

Réflexion sur les problématiques contradictoires de gouvernance autour de la bataille boursière entre LVMH et Hermès (2010-2014)

Quôc Thai HUYNH¹

Résumé

Entre 2010 et 2014, les deux sociétés du luxe LVMH et Hermès se sont affrontés sur le marché boursier français. LVMH avec une prise de contrôle astucieuse par le biais d'equity swaps a su contourner les obstacles juridiques anti-OPA du statut de commandite par action de sa proie Hermès. Au-delà des questions soulevées par l'opacité des produits dérivés utilisés par LVMH, nous proposons une interprétation théorique de cette affaire au travers d'une approche chronologique des extraits de la presse financière de l'époque. Deux thèmes de la protection des actionnaires s'affrontent ici : la transparence des instruments financiers et les mesures anti-OPA. Nous discutons des enjeux en matière de gouvernance soulevés par les stratégies des deux protagonistes sous l'angle des principes de Calabresi et Melamed (1972) qui permet d'avoir une approche juridico-économique des droits transférables que représentent les actions.

Mots-clés : gouvernance d'entreprise, blocs de contrôle, actionnaire de contrôle, extraction de bénéfices privés, droits transférables

Introduction

De l'annonce de l'entrée surprise du groupe LVMH dans le capital d'Hermès en octobre 2010 à l'autorisation donnée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) à la famille Hermès pour la création d'un holding verrouillant 51% du capital, l'affaire LVMH-Hermès a tenu en haleine les marchés financiers en 2011. Le secteur du luxe est un marché oligopolistique entre quelques grands acteurs internationaux. Le cours de l'action Hermès était de 176,2 le 22/10/10 avant l'annonce de l'entrée de LVMH. Puis, il a atteint un pic à 272,5 euros le 1/09/11. Et bien qu'il ait baissé à 155,05 le 6/01/11 après l'annonce par la famille de la constitution d'un holding, il demeura à 255,55 euros le 16/09/11 après la décision de l'AMF en faveur d'Hermès. Même avec un capital totalement verrouillé, le cours était en moyenne de 237 euros entre septembre et décembre 2011.

Au début de l'histoire, l'utilisation par LVMH de produits dérivés pour contourner les

¹ ¹ Maître de Conférences, Département GEA, Université de Poitiers, Laboratoire CEREGE, quoc.thai.huynh@univ-poitiers.fr.

obligations de déclaration de franchissement de seuil focalisa le débat autour des questions de transparence de l'information en pointant du doigt les failles de la législation boursière. Ces contrats « equity swap – cash settled » permettent au client de demander à une banque d'acheter des titres à un prix donné, pour une livraison à une date déterminée, où le client aura alors le choix (swap) entre les actions (equity) ou l'argent (cash). Une technique qui a permis au groupe de ne pas déclarer depuis deux ans ses franchissements de seuil, théoriquement obligatoires dans les textes réglementaires dès 5 %. Sauf dans ce cas, LVMH a fait travailler quatre banques, sans qu'elles soient averties de la présence des autres, opérant sous le seuil des 5 % du capital, ce qui lui permettait de conserver le silence sur ses intentions, dans le respect de la loi.

En amassant 17% du capital secrètement, LVMH devint le principal actionnaire d'Hermès. Sans la protection du statut de commandite par actions d'Hermès, LVMH avait le contrôle. Ce statut juridique est réputé inopérable sachant que les associés-gérants peuvent garder le contrôle minoritaire de la société. Beaucoup de firmes familiales utilisent ce statut comme Michelin ou Bonduelle. Pour se défendre, la société Hermès a d'abord cherché à contester la validité de cette opération devant l'AMF. L'incertitude sur la décision des autorités de marché les a menés à essayer de rassembler un actionnariat familial éparpillé sous l'égide d'un holding de contrôle majoritaire. La dérogation accordée par l'AMF à la création du holding familial d'Hermès sans OPA, grâce à un reclassement des actions du groupe, a permis d'éviter un risque de classement en action de concert de cette opération. Le statut de société en commandite et le holding ont verrouillé totalement le capital pour LVMH mais aussi pour tous les autres actionnaires minoritaires. L'opposition entre les deux sociétés se double d'une opposition entre le cabinet Déminor (avocats spécialisés dans la défense des actionnaires) qui représente les intérêts d'Hermès et l'ADAM (association de défense des actionnaires minoritaires) qui défend les intérêts d'actionnaires individuels non familiaux (et donc indirectement, se pose du côté de LVMH). LVMH et Hermès reposent aussi sur des modèles économiques opposés. Ceci est même l'argument principal des dirigeants d'Hermès qui cherchent à défendre l'indépendance de leur société.

