



12^{ème} Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME

29, 30 et 31 Octobre 2014, Agadir



Unité familiale: défense et performance

Le cas Hermès (2010-2013)

Résumé

Fondamentalement focalisées sur le long terme (Miller et Lebreton-Miller, 2005), les entreprises familiales 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. La présente communication s'intéresse aux mécanismes de préservation de l'unité familiale par l'entreprise mature qui a survécu à tous les pièges de la croissance, le groupe familial partenarial. La protection de l'unité familiale passe par l'organisation d'une défense contre les tendances naturelles à la distanciation voire à l'éclatement des liens famille-projet et contre les agressions externes. Dans un tel contexte, elle amène le chercheur à se poser la question de l'organisation et de l'efficacité des mécanismes de renforcement des pouvoirs. La démarche s'ancre dans une logique de « family finance » se focalise la gouvernance de l'entreprise familiale (EF). Après avoir présenté les fondements et défini le concept d'unité familiale, nous nous intéressons aux mécanismes de protection et à leur efficacité en termes de création de valeur. Le cas Hermès permet d'analyser la réalité d'une défense faisant suite à une intrusion et d'en mesurer les conséquences.

Mots-clés : Unité familiale, gouvernance, mesures de protection, effet d'annonce, fermeture du capital.

Christian Cadiou

Kristen Cadiou

Chercheurs ICI respectivement

Professeur et Maître de

Conférences en sciences de

gestion

Unité familiale: défense et performance

Le cas Hermès (2010-2013)

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 (Gesrsik 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 (Cadiou et al., 2012). 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 essentiel pour les récipiendaires en charge du projet familial. Pour certaines firmes, cette capacité à transcender les générations en maintenant l'unité familiale fait l'objet d'un particularisme. C'est un véritable enjeu stratégique. Nous nous intéressons à l'organisation des pouvoirs de la famille sur un projet économique et plus précisément aux mécanismes de préservation de l'unité familiale. Le sujet de la recherche est l'entreprise mature, qui a survécu aux pièges de la croissance et qui se trouve en contexte économique et financier turbulent, le groupe familial partenarial côté (Cadiou et al., 2014). L'objet de l'analyse est celui de la protection de l'unité familiale. Elle passe par l'organisation d'une défense contre les tendances naturelles à la distanciation voire à l'éclatement des liens famille-projet et contre les agressions externes. Elle amène le chercheur à se poser la question de l'efficacité des mécanismes visant au renforcement des pouvoirs. La relation protection-performance pour l'entreprise familiale (EF) est au centre de la problématique. La démarche, dans une logique de « *family finance* », se focalise sur la gouvernance de l'entreprise familiale et sur l'analyse des valeurs pour la famille. Après avoir présenté les fondements et défini le concept d'unité familiale, nous nous intéressons aux mécanismes de protection et à leur efficacité. Un cas réel, celui de la mise en danger de la société Hermès par l'intrusion de LVMH à son capital, permet d'analyser la réalité de la défense de son unité familiale et d'en mesurer les conséquences. Dans une approche longitudinale, la méthodologie de l'effet d'annonce est mobilisée poursuivre 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- La défense de l'unité familiale : l'approche théorique

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 financière.

L'unité de recherche : L'entreprise familiale cotée

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 des apports (Cadiou et al., 2014) permet d'appréhender l'EF en autant de points positifs et négatifs qui en présentent l'intérêt et délimitent les risques. Ils pointent le curseur sur des particularismes.

Points positifs	Points négatifs
- Capital patient, long-termisme - Actionnariat impliqué - Solidarité des familles - Investissement prudent, - Valorisation des synergies « métiers » - Implication du personnel - Altruisme - Familiarisme - Rapidité de réaction	- Référence passéiste - Actionnariat pesant - Dissension familiale - Culture du risque insuffisante - Rejet d'opportunités - Frein pour les investissements non liés - Faible levier financier - Réticences à l'ouverture du capital - Management familial fermé - Délégation des pouvoirs limitée,

- Autonomie de décision - Système de valeurs, - Valorisation de la confiance - Ancrage dans un territoire	- Consanguinité - Diversification limitée du patrimoine - Comportement défensif
--	---

Tableau 1 : Spécificités de l'EF

Les spécificités de l'EF s'exercent tout au long d'un processus de croissance. Il respecte cependant une logique qui révèle trois modalités non exclusives d'un modèle de développement du groupe (De Montmorillon, 1986) adapté au contexte familial (Cadiou et al., 2012). 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. Cette maîtrise serait indissociable d'une gestion adaptée au contenu de l'évolution. 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.

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*. Cadiou et al. (2014) en propose une description. Il se présente sous la forme d'une constellation réunie par des liens financiers avec au centre une holding contrôlée majoritairement par la famille. Il est partenarial en ce sens que des liens relationnels se tissent entre la constellation familiale et tout un ensemble de partenaires externes. Il peut être coté, en ce sens qu'il est parfois valorisé sur un marché organisé et qu'une partie du capital est entre les mains d'un actionnariat 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.

Les spécificités de la gouvernance de l'EF 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'interpénétration et la simultanéité des rôles caractérisent cette organisation. L'unité familiale relève alors d'un construit qui se forge dans la durée. Alors que l'écoulement du temps et la succession des générations proposent des (r)évolutions qui affectent la nature du projet économique et sa détention par la famille, la persistance de l'EF tient à la capacité d'une famille à entretenir son unité.

