



Haut Comité Juridique  
de la Place financière de Paris

# ***RAPPORT SUR LES DROITS DE VOTE MULTIPLES***

*du Haut Comité Juridique  
de la Place Financière de Paris*

*15 septembre 2022*



## RAPPORT SUR LES DROITS DE VOTE MULTIPLES

1. L'objet du présent rapport est d'apprécier l'opportunité d'une introduction en droit français de la possibilité de créer des actions à droits de vote multiples dans les sociétés cotées (sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation) ainsi que d'envisager les conditions auxquelles cette création pourrait être subordonnée.

2. S'agissant du droit de vote attaché aux actions d'une société anonyme, le droit positif peut être résumé en trois propositions.

Le principe est que « *le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins* » (art. L. 225-122 I du Code de commerce). Cette règle est impérative.

Par dérogation au principe, un droit de vote double peut être attribué par les statuts aux actions entièrement libérées et inscrites au nominatif depuis au moins deux ans au nom du même actionnaire. Depuis la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, dite loi Florange, le droit de vote double est de droit dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, sauf clause contraire des statuts (article L. 225.123, alinéa 3, du Code de commerce).

Toujours par dérogation au principe, la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019, dite loi Pacte, a admis la création d'actions de préférence à droits de vote multiples, sauf « *pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation* » (article L. 228-11, alinéa 1<sup>er</sup>, du Code de commerce).

3. Le régime juridique qui vient d'être rappelé vaut, non seulement pour les sociétés anonymes, mais aussi pour les SE qui ont leur siège statutaire établi en France ainsi que pour les sociétés en commandite par actions.

4. Au résultat, s'agissant des sociétés cotées, la seule limite à la règle une action/une voix est l'existence des droits de vote doubles<sup>1</sup>.

5. Certes, on a pu s'interroger sur le sort des actions de préférence à droits de vote multiples émises par une société avant son admission aux négociations. Les droits de vote multiples ne pourraient-ils

---

<sup>1</sup> On laisse ici de côté les clauses de plafonnement du droit de vote.



régulièrement subsister après l'introduction en bourse ? Deux interprétations de l'article L. 228-11 du Code de commerce sont concevables, mais celle qui ferme la porte au maintien des droits de vote multiples emporte la conviction.

Selon une première interprétation, l'on pourrait considérer que les exigences posées par la deuxième phrase de l'article L. 228-11 alinéa 1<sup>er</sup> doivent être satisfaites tout au long de la vie sociale.

Ainsi que l'indique la seconde phrase de l'article L. 228-11 al. 1<sup>er</sup>, dans les sociétés cotées, les droits attachés aux actions de préférence doivent respecter l'article L. 225-122. Des actions d'une société « *dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation* » ne pourraient donc jamais être assorties d'un droit de vote multiple, que celles-ci aient été créées avant ou après l'introduction en bourse de la société émettrice.

Selon une seconde interprétation, l'on peut admettre, au contraire, que les exigences posées par la deuxième phrase de l'article L. 228-11 al. 1<sup>er</sup> doivent être satisfaites uniquement au moment de l'émission d'actions de préférence.

Ainsi, seule une société non cotée pourrait émettre des actions à droits de vote multiples. Cependant, une fois l'émission réalisée, l'introduction en bourse n'aurait pas d'effet sur les actions précédemment émises.

La loi Pacte du 22 mai 2019 – qui a autorisé les sociétés non cotées à émettre des actions de préférence à droits de vote multiples et qui est ainsi à l'origine de cette rédaction de l'article L. 228-11 alinéa 1<sup>er</sup> – n'a semble-t-il entendu se préoccuper que du sort des sociétés non cotées. L'objectif poursuivi, en effet, était double. D'une part, la réforme entendait régler une difficulté d'interprétation ancienne concernant les sociétés par actions simplifiées – qui pouvaient prévoir un droit de vote multiple par le biais d'actions ordinaires, mais dont on n'était pas certain qu'elles puissent le faire par la voie d'actions de préférence. D'autre part, la réforme entendait rapprocher le régime des sociétés par actions simplifiées et celui des sociétés anonymes non cotées.

Jamais en revanche il n'a été question d'admettre l'existence d'actions à droits de vote multiples dans les sociétés cotées. Devant l'Assemblée nationale, il a ainsi été indiqué :

*« L'article 28 libéralise ainsi le régime des actions de préférence dans les sociétés non cotées, en permettant aux entreprises d'émettre des actions à droit de vote multiple. Mais si l'innovation*

---

<sup>2</sup> Assemblée nationale, Rapport n° 1237, par R. Lescure, J.-N Barrot, C. Dubost, M. Lebec, D. Sommer, 15 septembre 2018, p. 20.



*juridique peut être essentielle, la stabilité juridique est aussi une exigence des investisseurs : c'est pour cela que la règle, pour les sociétés cotées, demeure celle issue de la loi « Florange » de 2014 »<sup>2</sup>.*

Le Ministre de l'économie a ajouté, évoquant le droit de vote multiple :

*« [Pour] les sociétés cotées, et j'ai déjà eu l'occasion de le dire, il me paraît vraiment inopportun, dans la mesure où il complexifierait beaucoup leur gestion et leur gouvernance, y compris sur les marchés internationaux et vis-à-vis des investisseurs étrangers »<sup>3</sup>.*

Similairement, au Sénat, le rapporteur a soutenu :

*« Votre rapporteur approuve le maintien des règles actuelles pour les sociétés cotées, pour lesquelles la détention du capital au sein du public ne se prête guère à des droits de vote multiple. Seule la possibilité de droits de vote double continuera à s'y appliquer, le cas échéant de façon automatique en vertu des dispositions adoptées dans la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, dite « loi Florange »<sup>4</sup>.*

Il était donc acquis dans l'esprit des parlementaires – et du gouvernement – que le texte n'affectait pas la situation des sociétés cotées.

En conséquence, si la lettre du texte n'interdit pas la seconde interprétation, seule la première paraît conforme à la volonté législative. On peut ainsi douter qu'une société dotée d'actions à droits de vote multiples prenne le risque d'une introduction en bourse en l'état des textes. Du reste, ni l'Autorité des marchés financiers, ni l'entreprise de marché n'admettraient à la cotation une société qui aurait émis des actions à droits de vote multiples.

Dans ces conditions, si le souhait était émis que les actions de société cotée puissent être assorties d'un droit de vote multiple, l'intervention du législateur serait indispensable.

6. Il convient de souligner certaines particularités du droit de vote double tel que dessiné par le droit français (même si le droit de vote double est également connu de certains autres systèmes), qui l'exposent parfois à des incompréhensions chez les investisseurs étrangers. Le bénéfice du droit de vote double est ouvert à tout actionnaire dès lors que celui-ci satisfait aux conditions posées par la loi et les statuts. Le droit de vote double récompense la fidélité de l'actionnaire, à travers l'exigence

---

<sup>3</sup> Assemblée nationale, Rapport n° 1237, par R. Lescure, J.-N Barrot, C. Dubost, M. Lebec, D. Sommer, 15 septembre 2018, p. 571.

