9	0,5	0,9

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 1995 et 2013, INSEE pour l'évolution des prix de l'immobilier, Yahoo ! Finance pour les prix des actions

Note : les calculs sont expliqués dans le méthodologie.

Tableau 33. Évolution de la répartition de la fortune des Peugeot, détail, 1995 – 2013

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PSA hors FFP	23%	22%	23%	23%	23%	22%	23%
PSA FFP	68%	67%	69%	69%	71%	67%	70%
Autre FFP	9%	10%	7%	7%	5%	9%	5%
Dividende	0%	1%	1%	2%	2%	2%	3%
Total	100%						
Total ANR FFP	77%	77%	76%	75%	76%	76%	75%
Total hors dividende	100%	99%	99%	98%	98%	98%	97%
Total PSA	91%	89%	92%	91%	93%	89%	92%

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
22%	21%	23%	22%	20%	20%	17%	40%
68%	65%	61%	61%	55%	55%	57%	24%
7%	10%	11%	11%	18%	17%	17%	18%
3%	4%	5%	6%	6%	8%	9%	18%
100%							
75%	75%	72%	72%	73%	72%	74%	42%
97%	96%	95%	94%	94%	92%	91%	82%
91%	86%	84%	83%	75%	75%	75%	64%

2009	2010	2011	2012	2013
16%	20%	10%	6%	8%
44%	41%	28%	17%	23%
22%	25%	39%	49%	48%
18%	14%	24%	28%	21%
100%	100%	100%	100%	100%
66%	66%	66%	66%	71%
82%	86%	76%	72%	79%
60%	61%	37%	23%	31%

Source : documents de référence et rapports financiers de Peugeot SA et FFP 1995 et 2013, INSEE pour l'évolution des prix de l'immobilier, Yahoo ! Finance pour les prix des actions

Note : les calculs sont expliqués dans le méthodologie.

Bibliographie

Livres

Jean – Louis LOUBET, *La Maison Peugeot*, Perrin, 2009.

Pascal QUIRY, Yann LEFUR, Pierre VERNIMEN, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 2012

Pascal Gauchon, *Le modèle français depuis 1945*, Presses Universitaires de France collection « Que sais-je ? », juillet 2011

Presse & Articles

Airy ROUTIER, « La famille Peugeot sous pression », *Challenges*, n°316, 11 octobre 2012

Pascal QUIRY, « Le B.A. BA du DPS », *La lettre Vernimen*, n°109, septembre 2012

Documents financiers

Peugeot SA, Documents de référence, 1992 – 2013

FFP, Documents de référence, 1995 – 2013 (1999 non disponible)

BMW AG, Documents de référence, 2001 – 2013

Fiat Spa, SEC filings Foreign annual report 20F, 1992 – 2013

Ford Motor Company, SEC filings 10K, 1993 – 2013

Renault SA, Documents de référence, 1996 - 2013

Toyota Motor Corp, Rapports financiers, 2000 – 2013

Volkswagen AG, Documents de référence, 1992 – 2013

AMF, Note d'opération, « Mise à la disposition du public à l'occasion de l'émission et de l'admission sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (compartiment A) d'actions nouvelles, à souscrire en numéraire, dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant brut, prime d'émission incluse, de 999 013 088,96 euros par émission de 120 799 648 actions nouvelles au prix unitaire de 8,27 euros à raison de 16 actions nouvelles pour 31 actions existantes.», 5 mars 2012.

Peugeot SA, Communiqué de presse, « Signature des accords définitifs entre PSA Peugeot

Citroën, Dongfeng Motor Group, l'État et les sociétés familiales Etablissements Peugeot Frères et FFP », 26 mars 2014.

Site internet

www.fr.finance.yahoo.com

www.groupe-ffp.fr

www.factiva.com

www.lesechos.fr

www.agefi.fr