

La valeur de l'unité familiale

Le cas LVMH-Hermès

Cadiou Christian

Cadiou Kristen

Ngoma Farrel

IAE de Bretagne Occidentale

Christian.cadiou@univ-brest.fr

Kristen.cadiou@univ-brest.fr

farrelingoma@yahoo.fr

Résumé :

La valeur est un concept qui se nourrit du contexte dans lequel l'observation se situe. Ce concept est relié à l'objet digne d'intérêt et à son évolution. Nous nous intéressons à la valeur de l'unité familiale. En dévoilant sa spécificité, le particularisme de l'entreprise familiale se déclinerait comme un actif stratégique. Il serait localisé dans l'unité familiale et s'observerait au niveau de la gouvernance. Il affecterait l'intention stratégique en s'invitant dans la vision et en influençant l'action. Il impliquerait la performance qui dérogerait d'une approche orthodoxe stricte de création de valeur financière pour introduire un contexte de valeur stratégique pour la famille. L'entrisme de LVMH qui s'est invité au capital d'Hermès a eu pour conséquence un renforcement de la défense de l'unité familiale d'Hermès. La menace d'une prise de contrôle rampante a élevé l'unité au rang de priorité stratégique. Sa préservation détruit certes de la valeur financière mais pérennise le modèle familial

Après avoir défini le concept et les principes de gestion de l'unité familiale, nous nous intéressons au risque de sa fragmentation par l'entrisme d'investisseurs. La dynamique de défense du groupe familial (GF) précise les acceptions de la valeur. Sur la base d'un cas réel, celui de la mise en danger de la société Hermès par l'intrusion de LVMH à son capital, nous analysons un cas de défense de l'unité familiale. Dans une approche longitudinale, la méthodologie de l'effet d'annonce est mobilisée pour suivre les principaux événements d'un feuilleton de recomposition d'un actionnariat familial de quatre ans qui a impliqué deux acteurs majeurs du secteur du luxe français. La dynamique de l'opération, l'attaque d'un initiateur et la défense de la cible, mettent en évidence l'intérêt d'une revalorisation de l'unité familiale.

Mots-clés : Unité familiale, entrisme, valeur stratégique, valeur financière, effet d'annonce

La valeur de l'unité familiale

Le cas LVMH-Hermès

INTRODUCTION

« Nos pères avaient coutume de dire qu'une fortune est plus difficile à conserver qu'à acquérir. Ils disaient aussi qu'une fortune ne passe pas trois générations. C'est ce qu'exprime le proverbe de la vieille France : « Cent ans bannière, cent ans civière », c'est-à-dire cent ans de prospérité et cent ans de pauvreté. Une famille réussit rarement, en effet, à garder son rang pendant plus d'un siècle. De tout temps, les patrimoines qui n'ont pas été entretenus et renouvelés ont disparu» (Bainville, 1920 :2). Or certaines affaires familiales montreraient un particularisme qui leur permettrait de transcender les générations (Gersik et al, 1997). Elles sauraient entretenir, renouveler un patrimoine familial mais aussi le protéger, le contrôler et le défendre (Lumpkin et al., 2011). Fondamentalement focalisées sur le long terme (Miller et al. 2005), elles développeraient une véritable stratégie dite de longévité (Corbetta et al., 2012). Elles seraient capables d'entretenir une unité familiale qui s'exprimerait par l'exercice de pouvoirs qui défieraient le temps et les évolutions. Des forces centripètes s'exprimeraient. Elles seraient capables de contrarier la distanciation des liens de filiation par succession de générations, l'essoufflement du projet par usure des métiers et la dilution des pouvoirs par une réduction de l'implication propriétaire et managériale de la famille. De telles forces s'entretiendraient dévoilant l'intérêt du management de l'unité familiale. Alors que la construction de l'unité familiale est un phénomène complexe, le concept même de sa préservation peut s'ériger ou non en objectif stratégique pour les récipiendaires en charge du projet familial. Dans une logique de « *family finance* », l'analyse se focalise sur l'entrisme et ses conséquences sur les valeurs. La reconnaissance d'un risque de rupture de l'unité familiale et sa gestion par la famille reconfigurent les acceptions de la performance. Après avoir défini le concept et les principes de gestion de l'unité familiale, nous nous intéressons au risque de sa fragmentation par l'entrisme d'investisseurs. La dynamique de défense du groupe familial (GF) précise les acceptions de la valeur.

Sur la base d'un cas réel, celui de la mise en danger de la société Hermès par l'intrusion de LVMH à son capital, nous analysons un cas de défense de l'unité familiale. L'étude analyse la structuration d'une unité familiale avant et après l'arrivée d'un événement majeur : l'intrusion du groupe LVMH. L'unité familiale est analysée à travers le spectre des mécanismes de protection instaurés, de la réaction à l'intrusion et des conséquences sur cette unité.

Dans une approche longitudinale, la méthodologie de l'effet d'annonce est mobilisée pour suivre les principaux événements d'un feuilleton de recomposition d'un actionnariat familial de quatre ans qui a impliqué deux acteurs majeurs du secteur du luxe français.

1- DEFENSE DE L'UNITE FAMILIALE ET VALEURS

La combinaison de l'entreprise et de la famille pose une imbrication qui combine trois trajectoires. La première est humaine et relève de la succession des dirigeants familiaux. La deuxième est économique et touche à l'évolution et à la régénération du projet familial. La troisième est financière et relève de la maîtrise de pouvoirs et de gouvernance familiale. La persistance de l'EF serait inscrite dans cette capacité pour une famille à encadrer les trajectoires et à inscrire l'ensemble dans une orientation à très long terme (Miller et al, 2005, Lumpkin et al, 2011). Elle permettrait de déjouer des risques relatifs au défaut d'implication de la famille, au déclin de l'affaire et à la distanciation des liens famille-projet. Elle est donc indissociable de la gestion du contrôle familial et de la stratégie d'entreprise mais va au-delà en impliquant la gouvernance familiale, par référence aux pouvoirs qui s'exercent. A un moment donné de l'évolution, les représentants d'une génération deviendraient récipiendaires d'un projet à transmettre dont ils auraient la responsabilité. Ils seraient ainsi garants de l'unité à défendre et à faire perdurer. L'objet des développements théoriques est de situer la problématique de la protection de l'unité familiale pour un groupe arrivé à maturité et d'étudier les conséquences de la fermeture du contrôle sur la valeur.

1.1 – LES PARTICULARISMES DE L'EF

Bien des définitions ont été données à l'EF. Elles font toutes références à l'influence significative des membres d'une famille sur un projet économique. Le modèle des trois cercles (Taguiri et al., 1996) en propose d'ailleurs une typologie selon que la famille détient la propriété et/ou le management. Cette emprise familiale est assise pour l'EF dite « *type* » sur une détention d'une proportion substantielle du capital et sur une implication dans le management. Les caractéristiques qui fondent l'originalité de l'EF se *déclinent à partir de l'influence que le groupe familial détient sur le projet*. Bien des auteurs les ont analysés

(Allouche et al., 2000, 2007; Mignon, 2000). Récemment Miller et al. (2012) en ont esquissé les principales caractéristiques. Une synthèse permet d'appréhender l'EF en autant de points positifs (capital patient, long-termisme, solidarité des familles, valorisation métiers, Implication partenariale, altruisme et familiarisme, réactivité, autonomie de gestion, système de valeurs, ancrage en territoire, confiance...) et négatifs (référence passéiste, actionnariat pesant dissension familiale, culture du risque insuffisante, rejet d'opportunités, réticences à l'ouverture du capital, consanguinité, management fermé...) qui en présentent l'intérêt et délimitent les risques. Les particularismes affectent la gouvernance familiale sur la base de ses trois modalités. La première modalité est institutionnelle et porte sur le contrôle de la propriété (patrimoine, principe majoritaire). La deuxième est économique et relève de la qualité du projet-support de l'association (régénération, redéploiement, pertinence). La troisième est filiale et se fonde sur l'attachement familial à un patrimoine (par affection ou intérêt). C'est l'association dans la durée de ces modalités qui permettrait d'assurer la pérennité de l'entreprise familiale. Les accidents, les opportunités, les hasards peuvent à tout moment perturber voire ruiner cette évolution idéale, qui peut d'ailleurs ne pas être un but en soi pour les dirigeants. Les spécificités sont bien relatives à l'imbrication projet-famille, à l'affirmation d'une légitimité pour chaque génération de dirigeants familiaux, au partage d'une histoire commune, à la filiation, à l'implication émotionnelle, à l'appartenance d'un groupe... L'unité familiale relève alors d'un construit qui se forge dans la durée, un capital à entretenir.