<sup>4</sup> Sénat, Rapport n° 254, par M. Canevet, J.-F. Husson, E. Lamure, 17 janvier 2019, p. 388.



d'une inscription au nominatif pendant au moins deux ans. Le droit de vote double est de droit dans les sociétés cotées, sauf clause statutaire contraire, difficile à faire voter. L'introduction des droits de vote multiples en droit français ne serait donc pas un prolongement de l'existant. Ce serait une véritable innovation.

#### 7. Faut-il l'envisager favorablement ?

On sait que, naguère, la Commission européenne avait fait la promotion du principe *one share-one vote*<sup>5</sup>. Elle a toutefois échoué à le faire inscrire dans le marbre du droit de l'Union européenne. Et le balancier est reparti dans le sens inverse. De nombreuses places financières – y compris en Europe – ont été sensibles au souci des candidats à l'introduction en bourse qui souhaitent garantir le maintien de leur contrôle sur la société et, pour ce faire, aménager le droit de vote à l'assemblée générale. C'est ce mouvement qui conduit à s'interroger sur les choix de politique législative à opérer en France. Faut-il demeurer dans le sillon tracé par la loi du 24 juillet 1966 et maintenir le caractère impératif de la règle de proportionnalité entre la part dans le capital social et la puissance de vote ? Ou convient-il de se placer dans le courant actuel en libéralisant, au moins dans une certaine mesure, la création d'actions à droits de vote multiples ?

8. Pour répondre à ces questions, le groupe de travail s'est livré à un examen des solutions retenues dans un certain nombre de systèmes juridiques majeurs. Il a également procédé à l'audition de personnes qualifiées représentatives des principales parties prenantes. Le présent rapport rend compte de ces travaux et auditions dans ses deux premières parties.

Sur cette base, le groupe de travail s'est forgé une opinion sur l'opportunité d'introduire les actions à droits de vote multiples dans le droit des sociétés cotées. Elle sera exposée dans une troisième partie<sup>6</sup>.

Enfin, il a paru nécessaire d'encadrer le régime des actions à droits de vote multiples, si l'émission de celles-ci était rendue possible. Les propositions du groupe de travail à cet égard figurent dans la quatrième partie du rapport.

---

<sup>5</sup> La Commission avait commandité une étude, qui a débouché sur le *Report on the Proportionality Principle in the European Union* publié le 17 mai 2007. V. l'analyse de Ch. Clerc, *Réflexions sur la démocratie actionnariale*, RTDF 2007, n° 3, p. 88 et s.

<sup>6</sup> La réflexion menée vaut pour les SA et les SE à siège français. On a laissé de côté les sociétés en commandite par actions, dont l'organisation repose déjà sur la distinction de deux catégories d'associés.



## I. Perspectives comparées

9. Pour prendre position sur la question qui lui a été posée, le groupe de travail a procédé à un inventaire sélectif de droit comparé. Il a bénéficié pour cela d'études réalisées par plusieurs de ses membres, avec l'aide de correspondants étrangers :

- un panorama général et un état des lieux international, réalisés par Alain Pietrancosta,
- une étude portant sur les Pays-Bas, réalisée par Emmanuel Masset et Didier Martin,
- une étude ayant pour objet le Royaume-Uni, réalisée par David Aknin,
- une étude sur le Canada, la Suisse et les Etats-Unis, réalisée par Bertrand Cardi.

10. L'on exposera ici l'état du droit et de la pratique afférents au droit de vote multiple, dans différents pays : les États-Unis (1.1), le Canada (1.2), le Royaume-Uni (1.3), les Pays-Bas (1.4), la Suisse (1.5), l'Allemagne (1.6).

### 1.1 - Les États-Unis

11. Aux États-Unis, l'encadrement du droit de vote dépend des droits applicables dans chaque État fédéré, de sorte qu'il n'existe pas de régime juridique uniforme. Cependant, la plupart des États – en ce compris le Delaware<sup>7</sup> – autorisent les actions à droits de vote multiples et laissent toute liberté aux statuts pour déterminer les caractéristiques des actions émises.

La *Securities and Exchange Commission* (SEC) a de son côté tenté de restreindre l'admissibilité à la cote de telles actions. Ce fut en vain car la question sortait de son champ de compétence. Elle a aussi œuvré pour que les entreprises de marché encadrent la pratique, sans davantage de succès. Aujourd'hui, tant le NYSE que le NASDAQ admettent l'introduction en bourse des sociétés ayant créé une catégorie d'actions à droits de vote multiples préalablement à l'admission à la cote.

---

<sup>7</sup> *Del. Gen. Corpo. Law, § 151* : "Every corporation may issue one or more classes of stock or one or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation". V. égal. *Model corporation Act, §7.21* : "Except as provided in subsections (b) and (d) or unless the articles of incorporation provide otherwise, each outstanding share, regardless of class or series, is entitled to one vote on each matter voted on at a shareholders' meeting. Only shares are entitled to vote."



12. Dans ce contexte, un nombre assez important de sociétés offrent des actions à droits de vote multiples à leurs actionnaires. Historiquement, le vote multiple était surtout utilisé par les sociétés désireuses de maintenir le contrôle familial malgré l'ouverture de leur capital, de même que par les sociétés de presse qui soutenaient que le droit de vote multiple permettait de préserver l'indépendance des journalistes. Aujourd'hui, le principal secteur concerné est celui des entreprises technologiques.

Les ratios des droits de vote se situent en moyenne dans une fourchette variant entre 10:1 et 40:1, beaucoup de sociétés choisissant un multiple de 10:1. En outre, lors de l'émission de telles actions, il n'est pas rare que soient prévues des règles de conversion de ces actions en actions ordinaires par le biais de « *sunset clauses* » (prévoyant par exemple une telle conversion lorsque la participation au capital détenue par l'actionnaire de contrôle tombe en deçà d'un certain seuil, ou encore à l'échéance d'un délai déterminé).

13. Enfin, il est à noter que plusieurs pourvoyeurs d'indices ont décidé de limiter l'inclusion des sociétés dotées de droits de vote multiples au sein de leurs classements (FTSE Russell, S&P 500, S&P MidCap 400, S&P SmallCap 600).

## 1.2 - Le Canada

14. Les lois canadiennes (loi canadienne sur les sociétés par actions et lois provinciales) permettent généralement aux sociétés par actions de créer plusieurs catégories d'actions dotées de droits différents – notamment de droits de vote multiples.

