

PSA : une financiarisation endogène

Construire le contrôle financier d'une firme industrielle et familiale de 1965 à 2020

Dr. Quentin Couloumies Belot

*Exposé introductif de soutenance au Centre Maurice Halbwachs, le 14 janvier 2021
Thèse dirigée par Claude Didry et Cédric Lomba*

belotquentin@gmail.com

Introduction

Le 16 décembre dernier, les entreprises PSA et Fiat-Chrysler ont signé un accord de fusion visant à constituer un groupe automobile d'envergure mondiale, qui prendra le nom de Stellantis. Pourtant, il y a six ans, alors que PSA cumulait d'importantes pertes financières, la famille Peugeot semblait perdre le pouvoir et deux nouveaux actionnaires entraient au capital : la Banque publique d'investissement et Dondfeng. Néanmoins, au cœur de l'opération financière fondant Stellantis, on trouve bien la famille Peugeot, aux côtés de la famille Agnelli, à la tête de Fiat depuis la fin du XIX^e siècle.

Leurs intérêts familiaux sont représentés par deux *holdings* : FFP pour les Peugeot, et Exor pour les Agnelli. Cette fusion industrielle, historique par sa portée, se structure donc autour de deux des plus anciennes dynasties du monde automobile à travers deux puissantes sociétés financières. Cet épisode met en évidence l'un des traits saillants qui traverse cette thèse : les recompositions de dynasties familiales à travers les crises et les transformations financières du capitalisme. Or, pour saisir pleinement de telles reconfigurations, les trajectoires et les chaînes causales ne peuvent être limitées au prisme restrictif de la financiarisation.

Le thème général de cette thèse est d'aborder le phénomène de financiarisation sur une longue période s'étalant des années 1960 à 2020, à travers les dynamiques du groupe automobile PSA, qui a marqué le paysage industriel européen depuis les années 1970¹. L'idée centrale est d'éclairer et d'insérer ce phénomène macro-économique complexe, dans l'histoire de cette firme. Cette monographie permet de mettre en lumière certaines dynamiques financières profondes que les travaux classiques sur la question ignorent dans leur grande majorité. Les lignes de force qui traversent l'histoire du capitalisme relève de dimensions industrielles, financières et familiales. Leur imbrication est particulièrement nette au sein du groupe Peugeot et la firme était donc un bon candidat pour une telle analyse.

La financiarisation est définie comme l'importation, dans le périmètre des organisations productives, de rationalités, d'instruments, d'indicateurs ou de profils d'acteurs issus de la sphère financière ou influencés par elle. Au niveau managérial, un pilotage dit « financier » repose sur l'inclinaison vers la performance financière au détriment des autres dimensions de la performance organisationnelle. Une telle orientation, inscrite

¹ Thèse en ligne : <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-03234848>.

dans le court terme, peut même entraver la poursuite du projet de l'entreprise dans le temps.

Un raisonnement purement financier s'attache à maximiser la rentabilité d'un capital en cherchant à générer des gains par des investissements liquides. Le risque pour un investisseur est inversement corrélé à la liquidité des actifs dans lesquels il investit. Dans ce cadre, les actifs industriels, par définition illiquides, n'apportent pas nécessairement les gains attendus, mais surtout nécessitent une immobilisation de long terme. Le capital finance porte donc en lui la fragilisation du capital industriel.

Avant d'aborder les conclusions de mon travail, je vais présenter succinctement les données utilisées pour l'analyse, avant d'indiquer mon positionnement théorique, ce qui permettra de mieux apprécier les résultats.

La spécificité empirique de ma thèse repose sur une analyse approfondie de divers fonds d'archives mais également sur le recueil d'entretiens avec des managers financiers centraux du groupe. Les relations de confiance tissés avec les dirigeants familiaux et financiers m'ont *in fine* permis d'avoir un accès libre aux archives de l'entreprise. En plus de l'analyse exhaustive des fonds enregistrés par le centre d'archives du groupe jusqu'à novembre 2019, j'ai voulu compléter ce regard par l'examen d'autres centres d'archives. De plus, une partie significative de mon corpus est constitué d'archives personnelles mais aussi de documents actuels de l'entreprise qui m'ont été directement transmis.