1.2 - L'ORGANISATION DES POUVOIRS DANS L'EF

L'organisation de pouvoirs s'intéresse aux relations propriétaires, économiques et de filiation qui imbriquent famille et projet. L'attachement d'une famille à son héritage repose sur l'existence de relations propriétaire et gestionnaire identifiées. Certaines prérogatives managériales ont bien été mises en évidence dans le modèle des « quatre C » pour *Continuité, Communauté, Connexion, Commande* (Miller et al., 2005). Elles se déclinent en autant de pouvoirs : *propriété, contrôle, capacité, consensus et exégèse* (De Montmorillon, 1986). Pour le *pouvoir de propriété*, l'actionnariat de référence est familial et le modèle de capitalisme relève de la continuité. Pour le *pouvoir de contrôle*, la commande est familiale et l'implication est institutionnelle (AG, CA). Avec le *pouvoir de capacité*, l'allocation prudente des ressources est menée dans une logique de maîtrise du projet et du *familiarisme* (Habbershon et al., 1999). Avec le *pouvoir de consensus*, l'arrangement organisationnel repose sur la

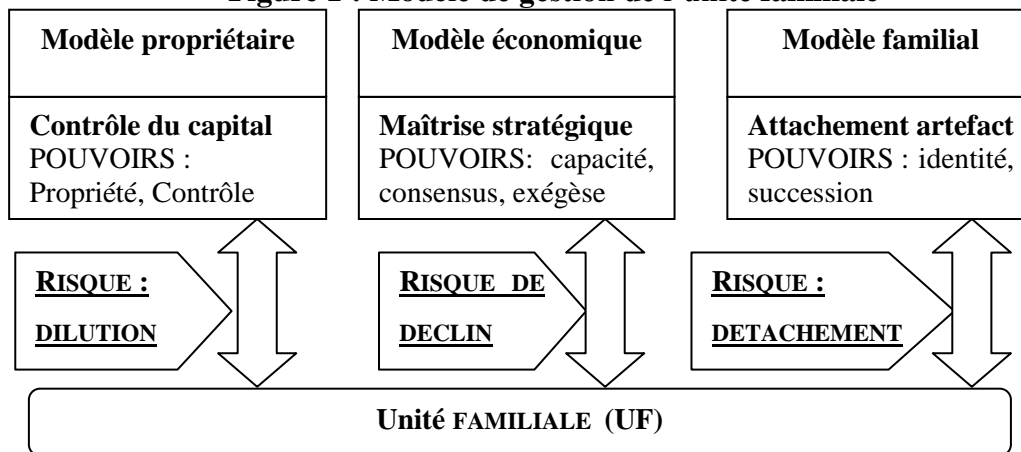
confiance (humanité, altruisme, citoyenneté. Le *pouvoir d'exégèse* est fait de sensibilité (culture, émotion, identité, valeurs).

La complexification des objectifs s'ouvrent sur les *valeurs*. Cette dernière remarque insiste sur la pertinence de la théorie de l'intendance. Elle développe l'idée de la prégnance d'objectifs collectifs du type unitaire sur ceux individuels. Dans cette veine, l'introduction de l'altruisme tisserait un lien objectivé entre les générations et les membres d'une famille (Schulze et al., 2003). Tout contrôlaire accepterait la réalisation de sacrifices pour satisfaire des objectifs d'adhésion du groupe familial à long terme et concilierait de facto l'unité familiale et le développement de la firme. La dimension affective voire émotionnelle (Hirigoyen, 2014) associerait au contexte familial une importance des relations interpersonnelles et intergénérationnelles. Les décisions fondamentales de l'EF seraient ainsi soutenues par un objectif collectif original relatif à l'*unité familiale*. Il s'agirait de l'expression d'une volonté collective de préservation propice à l'exercice d'un contrôle sur un patrimoine hérité à transmettre aux générations suivantes. Or la complexité des trajectoires familiales (cheminements de la filiation), financières (évolution du capital et de son contrôle) et économiques (évolutions des métiers), s'exerce sur des sous-systèmes en interaction (Gallo et al, 2005). La complexité du système finalisé est renforcée par la présence du groupe familial sur un marché financier organisé et par le développement international de ses métiers. En effet, au bout d'un processus de croissance réussi, une trajectoire de développement continu d'un projet pérenne et maîtrisé par la famille, on trouve *le groupe familial partenarial coté*. (GF) Il se présente sous la forme d'une constellation réunie par des liens financiers avec au centre une holding contrôlée majoritairement par la famille. S'il est coté, il est valorisé sur un marché organisé et une partie du capital est entre les mains d'un actionariat public. Un tel groupe gouverné par la famille est un ensemble complexe délimité par des liens financiers (détention de pourcentages d'actions) et des relations d'associations (imbrications métiers). C'est une construction originale, résultat d'une combinaison d'éclatements, celui d'une famille (succession de générations) et celui d'un projet économique (adaptation, révolution, régénération) mais où les liens ont su résister à l'écoulement du temps. Le contrôle familial perdure sur un projet ouvert à une aventure boursière. La dilution du capital ouvre des perspectives de placement, de participation voire de contrôle pour des investisseurs externes. C'est cet ensemble complexe qui nous intéresse.

1.3 - LE CONTENU DE L'UNITÉ FAMILIALE DANS LE GF

L'unité familiale est relative à l'association des membres d'une famille à un projet hérité. *Elle est définie comme l'attachement des membres de la famille à un artefact, vu comme une construction artificielle qui s'impose à la conscience, et dont la nature est fondée sur la base de logiques fondamentalement humaines, un assemblage fait d'intérêts personnels, de représentations collectives, de partage de valeurs, de liens émotionnels.* L'unité familiale est également une construction formalisée héritée et entretenue par les membres. En effet, l'attachement ne nie pas l'existence de biais comportementaux de la part de membres de la famille. Il s'arrange de mécanismes formels de protection contre la distanciation des liens familiaux et de défense contre des initiatives de rupture interne ou d'agression externe. De telles mesures viennent enrichir ou se substituer aux mécanismes informels afin de contrôler les initiatives opportunistes (Hirigoyen, 2008). Préserver l'unité du groupe revient à gérer des risques interdépendants. Ainsi, la perte du contrôle du capital, tout comme le déclin du projet ou la non-succession familiale peuvent emporter la construction. Pour protéger l'unité, il existe tout un arsenal de mesures formelles visant à stabiliser les pouvoirs et à asseoir la légitimité familiale.

Figure 1 : Modèle de gestion de l'unité familiale



Par référence aux mécanismes de protection, la défense de l'unité familiale relève de l'ingénierie du contrôle (Husson, 1990 ; Coispeau, 1992 ; Bucher, 1999). Elle repose sur des mesures préventives et défensives qui visent à maîtriser le capital social, gérer le périmètre, organiser le contrôle, manager la valeur, fidéliser, jouer les leviers. La panoplie des mesures est large et les types de défense sont non exclusifs. La qualité de la protection serait à relier au risque de rupture de l'unité familiale. La solidarité dans l'application serait un signal puissance de l'unité. L'actualisation des défenses serait un indicateur de pérennité de l'unité.

Le GF serait un terrain propice à la mise en place de telles mesures qui ne seraient pas sans conséquences sur la valeur. L'unité familiale serait une compétence stratégique à entretenir et sa performance se déclinerait par sa capacité à rendre pérenne le modèle familial.

1.4 – LA VALEUR DU GF ET L'UNITE FAMILIALE

La préservation de l'unité serait donc un objectif en soi pour certaines firmes familiales. Dans cette veine la littérature avance les idées quant aux conséquences d'un contrôle familial fort sur la valeur. Or la relation est complexe (Bauweraerts et al. 2013) et la controverse sur performance est réelle. Un certain nombre d'interrogations se posent. De quelle valeur s'agit-il ? La mesure de performance de l'EF est-elle spécifique ? La fermeture du capital serait-elle compatible avec la création de valeur pour l'actionnaire ? L'absence de flottant serait-il contestable du point de vu des investisseurs ? Avec la concentration des pouvoirs entre les mains de la famille, les objectifs de durabilité seraient-ils privilégiés par rapport à la performance financière ? La croissance du contrôle familial provoque-t-il des effets positifs ou négatifs sur la valeur ? Or avec la valeur comme avec la performance nous sommes en face d'un concept polysémique qui dépend du contexte de l'analyse et des partenaires impliqués. L'unité familiale est un capital collectif, une agrégation de patrimoine financier, de richesse stratégique et de valeurs partagées auxquels chaque membre adhère. la fonction d'utilité de chaque actionnaire familial est unique, « complexe et dépendante de facteurs cognitifs et d'une rationalité économique limitée. L'actionnaire familial cherchera à maximiser un capital plus important ; la valeur de l'entreprise familiale ne se cantonne pas à la seule création de valeur financière mais dépend aussi de la création de richesses socio-émotionnelles » (Hirigoyen, 2014). Bien évidemment la situation des actionnaires diverge selon qu'ils sont de la famille ou pas, selon qu'ils ont du pouvoir ou pas, qu'ils sont éloigné ou pas du projet familial. Les rapports à la valeur méritent d'être précisés.