La pratique est néanmoins encadrée par les entreprises de marché. Ainsi, le *Toronto Stock Exchange* (TSX) prévoit que l'émetteur doit adopter des clauses d'égalité de traitement en cas d'offre publique (*coattail provisions*), permettant aux titulaires d'actions ordinaires de participer à une offre éventuelle sur un pied d'égalité avec les titulaires d'actions à droits de vote multiples. Des dispositions similaires existent sur le *TSX Venture Exchange*, le *NEO Exchange* et le *Canadian Securities Exchange*.

15. En pratique, le recours à ce type d'actions est le fait de sociétés dont les actionnaires de contrôle doivent être de nationalité canadienne (énergie, télécommunication, média, aéronautique) ou plus généralement, de sociétés voulant garantir à leur fondateur la conservation du contrôle au moment de l'introduction en bourse. En 2018, soixante-neuf sociétés étaient dotées de droits de vote multiples sur le *Toronto Stock Exchange* (correspondant à environ deux pour cent des sociétés dont les actions étaient admises sur ce marché). Depuis 2005, trois pour cent



des sociétés se sont introduites en bourse avec des droits de vote multiples.

Certaines clauses sont de pratique courante. Il est souvent prévu la conversion des actions à droits de vote multiples en actions ordinaires dès lors que la participation au capital de l'actionnaire de contrôle tombe en deçà d'un certain seuil. Il est fréquemment stipulé, encore, que certaines transactions importantes doivent recueillir l'approbation des titulaires des différentes catégories d'actions. Parfois encore, la titularité des droits de vote multiples est conditionnée à la détention d'une certaine qualité au sein de la société.

### 1.3 - Le Royaume-Uni

16. Le droit des sociétés anglais admet les actions à droit de vote multiple (*dual class shares*)<sup>8</sup>.

17. Cependant, pendant longtemps, les règles de marché applicables sur le segment *premium* du *London Stock Exchange Main Market* étaient en pratique incompatibles avec l'admission à la cote de sociétés émettant de telles actions. Ces sociétés ne pouvaient s'introduire que sur le segment *standard*. Cependant, même sur ce dernier compartiment, les sociétés cotées ne faisaient pas usage de cette possibilité et restaient fidèles au principe une action-une voix.

18. À partir de 2020 cependant, plusieurs sociétés ont été admises à la cote sur le segment *standard* avec des actions à droit de vote multiple. Cela a contribué à mettre en lumière les restrictions qui existaient sur le segment *premium* et à nourrir le débat sur leur opportunité. Ainsi, en mars 2021, le *UK Listing Review* a publié des recommandations préconisant l'admission à la cote – sous condition – des sociétés ayant émis des actions à droits de vote multiples, dans l'objectif d'encourager les sociétés à demander leur cotation et d'attirer les émetteurs vers la bourse londonienne. Puis en juillet 2021, le ministère des finances ainsi que la *Financial Conduct Authority* (FCA) ont publié une consultation proposant des modifications des règles de cotation en ce sens<sup>9</sup>. Les règles de marché ont finalement été modifiées le 28 novembre 2021.

19. Désormais, les sociétés ayant émis des actions à droits de vote multiples peuvent être admises sur le segment *premium*<sup>10</sup>. La règle nouvelle est néanmoins conçue comme une exception conditionnelle de cinq ans courant à partir de la cotation, si bien qu'au bout de cette période les droits de vote

---

<sup>8</sup> *Companies Act 2006*, art. 629 et s.

<sup>9</sup> *Consultation paper 21/21*, 5 juillet 2021.

<sup>10</sup> *Listing Rules Sourcebook*, 9.2.22 A et s.



multiples doivent être désactivés ou bien la société doit sortir du segment *premium*. Les actions à droit de vote multiples sont en outre soumises à diverses restrictions :

- le ratio de droit de vote entre les actions à vote plural et les actions ordinaires doit être au maximum de 20:1,
- les actions doivent être détenues par les dirigeants (*directors*) de la société ou, après la mort d'un dirigeant, ses successeurs,
- les droits de vote multiples ne peuvent être exercés que dans deux circonstances : sur la révocation du titulaire des actions à droits de vote multiples de ses fonctions de dirigeant, et après un changement de contrôle, sur tout sujet – ce qui est de nature à dissuader les offres publiques,
- les actions sont converties en actions ordinaires en cas de transfert (sauf transmission à cause de mort aux successeurs).

## 1.4 - Les Pays-Bas

20. Au Pays-Bas, dans les NV<sup>11</sup>, le droit de vote multiple peut être pratiqué sous deux modalités différentes : il peut se présenter sous la forme d'actions de fidélité ou bien sous celle d'une catégorie d'actions dotées de droits de vote multiples.

21. D'abord, certaines sociétés ont émis des actions assorties de droits de vote multiples venant récompenser la fidélité de leurs actionnaires, à la manière des actions à droit de vote double de droit français. Si aucune disposition légale ne régit ce type d'actions, la doctrine néerlandaise en admet la validité du moment qu'elles respectent le principe d'égalité de traitement des actionnaires<sup>12</sup>, et les standards du caractère raisonnable et équitable<sup>13</sup>, consacrés par le Code civil néerlandais. Plus précisément, l'on admet que l'attribution de droits de vote multiples ne porte pas atteinte au principe d'égalité de traitement lorsque l'inégalité est fondée sur une justification raisonnable et objective, ou si les actionnaires ne sont pas dans la même position si bien qu'un traitement différent ne peut pas être qualifié d'inégalitaire.

Peu de sociétés néerlandaises ont cependant émis des actions de fidélité ; cinq sociétés cotées seulement y ont recours.

---

<sup>11</sup> *Naamloze vennootschappen, sociétés à risque limité dont les actions peuvent être offertes au public.*

<sup>12</sup> *Code civil néerlandais, art. 2:92.*

<sup>13</sup> *Code civil néerlandais, art. 2:8.*



La jurisprudence a été saisie pour la première fois de la question de la validité d'un tel dispositif dans le cas Mediaset, soumis à la Cour d'appel Amsterdam<sup>14</sup>. Dans cette affaire, deux sociétés européennes projetaient de fusionner par création d'une société nouvelle ayant son siège au Pays-Bas. L'opération devait conférer cinquante pour cent des droits de vote à un actionnaire qui détenait trente-cinq pour cent de l'une des sociétés participant à la fusion ; ce même actionnaire aurait également contrôlé la composition du conseil d'administration. Pour statuer, la Cour a notamment vérifié si l'inégalité de traitement reposait sur une justification objective, si le dispositif mis en place permettait d'atteindre ces objectifs, s'il était nécessaire pour cela, et si l'inégalité de traitement était proportionnée aux objectifs à atteindre. Appliquant ces principes, la cour a jugé que les sociétés ont une certaine marge d'appréciation et que l'encouragement de l'engagement à long-terme des actionnaires pour renforcer la stabilité de la société est en soi un objectif légitime pouvant justifier la mise en place d'un vote multiple de fidélité. Toutefois, dans les circonstances d'espèce, elle a considéré que le mécanisme mis en place n'était ni nécessaire ni proportionné.