De part, sa position d'actionnaire minoritaire de référence non contrôlant, LVMH a une stratégie de parasite sur le capital d'Hermès. Au moindre signe de faiblesse, LVMH peut réussir à convaincre certains actionnaires familiaux (surtout les descendants de la 6^{ème} génération des fondateurs) de lui céder leurs titres et ainsi prendre le contrôle majoritaire. Une politique de dividende généreuse est une stratégie pouvant mettre à l'abri la direction actuelle d'Hermès car tous les descendants n'ont pas d'intérêts managériaux directs dans la société. C'est en conservant

un niveau de performance élevé que les dirigeants d'Hermès peuvent maintenir la cohésion de la famille. Mais en même temps, un cours de bourse élevé ou des dividendes importants alimentent avant tout les caisses de LVMH qui peut renforcer sa position sans efforts. Le marché semble avoir intégré que la présence d'un bloc de contrôle tel que LVMH est un outil de discipline des dirigeants d'Hermès (Jensen et Meckling, 1976). Pour se défendre une partie des actionnaires familiaux d'Hermès se sont rassemblés dans un holding pour compenser l'atomicité de leurs parts relatives. Cependant la constitution de ce dernier a aussi pour objectif d'éviter tout comportement de passager clandestin de la part d'un des actionnaires qui pourraient profiter à LVMH. La détention d'un bloc de contrôle majoritaire peut avoir des conséquences néfastes pour les autres minoritaires (Edmans, 2014 ; Horltherness, 2003). Le verrouillage du capital par ce holding majoritaire a fait passer LVMH du statut d'actionnaire de référence à celui de minoritaire. D'après Hirschman (1970), un actionnaire a la possibilité d'exprimer son avis au travers de trois stratégies : « Exit, Voice or Loyalty. » La stratégie de revente (Exit) est clairement ce qu'attendent les dirigeants d'Hermès mais LVMH n'a sûrement pas l'intention de sortir du capital d'une cible si longuement convoitée. Pour la stratégie d'exercice de son droit d'intervention direct (Voice), elle n'est pas à l'ordre du jour. Sans représentation au conseil d'administration et avec le statut de commandite d'Hermès, il y a peu de chances qu'en dehors de l'expression médiatique de ses intentions, Bernard Arnault ne puisse influencer sur Hermès à court terme. LVMH affiche clairement sa stratégie de non intervention (Loyalty) en se déclarant être un actionnaire non activiste mais actif. Les actes passés et présents de LVMH ne laissent guère de doute aux dirigeants d'Hermès sur les intentions réelles de cet actionnaire trop encombrant.

1. La chronologie de l'affaire LVMH-Hermès

1.1. Historique de la bataille boursière entre LVMH et Hermès

Le dénouement de la bataille juridique qui oppose LVMH et Hermès va prendre fin en septembre 2014 avec un accord devant le tribunal de commerce de Paris. Cependant, la plage d'étude de l'article se situe principalement entre septembre 2009 et Septembre 2011, soit à partir de l'annonce de l'entrée de LVMH jusqu'à la décision de la cour d'Appel de Paris d'autoriser la constitution d'un holding avec dérogation au lancement d'une OPA.

Les velléités de LVMH de racheter Hermès sont anciennes. Hermès est l'une des dernières maisons de luxe indépendantes sur le marché, alors que toutes appartiennent à des groupes ou à des fonds d'investissement. Une autre particularité d'Hermès est d'être une entreprise familiale dont l'origine remonte à 1837 alors que son entrée en bourse ne date que de 1993. Privilégiant une croissance interne, le groupe a concentré son activité autour du luxe et de la marque Hermès elle-même. Son actionnariat est encore principalement détenu par les descendants du fondateur. Cette entreprise dont le capital est verrouillé par une commandite est un modèle de firme familiale transgénérationnelle. Grâce à son statut de commandite par actions, elle fait partie de ces entreprises familiales cotées en bourse qui profitent du marché sans prendre de risques. En effet, l'avantage de la société en commandite par actions est que les associés commandités gardent la direction de l'entreprise même s'ils sont minoritaires dans le capital. La gérance était assurée à l'époque par Patrick Thomas (sans lien familial) et Emile Hermès SARL représenté par Bertrand Puech (descendant direct). Il existe treize associés commandités dont de nombreux descendants du fondateur, également très présents dans le conseil de surveillance composé de douze administrateurs. Pratiquement aucun d'entre eux n'est indépendant de la direction. A l'inverse, LVMH est un groupe multinational constitué autour d'un holding financier dirigé par Bernard Arnault, qui a toujours privilégié une stratégie de croissance externe. LVMH a l'image d'une firme purement capitalistique au sens de Berle et Means (1932), correspondant plus à l'idée d'une firme multinationale moderne. Cette firme constitue un exemple de modèle de gouvernance patrimoniale à vocation actionnariale.

LVMH et Hermès sont les deux plus grands groupes français sur le marché du luxe. Ils présentent des similarités importantes mais diffèrent par leur origine et leur structure de propriété. Sur le plan stratégique, la tentative de prise de contrôle de LVMH sur Hermès est évidente, les deux entreprises présentant de très fortes similitudes concernant le positionnement de leurs produits, leur réseau de distribution et les marchés ciblés. Les générations passant, les liens entre les membres de la famille fondatrice d'Hermès semblent s'être distendues. Certains analystes estiment que Bernard Arnault fait le pari que la 6^{ème} génération des héritiers sera davantage encline à vendre la société fondée et développée par leurs aînés. Par ailleurs, le développement du marché du luxe et les coûts importants supportés par cette industrie rendent la concentration dans le secteur rentable.

Les dates critiques, les faits, les actions et les réactions dans l'affaire LVMH Hermès :

- 23 octobre 2010 : LVMH annonce son entrée à hauteur de 17,1 % dans le capital d'Hermès.