L'objet de la recherche : La gouvernance

La gouvernance relève de l'organisation de pouvoirs. En étant familiale, elle 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 ; Cadiou, 2004). 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).

Bien des théories ont été mobilisées pour mieux comprendre les spécificités de la gouvernance de l'EF (Basly, 2006, Coche, 2009, Siebels, 2011). S'agissant de l'organisation des pouvoirs, il est indéniable que la théorie des droits de propriété est essentielle pour comprendre l'importance des prérogatives que sont l'usus (implication de la famille en affaire), le fructus (autofinancement du projet familial) et l'abusus (conservation du capital en famille). Un enseignement majeur à tout processus de croissance relève de la délégation de l'usus au management au cours de l'évolution. La réticence à déléguer et la tendance à développer une proximité propriété-stratégie de nature familiale provoqueraient une confusion des rôles. Ce constat déqualifierait la théorie de l'agence dans son analyse de la relation bilatérale propriétaire-dirigeant. Tout d'abord, l'implication du contrôlaire familial proposerait une propension à cumuler les rôles d'actionnaire, de manager et de surveillant. Ensuite, dans l'entreprise déléguée, il développerait un comportement de loyauté du dirigeant qui inhiberait sa tendance naturelle à l'opportunisme. Enfin, la complexification des objectifs qui s'ouvrent sur les *valeurs*. Cette dernière remarque insiste sur la pertinence de la théorie de l'intendance. Elle développe l'idée de la prénance d'objectifs collectifs du type unitaire sur ceux individuels. Dans cette veine, l'introduction de l'altruisme tisserait un lien objectif 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 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. Il s'agit d'autant de facteurs supplémentaires de risque. La stabilité du système familial, en réponse aux turbulences qui l'animent, passe par l'instauration de mécanismes de protection. De telles mesures de gouvernance du groupe par la famille permettraient, si c'est un objectif en soi, d'assurer dans la durée la cohésion familiale en préservant l'unité familiale de dérives internes et de tentatives de prise de contrôle externes.

Le phénomène étudié : La préservation de l'unité familiale

L'unité familiale est relative à l'association des membres d'une famille à un projet hérité. L'attraction de chaque membre du clan peut s'expliquer par les besoins et les motivations. La théorie de la personnalité (H. Murray et al., 1953) montre que les individus sont les reflets de comportements contrôlés par des besoins dont certains sont psychogènes, c'est à dire enracinés. Le besoin d'affection en fait partie. Il émane de la conscience, provoque des émotions et joue un rôle majeur sur la personnalité dans la relation avec les autres. Il a pour déterminants l'affiliation, la protection, le plaisir, l'association et l'attention. La définition de l'unité familiale s'ancre dans cette affection mentale tout en ajoutant un élément pragmatique, l'intérêt. Elle correspond à « 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 » (Cadiou et al. 2012). 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.

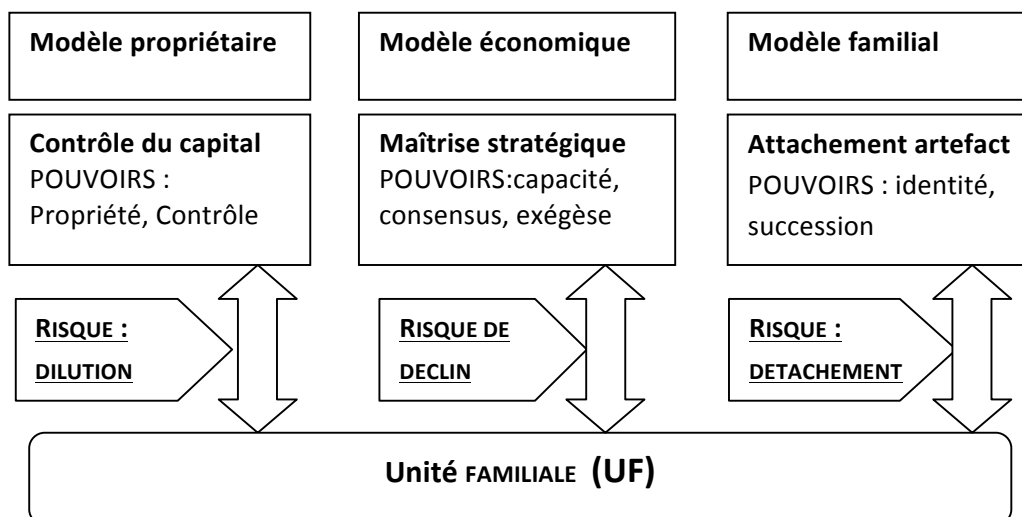


Figure 1 : Modèle de gestion de l'unité familiale (Cadiou et al., 2012)

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. Dans un contexte familial, parmi les mesures privilégiées, nous trouvons

- les modalités *juridiques* qui utilisent le droit (société en commandite par actions, SAS familiale, autocontrôle, holding familiale non cotée, titres au nominatif) ;
- les méthodes *statutaires* qui inscrivent des règles spécifiques de fonctionnement (droits de vote, amendements spécifiques, clauses d'agrément, obligation de déclaration de seuils intermédiaires, titre au porteur identifiable) ;
- les mesures *financières* qui renforcent la propriété (augmentation de capital réservée, intéressement, noyaux durs, titres hybrides, rachat d'actions) ;
- les mesures *économiques* qui arrangent le périmètre (absorption de filiales, synergie de développement, équilibrage du portefeuille de métiers) ;
- les pratiques *contractuelles* qui resserrent les liens (syndicat et accords d'actionnaires engagement de signataires, droit de préemption, conventions de vote ou de portage, pactes) ;
- les systèmes de *fidélisation* qui organisent le partage de valeur (dividende en actions, majoration du dividende, primes, distribution de bons et d'actions gratuites) ;
- les mécanismes *tactiques* qui précipitent la défense en dernier recours (Agnelet et al., 1989) (chevalier blanc, opération en cours l'offre, contre attaque, guérilla judiciaire).