En outre, pour tenter d'enrichir la compréhension des structures, procédures et des dimensions les plus formalisées des relations financières, j'ai voulu recueillir la parole et le regard des acteurs de ces transformations. J'ai donc récolté 40 entretiens avec des dirigeants financiers du groupe automobile ou des sociétés de gestion familiales. Ces entretiens recourent une longue période d'activité de ces acteurs, puisque le plus ancien entre en 1953 chez Peugeot et nombre d'entre eux sont toujours actuellement en poste.

Mais l'apport de cette thèse ne peut être réduit à une contribution empirique. Mon approche pluridisciplinaire permet également, sur les plans théorique et épistémologique, de proposer des éléments originaux.

Ce travail est le produit d'un ancrage disciplinaire varié : il emprunte à la riche littérature en histoire de la comptabilité et du contrôle l'analyse de l'évolution des outils de gestion financier, la compréhension de leurs usages variés et mouvants. Je m'inspire des analyses critiques du management, qui permettent d'appréhender les instruments de gestion comme dispositifs de gouvernement. Ils sont un moyen de mise en discipline des organisations par lesquels les rationalités financières peuvent tout à fait s'insérer. J'invoque également les outils conceptuels de la sociologie économique et de la sociologie néo-institutionnaliste afin de mettre en évidence la construction sociale des interactions économiques et leur inscription dans un ensemble de rapports de forces inter-individuels et inter-firmes. Enfin, les travaux d'historiens des entreprises permettent de cadrer les dynamiques économiques et institutionnelles dans lesquelles les trajectoires d'entreprises s'insèrent.

Je vais désormais vous présenter les résultats qui sont les plus importants à mes yeux. Dans un premier temps, je vais mettre en évidence la nécessité de déconstruire et dépasser le concept désormais classique de financiarisation. Dans un second temps, je présenterai certains facteurs endogènes éclairant la construction multidimensionnelle des dynamiques financières. Ensuite, je préciserai comment les dynamiques décrites dans cette thèse permettent de penser non seulement un cumul des temporalités, mais aussi un désajustement entre différentes évolutions. Nous terminerons enfin par quelques prolongements possibles de cette recherche.

1. Reconfigurer le concept de financiarisation

D'abord, le concept de financiarisation est très largement mobilisé non seulement en économie, en gestion, mais également en sciences politiques et en sociologie, en particulier depuis la précédente crise financière. Néanmoins, les pratiques auxquelles il est censé renvoyer sont tellement variées qu'il est de plus en plus difficile d'en délimiter le périmètre. La financiarisation comme ensemble de facteurs explicatifs tend ainsi à se dissoudre dans la variété des phénomènes qu'il est censé éclairer ou entraîner. Ses frontières imprécises et sa trop grande généralité obèrent son pouvoir explicatif.

Mon positionnement théorique a varié au fil de la confrontation avec les données empiriques. *In fine*, cette évolution se confond avec celle d'une déconstruction progressive du concept de financiarisation. Tout au long de ce travail, lors des échanges avec des collègues chercheurs, la question qui m'a fréquemment été posée est la suivante : quand PSA s'est-elle financiarisée ? J'avais de plus en plus de mal à apporter une réponse à mesure que l'enquête progressait... Je dirai désormais que ce questionnement enferme en quelque sorte l'analyse et empêche d'appréhender pleinement ce phénomène.

Son imprécision découle notamment de son usage par les acteurs économiques qui en font une source de justification pour leurs actions. Par ailleurs, dans les travaux académiques, ce concept est souvent employé comme grande catégorie du capitalisme, au même titre que le néolibéralisme, la mondialisation ou la globalisation par exemple. En outre, les mutations financières présupposées par ce concept prennent corps à partir des années 1980-1990 et forment le récit d'une grande transformation posée comme rupture séculaire.

Ma conviction est qu'en en restant à cette analyse, on passe à côté des continuités, des recompositions mais aussi de la construction des conditions de l'essor financier de la fin du XX^e siècle. Comment les grandes transformations macro-économiques sont-elles préalablement rendues possibles dans les fondations mouvantes des structures économiques que sont les grandes entreprises ? Voilà la question de départ qui a nourri, mais également pollué mon premier rapport avec les archives. Je recherchais des indices précoces de financiarisation. En effet, on observe bien sûr des traces d'organisations et dispositifs financiers dès les années 1950. Toutefois, s'en tenir à cette conclusion serait revenu, poussé à l'extrême, à calquer les processus et pratiques économiques du début du XXI^e siècle sur les années 1960, ce qui n'aurait pas eu plus de sens que de les opposer frontalement. La question de départ cloisonnait donc le regard, elle enfermait l'analyse dans la recherche d'une trajectoire unique mais surtout d'un faisceau factoriel homogène.