La non-déclaration de franchissement de seuil contrevient d'abord à l'esprit de la loi française, qui fixe le seuil de déclaration à 5%, de même qu'aux statuts d'Hermès, qui ont entériné le seuil encore plus contraignant de 0,5%. C'est l'utilisation de produits dérivés avec la complicité d'un pool bancaire qui a permis la réussite de cette opération. D'après Colette Neuville, présidente de l'ADAM (Association de Défense des Actionnaires Minoritaires), « *Ce qui pose problème, c'est la combinaison de deux opérations différentes : la signature de contrats donnant lieu à un dénouement en numéraire et l'ajout en bout de course d'un avenant qui prévoit, au contraire, un dénouement en actions. En l'absence de cet avenant, LVMH n'aurait pas pris livraison des actions et rien ne se serait passé* ».

- 24 octobre 2010 : la famille affirme son unité et assure ne pas vouloir vendre le groupe.

Cette déclaration est importante. En effet, cette unité proclamée n'a jamais été officialisée : il n'y a jamais eu de pacte d'actionnaires, ni de statuts particuliers régissant les liens familiaux au sein du capital. Les membres de la famille sont de ce fait considérés comme des actionnaires individuels et peuvent donc se voir accusés « d'agir de concert ». Or, agir de concert avec un autre actionnaire sans le dire est puni par la loi (notamment par la privation des droits de vote). Le concert est défini par le code de commerce (article L. 233-10) qui impose une offre publique si un actionnaire, agissant seul ou de concert, franchit à la hausse plus du tiers du capital d'une société. C'est cette obligation de lancer une OPA qui explique que des actionnaires peuvent avoir intérêt à cacher leurs liens, car il est évidemment tentant d'exercer le contrôle sur une société en ne détenant que 20 ou 30% du capital au lieu d'avoir à racheter l'ensemble des titres en circulation.

- 25 octobre 2010 : l'Autorité des marchés financiers (AMF) lance une enquête pour vérifier que LVMH a respecté les règles boursières.

Dans l'affaire Wendel-St Gobain, l'AMF avait infligé une amende record à la société Wendel et à son dirigeant pour avoir adopté pratiquement la même stratégie que celle adoptée par la suite par LVMH (utilisation des produits dérivés pour contourner les règles de franchissement de seuil). En effet, l'article 223-6 du règlement général de l'AMF impose à toute personne

préparant pour son compte une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier, de porter à la connaissance du public « dès que possible » les caractéristiques de cette opération. Pour l'AMF, le regroupement de contrats dits d'equity swap, c'est-à-dire l'acquisition de la performance future d'une action, avec des financements permettant l'achat à terme des titres sous-jacents, constitue bien une opération financière au sens de l'article 223-6. L'investisseur qui organise ainsi les moyens d'acquérir une participation dans l'intention d'exercer une influence sur la stratégie de la société concernée doit se dévoiler.

- 3 décembre 2010 : la famille Hermès veut créer un holding familial.

Un holding est une société ayant pour vocation de regrouper des actionnaires qui souhaitent acquérir une influence significative dans les diverses sociétés détenues. La création d'un holding permet aux majoritaires d'accroître leur pouvoir. Normalement, elle s'accompagne d'une OPA afin que tous les actionnaires puissent s'exprimer sur cette profonde modification de la géographie du capital.

- 6 janvier 2011 : l'AMF autorise la création d'un holding sans OPA.

Le holding d'Hermès est la traduction de l'action de concert dénoncée plus haut. Il formalise le contrôle de la famille sur la société avec 50,2% du capital. 52 actionnaires familiaux sur les 70 héritiers ont apporté leurs titres à la nouvelle société. La quasi-totalité des héritiers, à l'exception de Nicolas Puech (6 % du capital environ), s'était engagée en décembre 2010 à participer à cette opération bien qu'elle verrouille 50 % des 62 % du capital d'Hermès qu'ils détiennent, soit une bonne part de leur patrimoine.

- 10 janvier : l'ADAM fait appel de la décision de l'AMF.

Dès lors, la création du holding fait formellement passer le groupe sous le contrôle de la famille, ce qui justifierait le lancement obligatoire d'une offre publique d'achat, argumente l'ADAM. Cependant, les avocats d'Hermès (Démignor) arguent que ce holding n'est qu'un reclassement des actions d'Hermès car la famille a toujours le contrôle de fait.

- 15 septembre : la Cour d'appel confirme la décision de l'AMF.

La confirmation de la dérogation d'OPA clôt en quelque sorte toute l'affaire car, entre une commandite et un holding de contrôle, le capital d'Hermès est complètement verrouillé.

Le marché a très nettement valorisé cette bataille boursière : le cours d'Hermès n'a cessé d'augmenter. Lorsqu'est révélée l'entrée de LVMH, entre septembre et novembre, le cours d'Hermès a connu un 1^{er} pic. A partir de novembre, les incertitudes liées au dénouement juridique du recours d'Hermès auprès de l'AMF provoquent la déconnexion des deux titres. LVMH en profite : l'action de l'ADAM ne doit pas être étrangère à cela. Les recours qu'elle organise autour des tentatives de verrouillage du capital d'Hermès peuvent laisser penser au marché que LVMH a de bonnes perspectives de gagner la partie. En revanche, la constitution du holding va atténuer l'attrait spéculatif du titre. Au contraire, les cours d'Hermès s'envolent à partir de mai avec la politique de rachat d'actions de la société. Son point culminant est atteint en septembre 2011 au moment du jugement de la cour d'appel de Paris sur la constitution du holding.