Le débat sur les valeurs et l'attachement au GF mérite d'être posé. Une des fonctions du marché financier est l'organisation l'offre et la demande de titres dont les actions. Elle intéresse les investisseurs (économie financière) qui trouvent dans ces produits un moyen de placement pour leurs liquidités et sont à la recherche de valeur financière. La logique est financière au sens où ils analysent l'opération sur la base d'une opportunité de placement même s'ils sont détenteurs de droits de propriété par cette opération. Le marché financier est également un marché du contrôle des entreprises. Il intéresse certes des investisseurs financiers mais aussi des industriels qui développent une logique industrielle (économie réelle). La valeur stratégique est recherchée. Elle vaut par l'existence de complémentarités

entre projets, la synergie. C'est un surcroît de valeur créé spécifiquement par un investissement économique. Le GF intéresse des investisseurs externes tant industriels que financiers. Des actionnaires familiaux peuvent également par la valeur financière, le prix de transaction proposé par un investisseur externe. L'actionnaire familial développe sa propre logique fait d'attentes financières, industrielles et émotionnelles. Le liant son attachement à l'unité familiale qui est une condition de pérennité du GF.

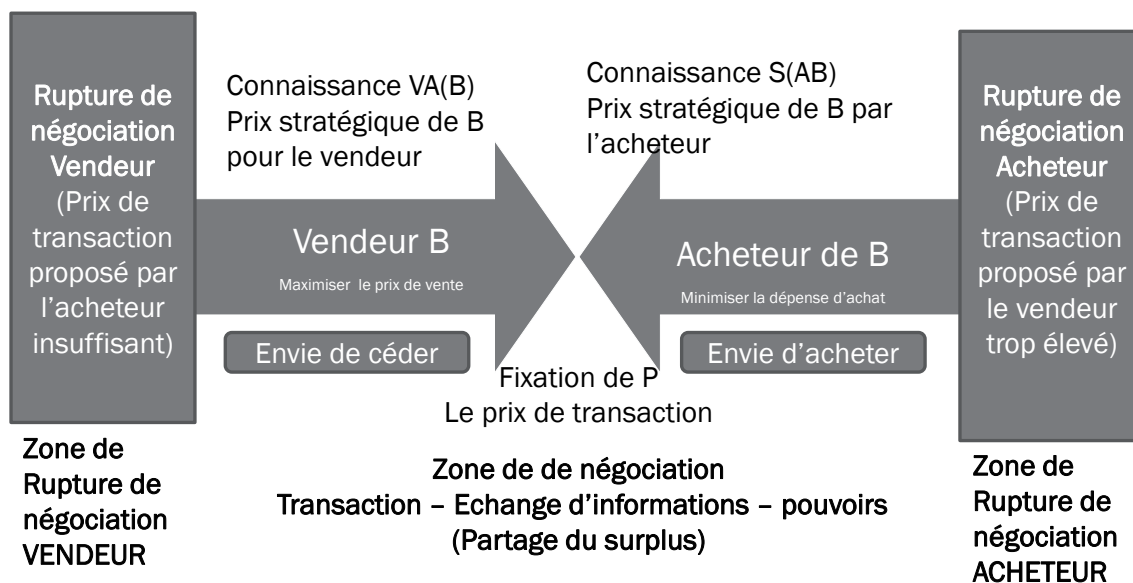
On trouve dans le cours boursier une expression de la valeur financière. Elle intéresse des investisseurs externes et familiaux qui veulent réaliser un placement ou prendre leurs bénéfices. C'est un prix de transaction. On trouve dans la valeur actuelle nette (VAN) une expression de la valeur stratégique. Elle concerne des investisseurs externes et familiaux intéressé par la valeur stratégique. Dans un contexte industriel de rapprochement, il est possible de faire apparaître ses composants, la synergie et la prime de contrôle.

Soit la firme A qui veut en acquérir une autre B. La rentabilité du regroupement est évaluée par le critère de la VAN (A,B) des projets regroupés, telle que $VAN(A,B) = [VA(A,B) - (VA(A) + VA(B))] - [P - VA(B)] = [S(A,B)] - [D0]$ Avec $VA(A,B)$ = valeur actuelle de l'ensemble regroupé AB ; $VA(A)$ = valeur actuelle de A seule ; $VA(B)$ = valeur actuelle de B seule ; P = prix de transaction ; $S(A,B)$ = synergie ; $D0$ = coût du contrôle.

La synergie $S(AB)$ est la création de valeur économique spécifique au regroupement dont peut bénéficier l'investisseur industriel initiateur externe qui veut s'approprier le projet familial. Elle est en partie captée par l'actionnaire familial détenteurs de titres du GF (prime) à travers le coût du contrôle, $D0$.

Dans un contexte de transaction, la recherche d'un arrangement propose une « danse de négociation », c'est-à-dire « un processus séquentiel de propositions et contre-propositions, de concessions et de consolidation qui peut aboutir à fixer un prix de transaction mutuellement acceptable pour les actif » (Raiffa, 1982). Le rejet de l'initiative nous ramène en zone de rupture de négociation (figure 2).

Figure 2 : Processus de négociation, valeurs et prix (Adaptation de C. Cadiou , 1990)



Pour l'actionnaire familial, la rupture de négociation va de le sens d'une préférence pour le maintien de l'UF relativement à la captation d'un surplus financier immédiat. Il s'explique par le refus du deuil lié à la fin de l'aventure familiale. L'attachement à la valeur émotionnelle et l'existence d'une conscience collective s'impose alors. Cette analyse montre l'intérêt d'élever l'unité familiale au niveau des compétences stratégiques pour pérenniser le GF. L'intelligence stratégique est alors d'instruire le renforcement de l'unité familiale par des investissements à la fois matériels (mesures de protection) et à la fois immatériels (attachement aux valeurs de la famille). Cette politique unitaire familiale s'ouvrirait sur l'existence d'une rente. Sa valeur .serait stratégique.

Sur les conséquences du renforcement du pouvoir de la famille la littérature n'est cependant pas unanime. Elle révèle des aspects tantôt négatifs tantôt positifs. Sur le premier point, la concentration de l'actionariat familial limiterait l'exercice de la discipline du marché (Shleifer et Vishny, 1989) et aurait un impact négatif sur la valeur financière. Elle provoquerait également un détournement de la richesse par les contrôleurs familiaux qui se ferait au détriment des minoritaires. Elle relèverait de l'appropriation de bénéfices privés, du détournement des investissements à des fins personnelles (Mork et al 1988) et du rejet d'investissements non conformes à l'intérêt familial pénalisant les valeurs stratégiques et financières. Elle s'analyse également comme une absence de diversification en matière de

gouvernance qui soulèverait la confusion des patrimoines (capital de l'entreprise et richesse des familles). Le contrôleur familial serait alors peu tenté de financer des investissements pourtant rentables dont la valeur pourrait être captée par d'autres partenaires et répugnerait à financer des investissements risqués. Sur le second point, en augmentant son contrôle et en protégeant sa position, la famille accroîtrait sa liberté d'action en réduisant les manœuvres intéressées des concurrents. La valeur stratégique pour la famille en bénéficierait et se bénéficie se ferait au détriment de la valeur financière. Sur la base de la théorie de la convergence des intérêts, la concentration du contrôle entre les mains de la famille économiserait des coûts d'agence (Jensen et Meckling 1976). Les dirigeants familiaux eux même actionnaires seraient enclins à prendre des décisions qui seraient conformes à leur intérêt et par confusion à l'intérêt du groupe familial. Par ailleurs, la persistance du contrôle familial développerait un effet réputationnel auprès des partenaires pour lier des contrats implicites ex-ante optimaux. Elle provoquerait une rente en termes de coût d'accès à la ressource avantageuse par rapport aux concurrents (Anderson et al. 2002). La longévité de la dynastie familiale permettrait d'acquérir un savoir-faire spécifique en termes de gestion, une ressource stratégique qui serait créatrice de valeur. De plus, la fonction d'utilité orientée sur le long-termisme pour une famille s'ouvrirait sur des stratégies d'investissement qui relèveraient de la performance durable et dérogeraient d'une logique court termiste (Stein 1989). Les développements théoriques sont prolixes sur l'unité familiale et sa relation à la valeur. Les débats sont loin d'être unanimes.

La confusion est réelle car la notion de valeur est plurielle. Les aspects négatifs ramènent plutôt à la valeur financière alors que les aspects positifs s'ancrent davantage dans une logique de valeur stratégique pour la famille. Les concepts, les temporalités, les destinataires de la valeur importent dans l'analyse. Nous avons choisi l'étude de cas pour apporter notre pierre à l'édifice du contrôle familial comme facteur de performance. Les méthodes de mesure s'intéressent à la valeur financière instantanée (rentabilité pour l'investisseur) et aux valeurs stratégiques pour un investisseur externe et pour la famille (pérennité de l'unité). L'analyse est menée sur la firme familiale Hermès.

2- LA DEFENSE DE L'UNITE FAMILIALE : L'ETUDE DU CAS HERMES

La recherche s'intéresse à la société Hermès, groupe familial coté. L'étude se cristallise sur l'organisation et la structuration de l'unité familiale avant et après l'arrivée d'un événement majeur affectant son risque unitaire, l'intrusion du groupe LVMH dans son capital. Notre analyse développe une analyse de l'unité familiale à travers le spectre des mécanismes de

protection instaurés, de la réaction à l'intrusion et des conséquences d'un renforcement de l'unité.