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. L'EF serait un terrain propice à la mise en place de telles mesures qui ne seraient pas sans conséquences sur la valeur.

Les conséquences de la protection de l'UF

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. Sachant que les résultats des tests empiriques divergent (Bauweraerts et al. 2013), un détour par les théories permet de comprendre la complexité de la relation. La controverse est réelle et un certain nombre d'interrogations se posent. 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 ? Bien évidemment la relation est complexe et mérite des développements

Arguments favorables à la destruction de valeur:

La concentration de l'actionnariat familial limiterait l'exercice de la discipline du marché. La sélection des dirigeants proposerait des solutions de remplacement limitées et la contestation de la famille serait inopérante (Shleifer et Vishny, 1989). Ces effets pourraient nuire dans certains cas à la performance. Sur un autre volet, la transmission héréditaire et les luttes entre familles peuvent se révéler sclérosantes en termes de décision. Par ailleurs, la forte concentration du capital provoquerait un détournement de la richesse par les contrôleurs familiaux qui se ferait au détriment des minoritaires. Il 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. De plus, la concentration s'analyse 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.

Arguments favorables à la création de valeur :

En augmentant son contrôle et en protégeant sa position, la famille accroîtrait sa liberté d'action en réduisant certes les manœuvres intéressées des concurrents. 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. Par ailleurs, 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 sa relation à la valeur. Les débats sont loin d'être unanimes. La notion de valeur est plurielle. Dans bien des cas des confusions apparaissent tant sur les concepts eux-mêmes, que sur les temporalités associées voire les destinataires de la valeur. Nous avons choisi l'étude de cas pour apporter notre pierre à l'édifice du contrôle familial comme facteur de performance. La méthode de mesure est celle de l'effet d'annonce. Elle s'intéresse à la valeur financière instantanée. Elle se focalise

sur les changements d'anticipation d'investisseurs sure des profits à venir. L'analyse est menée sur la firme familiale Hermès.

2- La défense de l'unité familiale : l'étude du cas Hermès

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.

La méthodologie

La méthode de l'étude de cas unique (Hlady Rispal, 2002) est assez fréquente dans les recherches sur les entreprises familiales (Beghin et al., 2010). Menées généralement sur des périodes temporelles assez longues, elles impliquent l'étude en profondeur d'un nombre important de données issues du sujet investigué, l'EF. Elles permettent ainsi de mettre évidence l'évolution d'un comportement sur la base d'observations multiples. Il convient donc 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. Grace à ses fonctionnalités, nous avons obtenu un détail complet et daté des informations internes (annonces de l'entreprise) et externes (presse spécialisée, autorités de contrôle...) parues sur le groupe ;
- De la base de données Reuters (cours boursiers), des notices AMF, des sites (Boursorama, Fortunéo) et revues spécialisées (Agefi, Option Finance, AOF). Elle s'accompagne d'une analyse statistique sur les événements majeurs ayant affecté l'unité familiale.

La méthode de l'étude d'événements : Pour étudier les conséquences de l'arrivée d'un événement sur les cours, nous mobilisons la technique des effets d'annonce. Il s'agit d'en observer les conséquences de la première annonce d'événements sur les cours boursiers d'Hermès. Elle s'inscrit dans l'hypothèse d'efficience de forme semi-forte où la diffusion et l'impact de l'information sur les marchés financiers expliquent les variations de cours (Fama et al., 1969). Elle permet de mesurer la réaction du marché à l'annonce d'un événement.

Dans ce cadre d'hypothèses, seule l'arrivée d'une nouvelle information sur le marché, par les changements d'anticipations qu'elle provoque chez les investisseurs, peut provoquer des changements de valorisation. Toutes les informations sont quotidiennes (cours et indices) sur la base des informations de clôture (FactSet.) La méthode propose de mesurer des rendements normaux sur la base d'un modèle financier où les paramètres sont calculés au cours d'une période dite d'estimation située avant l'événement. La norme est bâtie sur la base du modèle de marché (Sharpe, 1963) robuste (Brown et Warner, 1985). Nous avons respectivement retenu une période d'estimation des paramètres caractéristiques de 261 jours et de 75 jours. L'analyse retient trois indices de marché respectivement CAC 40, SBF 120 et ODDO Génération (fonds action thématique valeurs Familiales). Pour ce dernier fonds, il est composé d'actions de sociétés principalement familiales françaises et accessoirement européennes de tous secteurs économiques et toutes tailles de capitalisation dont le patrimoine est représenté majoritairement par l'actif côté. La période d'observation de l'événement prolonge la période d'estimation. Elle propose une fenêtre d'observation de 11 séances boursières centrées sur chaque événement étudié. Elle s'agit alors de comparer les rendements constatés effectivement aux rendements normaux attendus du modèle. Les écarts s'ils sont positifs (négatifs) montrent un changement d'anticipation conforme à l'idée de création (destruction) de valeur. Les rentabilités anormales cumulées de la période d'observation de l'événement sont soumises à deux tests statistiques, respectivement le test de student et celui de Wilcoxon sont réalisés sur les CAR. Dans une approche longitudinale, quatre événements (E) successifs font l'objet d'une analyse de signification.