Ce point de blocage m'a en fait conduit à opérer un mouvement de recul supplémentaire, m'obligeant à reconfigurer le concept de financiarisation et en faire évoluer la fonction. Je pense qu'il ne faut plus le considérer comme une variable explicative cohérente, mais au contraire comme un résultat mouvant, lui-même à expliquer à l'aide de chaînes causales multiples et parfois contradictoires. En me plaçant du côté des facteurs endogènes des transformations financières de PSA, il m'a en effet été possible d'appréhender les incohérences et les tensions. Celles-ci configurent et éclairent les dynamiques organisationnelles et fondent plus généralement les différentes couches de la réalité économique. Abordons à présent notre seconde série de résultats. Les facteurs endogènes de la financiarisation sont décisifs.

2. Les facteurs endogènes de la financiarisation sont décisifs

La financiarisation est essentiellement définie comme un phénomène macroscopique. Mais cela ne suffit pas à éclairer finement les transformations financières des entreprises. De même, des décisions stratégiques marquées par la tension sur les coûts et la maximisation des dividendes à court terme ne peuvent être réduites à ce seul facteur explicatif, comme on le lit fréquemment. Dans cette perspective, les facteurs industriels et familiaux sont des éléments décisifs pour expliquer les développements financiers les plus importants au sein de PSA.

La réorganisation de 1965 est un acte fondateur, car elle constitue le groupe comme ensemble juridique et financier. Elle voit nettement s'affirmer ces trois dimensions – industrie, famille, finance – dans un même ensemble organisationnel. Cet épisode est le point de départ de rationalisations financières multiples, protéiformes et instables. Les chapitres 3 et 4 mettent en lumière le développement d'instruments de contrôle financier dans le cadre de la constitution du groupe qui rassemble une variété croissante d'activités. À partir de 1973, la Direction du contrôle général multiplie les tentatives de mise en cohérence organisationnelle au travers d'instruments de traduction financière de ces multiples opérations.

La constitution de ce grand groupe porte donc une dynamique financière ambivalente, qui s'inscrit dans le long terme. À la fin des années 1970, l'essentiel des procédures d'enregistrement et de pilotage budgétaire sont mises en place. Néanmoins, ce n'est qu'à partir des années 2000 et plus particulièrement 2014, que leur usage est orienté vers une mise en tension croissante de l'organisation. Ainsi, dès l'instant où ce long travail de mise en cohérence opérationnelle et financière semble formellement achevé, ses effets déstabilisateurs et désindustrialisateurs sont les plus vifs.

Au-delà des éléments industriels, un autre facteur endogène est également crucial. Il résulte des stratégies familiales qui, elles, se mettent en place au niveau des *holdings*, situées en amont du groupe. Le chapitre 6 aborde spécifiquement cette question. C'est au niveau de FFP que se concentre l'accumulation de dividendes issus de l'activité industrielle et que se joue le contrôle familial du capital de PSA. Cette structure devient progressivement une puissante société financière, de plus en plus indépendante du constructeur, à tel point qu'aujourd'hui, moins d'un tiers de son portefeuille est constitué d'actions PSA. Aux deux niveaux supérieurs, EPF et FFP, les enjeux de reproduction des positions familiales mais également de transmission du patrimoine apparaissent nettement. Ils configurent les stratégies financières mises en œuvre par ces sociétés et réorientent les relations entre le patrimoine familial et le capital de PSA au fil du temps.

Ainsi, entrer dans la financiarisation d'un groupe comme PSA par ces deux types de facteurs endogènes donne des clés de compréhension cruciales pour saisir ce phénomène complexe. Cela permet de dépasser les oppositions schématiques entre rationalités industrielles et financières, mais aussi de les connecter au capitalisme familial. Bien plus, la force d'une analyse qui aborde ces dimensions de front est de mettre en lumière de façon décisive leur imbrication non seulement au niveau d'une grande entreprise, mais également au sein des mêmes individus. C'est donc un ensemble de facteurs, parfois contradictoires, qui permet d'éclairer pleinement les dynamiques à l'œuvre.