2.1 - LA METHODOLOGIE

La méthode de l'étude de cas unique (Hlady Rispal, 2002) est menée de manière exploratoire sur une période temporelle assez longue. Elle implique l'étude d'un nombre important de données issues du sujet investigué, l'EF Hermès. Elle permet ainsi de mettre en évidence l'évolution d'un comportement sur la base d'observations multiples. Il convient ici de s'intéresser aux informations mobilisées sur le cas et à leur traitement.

Les informations mobilisées : L'étude s'appuie sur des informations secondaires quasi exhaustives. Elle couvre la période 2010-2014 : Il s'agit des rapports d'activités (2010, 2011, 2012, 2013) et du portail Hermès ; de l'outil de FactSet qui est une plateforme pluri bases de données qui permet d'accéder à toute l'information financière, économique et sociale utile..

La méthode de l'étude d'événements (Fama et al., 1969). : Pour étudier les conséquences de l'arrivée d'un événement sur les cours, nous mobilisons la technique des effets d'annonce. Elle s'intéresse à la valeur financière (cours d'Hermès) mais donne des informations sur les anticipations des investisseurs (valeur stratégique). Dans une approche longitudinale, cinq événements (E) successifs font l'objet d'une analyse de signification.

Encadré 1 : La méthode d'analyse

Les rendements normaux (RN) sont calculés sur la base du modèle de marché (Sharpe, 1963, Brown et Warner, 1985). Ce modèle explique la rentabilité quotidienne $R_{i,t}^*$ d'un titre i à la date t par la rentabilité quotidienne $R_{m,t}$ d'un indice de marché m à la date t . Ainsi, pour la rentabilité d'un titre i à la date t , le modèle de marché est :

$$R_{i,t}^* = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{où } \beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i; R_m)}{\sigma_m^2} \quad \text{et } \alpha_i = R_{i,t}^* - \beta_i R_{m,t} \quad \text{avec, } E(\varepsilon_{i,t}) = 0,$$

$$\text{var}(\varepsilon_{i,t}) = \varepsilon_\varepsilon^2, \quad \text{cov}(\varepsilon_t; \varepsilon_{t+1}) = 0 \quad \forall t \neq t+1.$$

Les paramètres α_i et β_i sont calculés par la méthode des moindres carrés ordinaires. β_i est une estimation de la sensibilité de l'actif i aux rentabilités de marché. α_i est une estimation de la performance de l'actif non expliquée par le marché. Toutes les informations sont quotidiennes (cours et indices) sur la base des informations de clôture (FactSet). L'étude est faite respectivement sur la base de trois indices de marché pour calculer les rentabilités du marché ($R_{m,t}$), le CAC40, le SBF120, et Oddo Génération (fonds action thématique valeurs

Familiales). Elle retient également deux périodes d'estimations courtes de 75 et 260 jours pour mieux cerner le contexte de marché. La rentabilité anormale (AR) du titre i à chaque période t de la fenêtre d'observation est la différence entre la rentabilité observée ($R_{i,t}$) et la rentabilité attendue ($R_{i,t}^*$) : $AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t}^* = R_{i,t} - R_{i,t} | R_{m,t}$

Les rentabilités anormales sont normalisées. Ce traitement est destiné à neutraliser l'effet de l'annonce sur la variance des rentabilités dont l'instabilité peut nuire à la puissance des tests statistiques. Pour la période d'estimation de 260 jours la rentabilité anormale normalisée (SAR) à la date t est par exemple :

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S(A_i)} \text{ avec } S(A_i) = \sqrt{\frac{1}{259} \sum_{t=-265}^{-6} AR_{i,t}^2} \text{ avec } \alpha_i \text{ et } \beta_i \text{ calculés de -265 à -6 jours.}$$

Deux tests de signification sont réalisés au niveau du cumul des rendements anormaux sur la fenêtre d'observation, un test t de Fisher (test paramétrique de conformité des espérances suppose que les rentabilités anormales sont normalement distribuées) et un test de rang de Wilcoxon (test non-paramétrique de symétrie des répartitions de deux échantillons indépendants).

2.2 - L'ANALYSE D'HERMES : LES EVENEMENTS ETUDIES

L'étude porte sur l'unité familiale, les mécanismes de gouvernance et les protections du contrôle d'Hermès. La situation initiale du groupe puis les événements qui ont suivis sont analysés Ils sont relatifs au raid de LVMH sur Hermès (2010), aux défenses familiales (2010-2012, et à la conciliation (2014). L'analyse des événements est qualitative (analyse des informations de Facset) et quantitative (effet d'annonce).

2.2.1 - Le contrôle familial d'hermès avant le raid :

Hermès en 2010 est un groupe familial délégué (management externe) à l'unité persistante (depuis 1837), arrivé à la sixième génération de successeurs et encore détenue pour Hermès International (HI) à plus de 70% par le bloc familial. C'est la 19^{ème} capitalisation boursière de Paris qui est évaluée à 21,4 Md€. Elle fait partie des fleurons du marché. La défense de l'unité repose sur le statut de commandite par actions. Les actionnaires ont des droits de vote double. Le capital est concentré entre les mains des contrôleurs familiaux regroupés au sein d'une société ad hoc (SARL Emile Hermès). Aux branches familiales sont associés des holdings patrimoniaux. Le flottant de 25%. Son PER est de 54. La société crée de la valeur (PER=54,

ratio de Marris > 8 , BN =412 M€). *La société est considérée comme protégée. La quasi-totalité de la panoplie des mesures de protection sont référencées.* Sur la propriété, le pouvoir est canalisé par la famille collectivement contrôlaire. L'éclatement en branches familiales (clans) est visibles (holdings patrimoniales). Il est canalisé puisqu'une relation actionnariale familiale existe (comité de famille). La cohésion familiale repose à la fois sur des relations formalisées (arrangements institutionnels) et des liens plus informels (partage d'une philosophie). La gérance du groupe est exercée conjointement par un manager, en l'occurrence P. Thomas et un représentant d'Emile Hermès SARL, l'associé commandité. L'actionnariat de la SARL est réservé à la descendance d'Emile Hermès, le petit-fils du fondateur. Les membres de la famille sont présents dans tous les organes de direction du groupe (gérance, comité exécutif, conseil de surveillance, comité d'audit, associé commandité). Un membre du clan Peugeot est présent au conseil de surveillance du groupe (solidarité des familles). Le contrôle familial est renforcé par des mesures de protection du capital. L'arsenal en la matière est riche en termes juridiques (commandite par actions dissociant les *commanditaires, apporteurs de capitaux de l'associé commandité, apporteur en industrie, titres autocontrôlés*, holdings patrimoniales, SAS), statutaires (actions au nominatif, droits de vote doubles, obligation de déclaration de seuils statutaires à 0,5% du capital social ou des droits de vote, clauses d'agrément), financières (possibilité d'augmentation de capital réservée, BSA entre les mains d'actionnaires familiaux, intéressement), contractuelles (pacte, conventions, syndicat familial), économiques (périmètre d'investissement délimité, synergies métiers, valorisation de l'image). L'actionnariat salarié représente 0,5% du capital. La gouvernance d'Hermès associe les mécanismes d'adhésion informels (culture et valeurs), ceux de l'implication directe des membres de la famille dans l'aventure économique et ceux de l'association propriétaire. Hermès est en 2010 une société familiale cotée au capital bien protégé. La gestion de l'unité protège le GF de l'éclatement du capital (rentabilité élevée, endettement faible, implication de la famille, gouvernance fermée ...) , de la distanciation émotionnelle des individus (image d'exception, notoriété de la marque, culture de l'art, attrait du luxe...) et de la complexification du projet (taille modeste, propriété des points de vente, faible diversification métiers, internationalisation du modèle ...). Hermès est cependant convoité, sa cohésion observée, sa performance enviée.

Cinq événements ont fait l'objet d'une étude approfondie. Les résultats des tests présentés sont ceux obtenus sur la base du CAC et d'une période d'estimation de 260

jours.(convergence des résultats quelle que soit le choix de l'indice et de la période). Pour l'événement E5, les analyses ont été menées sur l'initiateur et la cible du raid.