Les rendements normaux sont calculés sur la base du modèle de marché. 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 :

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

et $\text{cov}(\varepsilon_t; \varepsilon_{t+1}) = 0 \forall t \neq t+1$

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. L'étude est faite respectivement sur la base de trois indices de marché pour calculer les rentabilités du marché ($R_{m,t}$), respectivement le CAC40, le SBF120, et Oddo Génération (spécifique aux entreprises familiales). Elle retient également deux périodes d'estimations courtes de 75 et 260 jours pour mieux cerner le contexte de marché qui entoure. 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 ($R_{i,t}^*$) définie par le modèle de marché : $AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t}^* = R_{i,t} - R_{i,t} | R_{m,t}$

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 les périodes d'estimation de 75 et de 260 jours la rentabilité anormale normalisée (SAR) à la date t est :

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S(A_i)} \text{ avec } S(A_i) = \sqrt{\frac{1}{74} \sum_{t=-80}^{-6} AR_{i,t}^2} \text{ et } S(A_i) = \sqrt{\frac{1}{259} \sum_{t=-265}^{-6} AR_{i,t}^2}$$

Les paramètres α_i et β_i sont calculés sur deux périodes d'estimation, de 75 jours (-80 ; -6) et 260 jours (-265 ; -6). Elles sont volontairement courtes pour limiter l'instabilité des paramètres qui sont des approximations des valeurs vraies $\hat{\alpha}$ et $\hat{\beta}$. Le choix d'une fenêtre d'événement courte de 11 jours (-5 ; +5) est cohérent avec l'hypothèse d'efficience des marchés au sens semi-fort où le marché est d'autant plus efficient que l'information est rapidement intégrée dans les cours. Deux tests de signification sont réalisés au niveau du cumul des rendements anormaux sur la fenêtre d'observation, un test t de Fisher et un test de rang de Wilcoxon. Le test t de Student est un test paramétrique de conformité des espérances. Il suppose que les rentabilités anormales sont normalement distribuées. Le test de Wilcoxon sur les rangs signés est un test non-paramétrique de symétrie des répartitions de deux échantillons indépendants. Si les marchés ne réagissent pas à l'annonce, les rentabilités anormales sont des résidus dus à des erreurs de mesure et leur répartition suit alors une loi normale. Le test non-paramétrique a l'avantage d'être moins restrictif sur les hypothèses des données testées.

Encadré 1 : La méthode d'analyse

L'analyse d'Hermès : les événements étudiés

L'étude porte sur l'unité familiale, les mécanismes de gouvernance et les protections du contrôle d'Hermès. A partir de la situation initiale du groupe, nous nous proposons de décrire les quatre événements étudiés. Ils sont relatifs au raid de LVMH sur Hermès (fin 2010) et à la défense familiale qui a suivi (jusqu'en 2013)

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 et le principe majoritaire, le pouvoir est canalisé par la famille qui joue collectivement le rôle de contrôleur. Les successions de générations ont maintenu une concentration de toutes les prérogatives du droit de propriété dans le cadre familial. L'éclatement en branches familiales est réel. Il amène à constater l'existence de clans (holdings patrimoniales). Il est cependant canalisé puisqu'une relation actionnariale d'ensemble est organisée. Le comité de famille en est une expression. La cohésion familiale repose à la fois sur des relations formalisées (arrangements institutionnels) et des liens plus informels (partage d'une philosophie). A travers les relations propriétaires apparaît véritablement un instinct de conservation de l'unité familiale. En termes de gouvernance récente, la gérance du groupe est exercée conjointement par un manager, en

l'occurrence P. Thomas jusqu'en 2012 et un représentant d'Emile Hermès SARL, l'associé commandité. L'actionnariat de la SARL n'est possible que pour 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 et également en tant que représentant de l'associé commandité). L'imbrication des familles oblige, un membre du clan Peugeot est présent au conseil de surveillance du groupe. Le contrôle majoritaire est assis dans la durée sur la base de mesures de protection. 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, développement synergétique, 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. Elle s'arrange également de processus formels de protection du capital auquel est rattaché le patrimoine familial. Hermès apparaît donc en 2010 comme une société familiale cotée au capital bien protégé. La densité des mécanismes de protection instaurés montre une volonté de préserver une cohésion familiale. C'est un recours pour lutter contre l'éclatement du capital, la distanciation émotionnelle des individus, la complexification du projet.... C'est aussi la reconnaissance de l'existence d'un risque de contrôle liés aux successions de générations. Le renforcement des mécanismes de contrôle est la solution à la complexité croissante des liens familiaux. L'importance de la défense pour préserver l'unité est à la mesure du danger

Le raid LVMH (Événement 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 également positionné dans l'industrie du luxe, qui 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. 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 dans un délai très court et successivement les

franchissements des seuils de 5%, 10% et 15%. Le mouvement s'est ensuite poursuivi par ramassage au fil de l'eau. Très précisément, les annonces suivantes ont été faites d'une détention de 14,2% (20-10), de 17,1% (23-10) puis de 20,21% (17-12) du capital d'Hermès. L'année suivante, soit en 2011, le mouvement d'acquisition s'est poursuivi pour atteindre 21,4% (31-08) puis 22,28% (20-12) des actions. Cette détention représentait à ce moment là 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 brutale montée au capital suivie d'achat d'actions au fil de l'eau ont fait craindre une prise de contrôle rampante d'Hermès par LVMH. Elle a provoqué des réactions de défense en chaîne de la part du groupe familial.

