MONETA asset management

Monsieur Robert PEUGEOT
Président du Conseil d'administration
PEUGEOT INVEST
66, avenue Charles de Gaulle
92 200 Neuilly-sur-Seine

Par adresse électronique et LRAR

Questions écrites pour l'Assemblée Générale du 20 mai 2025

Points clés :

- **Nous pensons qu'il existe toujours un désalignement important entre les intérêts de la famille Peugeot et ceux des actionnaires minoritaires, en particulier sur les questions de gouvernance.**
- **Nous pensons que Peugeot 1810 est une création fiscale inappropriée et coûteuse, dont nous comprenons l'intérêt pour la famille Peugeot mais pas pour les actionnaires non-familiaux de Peugeot Invest.**
- **Nous demandons une transparence accrue concernant les frais généraux, en particulier sur les charges de personnel, les frais externes et les dépenses opérationnelles spécifiques, compte tenu de leur niveau absolu élevé et en forte progression ces dernières années.**
- **Nous soutenons fermement une hausse significative du dividende calculé en pourcentage de l'ANR, afin de le rendre tangible pour les actionnaires. Le dividende est aujourd'hui le seul flux tangible et non décoté versé aux actionnaires.**
- **Nous soutenons activement l'idée d'une scission via la distribution des titres Stellantis, afin de réaligner les intérêts des actionnaires et supprimer la décote élevée de Peugeot Invest sur cette partie de cet actif « familial ».**

Introduction

Moneta Asset Management est actionnaire de Peugeot Invest (anciennement FFP), depuis 2008. Au même titre que Peugeot Invest veille au bon développement de ses propres investissements et espère en tirer un rendement financier positif – en particulier lors de ses investissements croissants en co-investissement et dans des fonds de *private equity* - , nous exerçons notre métier d'investisseur professionnel de long terme, soucieux de défendre l'intérêt de nos porteurs de parts, et exigeants avec nos participations.

Peugeot Invest est une société cotée en bourse, car elle a eu besoin de l'argent d'actionnaires non familiaux pour renforcer sa structure financière. A ce titre, l'alignement des intérêts entre tous les actionnaires l'oblige, et nous rappelons qu'il s'agit d'une responsabilité fiduciaire pour ses administrateurs.

Hormis le *track record* des investissements sur lequel nous ne préférons pas débattre, trois paramètres majeurs sont évalués par les investisseurs qui s'intéressent aux holdings, car ils sont entièrement sous le contrôle de la société et souvent interconnectés :

- la gouvernance
- les coûts de structure
- la priorité donnée à la valorisation de l'action.

Sur ces 3 paramètres, nous avons constaté un désalignement croissant ces dernières années entre la famille Peugeot, actionnaire de contrôle, et les autres actionnaires. C'est ce qui nous a conduit à entamer une campagne d'engagement il y a 2 ans maintenant, d'abord avec des échanges non-publics restés infructueux, puis avec la présentation de résolutions à l'Assemblée générale du 24 mai 2024 (« AG 2024 »). Ces résolutions ont été rejetées, la famille Peugeot détenant 90% des droits de votes de Peugeot Invest, mais nous notons que la majorité des actionnaires du flottant les ont soutenues.

La société a depuis un an pris certaines mesures qu'elle présente comme des progrès de gouvernance (augmentation du minimum d'investissement des administrateurs au capital, amendements sur la redevance de marque, changement de règlement intérieur, etc.). Nous nous félicitons de voir que certaines de nos demandes formulées en ce sens lors de l'AG 2024 ont été entendues, souvent après avoir initialement fait l'objet d'une opposition de la société. Toutefois, nous continuons de penser que certains de ces ajustements ne font que corriger, et de manière partielle, des errements de gouvernance, tandis que d'autres pratiques qui devraient être complètement abandonnées persistent encore (redevance de marque en particulier).

Il ne faut pas que la transition à la présidence de la société et à sa direction générale retarde des changements qui nous paraissent inéluctables, et qui sont du ressort des actionnaires de Peugeot Invest.

Sur la gouvernance :

« Tant que la structure et la gouvernance seront celles-ci, la décote a peu de chances de se réduire. Pour ce faire, il faudrait donner un vrai métier à Peugeot Invest en vendant les actifs financiers, y compris la participation dans Stellantis [...]. On peut comprendre que les Peugeot restent attachés à leur participation dans Stellantis. Mais dans ce cas-là, la nouvelle génération devrait considérer qu'avoir en Bourse son nom devenu synonyme de 50 % de décote structurelle n'est pas la meilleure façon d'honorer le patronyme des entrepreneurs fondateurs, et en tirer la conclusion qui s'impose [...] » (Billet de Pascal Quiry sur LinkedIn, mai 2024).