1.2. Les questions de gouvernance soulevées par cette affaire en matière de gouvernance

LVMH et Hermès se sont lancés dans un large ramassage en bourse qui a fait flamber les prix à cause de la rareté du titre. En tant que cible, Hermès est la valeur la plus spéculative malgré un flottant très faible, mais cela peut aussi être un facteur amplificateur. Il est aussi intéressant de voir qu'en dépit de la faible valorisation du marché à l'époque, les deux sociétés sont en forte croissance. L'utilisation des equity swaps soulève de nombreuses questions de transparence. A partir du 23 octobre 2010, plusieurs thèmes sont devenus récurrents : opportunité de l'opération, prix d'acquisition des actions par LVMH, spéculation autour du titre Hermès. Puis dès le 25 octobre, au moment du déclenchement d'une enquête par l'AMF, les questions de gouvernance deviennent prédominantes. Il suffit de voir les extraits de presse suivants.

- 23 octobre 2010 : LVMH annonce son entrée à hauteur de 17,1 % dans Hermès.

Performance exceptionnelle d'Hermès : *« Après avoir affiché une solide progression de 17,2 % au premier semestre, le titre du groupe de luxe s'est depuis littéralement envolé. Affichant record sur record, l'action a franchi le 13 octobre le seuil des 180 euros pour la première fois de son histoire, soit un bond de près de 100 % sur l'année ».*

Opportunité de l'opération : « *Si l'on exclut Cartier [propriété de Richemont, Ndlr] et Chanel, qui n'est pas sur le marché, Hermès est la cible idéale pour LVMH* ».

« *Quelle sera la réaction des familles ? Le fait même que LVMH ait pu se renforcer en rachetant des blocs crédibilise les rumeurs de dissensions entre les nombreux représentants de la sixième génération de propriétaires.* »

Prix d'acquisition : « *LVMH évoque un coût de revient de 1,45 milliard d'euros, soit un prix moyen d'environ 80 euros par titre, moitié moins que sa valeur en Bourse. Un prix obtenu, à en croire les proches du groupe, via des instruments dérivés détenus de longue date par LVMH. L'opération est donc mûrement orchestrée.* » Tous ces extraits sont issus de La Tribune du 25 octobre 2010

➤ 25 octobre 2010 : l'Autorité des marchés financiers (AMF) lance une enquête pour vérifier que LVMH a respecté les règles boursières.

Interrogation sur l'opération : « *Depuis le 1er août 2009, tout détenteur d'un contrat optionnel sur actions lui conférant plus de 5 % à l'échéance est aussi tenu de le déclarer. L'Autorité des marchés financiers (AMF) a indiqué lundi qu'elle allait vérifier la régularité de la procédure* ». La Tribune 26 octobre 2010

Intervention de l'ADAM : « *Il y a vraiment un contournement de la transparence qui doit être traité au niveau du régulateur* », commente Colette Neuville, présidente de l'Association des actionnaires minoritaires. » Le Figaro 26 octobre 2010

« *L'esprit de la loi, c'est la transparence sur le ramassage et le transfert de propriété des titres* », affirme Colette Neuville. Les Echos 15 nov 2010

L'ADAM, qui avait vivement critiqué le mode d'incursion de LVMH, se retourne dès l'annonce du projet de holding de la famille Hermès. Mandaté par des actionnaires individuels d'Hermès, l'ADAM essaie d'empêcher par tous les moyens le verrouillage du capital.

➤ 3 décembre 2010 : la famille Hermès veut créer un holding familial.

Action de concert : « *la création d'un holding regroupant les titres des membres de la famille ou un pacte d'actionnaires organisant l'incessibilité à des personnes extérieures à la famille. L'un et l'autre sont constitutifs d'une action de concert susceptible de contraindre les concertistes à déposer un projet d'offre en cas de franchissement des fameux 33 %* ».

« Pour toutes ces raisons, les actionnaires minoritaires d'Hermès ont tout lieu de considérer comme très contestable la dérogation qui pourrait être demandée », écrit Colette Neuville à l'AMF.

« Cela implique nécessairement l'obligation pour les actionnaires familiaux qui entendent rester entre eux d'offrir une sortie aux autres actionnaires dès lors que leur syndication n'a pas été annoncée au départ et que, sous une forme ou une autre, elle leur ferait atteindre le seuil du tiers du capital ou des droits de vote » écrit-elle à Jean-Pierre Jouyet. La Tribune 2 décembre 2010

Verrouillage du capital : *« Nous sommes extrêmement sereins car il n'y a pas de changement de contrôle ni de gouvernance », explique une porte-parole du groupe Hermès.*

Pour Colette Neuville, cette forme d'entente préalable avec l'AMF ne respecte aucune règle. *« Les actionnaires d'Hermès font semblant de confondre le contrôle politique qu'ils exercent sur l'entreprise via la commandite et le contrôle économique qu'ils n'ont pas et qu'ils proclamaient jusqu'ici ne pas avoir », explique-t-elle à La Tribune.*

« Colette Neuville dénonce une forme de « manipulation de cours » très préjudiciable aux actionnaires minoritaires, tels que les fonds qui seront obligés de sortir d'une société ainsi contrôlée ». La Tribune 7 décembre 2010

➤ 6 janvier 2011 : l'AMF autorise la création d'un holding sans OPA.