Les défenses d'Hermès (Evénements 2,3 et 4) : Immédiatement et en réaction à l'intrusion, fin octobre 2010, un communiqué de presse du groupe Hermès rassurait sur la cohésion familiale. Il affirmait 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. Il s'agit à notre sens d'autant d'affirmations rassurantes sur le maintien du contrôle à long terme. Mais au-delà du simple discours, le sens à retenir est celui d'une augmentation du risque de contestation du pouvoir familial. Le signal est donc celui d'un raid provoquant une incertitude sur la stabilité et la fiabilité du système de gouvernance d'Hermès. Le mouvement de consolidation de l'unité qui a suivi confirme cette interprétation. L'opération s'est construite dans la durée. Nous avons observé sa mise en œuvre sur les deux années qui ont suivi l'intrusion. La défense s'organise sur la base de trois événements.

L'annonce en préambule du conseil des familles (*Evénement 2 – E2*): La première réaction est datée du 8 novembre 2010. Les actionnaires d'Hermès ont alors 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 pendant les négociations. Près de vingt membres de la famille ont hésité voire refusé de participer au montage destiné à contrer la montée de LVMH. Ils représentaient 7% du capital de la société. Un tel constat montre que la famille est loin d'être un groupe homogène. Elle répond à des logiques de clans dans lesquelles les intérêts particuliers peuvent même diverger. Une année s'est écoulée entre E2 et E3. Le déroulement de procédures (négociations intra familiales, action de l'association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) et autorisations émanant des autorités prudentielles (AMF)) expliquent un tel délai.

L'annonce de l'effectivité du montage H51 (*Événement 3- E3*) La mise en place de H51, *la forteresse d'Hermès*, a été annoncée le 24 novembre 2011, soit un an plus tard. L'événement 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 choisie 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. L'annonce a été faite par l'avocat du groupe relayé par Reuters. En matière de gouvernance familiale, 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 du groupe familial repose sur ces deux holdings qui deviennent les piliers de la protection de l'unité. La cession de titres à ces structures est réservée à la famille (90 personnes physiques) mais aussi aux holdings patrimoniales des branches familiales. Des mécanismes de solidarité en vase clos permettent l'accès à la liquidité en cas de nécessité pour la famille. Très précisément 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 (tableau suivant), il contrôlait fin 2011, 62,82% des actions représentant près de 70% des droits de vote d'Hermès International.

	Actions	% Capital	Décisions concernant l'affectation des résultats		Autres décisions	
			Droits de vote	% droits	Droits de vote	% droits
H51	52 943 797	50.15	81 424 658	55,41	81 424 658	55,41
H2	5 289 090	5.01	6 459 090	4,40	6 459 090	4.40
Autres membres	8 090 707	7.66	10 422 503	7,09	14 502 505	9.87
Famille	66 323 594	62.82	98 306 251	66.90	102 386 253	69,67

Tableau 2 : La défense de l'unité familiale par Hermès (Source : 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 uniques et devenues rares. En second lieu, la persistance de l'unité familiale est assurée pour le très long terme. 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 (*Evénement 4- E4*) : La finalisation de la défense a pris effet dans le contexte de l'assemblée générale d'Hermès International qui s'est tenue fin mai 2012. Au niveau du capital, les négociations au sein du groupe familial se sont poursuivies. Un membre de la famille (N. Puech) détenant 6% du capital s'est maintenu à l'écart du montage capitalistique. 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 en matière d'unité. Au niveau managérial, l'AG 2012 (30-05), moment clef de la vie institutionnelle, 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^{ème} 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).

Nous avons examiné sur près de trois ans la mise en place par Hermès de mécanismes de préservation de l'intégrité familiale. L'observation a pris fin en mai à l'occasion de l'assemblée générale 2013. La base d'informations économiques délivrées par FactSet a permis de suivre en continu l'élaboration de la défense.

	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%.
Le raid Evénement E1	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.
Les défenses Evénement E2	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.
Evénement E3	24 novembre 2011 : Annonce de la création effective par les actionnaires majoritaires d'Hermès de la création d'H51 (un <u>holding qui rassemble 50,2%</u> du capital de l'entreprise et 55,4%, des droits de vote).
Evénement E4	

	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: il deviendra co-gérant à partir de 2013 avant de prendre seul la direction à une date non encore annoncée.
L'affrontement juridique	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.
	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.
	31 mai 2013 : La commission des sanctions de l'AMF requiert une amende de 10 millions d'euros. Le 1 ^{er} juillet 2013 : L'AMF a annoncé avoir infligé une amende de 8 millions d'euros à <u>LVMH</u> ,
Epilogue	3 juin 2013 : Hermès change de direction avec la mise en place d' Axel Dumas qui fait de la baisse du flottant l'une de ses 5 priorités.

Tableau 3 : Chronologie de l'affaire LVMH-Hermès

La prise de participation significative de LVMH dans Hermès offre l'opportunité d'évaluer la solidité d'un pacte familial lors de la survenance d'un risque sur l'unité familiale. Le cas Hermès permet d'illustrer la réalité d'une défense visant à stabiliser voire renforcer l'édifice familial. Elle a conduit à des réactions en matière de gouvernance familiale qui sont à la mesure de l'attaque. La défense propose une réponse en matière de préservation voire de renforcement du contrôle par un groupe familial. A ce titre Axel Dumas, le nouveau dirigeant familial affirmait que la bataille n'avait fait que renforcer la cohésion entre les branches familiales.