Encadré 2 : Chronologie de l'affaire LVMH-Hermès et événements étudiés

<p><u>Les antécédents</u></p>	<p>2007 - 2008 : Nexgen propose à LVMH de souscrire des equity swaps à dénouement monétaire sur Hermès. LVMH contracte via 2 filiales (situées au Luxembourg et à Hong Kong) des equity swaps auprès de Nexgen pour 4,7% du capital d'Hermès, de la Société Générale pour 4,5% et du Crédit Agricole Investment Bank pour 3%.</p>
<p><u>Le raid</u> Evénement E1</p>	<p>25 Octobre 2010 : LVMH annonce être monté au capital d'Hermès (17,1%) par dénouement des opérations d'equity swaps. Cette participation sera portée jusqu'à 22,6% en décembre 2012. Un mois plus tard, le gendarme de la Bourse ouvre une enquête sur les conditions d'entrée de LVMH au capital d'Hermès.</p>
<p><u>Les défenses</u> Evénement E2</p>	<p>8 novembre 2010 : Le conseil de familles Hermès annonce la parade anti-LVMH : renforcement du contrôle par un pacte d'actionnaires familiaux pour organiser la cession progressive des actions familiales vers une holding non cotée qui deviendrait propriétaire au fil de l'eau.</p>
<p>Evénement E3</p>	<p>24 novembre 2011 : Annonce de la création effective par les actionnaires majoritaires d'Hermès de la création d'H51 (un holding qui rassemble 50,2% du capital de l'entreprise et 55,4%, des droits de vote).</p>
<p>Evénement E4</p>	<p>30 mai 2012 : Axel Dumas, neveu du dirigeant historique Jean-Louis Dumas, a été choisi par l'AG pour succéder au dirigeant externe Patrick Thomas à la tête du groupe. La transition s'effectuera progressivement avant de prendre seul la direction le 3 juin 2013.</p>
<p><u>L'affrontement juridique</u></p>	<p>10 juillet 2012 : Hermès dépose une plainte contre LVMH pour "délit d'initié, complicité et manipulation de cours " auprès du parquet de Paris. De son côté, LVMH dit avoir fait de même, cette fois pour "chantage, dénonciation calomnieuse et concurrence illicite". Une information judiciaire est ouverte quelques mois plus tard à la section financière du Tribunal de grande instance de Paris.</p> <p>15 mai 2013 : Le rapport d'enquête de l'AMF révèle que la prise de contrôle aurait bien été préparée par LVMH, « projet Mercure » datant de 2006. LVMH dément en annonçant son intention de contester ce rapport.</p> <p>31 MAI 2013 : L'AMF a annoncé avoir infligé une amende de 8 millions d'euros à LVMH. Il s'en suit des rumeurs de cession par LVMH à un groupe Qatari, les interventions de P. Thomas auprès du ministre de l'économie et de LVMH pour</p>

	descendre sous les 15%, le dossier pénal en instruction, la plainte de LVMH au tribunal de commerce de Paris... et la médiation de son président
--	--

<u>Epilogue</u> Evénement E5	3 septembre 2014 : La proposition de conciliation est agréée. LVMH annonce son désengagement d'Hermès et la distribution de la totalité de ses actions à ses actionnaires fin décembre 2014.
--	---

2.2.2 - Le raid LVMH (Evénement 1- E1) :

Nous nous sommes focalisés sur un événement majeur qui a impacté la gouvernance familiale d'Hermès. Il s'agit de l'entrisme de LVMH, groupe coté au portefeuille diversifié (60 marques) de grande notoriété, leader mondial incontesté d'un marché porteur, celui du luxe, expert de la croissance externe. Il s'est invité au capital d'Hermès le 25 octobre 2010. De *sleeping partner*, détenant moins de 5% du capital d'Hermès International, LVMH a organisé sa montée en puissance en utilisant une technique financière sophistiquée. De simple investisseur financier, il est devenu instantanément un actionnaire incontournable d'Hermès en détenant plus de 17,1% de son capital. L'annonce n'a été précédée d'aucune déclaration de seuil obligatoire auprès de l'autorité des marchés financiers. La surprise a donc été totale. C'est en utilisant des contrats à terme particuliers, les *equity swaps*, que l'opération a pu être menée en toute discrétion. Ce produit optionnel est un contrat conclu avec un établissement financier. Il permet normalement à un investisseur de bénéficier de la performance d'une action sans détenir les titres. Ce dernier anticipe ainsi une évolution positive du cours d'une valeur mobilière sur le marché. Au débouclage du contrat, le bénéficiaire reçoit la différence en numéraire entre le prix effectif du titre et le prix prévu dans le contrat. Or dans le cas qui nous concerne, un avenant signé entre des banques et LVMH prévoyait un règlement en titres Hermès et non en liquidité. La sortie du contrat s'est donc fait par livraison physique des actions. Du coup LVMH a déclaré instantanément les franchissements des seuils de 5%, 10% et 15%. Il s'est poursuivi par ramassage au fil de l'eau. Le taux de détention dans le capital d'Hermès a régulièrement augmenté en 2010 (14,2% le 20-10, 17,1% le 23-10), 20,21% le 17-12), puis en 2011 (21,4% le 31-08, 22,28% le 20-12 représentant alors 16% des droits de vote). LVMH justifiait alors l'opération comme une action visant à n'être qu'un "actionnaire de long terme" du célèbre sellier et à "contribuer à la préservation du caractère familial et français qui est à l'origine du succès mondial de cette marque emblématique». Cette montée au capital a fait craindre *une prise de contrôle rampante d'Hermès par LVMH*. La valeur

financière du titre Hermès International a augmenté de 16% le jour de l'annonce du début du raid pour s'établir à 204,50€. Ces 17,1% ont été acquis sur la base d'une valorisation de 1,45 Md€ soit un prix de revient de 80,47€ par action. Ce prix financier est jugé très favorable par les experts pour l'initiateur d'autant qu'à ces niveaux la participation est stratégique.

Les rendements anormaux constatés, AR (5,96%) et SAR (9,59%) (tableaux 1 et 2), pour Hermès le jour de l'annonce (J) sont positifs. Il y a donc une création de valeur stratégique attendue puisque les investisseurs anticipent des bénéfices futurs supplémentaires. Pour LVMH, l'opération relève du raid et est strictement financière. Le prix de transaction P (equity swap) est bien inférieur au prix du marché (cours boursier) d'Hermès le jour de l'annonce. La prime de contrôle est négative ($P < VA(\text{Hermès})$). La dépense d'investissement ($D0 - VA(A)$) est donc négative pour LVMH. La valeur de contrôle est totalement captée par LVMH (plus-value potentielle de la transaction). La synergie industrielle existe également dans l'opération (AR, et SAR positifs). Au niveau industriel, le marché anticipe que la prudence d'Hermès en matière d'investissement va s'estomper avec l'arrivée d'un actionnaire important.

Tableau 1 : Analyse Rendements anormaux (AR) des 5 événements

AR	E1	E2	E3	E4	E5	
					H5_H	E5_LVMH
J-5	-0,0096	-0,0234	-0,0110	0,0011	0,0018	-0,0014
J-4	-0,0071	0,0248	-0,0069	-0,0077	0,0016	-0,0003
J-3	-0,0091	0,0106	0,0018	0,0012	-0,0003	-0,0003
J-2	0,0000	-0,0073	-0,0038	0,0095	-0,0007	0,0031
J-1	0,0083	-0,0020	-0,0024	0,0065	0,0023	0,0008
J	0,0596	-0,0065	-0,0048	-0,0020	-0,0168	0,0089
J+1	-0,0540	0,0290	0,0014	-0,0129	-0,0107	-0,0037
J+2	-0,0396	-0,0108	0,0003	-0,0005	-0,0102	-0,0021
J+3	-0,0087	-0,0225	-0,0052	-0,0109	0,0014	-0,0001
J+4	-0,0230	-0,0034	0,0006	-0,0052	0,0032	0,0011
J+5	-0,0236	-0,0078	-0,0039	0,0035	-0,0016	0,0002

Tableau 2 : Analyse Rendements anormaux standardisés (SAR) des 5 événements

SAR	E ₁	E ₂	E ₃	E ₄	E ₅	
					H _{5_H}	E _{5_LVMH}
J-5	-1,5461	-2,9387	-1,4192	0,1435	0,4421	-0,3342
J-4	-1,1355	3,1142	-0,8864	-1,0154	0,3909	-0,0699
J-3	-1,4688	1,3339	0,2302	0,1556	-0,0775	-0,0592
J-2	0,0068	-0,9225	-0,4855	1,2657	-0,1667	0,7185
J-1	1,3295	-0,2489	-0,3116	0,8677	0,5741	0,1858
J	9,5925	-0,8214	-0,6161	-0,2640	-4,1660	2,0765
J+1	-8,7000	3,6478	0,1748	-1,7102	-2,6574	-0,8499
J+2	-6,3742	-1,3562	0,0396	-0,0681	-2,5175	-0,4942
J+3	-1,4075	-2,8250	-0,6716	-1,4475	0,3362	-0,0302
J+4	-3,7030	-0,4237	0,0743	-0,6928	0,7926	0,2562
J+5	-3,8021	-0,9850	-0,5066	0,4649	-0,3975	0,0376

Le doute sur la démarche financière ou industrielle de LVMH est posé. Le fait de conserver les titres Hermès acquis et d'en racheter au fil de l'eau sème le trouble sur la logique poursuivie et est d'ailleurs entretenue par l'initiateur. La prime spéculative se révèle avec le risque de revalorisation des cours Hermès lié à une prise de contrôle rampante. Des dissensions familiales peuvent émerger avec l'idée que certains membres de la famille pourraient en profiter pour apporter leurs titres au raider si la prise de contrôle passe le cap des 33% du capital. Le marché, saluant la performance financière de l'opération, apporte une prime à la cible sur une prise de contrôle à venir. LVMH loin d'un placement financier se lance dans une opération d'investissement stratégique visant à prendre le contrôle d'Hermès. L'effet valorisation montre instantanément l'existence d'un effet synergétique. La recomposition du capital d'Hermès est en cours et les investisseurs applaudissent. La prise de participation dans ces conditions est inacceptable pour la famille car la transaction est loin de se faire au niveau de la valeur stratégique qu'elle attend. Le risque est réel pour l'unité familiale. La réaction est immédiate. Du coup les résidus cumulés (CAR du tableau 3) se déforment en fin de période. Sur l'ensemble de la période d'observation (J-5, J+5) les CAR sont négatifs (-10,69%) (tableau 4) et significatifs (Tableau 5). L'entrisme a provoqué des réactions de défense en chaîne de la part de la cible Hermès.