Verrouillage du capital : *« Le risque d'une prise de contrôle s'éloigne. Ce sont les descendants qui vont faire le marché, avec pour conséquence inévitable une baisse du cours. Il n'y aura plus de raison de spéculer sur Hermès », d'après un banquier.*

« Ce holding, c'est en fait une prison dorée », constate le même banquier. Un autre estime qu'une telle structure « n'est pas gérable dans le temps, car elle prive les héritiers de leur liberté de mouvement ». Les Echos 6 janvier 2011

➤ 10 janvier : l'Association de défense des actionnaires minoritaires fait appel de la décision de l'AMF.

Activisme actionnarial : *« L'ADAM a déposé son recours devant la cour d'appel de Paris dans le dossier Hermès-LVMH, a-t-elle annoncé samedi. Le recours suspend la constitution du holding par les héritiers de Thierry Hermès pour verrouiller le capital de leur société face aux appétits du groupe de luxe présidé par Bernard Arnault. » Les Echos 17 janvier 2011*

Tentative de limitation des droits de vote : « Elle vient ainsi d'assigner en référé la société et les membres du groupe familial Hermès » afin de priver ces derniers de l'essentiel de leurs droits de vote lors de l'assemblée générale du 30 mai. »

Bataille de procuration : « Dans un communiqué, Hermès a immédiatement réagi, dénonçant une manipulation particulièrement dangereuse dans la mesure où, si elle est entendue par la justice, cette demande pourrait aboutir au transfert du contrôle de l'assemblée d'Hermès à LVMH, fort de ses 20 % du capital du groupe coté. « Hermès International considère cette assignation sans fondement et constate dans cette tentative de déstabilisation de son assemblée, une nouvelle agression », précise-t-on chez le sellier. »

Franchissement de seuil : « L'ADAM, par la voie de sa présidente n'est pas d'accord avec cette analyse. Colette Neuville précise, en effet, qu'en demandant au Tribunal de commerce de priver la famille Hermès de ses droits de vote, c'est parce qu'elle n'a jamais déclaré officiellement les franchissements de seuil lui octroyant 62 % du capital et 71 % des droits de vote. » La Tribune 20 mai 2011

➤ 15 septembre : la Cour d'appel confirme la décision de l'AMF.

Activisme : « Dès lors, la création du holding fait formellement passer le groupe sous le contrôle de la famille, ce qui justifie le lancement obligatoire d'une offre publique d'achat, argumentait l'ADAM. Pas plus que l'AMF auparavant la cour d'appel n'a suivi ce raisonnement. À l'instar du gendarme de la Bourse, les magistrats de la cour d'appel ont relevé une série « d'indices concordants », au-delà « des seuls liens de parenté », établissant depuis des années l'existence d'un contrôle de la famille sur Hermès. Entre autres, le statut de commandite par actions, qui confère à la structure familiale Émile Hermès un contrôle inexpugnable sur la société cotée, et la « mise en œuvre d'une politique commune » des héritiers. » Figaro 16 sept 2011

Hermès est une société assez secrète, et ce même depuis son entrée en bourse en 1993. La bataille entre Hermès et LVMH a mis en lumière les qualités intrinsèques de cette société. Une des qualités associées par la théorie financière au marché des prises de contrôle est justement la révélation d'information (Manne, 1965). Hermès a beaucoup communiqué sur sa santé financière et sur ses perspectives d'avenir. Bien que ces deux entreprises reposent sur deux modèles économiques différents, et que le groupe LVMH ait une capitalisation boursière 3,37 fois supérieure à celui d'Hermès, les marges de profit des deux firmes sont assez proches avec

26,85% et 20,52%. De même, les ROAE (return on average equity) sont de 20,32% et 19,57%. Aussi LVMH et Hermès ont fortement communiqué sur leurs bilans financiers respectifs pour convaincre les investisseurs. Cependant, c'est surtout Hermès qui a cherché à convaincre les investisseurs qu'ils se débrouilleraient mieux sans LVMH.

La bonne valorisation des deux firmes même après le dénouement de l'affaire serait alors liée à la bonne santé des fondamentaux des deux sociétés, et ce, malgré le manque de transparence signalé par la presse et le protectionnisme actif d'Hermès dénoncé par l'ADAM.

2. Cadre conceptuel du cas : les moyens de discipline et de contrôle de la firme

2.1. Le rôle d'un bloc de contrôle en matière de gouvernance

Dans les firmes à capitaux ouverts, le caractère opérable de l'entreprise la rend sujette à la discipline du marché et contraint les dirigeants à ne pas sous performer pour ne pas devenir la proie d'une autre équipe dirigeante plus performante (Manne, 1965). Mais l'existence de mesures anti-OPA atténue ce caractère disciplinaire et les prescriptions des tenants de la bonne gouvernance affirment qu'il est impératif de les enlever. Les études empiriques (Roll, 1986, Kaplan et Weisbach, 1992) ont démontré que les seuls bénéficiaires d'une OPA hostile sont les actionnaires de la cible et que les principaux perdants sont les actionnaires de l'acquéreur et les dirigeants de la firme ciblée. De plus, certaines études ont aussi démontré que les pilules empoisonnées n'empêchaient pas réellement les OPA mais augmentaient le pouvoir de négociation de l'équipe dirigeante en place afin de s'octroyer des avantages. Aucune étude n'a réellement prouvé l'existence de création de valeur à la suite d'une OPA en générale. Finalement, il en ressort que l'effet disciplinaire du risque d'une offre publique hostile sur les dirigeants est assez faible dans l'ensemble (Karpoff et alii, 1996 ; Karpoff, 2001).