Le désalignement d'intérêt croissant s'est notamment manifesté par la création de la filiale de Peugeot Invest, Peugeot 1810, qui abrite les titres Stellantis et Forvia. Cette holding intermédiaire ressemble beaucoup à une construction fiscale au seul profit de la famille Peugeot, pour permettre à Etablissements Peugeot Frères (EPF) de bénéficier du régime mère-fille sur les titres Stellantis qu'elle détient, Peugeot Invest ayant à elle seule plus de 5% du capital de Stellantis et bénéficiant donc de ce régime fiscal. Peugeot 1810 coûte de l'argent à tous ses actionnaires, dont nous-mêmes, en frais de structure (conseil d'administration, frais administratifs et juridiques) et s'est vu imposer par EPF une redevance de marque pour laquelle les actionnaires de Peugeot Invest n'ont été informés que très tardivement.

En effet, cette redevance pourtant prélevée depuis le 1er janvier 2021, n'a été rendue publique que le 10 avril 2024 avec la publication du DEU 2023. Avant cela, la seule divulgation faite au sujet de la licence de marque, que nous jugeons fortement trompeuse (car laissant croire que Peugeot 1810 n'était pas soumise à une redevance) était la suivante : « En contrepartie de la licence, votre Société verse à Établissements Peugeot Frères une redevance annuelle de 3% des dividendes perçus par Peugeot Invest au titre de ses participations, à l'exclusion de sa participation dans la société Peugeot 1810 [souligné par Moneta Asset Management] » (p.90 du DEU 2021, p.91 du DEU 2022).

Nous avons été profondément marqués par ce manque de transparence, vécu comme une véritable trahison de notre confiance ; c'est pourquoi, aujourd'hui, nous attendons du groupe des actes forts et un véritable Big Bang en matière de gouvernance, seuls capables de restaurer la confiance durablement fragilisée des actionnaires.

Même si rien ne contraint la société à le faire, mais par respect pour la démocratie actionnariale, dans la mesure où Peugeot 1810 représente près de la moitié des actifs du groupe et est détenu à 76.5% par Peugeot Invest, pourquoi ne soumettez-vous pas au vote des actionnaires l'approbation de la licence de marque mise en place au niveau de Peugeot 1810 ?

Quels avantages financiers directs Peugeot Invest retire-t-il de la création de Peugeot 1810 ?

Combien ont coûté les rapports d'experts utilisés pour déterminer ces redevances de marque et qui en a supporté le coût ?

Dans le cas de la redevance sur Peugeot 1810, comment justifiez-vous qu'un expert ait pu valider une formule de redevance 10x moins élevée que la précédente ?

Si la redevance de marque est nécessaire pour rémunérer « les moyens mobilisés pour protéger la marque » (à notre avis, ce sujet ne concerne que la famille Peugeot et non les actionnaires minoritaires de Peugeot Invest) mais reste un sujet de discorde important entre la famille et les minoritaires, pourquoi ne pas fixer un montant fixe et symbolique de redevance (quelques milliers d'euros par an) ?

<u>Sur les coûts :</u>

Les frais généraux de la société ont connu une hausse très importante depuis 2020, tant en valeur absolue qu'en pourcentage de l'actif net réévalué (ANR). En valeur absolue, il s'agit d'une **hausse de 71%**. Par rapport à l'ANR, pris en totalité ou retraité du poids de Stellantis (dont la revalorisation boursière n'aurait pas dû entraîner de coûts additionnels matériels pour Peugeot Invest), les frais sont **25% à 55%** plus élevés que les cinq années précédentes :

Evolution des frais généraux	Moyenne 2015-2019	Moyenne 2020-2024	% var
Frais d'aministration générale	**-22**	**-38**	**71%**
dont charges de personnel (dont var. liées aux pensions)	*-11*	*-17*	*59%*
dont charges externes	*-10*	*-18*	*81%*
dont autres charges	*-1*	*-1*	*31%*
dont amortissement des immobilisations + loyers	*0*	*-1*	*76%*
en % de l'ANR fin d'année	*0,6%*	*0,7%*	*25%*
en % de l'ANR hors Stellantis (Peugeot) fin d'année	***1,0%***	***1,6%***	***55%***
en % de l'Actif brut fin d'année	***0,5%***	***0,6%***	*18%*
en % de l'Actif brut hors Stellantis (Peugeot) fin d'année	***0,8%***	***1,1%***	*34%*

Source : RA / DEU 2015-2024

En particulier, les charges de personnel et les charges externes ont bondi. La société n'a répondu que très partiellement l'année dernières à nos questions. Compte tenu de l'importance du sujet, nous nous estimons en droit d'obtenir des réponses beaucoup plus précises que celles obtenues lors des questions écrites posées par Moneta lors de l'AG 2024.

Comment se fait-il que la croissance des actifs gérés, notamment aidée par des marchés très porteurs et la forte progression de Stellantis, n'a pas donné lieu à des économies d'échelle ?