Tableau 3 : Analyse des rendements anormaux cumulés (CAR) des 5 événements

CAR	E ₁	E ₂	E ₃	E ₄	E ₅	
					H _{5_H}	E _{5_LVMH}
J-5	-0,0096	-0,0234	-0,0110	0,0011	0,0018	-0,0014
J-4	-0,0167	0,0014	-0,0179	-0,0066	0,0034	-0,0699
J-3	-0,0258	0,0120	-0,0161	-0,0054	0,0030	-0,0592
J-2	-0,0257	0,0047	-0,0199	0,0041	0,0024	0,7185
J-1	-0,0175	0,0027	-0,0223	0,0107	0,0047	0,1858
J	0,0421	-0,0038	-0,0271	0,0087	-0,0121	2,0765
J+1	-0,0119	0,0252	-0,0257	-0,0042	-0,0228	-0,8499
J+2	-0,0515	0,0144	-0,0254	-0,0047	-0,0330	-0,4942
J+3	-0,0603	-0,0081	-0,0307	-0,0156	-0,0316	-0,0302
J+4	-0,0833	-0,0115	-0,0301	-0,0208	-0,0284	0,2562
J+5	-0,1069	-0,0193	-0,0340	-0,0173	-0,0300	0,0376

Tableau 4 : Analyse des CAR pour différentes tranches de la période d'observation

J	E ₁	E ₂	E ₃	E ₄	E ₅	
					H _{5_H}	E _{5_LVMH}
[-5 ; -1]	-0,0175	0,0027	-0,0223	0,0107	0,0047	0,0019
[-4 ; +2]	-0,0419	0,0378	-0,0144	-0,0058	-0,0348	0,0065
[-2 ; +2]	-0,0257	0,0024	-0,0093	0,0007	-0,0360	0,0070
[-1 ; 0]	0,0678	-0,0085	-0,0072	0,0045	-0,0145	0,0097
[0 ; +1]	0,0055	0,0225	-0,0034	-0,0149	-0,0275	0,0053
[+1 ; +5]	-0,1490	-0,0155	-0,0069	-0,0260	-0,0179	-0,0046
[-5 ; +5]	-0,1069	-0,0193	-0,0340	-0,0173	-0,0300	0,0062

La sortie de zone de négociation est implicite. L'envie de céder n'existe pas chez Hermès. (figure2). Les actionnaires fortement impliqués se mobilisent sur la défense de l'unité. Les gains financiers possibles sont loin de compenser la perte de la valeur émotionnelle.

2.2.3 - Les défenses d'Hermès (Evénements 2,3 et 4) :

En réaction, fin octobre 2010, un communiqué de presse d'Hermès rassurait sur la cohésion familiale en affirmant que l'actionnariat familial restait "*parfaitement uni pour la poursuite d'un projet d'entreprise commun*". Il ajoutait que le statut de société en commandite par

actions permettait de garantir l'indépendance du groupe et qu'aucun projet de cession significatif de capital n'était envisagé par la famille. L'unité familiale est revendiquée. Elle rassure sur le maintien du contrôle à long terme. Mais au-delà du discours, le besoin de justification est un signal de risque. Le besoin de consolidation de la gouvernance confirme cette interprétation. Nous avons observé sa mise en œuvre sur la base de trois événements les deux années qui ont suivi l'intrusion. Le premier est une annonce faite en préambule du conseil des familles (*événement 2 – E2*) datée du 8 novembre 2010. Les actionnaires d'Hermès ont annoncé leur volonté de renforcer l'unité familiale via la création d'une nouvelle holding. Cette information publique a porté sur l'objet d'une réunion à venir d'un conseil des familles d'Hermès ayant pour ordre du jour le contrôle de la société. Deux schémas à l'étude ont d'ailleurs été présentés. Il y a la constitution d'une holding non cotée regroupant tous les titres de la famille et organisant une incessibilité des titres hormis entre héritiers. Il y a l'idée d'un pacte d'actionnaires construit entre les familles et la société Théodule. Il s'agit d'organiser la cession progressive des actions de la famille vers la structure qui en deviendrait propriétaire au fil de l'eau. En janvier 2011, des dissensions familiales sont apparues. Près de vingt membres de la famille ont hésité voire refusé de participer au montage destiné à contrer l'intrusion de LVMH. Ils représentaient 7% du capital de la société. La famille répond à des logiques de clans dans lesquelles les intérêts particuliers peuvent diverger. Le déroulement de procédures (négociations intra familiales, action de l'association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) et autorisations émanant des autorités prudentielles (AMF)) a duré un an. Le second épisode, (*événement 3- E3*) est la mise en place de H51, *la forteresse d'Hermès*. Elle a été annoncée le 24 novembre 2011, soit un an plus tard par l'avocat du groupe et relayé par Reuters. Il se traduit par l'apport des actions détenues par la famille dans Hermès International à la société H51, une SAS à capital variable. La dénomination H51 est révélatrice de l'objectif majoritaire pour une holding familiale non cotée. Les actionnaires familiaux réalisent un reclassement d'actions afin de sécuriser le contrôle familial. Deux effets relatifs à la protection de l'unité sont à mentionner. En premier lieu, le montage permet instantanément à la famille de reconduire le contrôle du projet. Sa participation majoritaire est logée dans H51 (50,15% des actions et 55,4% des droits de vote). Les mouvements de titres de la famille transitent par H2 (ex Théodule) qui organise le transfert selon les besoins vers H51. La cohésion familiale repose sur ces holdings. La cession de titres à ces structures est réservée à la famille (90 personnes physiques) mais aussi aux holdings patrimoniales des clans. Des mécanismes de solidarité en vase clos

permettent l'accès à la liquidité en cas de nécessité pour la famille. Sur le contrôle familial, H51 détenait fin 2011, 52 943 797 actions Hermès International (sur un total de 105 569 412 actions) représentant 81 424 658 droits de vote (sur un total de 146 952 658 droits). H51 est elle-même contrôlée au plus haut niveau par les membres personnes physiques du groupe familial Hermès composé des associés de la Société Emile Hermès SARL, de leurs conjoints, enfants et petits-enfants, de leurs holdings patrimoniales. En raisonnant au niveau du groupe familial constitué de H51, H2, et des autres membres de la famille, il contrôlait fin 2011, 62,82% des actions représentant près de 70% des droits de vote d'Hermès International (AMF- Euronext Paris). La justification de consolidation actionnariale trouve de plus une consonance partenariale. La nouvelle présidente d'H51 et le président du conseil de gérance d'Hermès, tous deux membres de la famille, ont traduit le montage H51 en ces termes : « une volonté de rassurer collaborateurs, fournisseurs et clients » face à l'intrusion de LVMH. Au même titre, la présentation fin mars 2012 de la création d'une « vaste maison des savoir-faire » dédiée à la formation des mains d'Hermès rassure sur l'avenir. Il s'agit à la fois de perpétuer la tradition mais aussi de se rassurer sur la régénération de compétences rares. En second lieu, la persistance de l'unité familiale est assurée. Au montage est associée une convention signée par tous les actionnaires familiaux impliqués. Elle instaure un droit prioritaire d'acquisition au profit d'H51 sur leurs actions. Ce mécanisme de second degré scelle définitivement l'arrangement familial jusqu'au 31 décembre 2040. L'annonce de la nomination d'un dirigeant familial (*événement 4- E4*) lors l'assemblée générale d'Hermès International le 30 mai 2012, est le troisième épisode. Au niveau de l'unité propriétaire, les négociations familiales se sont poursuivies. Un membre de la famille (N. Puech) détenant 6% du capital s'est maintenu à l'écart. L'annonce de son entrée au conseil de surveillance du groupe a été faite lors de la préparation de l'assemblée générale (17-04). Ce choix s'inscrit bien dans une stratégie d'attraction visant à généraliser la cohésion. Au niveau managérial, la tenue de l'AG 2012 a été choisie pour annoncer une décision à forte connotation symbolique. Il s'agit du changement de directeur général impliquant la fin d'un intérim de délégation de la gestion. A Patrick Thomas, dirigeant externe à la famille, directeur général et premier gérant d'Hermès succède Axel Dumas, membre de la 6^{ième} génération, qui occupait les fonctions de directeur général des opérations. C'est le retour à un management familial. Une cogérance dite de transition est alors proposée avec prise d'effet dès le mois de juin 2012. Hermès propose ainsi un recouvrement des trois cercles que sont la famille, le management et la propriété qui ramène au modèle familial « type » (Taguiri et Davis, 1996).