22. Le vote multiple peut revêtir un second visage : le Code civil néerlandais admet expressément la possibilité de créer des catégories d'actions dotées de droits de vote multiples, à côté des actions ordinaires<sup>15</sup>. Généralement, il est possible de convertir les actions ordinaires en actions à vote multiple. Les sociétés de droit néerlandais cotées ayant créé une telle catégorie d'actions sont peu nombreuses. Parmi celles qui l'ont fait, l'on compte Altice, Yandex ou encore Prosus, qui ont respectivement doté leurs actions de préférence de vingt-cinq, dix et mille droits de vote.

## 1.5 - La Suisse

23. La Suisse ne connaît pas à proprement parler les actions à droit de vote multiple, mais admet, dans les sociétés anonymes, « *les actions à droit de vote privilégié* », qui permettent d'atteindre un résultat équivalent. En principe, chaque actionnaire exerce son droit de vote proportionnellement à la valeur nominale de l'action qu'il détient. Cependant, par exception, les statuts peuvent prévoir que le droit de vote sera exercé proportionnellement au nombre des actions de chaque actionnaire sans égard à leur valeur nominale, de telle sorte que chaque action donne droit à une voix<sup>16</sup>. L'on parle alors d'action à droit de vote privilégié. Ainsi, une action à droit de vote privilégié confère la même quotité de droit de vote qu'une action ordinaire, avec une valeur nominale moindre.

---

<sup>14</sup> Amsterdam Court of Appeal, 1<sup>er</sup> septembre 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379.

<sup>15</sup> Code civil néerlandais, art. 2:92 §3.

<sup>16</sup> Code des obligations suisse, art. 693 §1 : « Les statuts peuvent déclarer que le droit de vote sera exercé proportionnellement au nombre des actions de chaque actionnaire sans égard à leur valeur nominale, de telle sorte que chaque action donne droit à une voix ».



24. Les actions à droit de vote privilégié sont encadrées par le Code des obligations suisse<sup>17</sup>. Ainsi, elles doivent être émises sous forme nominative et entièrement libérées. En outre, la valeur nominale des autres actions ne peut pas être plus de dix fois supérieure à la leur (ce qui limite le multiple à 10:1). Enfin, le droit de vote s'exerce à proportion de la valeur nominale des actions sur plusieurs types de résolution :

- pour désigner l'organe de révision,
- pour désigner les experts chargés de vérifier tout ou une partie de la gestion,
- pour décider l'institution d'un contrôle spécial,
- pour décider l'ouverture d'une action en responsabilité.

Par ailleurs, certaines décisions importantes doivent être adoptées à la majorité des deux tiers des voix et à la majorité absolue du capital, ce qui limite le poids des détenteurs d'actions à droit de vote privilégié (modification du but social, restriction de la transmissibilité des actions nominatives, suppression du droit de souscription préférentiel, transfert du siège, dissolution...)<sup>18</sup>. Le code prévoit encore que si la société a émis plusieurs catégories d'actions, les statuts assurent à chacune d'elles l'élection d'un représentant au moins au conseil d'administration<sup>19</sup>. Les actions ordinaires et les actions à droit de vote privilégié constituant chacune une catégorie d'actions, cette disposition a vocation à s'y appliquer. La loi n'exige cependant pas un vote séparé de chaque catégorie d'actions, ce qui nuit à l'efficacité du dispositif.

Pour le reste, les sociétés sont libres d'introduire dans leurs statuts des limitations au pouvoir de vote des titulaires d'actions à droit de vote privilégié ou encore une durée maximale de détention.

25. En pratique, les sociétés cotées ont de moins en moins recours aux actions à droit de vote privilégié, ce qui est la conséquence des débats relatifs à la gouvernance d'entreprise qui ont eu lieu à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Ainsi, tandis qu'en 1994, cinquante-six pour cent des sociétés cotées sur la bourse suisse avaient des actions à droit de vote privilégié, la pratique ne concerne plus que neuf virgule un pour cent des sociétés cotées en 2019 (soit vingt sociétés sur deux-cent-vingt).

La Commission des OPA suisse a estimé dans une décision *Kuoni* du 2 mai 2016 que l'interdiction de verser une prime de contrôle à certains actionnaires n'était pas remise en cause par un prix

---

<sup>17</sup> Code des obligations suisse, art. 693.

<sup>18</sup> Code des obligations suisse, art. 704.

<sup>19</sup> Code des obligations suisse, art. 709.



d'offre des actions à droit de vote privilégié plus élevé de huit pour cent par rapport à celui des actions ordinaires.

## 1.6 - L'Allemagne

26. L'Allemagne prohibe purement et simplement les actions à droits de vote multiples, depuis 1998<sup>20</sup>. Ainsi, la loi allemande énonce : « *Chaque action confère le droit de vote. Les actions privilégiées peuvent être émises comme actions sans droit de vote, conformément aux dispositions de la présente loi* ». Puis, elle précise : « *Les droits de vote multiples ne sont pas autorisés* »<sup>21</sup>.

En décembre 2021, le gouvernement allemand de coalition a cependant intégré dans son programme l'autorisation des actions à droits de vote multiples, notamment pour les PME et les entreprises en croissance<sup>22</sup>.

## II. Auditions réalisées

27. Le groupe de travail a formé sa position après avoir procédé à neuf auditions, dont il est rendu compte ci-après. Différentes parties prenantes ont été auditionnées, parmi lesquelles des banquiers d'affaires spécialisés dans les opérations de *capital market* (2.1), des agences de conseils en vote et des investisseurs (2.2), une représentante de l'entreprise de marché Euronext (2.3) et un dirigeant de société cotée (2.4).

### 2.1 - Banquiers d'affaires

#### 2.1.1 - Sophie Javary, Vice-Chairman, CIB EMEA-BNP Paribas

28. Madame Sophie Javary a été auditionnée en tant que Vice-Chairman de la *Corporate Investment Bank* de BNP Paribas. Elle s'est exprimée en faveur d'une introduction du droit de vote multiple dans les sociétés anonymes cotées, accompagnée d'un encadrement souple.

---

<sup>20</sup> V. M. Faccio et L. H. P. Lang, *The Separation of Ownership and Control An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations*, p. 21, <http://mx.nthu.edu.tw>.

<sup>21</sup> Aktiengesetz AktG, § 12 (traduction libre).