3. Accepter le cumul et la complexité des temporalités

Le troisième résultat essentiel est non seulement de faire apparaître des continuités, mais surtout des temporalités multiples et contrastées aux différents échelons du groupe. On observe un désajustement entre les trajectoires, mais également un décrochage des séquences temporelles. Prenons deux exemples :

D'abord, à propos de la tension entre concentration industrielle et diversification financière : alors que l'automobile peut être considérée comme une première diversification à la fin du XIX^e siècle, on observe un premier mouvement de centrage des affaires familiales autour de ce secteur après la Seconde Guerre mondiale. Le nom Peugeot est progressivement associé à l'automobile et la réorganisation de 1965 formalise ce mouvement. Néanmoins, si l'entreprise achève de se concentrer sur ce nouveau cœur de métier dans les années 1990, cette période est également celle du début du mouvement de diversification du portefeuille financier de FFP au niveau supérieur. Plus récemment, la signature de l'accord de fusion avec Fiat-Chrysler voit à la fois la remontée de la famille Peugeot au capital du nouveau groupe, mais également une accélération décisive de la diversification de FFP. La famille Peugeot mène donc les deux stratégies simultanément.

Autre exemple, le milieu des années 2010 est le point d'orgue d'un recentrage industriel du contrôle de gestion, qui retrouve en quelque sorte son esprit des années 1950-1960. Le directeur financier actuel, nommé en 2018, est celui qui a le profil le plus industriel et le plus contrôleur depuis les années 1930. Néanmoins, dans le même temps, les objectifs financiers décidés par la Direction générale n'ont jamais été aussi déconnectés de l'activité industrielle. Ils sont marqués par une dimension prescriptive et leur élaboration découle d'une règle simplissime et abstraite : l'augmentation permanente.

L'originalité de mon travail est donc non seulement de proposer une explication fine et endogène des constructions financières, mais également de mettre en lumière les continuités, les tensions et les reconfigurations. Dès lors, on ne peut conclure au remplacement de la logique industrielle par la logique financière. En effet, quel moment de rupture choisir ? Non seulement on observe différentes trajectoires se conjuguer selon des rythmes variés, mais celles-ci ne sont pas linéaires et leur sens d'évolution divergent parfois. *In fine*, il est bien difficile de séparer les rationalités industrielles et financières, tant il apparaît que l'industrie nourrit la finance qui continue à se nourrir de l'industrie.

Conclusion - Quelle est la portée plus générale de ces résultats ?

D'abord, ces résultats montrent qu'il est salutaire de reconsidérer le phénomène de financiarisation *a minima* pour l'analyse du changement organisationnel. D'une part, les grandes ruptures et oppositions entre les deux modèles, industriels et financiers, peuvent largement être nuancées. Elles peuvent non seulement l'être d'un point de vue historique, mais également d'un point de vue analytique. D'autre part, le cumul et l'enchevêtrement d'organisations, rationalités, dispositifs financiers et industriels parcourent non seulement les mêmes firmes, les mêmes services, mais également les mêmes individus. Enfin, ces deux dimensions s'enchevêtrent pleinement dans les dynamiques de recompositions patrimoniales et familiales.

Les prolongements de ce travail

Deux pistes de recherche émergent de résultats périphériques. La première, qui apparaît dans le chapitre 4, questionne le rapport entre l'entreprise, les concurrents et le marché concernant les prix. Il permet de généraliser en se demandant comment les multiples arrangements institutionnels entre grands groupes et cabinets contribuent *in concreto* à construire ce qui est censé être une création intime des entreprises : leur niveau de marge et leurs prix de revient ? La seconde découle des multiples engagements et positions sociales occupés par les managers financiers. Elle permet d'envisager un questionnement concernant les frontières entre entreprises, États, institutions et marchés dans un contexte de circulation très forte des cadres dirigeants. Enfin, dans la mesure où la porte d'entrée financière est un prisme riche pour mettre en lumière les mutations d'entreprises sur le long terme, il est important d'élaborer pour cette question des comparaisons entre firmes selon leurs caractéristiques. Les mutations des anciennes fortunes du textile du nord, par exemple, étudiées par un petit groupe de chercheurs de Lille qui analyse la reconstitution de leur patrimoine financier, est une première piste. Le secteur sidérurgique est également central, avec la célèbre dynastie Wendel. Par exemple, vous savez qu'au moment de la nationalisation puis la destruction de l'activité sidérurgique, le groupe Wendel s'est immédiatement transformé en fonds de capital-investissement aujourd'hui en première place. Mais comment, au regard des temporalités classiques, ce basculement brutal, dès le début des années 1980, a-t-il été possible ? Je vais m'arrêter sur cette question.