Les trois défenses sont négativement perçues et donc destructrices de valeur (AR_j négatif – tableau 1). Instantanément, les rendements anormaux constatés lors de l’annonce de E2, E3, E4 sont négatifs (- 0,2 à - 0,6%). Les CAR négatifs des événements E2, E3, E4 confortent l’effet d’annonce (tableau 3). Sur le cumul, l’effet destruction sur E3 est important et significatif (3,5%). Il s’agit de la fermeture effective du capital familial avec l’installation de H51. Les effets E2 et E4 sont également négatifs mais non significatifs (-1,9 et -1,8%). Le renforcement de l’unité familiale est destructeur de valeur financière. L’attachement au GF est implicite. Ici le marché réagit sur la base d’une réduction de la menace de prise de contrôle rampante pour Hermès. La prime spéculative se déprécie avec le renforcement des pouvoirs de la famille (E2, E3, E4). Le marché anticipe une réussite de la défense de la famille. Le risque de sortir de la zone de négociation par la cible est réelle. L’unité familiale se renforce et la valeur émotionnelle de la famille gagne en importance. La valeur stratégique pour la famille se détache de la valeur stratégique pour LVMH. La logique long termiste du projet s’impose à chaque annonce avec un constat « plus l’entreprise est ancienne, plus elle gagne en valeur émotionnelle dans le cœur de l’actionnaire familial actif. Son bonheur est corrélé positivement à la valeur émotionnelle. C’est ce qui explique que les actionnaires actifs et sereins ne souhaitent pas vendre leur entreprise mais préfèrent la conserver et la transmettre aux générations suivantes » (Hirigoyen, 2014). Nous trouvons ici une explication au refus de vente. Cette valeur émotionnelle correspond au souci de conserver l’unité pour des raisons de représentations collectives, de partage de valeurs, d’héritage à transmettre, de liens,...mais aussi de rente à faire perdurer. En raisonnant sur la base des résidus cumulés CAR (J-5 à J+5), tous les 3 événements proposent des effets négatifs (tableau 4) qui sont fortement significatifs pour E3 et dans une moindre proportion pour E4 (tableau 5).

Tableau 5 : Test sur les CAR « t » et « W »

	J	Test t de student				Test de wilcoxon	
		Mean	Std dev.	t stat	Sig	W	Sig
E1	[-5 ; +5]	*** ,0332	0,0404	-2,7260	0,0210	*** 2,312	0,0210
E2	[-5 ; +5]	-0,0004	0,0146	-0,1030	0,9200	0,0000	1,0000
E3	[-5 ; +5]	*** ,0243	0,0067	-11,9320	0,000	*** 2,934	0,0030
E4	[-5 ; +5]	* ,0050	0,0106	-1,5780	0,1460	* 1,334	0,1820

E5	[-2 ; +2]	*-0,0072	0,0078	-2,0530	0,1090	*-1,483	0,1300
	[-5 ; +5]	-0,0012	0,0048	-0,8350	0,4230	0,0510	0,9590
	[-2 ; +2]	0,0014	0,0049	0,6360	0,5590	*1,193	0,1652
	[-5 ; +5]	0,0006	0,0033	0,5670	0,5830	*1,342	0,1800

(Légende : * significatif à 80%, ** à 90% *** à 95%)

Les tensions montent entre l'initiateur et la cible. Les positions sont bloquées. LVMH voit sa participation stagner. Hermès restera un groupe familial. Les liens entre les clans se sont resserrés et le capital s'est fermé. La valeur stratégique s'est En 2014, LVMH et les familles Hermès possèdent plus de 95% des actions. Le flottant est donc limité à une portion congrue des titres existants. La question de la liquidité du marché est posée pour Hermès. La seule façon d'augmenter le flottant serait de réduire les titres détenus par LVMH. Une telle cession ne peut que relever d'une action justice ou être volontaire. L'épisode judiciaire s'est développé en 2014.

2.2.4 - Epilogue (Evénement 5) :

Le 3 septembre 2014, avant l'ouverture de la bourse, l'annonce d'un accord entre Hermès et LVMH est tombée. Elle a encore surpris les marchés. Le communiqué de LVMH sur l'accord amiable prévoyant le débouclage de sa participation dans Hermès (*événement 5- E5*) est aussi étudié. Les titres de la presse financière spécialisée du jour sont sans ambiguïté sur le contenu : « LVMH et Hermès signent la paix des braves » (Les Echos), « Hermès invite LVMH à sortir de son capital » (La Tribune), « LVMH et Hermès se séparent la tête haute » (l'Agefi)... C'est la fin quatre ans de conflit autour de la montée de LVMH dans le capital d'Hermès. Le processus de conciliation a été initié par le Tribunal de Commerce de Paris. *Il vise à rétablir un climat de relations positives entre les belligérants. Le communiqué précise qu'au terme de la transaction, « la totalité des actions Hermès détenues par le Groupe LVMH seront distribuées à ses actionnaires, étant entendu que la société Christian Dior distribuera à ses propres actionnaires, les actions qu'elle aura ainsi reçues ».* LVMH va réduire significativement sa participation dans le capital d'Hermès. Le groupe s'engage à redistribuer la totalité de ses actions Hermès soit 24,43 millions d'actions représentant 23,2% du capital à ses actionnaires sous forme de dividendes. De facto, le 20 décembre 2014 au plus tard, date d'effet de l'accord, la holding familiale Groupe Arnault qui détient 46,5% de LVMH, va récupérer 8,5% du capital d'Hermès International. B. Arnault deviendra actionnaire privé d'Hermès par détention d'un investissement devenu patrimonial. Dior, également filiale de

Groupe Arnault, recevra 14,7% des titres Hermès afin de les distribuer à ses propres actionnaires. Tous ces titres pourront faire l'objet de cession au grès des propriétaires. Par ailleurs LVMH, Groupe Arnault et Dior s'engagent sur un horizon de 5 années à ne pas acquérir de titres Hermès. Autre volet, l'accord éteindrait toutes les procédures judiciaires opposant les parties. Si les héritiers d'Hermès sont donc rassurés sur l'avenir stratégique de la firme familiale, LVMH réalise une opération financière intéressante. Avec le démembrement de la participation des 23,14% de LVMH, Hermès préserve son indépendance en se débarrassant d'un actionnaire jugé indésirable. Le flottant va gagner en profondeur alors que le capital reste verrouillé. La négociation a été menée directement par Axel Dumas. La firme peut affirmer son modèle économique familial tout en continuant à croître de façon organique sur ses métiers. Le titre perd tout caractère spéculatif. Pour LVMH sa participation est valorisée à plus de 6,5 Md€. L'opportunité financière d'une *survalorisation* Hermès dans un marché du luxe un peu ralenti a été saisie. L'opération devrait théoriquement générer une plus-value comptable estimée à 2,8Md€. Sur la période 2010-2014, le titre Hermès a progressé de 64%. La plus-value globale s'élève à 3,8Md€ si on ajoute la plus-value d'1Md€ réalisée lors du dénouement des *equity swaps*. Il faut également considérer le dividende de 320 m€ perçu pendant la durée de détention. L'amende de 8m€ infligée par l'AMF pour déclaration tardive des seuils est ainsi à relativiser. Le potentiel d'enrichissement financier est réel. Cependant puisque LVMH vend ses titres à ses actionnaires, le groupe va déclarer dans ses comptes un appauvrissement mesuré par la valorisation 2013 des titres Hermès dans ses comptes (6,2Md€). Les titres sont en effet distribués. Sur la base d'une hypothèse de parité de 21 actions LVMH pour recevoir une action Hermès et à partir des cours constatés au moment de l'opération (137,5€ et 248,75€ par action respectivement pour LVMH et Hermès), le détenteur des titres LVMH va bénéficier d'une distribution exceptionnelle de 8,6%. Les actionnaires LVMH vont bénéficier de l'enrichissement lors de la cession des titres reçus sous forme de dividende. En J, jour de l'annonce, on constate un rendement anormal négatif pour Hermès et positif pour LVMH. Ce constat va dans le sens d'un transfert de valeur au profit des actionnaires LVMH. L'action Hermès a perdu 11% dans les premières transactions du jour avant de se reprendre un peu en cours de séance. L'ARj (tableau 1) est de -1,6%. Cette correction à la baisse s'explique par la disparition de la prime spéculative relative à la possibilité du rachat par LVMH qui s'éloigne. Le cours du titre LVMH pour sa part gagnait 3% dans un marché en progression à 1,12%. Son ARj est positif à 0,9%. Ici le marché salue la performance de l'opération financière. Elle montre également l'intérêt des investisseurs pour

LVMH car tout investisseur entrant avant le 20 décembre va pouvoir bénéficier de la redistribution des titres. Il y a transfert de richesse en faveur des actionnaires LVMH. Le marché salue la stratégie et la prise de bénéfice par l'initiateur du raid. Les rendements anormaux cumulés, calculés sur différentes sous périodes de la fenêtre d'observation incluant l'événement, confirment le transfert de richesse. Les CAR sont principalement négatifs pour Hermès et positifs pour LVMH (tableau 3). Les tests montrent que l'effet est faiblement voire non significatif pour Hermès et pour LVMH (tableau5).