<sup>22</sup> Mehr Fortschritt Wagen, décembre 2021, p. 134 : « *L'Allemagne doit devenir le premier lieu d'implantation des start-up en Europe. (...) Nous faciliterons les introductions en bourse et les augmentations de capital ainsi que les actions à droits de vote multiples (dual class shares) en Allemagne, notamment pour les entreprises en croissance et les PME* » (traduction libre).



29. Au soutien du droit de vote multiple, elle met en avant deux arguments.

D'une part, une modification en ce sens de la législation française permettrait d'assurer l'attractivité de la Place financière de Paris dans un contexte de concurrence exacerbée entre places. De nombreuses *tech* américaines ont émis des actions à droits de vote multiples (comme *Google*, *Facebook* ou *Snapchat*) et plusieurs bourses traditionnellement réticentes à cet outil ont déjà fait l'objet d'évolutions (Londres, Hong-Kong, par exemple). La Place de Paris pourrait devenir archaïque aux yeux des entrepreneurs de la *tech*, qui ont pour modèle le NASDAQ. Madame Javary explique qu'en l'état de la législation, il pourrait être conseillé aux entrepreneurs désireux d'émettre des actions à droits de vote multiples, de créer une société de droit néerlandais pour ensuite se coter à Paris. Elle met en avant le cas d'Altice, qui a précisément été cotée à Amsterdam pour permettre l'émission d'actions à droit de vote plural.

D'autre part, la consécration des actions à droits de vote multiples faciliterait le financement de la croissance des entreprises françaises de la *tech*, et inciterait les fondateurs à s'introduire en bourse. Ceux-ci sont pour la plupart des entrepreneurs emblématiques ayant une vision stratégique pour leur l'entreprise, et aimeraient pouvoir lever des fonds sur le marché boursier pour échapper à la vision court-termiste des capital-investisseurs. L'émission d'actions à droits de vote multiples leur permettrait de se financer sur le marché boursier tout en restant aux commandes de l'entreprise. Elle souligne qu'il n'est pas compréhensible pour la pratique que le droit de vote multiple soit admis dans les sociétés non cotées et non dans les sociétés cotées. Un tel outil pourrait aussi constituer une alternative à la société en commandite par actions, utilisée par certains entrepreneurs et groupes familiaux afin de verrouiller le pouvoir, mais dont l'affaire Lagardère a montré qu'elle n'était plus dans l'air du temps. Madame Javary explique enfin que les investisseurs trouveraient aussi un intérêt aux droits de vote multiples, puisqu'ils verraient des entreprises prometteuses accéder à la bourse.

30. Cette position de principe exprimée, Madame Javary souligne la nécessité d'encadrer le droit de vote multiple. Elle cite la philosophie américaine qui consiste à privilégier la transparence, en permettant aux investisseurs de faire des choix éclairés, le tout sous le contrôle de la SEC. Elle préconise de mettre en place des *guidelines* de Place et d'utiliser le *soft law*, notamment le code AFEP-MEDEF pour canaliser les effets d'une réforme. Elle avance qu'il serait possible de stipuler l'incessibilité de ces actions ou d'attacher les droits de vote multiples à la personne du titulaire de l'action.

31. Enfin, interrogée sur la position des investisseurs institutionnels, Madame Javary indique que ceux-ci sont classiquement attachés au principe « *une action = une voix* ». Leur vigilance s'exerce principalement sur trois points, lorsqu'il est question de vote plural : la quantité de droits de vote attachés à chaque action, la nature des délibérations pour lesquelles les droits de vote multiples peuvent être exercés, leur devenir en cas d'offre publique d'acquisition. Elle souligne cependant



qu'aux États-Unis, les sociétés s'étant introduites en bourse avec des droits de vote multiples ne semblent avoir subi aucune décote de valorisation.

### 2.1.2 - François Wat, Rothschild & Co, Partner

32. Monsieur François Wat est associé-gérant chez *Rothschild & Cie*, en charge de l'activité *equity advisory*, c'est-à-dire de l'activité de conseil sur les opérations de *capital market*.

33. Monsieur Wat replace la question du droit de vote multiple dans un contexte plus général : celui de l'importance croissante que les investisseurs accordent aux critères ESG. Désormais, l'une des premières préoccupations des investisseurs porte sur les questions de gouvernance.

34. Il aborde ensuite les opérations pour lesquelles le droit de vote multiple pourrait être utile. Il évoque à cet égard le « *dé-spacing* », c'est-à-dire la fusion entre un SPAC et sa cible. Il évoque surtout l'introduction en bourse des sociétés de technologie à forte croissance qui pourraient ainsi lever des capitaux sans que leurs fondateurs ne soient dilués. Il considère que l'interdiction du vote multiple en droit français est un point critique pour le développement de ce secteur ; il est contre-productif de ne pas permettre aux fondateurs de conserver le contrôle de leur société en cas d'entrée en bourse.

À cet égard, il souligne que le droit de vote multiple revêt une importance particulière pour les sociétés qui s'introduisent en bourse. Pour les sociétés déjà cotées en revanche, la question se présente un peu différemment, car nombre d'investisseurs ne souhaitent pas la mise en place de droits de vote multiples et pourraient renoncer à leur investissement. Les sociétés cotées qui voudraient recourir au vote multiple pourraient aussi se heurter à des actionnaires activistes. Cependant, Monsieur Wat ne fermerait pas le vote multiple aux sociétés déjà cotées. Son utilité dépend des sociétés et des situations.

Interrogé plus avant sur le champ d'application exact d'une éventuelle réforme, Monsieur Wat indique qu'il n'y aurait pas lieu de distinguer selon le secteur d'activité, car cela créerait un système à plusieurs vitesses, vite dépassé et contribuant à démonétiser en bourse certains secteurs. Il n'y aurait pas lieu non plus de distinguer selon la taille de l'entreprise au risque que le dispositif mis en place se révèle rapidement dépassé. Il n'est pas exclu par exemple que certaines licornes aient demain une capitalisation plus importante que certaines sociétés du CAC 40. Toute société cotée, quelles qu'en soient les caractéristiques, devrait pouvoir disposer de l'outil qu'est le vote multiple.

Interrogé encore sur l'encadrement qui devrait être celui du vote multiple, il émet diverses préconisations. Notamment, le vote multiple ne devrait pas être réservé au fondateur, car la notion de fondateur est trop incertaine ; il devrait être limité à certaines décisions ; le rôle des administrateurs indépendants et des comités pourrait être revisité. Néanmoins, Monsieur Wat indique croire en la capacité du marché à se réguler et soutient qu'il faudrait disposer d'une boîte à outils la plus large possible.