Concernant l'écart entre les frais de fonctionnement de 2023 que vous estimez à 21M€ et les 40M€ mentionnés dans les comptes consolidés (réponses à notre question écrite à de l'AG 2024), pouvez-vous préciser le montant « des différentes provisions (pour congés, bonus, AGA, etc.) », le montant des « amortissement non cash » et la « quote-part des frais de Peugeot 1810 qui revient à EPF » ?

Les charges de personnel se montent à 511 000 euros par personne (17,4 millions € pour un effectif de 34 personnes selon le DEU 2024). Dans les charges de personnel, pouvez-vous donner la répartition entre salaires fixes, rémunérations variables, provisions pour retraites, coût des AGA, et autres ?

Pouvez-vous nous donner le montant des frais de déplacements (hôtel, restauration, déplacements -dont aviation-, et toute autre catégorie de dépenses importantes) ?

Pouvez-vous nous donner le montant des frais de représentation (dépenses engagées pour des événements ou des activités visant à promouvoir l'entreprise ou à entretenir des relations professionnelles) ?

Des dépenses somptuaires ont-elles été enregistrées depuis 2020 ?

Quelle part des coûts totaux peut être imputée à la Présidence de Peugeot Invest en 2023 et 2024 ?

<u>Sur la priorité donnée à la valorisation de l'action</u>

La volonté affichée d'accroitre l'ANR de Peugeot Invest est une fausse piste, qui ne répond à aucun impératif stratégique (la notion de taille critique n'a pas de sens pour une holding dotée d'un capital permanent). Ce serait une nouvelle preuve de désalignement d'intérêt que de prioriser cet objectif tant que la décote reste à un niveau élevé – et aujourd'hui extrême -, plutôt que de se concentrer sur la revalorisation du titre. La croissance de l'ANR n'est pas tangible pour les actionnaires si elle se traduit par une décote qui s'accroit, ce qui est le cas depuis de longues années.

En effet, la décote de Peugeot Invest sur la valeur de ses actifs s'est particulièrement accrue, touchant à plusieurs reprises 60% depuis 1 an. Certes, le contexte sectoriel a été à l'accroissement des décotes, ce que Peugeot Invest aime rappeler. Nous déplorons une forme de fatalisme dans cette réponse, car **des solutions existent pour revaloriser le cours de bourse, et elles sont entre les mains de la société**. En particulier, transférer directement des actifs aux actionnaires est le meilleur moyen d'améliorer immédiatement la valorisation pour les actionnaires**. C'est la raison pour laquelle nous plaidons toujours pour une hausse significative du dividende, à un niveau qui resterait très raisonnable** (équivalent à un rendement sur l'ANR de c.3%/an, soit moins de la moitié du rendement annualisé de 7%/an permis par un investissement en actions

sur longue période). Cette politique permettrait d'extraire chaque année à leur valeur intrinsèque (non décotée), une partie des actifs qui tant qu'ils restent dans la société ne sont valorisés qu'à 40% de leur valeur par le marché (dans le cas d'une décote de 60%).

Nous soutenons également résolument l'idée d'une scission de Peugeot Invest, un projet évoqué par l'actionnaire de contrôle familial, qui ne s'est pas montré fermé à une telle éventualité un jour *(« So splitting the company, if one day it can be achieved, it could solve part of the issue of Peugeot Invest valuation, maybe. It's part of the reason, I mean it's one of the reasons of the discount, but also it must be done if possible at the right moment. And I think at the moment it's not, it is not the right moment.* », Nicolas Huet, DG d'Etablissements Peugeot Frères et DG intérimaire de Peugeot Invest lors de la présentation des résultats du 1er semestre 2024 le 24 septembre 2024, retranscription Moneta AM). **Nous sommes encouragés de voir qu'un tel projet pourrait être étudié et soutenons la famille Peugeot dans cette perspective**.

Sans sous-estimer les difficultés d'un tel projet, nous n'identifions pas de contrainte insurmontable. Ce scénario d'une distribution des titres Stellantis pourrait revêtir plusieurs schémas, mais permettrait en tout cas de concilier les intérêts de tous les actionnaires. Il serait possible pour la famille Peugeot de reprendre directement le contrôle de sa participation dans Stellantis. Tous les actionnaires percevraient enfin le caractère tangible de cet ANR, en recevant sous forme de distribution des titres Stellantis à leur « vraie valeur », non décotée (ce qui correspond en mai 2025 à près de 75% de la valeur des actions Peugeot Invest). Le véhicule Peugeot Invest restant serait plus incité à délivrer de la performance sur ses investissements en étant plus diversifié, plus agile et avec une performance plus lisible car non impactée par le cours de Stellantis, autant d'arguments plaidant pour une décote structurellement réduite.

Où en est la réflexion de la famille sur cette éventualité ?

Quelles sont les contraintes légales et en matière de taxation (évoquées par M.Huet sur le call du S1 2024) à un tel projet ?

Romain Burnand Grégoire Uettwiller