CONCLUSION

La prise de participation significative de LVMH dans Hermès a offert l'opportunité d'appréhender la valeur de l'unité familiale. L'analyse technique montre que l'opération profite aux actionnaires de LVMH. Elle serait cela destructrice de valeur financière pour la famille. Cependant la valeur stratégique familiale propose le renforcement de l'unité. A ce titre Axel Dumas, le nouveau dirigeant familial affirme « *que la bataille n'a fait que renforcer la cohésion entre les branches familiales* ». L'opération aurait renforcé les liens émotionnels entre les membres de la famille et provoqué un avantage psychologique (Hart, 1995). Le cas Hermès démontre que les dirigeants familiaux ne cherchent pas la maximisation de valeur financière mais privilégient la pérennisation du contrôle familial sur le long terme. La succession des défenses est destructrice de valeur au sens financier du terme. Les rendements anormaux constatés sont négatifs. Un tel résultat accrédite la thèse de l'altruisme. En gérant l'unité familiale, les dirigeants visent implicitement la valorisation d'une rente familiale durable. La fermeture du capital et la prise en charge directe du management par les membres de la famille sont les signaux à considérer. Les dirigeants familiaux ont construit dans le temps une stratégie de défense de l'unité et maintenu une pression continue sur un concurrent jugé indésirable. Le particularisme du modèle familial est réel. La valeur stratégique spécifique à la famille se détache de la valeur financière par l'envie de poursuivre ensemble. Elle repose sur des éléments émotionnels qui fondent l'unité : volonté partagée de contrôler, mobilisation des clans sur un modèle capitalistique fermé, capacité à trouver au sein de la famille des leaders capables de perpétuer le modèle familial, duplication du modèle à l'international, désir de perpétuer un métier d'exception.

REFERENCES

- Agnellet P., Geoffroy L., Viarnaud J.C. (1989), OPA et Stratégies anti-OPA. Une approche internationale, Éditions Eska.
- Allouche J., Amman B. (2000), L'entreprise familiale : un état de l'Art, Finance, Contrôle, Stratégie, Vol.3, n°1, 33-79.
- Allouche J., Amman B., Garaudel P. (2007), Performances et caractéristiques des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial, 15ème Conférence AIMS, Montréal, 29 pages.
- Anderson R., Reeb D., (2003), Founding family ownership and firm performance; Evidence from S&P 500, *Fortcoming Journal of Finance*.
- Arrègle J-L Mari I., (2010), Avantages ou désavantages des entreprises familiales ? Principaux résultats des recherches et perspectives, *Revue Française de Gestion*, n°200,87-109.
- Bainville J. (1920), Comment placer sa fortune, Nouvelle Librairie Nationale, Paris.
- Basly S. (2006), « Propriété, décision et stratégie de l'entreprise familiale : une analyse théorique », Congrès AFFI, Poitiers, 32 pages.
- Bauweraerts J., O. Colot (2013), Performance des firmes et propriété familiale : une approche comptable, *Direction et Gestion*, n°263-264, 207-216.
- Bégin L. L., Chabaud D. (2010), La résilience des organisations : le cas d'une entreprise familiale, *Revue Française de Gestion*, n°200, 127-142.
- Brown S.J., Warner J.B. (1985), Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economic*, Vol. 14, February, 3-31.
- Bucher F. (1999), Mesures anti-OPA: de la panoplie à la mise en œuvre, *Option Finance* n° 541, 31-37.
- Burkart M., Panunzi F., Shleifer A. (2003), Family firms, *Journal of Finance*, Vol.58, 2167-2210.
- Cadiou C., (1990), Le redéploiement stratégique de l'entreprise, Les Editions d'Organisation..
- Cadiou C., Cadiou K (2012), L'entrepreneuriat familial atemporel : Comment devenir Hénokienne?, 4ème Journée Doriot, Montréal, 11-12 mai.
- Carlock S., Ward J.L., (2001), Strategic planning for the family business, Palgrave Macmillan.
- Charlier P., Lambert G., (2013), Modes de gouvernance et performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 16, n°2, en ligne <http://fcs.revues.org/1314>
- Chrisman J.J., Chua J.H., Pearson A.W., Barnett T., (2012), Family involvement, family influence, family centered non-economic goals in small firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 36, 267-293.
- Coche C. (2009), Structures familiales et gouvernement de l'entreprise familiale, XVIIIème congrès AIMS, 3 juin, Grenoble, 22 pages.
- Coispeau O. (1992), Gestion de haut de bilan : introduction à l'ingénierie financière, SEFI
- Corbetta G., Salvato C. (2012), Strategies for longevity in family firms, Bocconi University Press.
- Fama E.F., Fischer L., Jensen M. (1969), The adjustment of stocks prices to new information, *International Economic Review*, Vol. 10, n°1, February, 1-21.
- Gersik K.E., Davis J.A., McCollom Hampton M., Lansberg I. (1997), Generation to generation, Life cycles of the family business, Harvard Business School Press.

- Habbershon T.G., Williams M.L. (1999), A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms, *Family Business Review*, Vol.12, n°1, 1-25.
- Hart O. (1995), Corporate governance : some theory and implications, *The Economic Journal*, Vol.105, n°430, pp.678-689.
- Hirigoyen G. (2008), Biais comportementaux dans l'entreprise familiale : antécédents et impacts , *Revue Economie et Sociétés*, n°19, 1901-1930.
- Husson B. (1990), *La prise de contrôle d'entreprise*, Presses Universitaires de France.
- Jensen M.C., Meckling W. (1976), The theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Octobre, 305-360.
- Lebreton-miller I., Miller D. (2006), Why do some family business out to compete? Governance, long term orientation and sustainable capacity , *Entrepreneurship theory and practice*, Vol.30, 731-746.
- Lumpkin G.T., Brigham K.H. (2011), Long-term orientation and intertemporal choice in family business , *Entrepreneurship theory and practice*, Vol.30, n°6, 1149-1169.
- Mignon S. (2000), La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire, *Finance, Contrôle, Stratégie*, Vol.3, n°1, 169-196.
- Miller D., Lebreton-Miller I. (2005), *Managing for the long Run*, Harvard Business School Press.
- Miller D., Lebreton-Miller I. (2012), *Managing for the long Run: a review*, Conférence, Colloque FERC, 13 mai, Montréal.
- de Montmorillon B. (1986), Les groupes industriels: analyse structurelle et stratégique, *Economica*.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1988), Management ownership and market evaluation: An empirical analysis, *Journal of financial Economics*, Vol. 20, 293-315.
- Murray H., Kluckhohn C. (1953), *Personality in nature, society and culture*, Knopf Ed.
- Option Finance 2010, LVMH-Hermès : le charme discret de l'equityswap, n°1098, 2 nov., p4-6 ; Hermès : les actionnaires familiaux peaufinent leur défense, n° 1101, 22 nov., 4-6 ; La nouvelle holding sécurise le contrôle familial, n°1144, 17 oct., 39-40.
- Option Finance 2013, LVMH s'explique devant la commission des sanctions de l'AMF, n°1224, 2 juin., 45..
- Pichard-Stamford J.P. (2002), La légitimité du dirigeant familial, dans J. Caby G. Hirigoyen (Eds), *la gestion des entreprises familiales*, *Economica*, Paris, 33-55.
- Hlady-Rispal M. (2002), *La méthodes des cas: application à la recherche en gestion*, De Boeck.
- Raiffa H. (1982), *The art and the science of negotiation*, Harvard Business Press.
- Sharpe WW. (1963), A simplified model of portfolio analysis, *Management Science*, Vol. 9, January, pp. 277-283.
- Schulze W., Lubatkin M., Dino R. (2003), Toward a theory of agency and altruism in family firms", *Journal of Business Venturing* Vol 14, n°8, 473-490.
- Siebels J-F., Knyphausen-Aufseb D.Z. (2011), A review of theory in family business research: the implication for corporate governance, *International Journal of Management Review*, Vol. 14, 280-304.
- Stein J. (1989), Efficient capital market, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior, *Quarterly Journal of Economics*", Vol. 104, 655-669.
- Taguiri R., Davis J. (1996), Bivalent attributes of family firm, *Family Business Review*, Vol.9, N°2, 199-208.
- Vishny A., R. (1989), Management Entranchement: The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, 123-140.