### 2.1.3 - Valéry Barrier, Citi-Group

35. Monsieur Valéry Barrier souligne l'utilité du vote multiple tant pour les sociétés technologiques que pour les sociétés familiales s'introduisant en bourse. Il se prononce en faveur d'un dispositif qui se présenterait comme une boîte à outils la plus complète possible pour les entrepreneurs. Quant au champ d'application d'une éventuelle réforme, il préconise un dispositif indifférencié selon la taille ou le secteur d'activité de l'entreprise. Il reviendrait, par ailleurs, aux statuts de définir les caractéristiques des actions dotées de droits de vote multiples. Il faudrait également assurer une parfaite transparence (il cite à cet égard l'affaire Sika / Saint-Gobain qui a donné lieu à un long litige). Éventuellement, il serait possible d'émettre un jeu de recommandations ou de paramètres, assorti d'exemples de bonnes pratiques, auquel l'on pourrait déroger (par exemple dans le code AFEP-MEDEF). Il relève qu'il ne faut pas partir du postulat que le vote multiple donnera lieu à des abus. Les sociétés sauront mettre en place des garde-fous, notamment en termes de gouvernance, de durée du vote multiple et de transférabilité des actions. Il cite le cas de Volvo, dont l'actionnaire majoritaire a suspendu ses droits de vote multiples afin de faciliter l'introduction en bourse de la société.

36. Selon Monsieur Barrier, l'interdiction du vote plural dans les sociétés cotées constitue une faiblesse pour la France. Beaucoup de sociétés s'introduisent aujourd'hui en bourse à Amsterdam sans avoir même considéré la place de Paris. L'admission du vote plural permettrait, sinon d'attirer des sociétés étrangères, du moins de ne pas perdre d'émetteurs français. Il indique néanmoins que l'exemple d'Altice (introduite sur la bourse d'Amsterdam pour bénéficier de droits de vote multiples) demeure isolé et ne doit pas être pris comme un signe d'hémorragie de la place de Paris vers d'autres places boursières.

### 2.1.4 - Antoine de Guillenchmidt, Goldman Sachs

37. Antoine de Guillenchmidt est co-responsable de l'*equity* et du *capital market* chez *Goldman Sachs*.

38. Selon lui, une société a peu de raisons d'aller chercher une place de marché différente de sa place d'origine. Toutefois, en pratique, les sociétés et leurs actionnaires s'interrogent systématiquement sur l'opportunité de s'introduire sur la place américaine ou sur la place hollandaise perçue comme la plus neutre en Europe – la réglementation du vote multiple, notamment, étant prise en considération. Elles retiennent le lieu qui présente le plus de flexibilité.

Quant aux investisseurs, ils expriment leur préférence pour le principe *one share-one vote*. L'introduction en bourse de Volvo, sans droit de vote multiple, illustre la réticence du marché à l'égard de tels droits. Il souligne cependant le particularisme marqué de cette affaire, dans laquelle l'actionnaire Geely (qui détenait soixante-dix-huit pour cent des actions et quatre-vingt-dix-sept



pour cent des droits de vote) a dû renoncer à ses droits de vote multiples pour s'introduire sur la place suédoise. D'une part, la demande était presque uniquement domestique, si bien que les investisseurs locaux avaient un poids déterminant dans la négociation. D'autre part, l'actionnaire détenait quoi qu'il en soit le contrôle de la société, avec soixante-dix-huit pour cent du capital. Le cas Volvo était donc très spécifique. En tout état de cause, Monsieur de Guillenchmidt indique que dans certaines sociétés, notamment celles à forte croissance, la volonté d'être actionnaire devrait l'emporter sur les risques inhérents à une gouvernance simplifiée.

39. En France, l'introduction du droit de vote multiple offrirait de la flexibilité aux sociétés s'introduisant en bourse et ouvrirait la porte à des régimes de gouvernance différenciés au sein d'une même place. Les grandes sociétés technologiques arrêteraient ainsi de penser que la flexibilité n'existe qu'aux États-Unis. Il faudrait alors, selon Monsieur de Guillenchmidt, remplacer le droit de vote double par le droit de vote multiple, et laisser le choix aux investisseurs de déterminer si l'opération projetée leur convient. Un tel mécanisme permettrait aux fondateurs, comme aux États-Unis, de conserver le contrôle après l'introduction en bourse pendant une certaine durée (cinq ans), afin de mettre en place leur *business plan*.

40. Interrogé sur la possibilité d'ouvrir le droit de vote multiple aux sociétés déjà cotées, il considère que cela est peu commun et serait mal vu du marché, notamment par des organismes tels ISS : un changement de gouvernance en cours de route est difficilement justifiable.

Interrogé également sur l'opportunité de réserver le vote multiple au marché de croissance (*Euronext Growth*), Monsieur de Guillenchmidt répond par la négative. Il souligne que si l'on souhaite que les sociétés technologiques se cotent à Paris, il faut leur offrir une flexibilité maximale. C'est au marché qu'il revient ensuite de faire le choix de rejeter ou de retenir certaines formes de gouvernance.

## **2.2 - Agences de conseil en vote, investisseurs institutionnels**

### **2.2.1 - Loïc Dessaint, Chief Governance Officer, Proxinvest**

41. Loïc Dessaint explique qu'aucun des clients de *Proxinvest* n'est défavorable au principe *one share-one vote* (certains fonds de pension sont néanmoins favorables à la loi Florange pour des raisons de patriotisme économique). Pour lui, les droits de votes multiples constituent un dispositif anti-OPA susceptible de favoriser les prises de contrôle rampantes. Conserver le plus de pouvoir possible en investissant le moins possible, a certes toujours été un enjeu sur le marché ; pour autant, il estime que le principe de proportionnalité constitue une belle avancée et regrette les coups de couteau que l'on porte aujourd'hui à ce principe.

Il souligne que le droit de vote multiple ne constitue en aucun cas la norme internationale. Il n'y a qu'aux États-Unis que l'on note une progression de la pratique (celle-ci restant néanmoins minoritaire). Or la France dévie déjà de la norme internationale avec le droit de vote double. Ainsi



dans le MSCI Europe, seules vingt-sept pour cent des sociétés françaises respectent le principe *one share-one vote*, tandis que soixante douze pour cent des sociétés des autres pays s'y conforment. En France, beaucoup de résolutions auraient été rejetées sans les droits de vote doubles : il existe donc des actionnaires qui imposent des décisions sans le soutien de la majorité de l'assemblée générale. Ainsi, le droit français offre déjà des mécanismes permettant à un fondateur de s'introduire en bourse en conservant un pouvoir de vote renforcé (il cite, outre le vote multiple, la commandite par actions).

Il prévient aussi que l'introduction du droit de vote multiple pourrait réactiver les débats qui ont eu lieu au moment de l'adoption de la loi Florange et porter préjudice à l'image de la place de Paris. Monsieur Dessaint souligne d'ailleurs que la Place d'Amsterdam est confrontée à l'irritation des investisseurs : que certaines sociétés étrangères n'aient été introduites à Amsterdam que pour bénéficier de droits de vote multiples, détériore l'image de cette bourse. Il ajoute que le droit de vote multiple entraîne une dégradation du « G » au sein des critères ESG, ce qui limite ou exclut des indices les sociétés dotées de votes multiples. Ces sociétés pourraient également subir des décotes de valorisation. Ainsi il souligne une difficulté particulière lorsque l'introduction en bourse se fait par augmentation de capital : dans ce cas, le prix d'émission, du fait de l'existence des droits de vote multiples, pourrait s'avérer inférieur à la valeur intrinsèque de l'entreprise.