Les résultats des effets d'annonce : Les quatre événements cités ont fait l'objet d'une étude de l'effet d'annonce. L'objet de l'analyse en chaîne est d'observer les conséquences de la première annonce publique des événements 1, 2,3 et 4 sur les cours boursiers d'Hermès.

L'impact est évalué sur une fenêtre d'observation qui comprend 11 séances boursières centrées sur l'événement étudié. Elle se traduit par la mesure d'une rentabilité anormale qui est la différence entre la rentabilité constatée au cours de la période d'observation et une rentabilité normée. Les résultats présentés sont ceux obtenus sur la base du CAC et de 260 jours (corrélation très forte entre indices -CAC 40, SBF 120 et ODDO Génération- et la période d'estimation -260 et 75 et convergence des résultats). Les rendements anormaux constatés le jour de l'annonce J, montre que l'effet d'annonce est positif pour le raid et négatif pour les trois défenses. Il y a changement d'anticipation des investisseurs à l'arrivée de l'information. Ce constat va dans le sens de l'efficience des marchés dans sa forme semi-forte (Fama et al. 1969).

Fenêtre	AR E1	AR E2	AR E3	AR E4
J-5	- 0,00966	- 0,02327	- 0,01141	0,00076
J-4	- 0,00703	0,02481	- 0,00710	- 0,00765
J-3	- 0,00922	0,01074	0,00136	0,00109
J-2	0,00014	- 0,00769	- 0,00394	0,00970
J-1	0,00837	- 0,00186	- 0,00261	0,00665
J	0,06009	- 0,00659	- 0,00459	- 0,00210
J+1	- 0,05436	0,02913	0,00129	- 0,01304
J+2	- 0,03975	- 0,01073	0,00094	- 0,00089
J+3	- 0,00878	- 0,02279	- 0,00501	- 0,01109
J+4	- 0,02314	- 0,00320	0,00117	- 0,00521
J+5	- 0,02348	- 0,00777	- 0,00410	0,00371

Tableau 3: Analyse des rendements anormaux (AR) sur la base du CAC 40

L'interprétation des effets

L'intrusion de l'actionnaire LVMH (E1) est considérée immédiatement comme créatrice de valeur par les investisseurs. L'effet est d'ailleurs important (AR_j positif=6%). Un tel constat est conforme à la logique financière dans ce type d'opération. Le marché, saluant la performance financière de l'opération, il 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 visant à prendre le contrôle d'Hermès. La recomposition du capital d'Hermès est en cours et les investisseurs applaudissent.

Les trois défenses sont négativement perçues et donc destructrices de valeur pour les investisseurs (AR_j négatif). L'impact est cependant faible. 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). L'effet va en l'encontre des intérêts immédiats des investisseurs. La logique long termiste du projet s'impose à chaque annonce de renforcement de l'unité familiale et les profits à court terme liés à l'opération financière s'éloignent.

En raisonnant sur la base des résidus cumulés CAR (J-5 à J+5), tous les effets sont négatifs. Il faut signaler que le raid provoque une destruction de valeur de près de 11% sur l'ensemble de la période. Les autres événements relatifs à la défense d'Hermès sont de faible ampleur.

Fenêtre	CAR E1	CAR E2	CAR E3	CAR E4
J-5	- 0,00966	- 0,02327	- 0,01141	0,00076
J-4	- 0,01669	0,00155	- 0,01851	- 0,00689
J-3	- 0,02591	0,01229	- 0,01715	- 0,00580
J-2	- 0,02577	0,00460	- 0,02109	0,00390
J-1	- 0,01740	0,00274	- 0,02370	0,01055
J	0,04269	- 0,00385	- 0,02830	0,00844
J+1	- 0,01167	0,02528	- 0,02700	- 0,00459
J+2	- 0,05142	0,01455	- 0,02606	- 0,00548
J+3	- 0,06020	- 0,00824	- 0,03107	- 0,01657
J+4	- 0,08334	- 0,01145	- 0,02991	- 0,02178
J+5	- 0,10682	- 0,01921	- 0,03401	- 0,01807

Tableau 4 : Analyse des rendements anormaux cumulés (CAR) sur la base du CAC 40

Les deux tests de signification menés sur les CAR sont intéressants. Le test t de Student est un test paramétrique de conformité des espérances. Il suppose que les rentabilités anormales sont normalement distribuées. Les deux effets d'annonce E1 et E3 sont fortement significatifs. L'annonce de la prise de participation de LVMH dans Hermès et celle de la constitution de H51 sont perçues négativement par le marché. L'événement E4 relatif à l'instauration d'un manager familial est également destructeur de valeur et faiblement significatif.

	Mean	Std dev.	T stat	Sig
E1	***-,0332	,0404	-2,726	,021
E2	-,0004	,0146	-,103	,92
E3	***-,0243	,0067	-11,932	,000
E4	*-,0050	,0106	-1,578	,146

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

Tableau 5 : Test de Student sur les CAR (CAC 40)

Le test de Wilcoxon sur les rangs signés est un test non-paramétrique de symétrie des répartitions de deux échantillons indépendants. Il réplique mais à un degré moindre les résultats précédents.