Discussion : la portée théorique plus générale

Les reconfigurations des élites économiques et le retour d'anciens mécanismes d'accumulation de d'enrichissement reposant sur le patrimoine, si l'on reprend cette notion de « configuration » empruntée à Norbert Elias, permettent de construire une analogie avec les mutations de la noblesse. Une lecture minutieuse met en évidence que la noblesse de robe ne forme pas un nouveau groupe social distinct de la noblesse d'épée mais traduit des mutations dans le positionnement des nobles, reposant sur des stratégies d'appropriation nouvelles. Ce n'est pas seulement le rapport de force entre groupe sociaux distincts et en concurrence qui apporte la clé, c'est aussi la conversion des élites économiques à de nouvelles pratiques permettant le maintien de leurs positions.

De la même manière, la financiarisation de la fin du xx^e siècle peut être considérée comme la manifestation d'une nouvelle mutation économique, mais également d'une reconfiguration des stratégies d'accumulation et de domination économique. Pour ne prendre qu'un exemple, que j'évoque dans le chapitre 5, on a souvent tendance à associer financiarisation à la « désintermédiation de l'économie ». Ce terme est problématique. D'abord, l'économie davantage financée par les marchés financiers n'est pas moins intermédiée qu'une économie financée par les banques, qui se refinancent auprès de la Banque centrale. À l'intermédiaire entre les sociétés non financières et le marché financier, se trouvent les acteurs bancaires. Ensuite, l'essentiel de ce que l'on appelle « investisseurs institutionnels » est en réalité constitué de filiales ou de sociétés financières appartenant aux principaux groupes bancaires. Seul un très faible nombre de sociétés d'investissement ont pu prendre une ampleur massive ces dernières années et sont toujours issues de ces grands groupes bancaires. Il semble donc là aussi pertinent de proposer cette hypothèse de reconfiguration des élites économiques, dont la financiarisation n'est au fond qu'un symptôme.

Ce que je mets en évidence dans le premier chapitre à travers le dilemme entre intégration et diversification, c'est le caractère ambivalent de la décision

d'investissement dans le capitalisme industriel, comme je l'ai rappelé dans ma présentation. L'investissement, pour générer des gains, doit s'immobiliser pendant un temps plus ou moins long, ce qui entraîne un risque. C'est pourquoi la partie financière de l'investissement, recherchant des actifs liquides, ou sans risques, accompagne l'investissement industriel depuis toujours. En réalité, l'investissement financier précède historiquement l'immobilisation industrielle, dans le développement du capitalisme.

- Ainsi, je pense qu'il faut établir un parallèle entre la financiarisation et les résultats mis en évidence par Thomas Piketty. Il souligne que le récent retour des inégalités de revenus s'accompagne d'une croissance encore plus forte des inégalités de patrimoine, ce qui constitue l'un des pans du capital financier, prêt à s'investir, constituant ainsi des disponibilités financières. La financiarisation, parfois résumée par la *shareholder value*, recoupe donc le retour d'anciennes modalités d'accumulation en plein développement à la fin du XIX^e siècle lors du premier essor financier massif du capitalisme industriel.

Le parallèle est troublant entre la courbe en cloche de Piketty et la courbe de Rajan et Zingales reprise par Antoine Bozio en 2002 : je vous renvoie à l'Annexe 2 de ma thèse.

Remerciements

Merci à nouveau pour avoir accepté de participer à ce Jury, merci infiniment pour vos lectures riches et stimulantes de ma thèse. Vos regards cumulés permettent un tableau à la fois contrasté et complémentaire de mon travail à travers vos prismes d'analyse. Ils ont permis, je trouve, un véritable jeu de miroir. Je suis touché et honoré d'avoir discuté sur le fond ce travail qui était à la fois enthousiasmant et vertigineux.