42. Si le droit de vote multiple devait être admis, il faudrait, selon Monsieur Dessaint, assurer une protection forte des minoritaires, afin de préserver la confiance des investisseurs et ne pas les dissuader d'investir en France.

De manière générale, la structure des droits de vote multiples devrait être parfaitement lisible. Les investisseurs ne devraient pas avoir à étudier les statuts avant d'investir. Cela constituerait un frein et serait contraire à la logique de la cotation, qui est de drainer le maximum de capitaux du monde entier.

De manière plus précise, plusieurs garde-fous devraient être mis en place :

- le droit de vote multiple devrait être doté d'un terme extinctif (*sunset clause*). Ce système permettrait de retrouver, au fil des années, la règle une action-une voix, qui demeurerait ainsi le principe. Les investisseurs ne veulent pas d'un actionnaire qui détient peu de capital et décide tout seul. Aux États-Unis, les introductions en bourse avec droits de vote multiples se font le plus souvent avec une telle clause ; les droits de vote multiples éternels sont rares. Il évoque également la possibilité pour les minoritaires de procéder à un vote de confiance qui permettrait de désactiver ou de maintenir les droits de vote multiples ;

- les droits de vote multiples devraient être réservés aux introductions en bourse de jeunes sociétés en croissance. Il indique, du reste, que les entreprises ayant une bonne gouvernance et une bonne performance n'ont pas besoin de tels droits de vote ;



- les droits de vote multiples devraient être attachés à la personne de leur titulaire. Le bénéfice du droit de vote serait nécessairement incessible (il ne pourrait être transmis ni entre vifs, ni à cause de mort). Le vote multiple ne pourrait bénéficier qu'à des personnes physiques – voire à des administrateurs personnes physiques comme au Royaume-Uni ;
- l'écart entre les droits de vote multiples et le capital devrait être limité. Il faudrait ainsi supprimer les droits de vote doubles au profit de droits de vote multipliés par deux ou trois ;
- la part de capital pouvant donner lieu à émission d'actions à droits de vote multiples devrait être limitée ;
- une clause d'égalité de traitement en cas d'offre publique d'achat devrait être prévue ;
- le titulaire de droits de vote multiples ne devrait pas pouvoir les exercer lorsqu'il est intéressé à la décision ;
- il préconise aussi une meilleure protection des minoritaires. Il envisage par exemple une meilleure représentation des minoritaires au sein du conseil d'administration, avec des administrateurs élus par les minoritaires.

### 2.2.2 - Catherine Salmon, ISS

43. Madame Catherine Salmon est responsable régionale des équipes recherche d'ISS pour les marchés français, européens et africains.

44. Elle explique d'abord que selon les principes d'ISS, les actionnaires doivent toujours pouvoir s'exprimer sur les modifications structurelles de la société et sur les défenses anti-OPA, pour lesquelles le principe *one share-one vote* doit être la règle.

45. Elle expose ensuite les évolutions de la politique d'ISS concernant la question des droits de vote multiples, aux États-Unis. À partir de 2015, ISS a incité à voter contre les administrateurs des sociétés nouvellement cotées, dès lors qu'elles avaient émis des actions à droits de vote multiples non assorties d'une *sunset clause*. L'expansion de la pratique a cependant conduit ISS à reconsidérer ses principes. Elle s'est notamment appuyée sur une enquête et sur une étude académique montrant que les effets bénéfiques des droits de vote multiples lors de l'introduction en bourse se dégradent au fil du temps, et que les sociétés subissent une décote au bout de six à neuf ans. ISS a en conséquence précisé sa politique de vote pour indiquer que la *sunset clause* devait avoir une durée maximale de sept ans. En 2021, la société a procédé à une nouvelle enquête. Elle a aussi noté certaines évolutions dans le paysage financier : certains indices ont arrêté d'admettre les sociétés ayant émis des actions à droits



de vote multiples, la Chambre des représentants américaine a publié un projet de loi permettant à la SEC d'adopter des règles interdisant l'admission à la cote des sociétés émettant certaines catégories d'actions dès lors qu'elles sont dépourvues d'une *sunset clause* d'une durée maximum de sept ans. Ces considérations ont conduit ISS à élargir son approche pour viser désormais non seulement les sociétés nouvellement cotées, mais également les sociétés ayant ce type d'actions depuis longtemps. Cette modification entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> février 2023 et permettra à ISS de recommander de voter contre certains administrateurs de grandes sociétés américaines (*Alphabet, Facebook, Ford Motor Company, The New York Time Company...*).

Elle précise encore qu'ISS soutient systématiquement les projets de résolutions, présentés par les actionnaires, qui proposent de mettre fin aux droits de vote multiples.

ISS pourrait étendre sa politique à la place parisienne dans l'éventualité où le droit de vote multiple y serait admis.

### 2.2.3 - Michael Herskovich, Global Head of Stewardship, BNP Paribas

46. Monsieur Herskovich indique que la position des investisseurs est claire et partagée : l'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées serait perçue négativement. Elle engendrerait une dissociation entre risque économique et pouvoir, favoriserait l'enracinement des dirigeants, constituerait une défense anti-OPA, pourrait faciliter les prises de contrôle rampantes. Le vote multiple serait préjudiciable tant pour les entreprises que pour l'investissement. C'est la position qui découle des recommandations de l'Association française de gestion financière (AFG) comme des grands principes de l'*International Corporate Governance Network* (ICGN).

Il observe d'ailleurs que les votes d'opposition en assemblée sont de plus en plus fréquents dans les sociétés qui ont émis des actions à droits de vote multiples, ces sociétés subissant ainsi une pression croissante. En outre, la présence de ces sociétés est limitée – voire exclue – dans les indices. En effet, lorsqu'il est fait application des critères ESG, la présence de droits de vote multiples conduit à sous-pondérer le « G », représentant la gouvernance.

Interrogé sur la surperformance des sociétés technologiques s'étant introduites en bourse avec des votes multiples, il répond qu'il ne faut pas faire de corrélation entre droits de vote multiples et surperformance. D'une part, les études concluant à une surperformance sont axées sur des *start-up* en pleine croissance. D'autre part, les études sur la question sont ambivalentes, certaines parvenant au résultat inverse.