	W	Sig.
E1	***-2,312	,021
E2	,000	1,000

E3	***-2,934	,003
E4	-1,334	,182

(Légende : *** à 95%)

Tableau 6 : Test de Wilcoxon sur les CAR (CAC 40)

Sur la base des cumuls de rendement anormaux l'interprétation pour E1 est moins évidente. Alors que l'intrusion de LVMH provoque instantanément une prime spéculative de +6%, les rendements anormaux cumulés de période montrent une destruction de valeur de près de 10% (significative à 95% pour le test t de Student et à 90% pour le test de Wilcoxon). Les rendements anormaux négatifs les plus importants sont constatés à J+1. Une façon d'expliquer un tel résultat est citer l'effet correction du marché par rapport une réaction excessive Les investisseurs intègrent sans doute les conséquences des annonces de la famille Hermès sur la qualité de son unité. Ces communications ont immédiatement suivi la surprise du raid. La famille va résister.

Les CAR négatifs des événements E2, E3, E4 confortent l'effet d'annonce Instantanément, les rendements anormaux constatés lors de l'annonce de E2, E3, E4 sont négatifs (- 0,2 à - 0,6%). 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%).

En définitive sur ces résultats, il faut souligner que « la performance se nourrit du contexte dans lequel l'observation se situe » (Cadiou, 2008 :P.12). A la performance attendue par les investisseurs d'une prise de contrôle rampante s'oppose la performance d'un renforcement de l'unité financière par la famille. Le renforcement des mesures de protection est un signe de vitalité de l'unité familiale qui contrarie le marché en réduisant la prime spéculative d'une prise de contrôle rampante. Elle donne totalement satisfaction aux actionnaires familiaux sur la qualité du modèle propriétaire, la pertinence du modèle économique et la qualité du modèle familial. La réduction de ces trois risques par renforcement des pouvoirs associés permet à la famille de se projeter dans le futur lointain et de se rassurer sur la qualité du modèle de capitalisme familial qu'elle développe.

Conclusion

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.

Sur le cas lui-même, plusieurs réflexions émergent relativement à la relation entre capitalisme familial et marché. Ensemble LVMH et les familles Hermès possèdent près de 95% des actions. Le flottant, les titres entre les mains du public, est limité à une portion congrue des titres existants. L'intérêt de la cotation est clairement posé. La valorisation du titre ne peut que souffrir d'inefficience tant la valeur est construite sur la base d'un volume d'échange non significatif (nombre de titres limités). De plus les pressions à l'achat sur le titre ne peuvent que bénéficier à la valorisation du cours. Plusieurs questions se posent alors. Tout d'abord celle de la liquidité, puisque les volumes de titres échangés sont très faibles. Les valorisations sont très sensibles à des mouvements d'achat et de vente marginaux. Les titres échangés sont captés par les belligérants, renforçant le problème de liquidité sur le marché. Ensuite pour l'actionnaire contrôlaire se pose la véritable question de l'intérêt du marché et donc de la cotation boursière. Au-delà de l'image boursière, son rôle de financement des investissements est inopérant puisque les contrôlaire vont éviter toute opération sur le capital pouvant entraîner un risque de contrôle avec pour conséquence possible le ralentissement des investissements. Enfin, la seule façon d'augmenter le flottant serait de réduire les titres détenus par LVMH. Une telle cession ne peut être que volontaire ou le résultat d'une action de justice. La suite de l'histoire est ouverte. Elle intéresse le chercheur.

Bibliographie

- P. AGNELLET, L. GEOFFROY, J.C. VIARNAUD (1989), *OPA et Stratégies anti-OPA. Une approche internationale*, Éditions Eska.
- J. ALLOUCHE, B. AMMAN (2000), « l'entreprise familiale : un état de l'Art », Finance, Contrôle, Stratégie, Vol.3, n°1, p.33-79.
- J. ALLOUCHE, B. AMMAN, P. GARAUDÉL (2007), « Performances et caractéristiques des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial », 15^{ème} Conférence AIMS, Montréal, 29 pages.
- R. ANDERSON, D. REEB, (2003), « Founding family ownership and firm performance; Evidence from S&P 500 », *Fortcoming Journal of Finance*
- J-L ARREGLE I. MARI, (2010), « Avantages ou désavantages des entreprises familiales ? Principaux résultats des recherches et perspectives », *Revue Française de Gestion*, n°200, pp. 87-109.
- J. BAINVILLE (1920), *Comment placer sa fortune*, Nouvelle Librairie Nationale, Paris.
- S. BASLY (2006), « Propriété, décision et stratégie de l'entreprise familiale : une analyse théorique », Congrès AFFI, Poitiers, 32 pages.
- J. BAUWERAERTS, O. COLOT (2013), « Performance des firmes et propriété familiale : une approche comptable », *Direction et Gestion*, n°263-264, pp. 207-216.
- L. BEGIN L, D. CHABAUD (2010), « la résilience des organisations : le cas d'une entreprise familiale », *Revue Française de Gestion*, n°200, pp. 127-142.
- S.J. Brown, J.B. Warner (1985), "Using daily stock returns: The case of event studies", *Journal of Financial Economic*, Vol. 14, February, pp. 3-31.
- F. BUCHER (1999), « Mesures anti-OPA: de la panoplie à la mise en œuvre », *Option Finance* n° 541, pp. 31-37.
- M. BURKART, F. PANUNZI, A. SHLEIFER (2003), "Family firms", *Journal of Finance*, Vol.58, pp.2167-2210.
- C. CADIOU, (2004), A la recherche d'un modèle de légitimité pour l'entreprise, dans *La chaîne de valeur, un concept démodé*, ED. PUR, Coll. Des Sociétés, p.189-202.