Un autre mécanisme de contrôle censé discipliner les dirigeants est la présence d'un grand actionnaire (Holderness, 2003 ; Edmans, 2014). Bien que les premières études de gouvernance se soient focalisées sur la firme à capital diffus qui semblait être l'aboutissement du modèle de la firme capitaliste (Berle et Means, 1932), il reste encore dans le monde de nombreuses grandes sociétés où le capital est encore concentré entre un petit nombre d'actionnaires (La Porta et alii, 1999 ; Kremp, 1997 ; Bloch et Kremp, 1999). L'existence de conflits d'intérêts se déplace de la relation actionnaires - dirigeants à la relation entre actionnaires majoritaires et actionnaires

minoritaires. Les grands actionnaires détenant des blocs de contrôle utilisent leurs droits de contrôle à la fois pour discipliner les dirigeants mais aussi pour détourner des ressources à leurs fins propres. Dans les pays où le « tunneling » (ou l'évidage d'actifs) est bien encadré par la loi, l'existence d'actionnaire de contrôle peut avoir un effet positif sur la gouvernance grâce à la surveillance exercée sur la direction (Simon et alii, 2000 ; La Porta et alii, 1999). Mais dans le cas contraire, la présence d'un actionnaire de contrôle pose de nombreux problèmes et c'est la question de la protection des actionnaires minoritaires qui devient primordiale.

2.2. L'intérêt de la constitution d'un bloc de contrôle

La détention de grands blocs de propriété peut être motivée par deux facteurs : le bénéfice partagé du contrôle et le bénéfice privé du contrôle. Les deux ne sont pas mutuellement exclusifs. Le bénéfice partagé du contrôle provient de la meilleure gestion et du meilleur contrôle qui peut résulter de la colocation des droits de décision et des effets de richesse liés à la détention d'un grand bloc de propriété. A mesure que la part de capital du détenteur de bloc augmente, toute chose égale par ailleurs, il a une plus grande incitation à augmenter la valeur de la firme (Jensen et Meckling, 1976). Dans une certaine mesure, ces cash-flows plus élevés vont être partagés avec les actionnaires minoritaires, ils constituent le bénéfice partagé du contrôle. Plusieurs modèles théoriques, tels que celui de Sheilfer et Vishny (1986) soulignent les bénéfices partagés du contrôle. Les supports empiriques de l'existence de bénéfices partagés viennent de plusieurs sources. Premièrement, les détenteurs de blocs ou leurs représentants occupent habituellement des postes de directeurs ou de membres du conseil, ce qui les met en position d'influencer les décisions stratégiques directement. Deuxièmement, il y a des preuves que la formation de blocs soit associée avec une augmentation anormale du prix des actions, pour cela nous pouvons nous référer à l'étude de Barclay et Holderness (1992). Ces auteurs montrent qu'il existe une prime attachée à l'avantage de contrôle découlant du fait que le prix unitaire d'une action appartenant à un bloc de titres soit supérieur à son cours boursier. Une deuxième prime peut être discernée par la différence entre le cours boursier de l'action et celui du certificat d'investissement, dont le prix ne reflète que la valeur actualisée des dividendes futurs, émis pour une même entreprise. Cette prime correspond à la valeur de marché du certificat de droit de vote. Elle doit être inférieure à la première car le pouvoir politique découlant de l'appropriation d'une action relativement à un certificat d'investissement est significativement moindre que celui obtenu à la suite de l'acquisition d'un bloc d'actions comparativement à l'achat d'une seule de ces valeurs mobilières.

L'existence de cet avantage de contrôle expliquerait aussi l'absence de diversification de la richesse de propriétaires de tels blocs. Le supplément d'utilité tiré de l'avantage de contrôle excédant celui issu de la diversification, ils ont tout intérêt à concentrer leur puissance financière au sein d'une seule société. L'avantage de contrôle dont bénéficient les actionnaires de référence ne dépend pas exclusivement de l'importance de la position au sein du capital. Un tel actionnaire est usuellement qualifié ainsi parce qu'il est propriétaire d'une part non négligeable des droits de vote émis par la société. Son retrait déstabiliserait fondamentalement l'équilibre de l'organisation (Hirschman, 1970). Cet avantage de contrôle découle de leur capacité à influencer sur la prise de décision en vue de satisfaire leurs intérêts à travers les droits de vote attachés à leurs actions (Grossman et Hart, 1988).

Les détenteurs de blocs ont aussi des incitations à utiliser leur pouvoir électoral pour consommer les ressources de la firme ou pour jouir des avantages de la firme qui ne sont pas partagés avec les actionnaires minoritaires. Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988) suggèrent que les déviations du principe d'une action une voix (« *one-share-one-vote* ») devraient être plus élevées lorsque les bénéfices privés du contrôle sont plus élevés, ce qui est le cas dans les pays avec de faibles niveaux de protection des actionnaires. La formation de blocs est motivée à la fois par le bénéfice partagé du contrôle : les détenteurs de blocs ont les motivations et les opportunités d'augmenter la valeur des cash-flows attendus par la firme et qui bénéficient à tous les actionnaires ; et par les bénéfices privés du contrôle : les détenteurs de blocs ont les incitations et les opportunités de consommer des ressources aux dépens des actionnaires plus petits.

Les règles régissant les bénéfices privés de contrôle tirés des opérations d'une firme posent en effet les limites du coût de la surveillance par un actionnaire de contrôle. Si ces limites sont efficaces, la présence d'un actionnaire de contrôle est favorable aux actionnaires minoritaires : la réduction des coûts d'agence liés à la surveillance des dirigeants excède le niveau des bénéfices privés. Il y a deux règles qui régissent le niveau de bénéfices privés à partir des opérations courantes. Déjà, une distinction doit être faite lorsque l'actionnaire de contrôle est un dirigeant ou non. Dans le cas d'Hermès, les deux types de blocs de contrôle s'affrontent pour obtenir le pouvoir.

3. Discussion théorique

Théoriquement, la présence d'un actionnaire de référence est plus à même de surveiller et de contrôler les dirigeants. La présence d'un actionnaire important peut être un substitut à la discipline des marchés pour maximiser la richesse des actionnaires. Cependant, il y a des coûts associés à la détention d'un bloc de contrôle et avec l'exercice de la fonction de surveillance, certains bénéfices privés de contrôle sont peut-être nécessaires pour pousser une partie à jouer ce rôle. Ainsi, du point de vue d'un actionnaire comme LVMH, il existe un arbitrage entre les deux extrémités de la relation d'agence. La présence d'un actionnaire de référence réduit le problème d'agence lié au mandat donné aux dirigeants, mais ceci au coût d'une ponction sur la richesse due au bénéfice privé de contrôle. Pour Gilson et Black (1995), les actionnaires minoritaires pourront préférer la présence d'un actionnaire de contrôle aussi longtemps que la réduction des coûts d'agence liée aux managements est supérieure aux coûts de prélèvements des bénéfices privés de contrôle. Les termes de l'arbitrage dépendent de la configuration de la doctrine juridique qui décrit les obligations fiduciaires imparties à l'actionnaire de contrôle.

La résolution des problèmes de conflit d'intérêts entre actionnaires ne représente qu'une partie d'un plus vaste débat autour de la nature des solutions pour protéger les droits de propriété. L'affaire LVMH-Hermès a mis en lumière des problèmes sur l'utilisation des produits dérivés et la mise en place d'un holding financier ad hoc. Chaque partie a soigneusement évité de passer par une OPA qui aurait été la solution la plus efficace pour révéler les attentes de tous les actionnaires d'Hermès. Les deux principales opérations de l'affaire ont provoqué une transaction involontaire pour chacune des parties adverses. L'AMF a joué un rôle d'arbitre mais ses outils semblent inadaptés à la hauteur de l'enjeu. Calabresi et Melamed (1972) s'interrogent sur un des problèmes fondamentaux du Droit qui est de savoir si les droits de propriété doivent être protégés avec des règles de propriété ou des règles de responsabilité. Une règle de propriété est une approche ex ante aux problèmes de conflit d'intérêts. Ceci implique qu'un accord ne peut être exécuté qu'après une transaction consensuelle basée sur l'estimation subjective du vendeur. Alors qu'une règle de responsabilité est une approche ex post qui implique que le transfert ou le changement de ce qui revient de droit à un individu peut être contraint par n'importe quelle personne ayant la volonté de payer la valeur objective de ce droit estimée par un tribunal ayant statué sur le dommage subi. Dans notre cas, Hermès aurait dû pouvoir estimer et négocier la valeur d'entrée de LVMH selon la règle de propriété. Mais sachant qu'Hermès n'aurait jamais laissé ce dernier monter dans son capital, seule la stratégie des equity swaps pouvait lui permettre de déclencher la transaction qui va entraîner l'application de la règle de

responsabilité normalement imposée par la loi. Ayant agi sans le consentement du vendeur, LVMH lui doit une réparation sur la base d'une évaluation objective de la transaction non consentie.

Il y a deux éléments clés qui soulignent la distinction entre règles de propriété et règles de responsabilité. En premier, c'est la méthode d'estimation. Les règles de propriété sont caractérisées par une méthode d'estimation subjective. Toutes les parties à la transaction doivent déterminer ex ante si elles trouvent l'accord valable. A l'inverse, dans le cadre des règles de responsabilité, c'est la valeur objective qui est la règle standard. Il est donc possible que l'accord ne soit pas du goût de tout le monde. Cependant, c'est au tribunal de déterminer la valeur de la transaction basée sur une estimation objective. Une deuxième différence repose sur la division du surplus. Une transaction volontaire génère un surplus car les deux parties à la transaction attachent une valeur différente à l'accord. Avec une règle de propriété, chaque partie peut négocier librement et arriver à s'approprier une large part du surplus pour elle-même. Avec une règle de responsabilité, cependant, une des parties est contrainte de rentrer dans une transaction et ne négocie pas pour le surplus du tout. Donc, jusqu'à une transaction efficiente se fasse jour ex post, la partie forcée à la transaction va plus que certainement s'assurer la plus grande part du surplus. Le choix entre les deux règles est basé sur l'arbitrage entre les coûts de négociation accompagnant une règle de propriété et les coûts du jugement accompagnant une règle de responsabilité. Ces coûts sont, en retour, dépendants des spécificités des conditions du système économique et juridique d'un pays donné.