- C. CADIOU, (2008), *La performance en management : de la perception à la réalisation*, ED. PUR, Coll. Des Sociétés, 300 pages..
- C. CADIOU, K CADIOU (2012), « L'entrepreneuriat familial atemporel : Comment devenir Hénokienne? », 4^{ème} Journée Doriot, Montréal, 11-12 mai.
- C. CADIOU, K CADIOU (2014), « Le modèle entrepreneurial familial durable : Comment devenir Hénokienne? », *Revue de l'Entrepreneuriat*, à paraître
- S. CARLOCK, J.L. WARD, (2001), *Strategic planning for the family business*, Palgrave Macmillan.
- P. CHARLIER, G. LAMBERT, (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>
- J.J. CHRISMAN, J.H. CHUA., A.W. PEARSON, T. BARNETT, (2012), « Family involvement, family influence, family centered non-economic goals in small firms », *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 36, pp.267-293.
- C. COCHE (2009), « Structures familiales et gouvernement de l'entreprise familiale », XVIII^{ème} congrès AIMS, 3 juin, Grenoble, 22 pages
- O. COISPEAU (1992), *Gestion de haut de bilan : introduction à l'ingénierie financière*, SEFI
- G. CORBETTA, C. SALVATO (2012), *Strategies for longevity in family firms*, Bocconi University Press.
- E.F. FAMA, L. FISCHER, M. JENSEN (1969), "The adjustment of stocks prices to new information", *International Economic Review*, Vol. 10, n°1, February, pp. 1-21.
- K.E. GERSIK, J.A. DAVIS, M. MCCOLLOM HAMPTON, I. LANSBERG (1997), *Generation to generation, Life cycles of the family business*, Harvard Business School Press.
- T.G. HABBERSHON, M.L. WILLIAMS (1999), « A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms », *Family Business Review*, Vol.12, n°1, pp.1-25.
- G. HIRIGOYEN (2008), « Biais comportementaux dans l'entreprise familiale : antécédents et impacts », *Revue Economie et Sociétés*, n°19, pp.1901-1930.
- B. HUSSON (1990), *La prise de contrôle d'entreprise*, Presses Universitaires de France.
- M.C. JENSEN, W. MECKLING (1976), « The theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Octobre, pp.305-360.
- I. LEBRETON-MILLER, D. MILLER
 . (2006), « Why do some family business out to compete? Governance, long term orientation and sustainable capacity », *Entrepreneurship theory and practice*, Vol.30, pp. 731-746.
- G.T. LUMPKIN, K.H. BRIGHAM (2011), « Long-term orientation and intertemporal choice in family business », *Entrepreneurship theory and practice*, Vol.30, n°6, pp. 1149-1169.
- S. MIGNON (2000), « La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire », *Finance, Contrôle, Stratégie*, Vol.3, n°1, pp. 169-196.
- D. MILLER, I. LEBRETON-MILLER (2005), *Managing for the long Run*, Harvard Business School Press.
- D. MILLER, I. LEBRETON-MILLER (2012), *Managing for the long Run: a review*, Conférence, Colloque FERC, 13 mai, Montréal.
- B. de MONTMORILLON (1986), *Les groupes industriels: analyse structurelle et stratégique*, Economica
- R. MORCK, A. SHLEIFER, R. VISHNY (1988), « Management ownership and market evaluation: An empirical analysis », *Journal of financial Economics*, Vol. 20, pp.293-315.
- H. MURRAY, C. KLUCKHOHM (1953), *Personality in nature, society and culture*, Knopf Ed.
- Option Finance 2010, « LVMH-Hermès : le charme discret de l'equityswap », n°1098, 2 nov., pp.4-6.
- Option Finance 2010, « Hermès : les actionnaires familiaux peaufinent leur défense », n° 1101, 22 nov., pp.4-6.

- Option Finance 2011, «La nouvelle holding sécurise le contrôle familial», n°1144, 17 oct., pp.39-40.
- Option Finance 2013, «LVMH s'explique devant la commission des sanctions de l'AMF», n°1224, 2 juin., pp.45.
- Option Finance 2010, «L'AMF inflige une sanction de 8 millions d'euros à LVMH», n°1229, 8 juillet, pp.35.
- J.P. PICHRAD-STAMFORD (2002), La légitimité du dirigeant familial, dans J. Caby G. Hirigoyen (Eds), la gestion des entreprises familiales, Economica, Paris, pp. 33-55.
- M. HLADY-RISPAL (2002), *La méthodes des cas: application à la recherche en gestion*, De Boeck.
- WW. SHARPE (1963), "A simplified model of portfolio analysis", Management Science, Vol. 9, January, pp. 277-283.
- W. SCHULZE, M. LUBATKIN, R. DINO (2003), «Toward a theory of agency and altruism in family firms», Journal of Business Venturing Vol 14, n°8, pp.473-490.
- A., R. VISHNY (1989), "Management Entranchement: The case of manager-specific investments", Journal of Financial Economics, Vol. 25, pp.123-140.
- J-F. SIEBELS, D.Z. KNYPHAUSEN-AUFSEB (2011), «A review of theory in family business research: the implication for corporate governance», International Journal of Management Review, Vol. 14, pp. 280-304.
- J. STEIN (1989), « Efficient capital market, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior», Quaterly Journal of Economics", Vol. 104, pp. 655-669.
- R. TAGUIRI, J. DAVIS (1996), « Bivalent attributes of family firm », *Family Business Review*, Vol.9, N°2, pp.199-208.