4. Conclusion et dénouement de l'affaire

En septembre 2014, LVMH finit par renoncer à sa tentative de prise de contrôle sur Hermès. Après des années de bataille juridique, le groupe de Bernard Arnault finit par céder 14,7% des titres d'Hermès pour n'en conserver que 8,5%.

Ce revirement est surtout dû à l'initiative du président du tribunal de commerce de Paris, Frank Gentin, qui a permis de signer le mardi 2 septembre un compromis habile qui contenta les deux parties opposées. *« M. Gentin a réuni les deux rivaux en leur démontrant le caractère stérile de leur conflit capitalistique et leur a proposé un schéma suffisamment créatif et incitatif pour qu'ils puissent trouver un terrain d'entente. »*

L'accord se résume en trois points d'après le journal Le Monde :

- Premièrement, le groupe LVMH doit descendre significativement sa participation dans le capital d'Hermès. Il est passé de 23,2% fin 2014 à 8,5% en 2015.
- Deuxièmement, pour ne pas déstabiliser le cours de bourse d'Hermès par la vente d'un bloc d'actions trop important, LVMH va distribuer à ses propres actionnaires la totalité de ses actions Hermès. Cette opération permet à Hermès de retrouver un capital flottant quasi inexistant jusqu'alors. Pour LVMH, ses actionnaires reçoivent des titres très fortement valorisés.
- Troisièmement, ni LVMH, ni Dior et ni le Groupe Arnault ne doivent chercher à acquérir des titres Hermès pendant 5 ans à compter de la date de signature de l'accord.

Le résultat de toute cette bataille boursière a finalement été positif pour toutes les parties prenantes. Si du point de vue de l'éthique des affaires, avec l'utilisation des produits dérivés, les questions de transparence sont loin d'être tranchées. La création de valeur autour du titre d'Hermès a été renforcée par l'attaque de son concurrent LVMH. La stimulation de l'information financière qui en a suivi a bénéficié à l'ensemble du marché. Cela renforce l'idée que la création de valeur découle d'un marché concurrentiel. Les règles doivent protéger les investisseurs mais permettre aussi aux acteurs financiers de faire bouger les lignes pour avoir un système de prix efficient. La discipline des marchés reste la règle.

Références bibliographiques

- Berle A.A., et Means G.C., (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Bloch, L., et E. Kremp, (1999), *Ownership and voting power in France*, *European Corporate Governance Network*.
- Calabresi, C G., et Melamed D., (1972), *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral* », *Harvard Law Review*, Vol.85, 6, 1089-1129.
- Gilson R.J. et Black B.S., (1995), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* 1229-1231, 2d ed.
- Grossman S. & O. Hart, (1988), *One share one vote and the market for corporate control*, *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Edmans, A., (2014), *Blockholders and Corporate Governance*, ECGI – Finance Working Paper, 385.
- Harris, M., and A. Raviv, (1988), *Corporate governance: Voting rights and majority rules*, *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
- Hirigoyen G., (2002), *Droit et finance : de l'ignorance à la gouvernance* », numéro spécial de la *Revue du Financier*, sous la direction de G. Hirigoyen.
- Hirschman, D., (1970), *Exit, Voice and Loyalty ; Responses to Decline in Firms, Organisations, and States*, *Harvard University Press, Cambridge, Mass.*
- Holderness, C. (2003), *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, *Economic Policy*

Review, Vol.9, 1.

Jensen M.C., et Meckling, W.H., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 4, 305-360.

Kaplan, S.T., and M.S. Weisbach, 1992, The success of acquisitions : evidence from divestitures, *Journal of Finance* 67, p.107-138.

Karpoff, J.M., 2001, The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, *University of Washington Working paper*.

Karpoff, J.M., P.H. Malatesta, and R.A. Walkling, 1996, Corporate governance and shareholder initiatives : Empirical evidence., *Journal of Financial Economics* 42, p.365-395.

La Porta, R., F. Lopez-de-Sinanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1999, Corporate Ownership around the world " *Journal of Finance*, *Journal of Finance* 54, p.471-517.

La Porta R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer et R.W. Vishny, (1999), Investor Protection and Corporate Valuation, *Harvard Institute of Economics Research Paper*, No. 1882. Available at SSRN : <http://ssrn.com/abstract=192549> or doi:10.2139/ssrn.192549.

Le Maux J., (2008), La " coalition de contrôle ". Un outil au service de la gouvernance, *Revue Française de Gestion*, 34, 15-39.

Manne H.G., (1965), Mergers and the Market for corporate control, *Journal of Political Economy*, 73, 110-113.

Roll, R., (1986), The hubris hypothesis of corporate takeover, *Journal of Business*, 59, 197-216.

Simon, J., R. La Porta, F. Lopez-de-Sinanes, and A. Sheilfer, 2000, Tunnelling, *American Economic Review*, 0002-8282.

Sheilfer, A., et Vishny R.W., (1986), Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.