47. Selon lui, certaines places introduisent le vote plural pour renforcer leur attractivité dans une démarche de « *race to the bottom* ». La France, quant à elle, connaît déjà les droits de vote doubles, qu'il faudrait articuler avec le vote multiple et contre lesquels les institutionnels se sont élevés.



Interrogé sur la pertinence du parallèle entre le vote multiple et le vote double (qui est ouvert à tous et qui a pour but de fidéliser les investisseurs), Monsieur Herskovitch souligne leur parenté. Le droit de vote double est certes ouvert à tous les actionnaires détenant des actions au nominatif depuis au moins deux ans. Mais de fait, cela ne concerne le plus souvent que les fondateurs et leur famille, les actionnaires les plus importants.

Il met aussi en garde sur les possibles départs d'entreprises vers l'étranger. Il cite le cas de *Shell* ou encore d'*Unilever* ayant quitté Amsterdam pour la Place de Londres, plus protectrice. Il souligne que le droit de vote multiple pourrait être attractif pour de jeunes sociétés, mais répulsif pour des sociétés plus matures.

Il s'interroge d'ailleurs sur la pertinence de l'argument de l'attractivité. L'absence de droits de vote multiples est-elle vraiment le frein premier aux introductions en bourse en France ? La réglementation et la cotation en bourse ne seraient-elles pas des sujets plus pertinents ?

48. Cependant, Monsieur Herskovich indique que si le droit de vote multiple devait être admis dans les sociétés cotées, il devrait être doté d'un régime restrictif, à la lumière du régime anglais. Il préconise deux garde-fous. D'une part, les droits de vote multiples ne devraient pouvoir être exercés que sur certaines résolutions (il cite l'exemple du Royaume-Uni). D'autre part, le terme des droits de vote multiples devrait être limité (*sunset clause*) et pourrait être fixé à trois ou cinq ans, voire sept ans – le terme privilégié par la pratique étant celui de cinq ans. Les droits de vote multiples devraient encore devenir caducs à la mort du fondateur. Il avance aussi que si, aux États-Unis, les droits de vote multiples sont parfois dépourvus de terme, les investisseurs mécontents peuvent s'exprimer différemment, disposant notamment de l'outil des *class actions*, qui n'existe pas en France.

Il insiste sur le fait que le droit de vote multiple ne devrait pas devenir la règle. Il met en doute la capacité des sociétés à s'autoréguler et indique que beaucoup d'introductions en bourse aux États-Unis sont décevantes, car les garde-fous sont inexistantes ou limités, ce qui décourage les investisseurs.

## **2.3 - Entreprise de marché**

### **2.3.1 - Delphine d'Amarzit, PDG d'Euronext Paris**

49. Sur le principe, Madame d'Amarzit explique que l'opérateur de marché n'empêche pas les sociétés de s'introduire en bourse avec des votes multiples, cette question relevant du droit des sociétés applicable. Aussi existe-t-il des sociétés ayant leur siège dans un État étranger et ayant émis des actions à droits de vote multiples, cotées sur *Euronext Paris*. Il n'en demeure pas moins que la pratique la plus commune est de se coter au lieu de son siège social.



*Euronext* se veut neutre quant à l'opportunité d'introduire ou non des droits de vote multiples sur la place parisienne. Néanmoins, il est de son intérêt que les places qu'elle gère soient conformes aux attentes des dirigeants par crainte qu'ils optent sinon pour d'autres alternatives – les places américaines ou le *private equity*. Précisément, au stade du choix du lieu du siège social (dans le cadre d'une fusion notamment) et du lieu de cotation, les dirigeants aiment pouvoir disposer d'une grande flexibilité en termes de gouvernance, même s'ils ne font pas usage, ensuite, du vote multiple. En résumé, l'absence de droits de vote multiples est un handicap pour la place de Paris, moins parce que lesdits droits sont couramment utilisés que parce que les candidats à l'introduction en bourse veulent se laisser cette porte ouverte au moment de l'introduction en bourse. Madame d'Amarzit souligne également la situation particulière des licornes : au fil des tours de table de *private equity*, le contrôle des fondateurs ne tient généralement qu'à des engagements particuliers (pactes ou catégories d'actions différenciées) et serait perdu en cas de cotation, à défaut de droit de vote multiple.

Madame d'Amarzit affirme encore que si les investisseurs n'ont pas de sympathie pour les droits de vote doubles ou multiples, les places qui les admettent – comme Amsterdam – ne pâtiennent pas d'une mauvaise réputation. L'émission d'actions dotées de tels droits n'empêche pas non plus le succès de la cotation de la société.

Les droits de vote multiples lui paraissent au demeurant plus compréhensibles que les droits de vote doubles, car les premiers sont connus et valorisés au moment de l'investissement, tandis que les seconds ne peuvent pas être anticipés.

50. Sur les modalités de l'encadrement du droit de vote multiple s'il était admis pour les sociétés cotées françaises, il est demandé à Madame d'Amarzit s'il est pensable qu'*Euronext* fixe des règles de marché en la matière (par exemple en imposant une *sunset clause*). Elle indique qu'*Euronext* n'a pas fixé de règle de marché à Amsterdam et qu'il en serait sans doute de même en France, d'autant que l'objectif d'*Euronext* est l'harmonisation des règles sur les marchés qu'elle gère, pour ne laisser subsister qu'un minimum de règles locales. Quant aux conditions auxquelles serait soumis le droit de vote multiple, il conviendrait selon elle de se préoccuper seulement d'écarter les aberrations. Elle souligne notamment que la limitation de la multiplicité du vote à trois voix pour une action comme il a été fait en Italie, est inefficace : la demi-mesure ne pallie pas le manque d'attrait. Les investisseurs ne doivent pas sous-estimer leur pouvoir de régulation.

## **2.4 - Dirigeant de société cotée**

### **2.4.1 - Guillaume Robin, Directeur général, Thermador, société cotée de taille intermédiaire**

51. Monsieur Guillaume Robin indique qu'il est directeur général d'une société de distribution de robinetterie et qu'en cela, il ne représente pas l'intégralité des directeurs généraux de la cote, les caractéristiques de la société qu'il dirige étant très éloignées de celles d'une licorne.



52. Il livre son expérience personnelle au sein de *Thermador*. Il explique que les fondateurs hésitaient à introduire la société à la cote, jusqu'à ce qu'il soit décidé de mettre en place des droits de vote doubles. Cela leur a permis de conserver une position forte au capital pendant de nombreuses années après la cotation. La société a cependant dû mettre fin à cet avantage sous la pression croissante de certains actionnaires. Or Monsieur Robin observe que cela n'a pas empêché la bonne marche de la société, avec un capital dilué. En définitive, le droit de vote double a simplement été un élément qui a incité les fondateurs à sauter le pas de la cotation, en les rassurant sur leur pouvoir.

53. De manière plus générale, il juge que le droit de vote double emporte une distorsion de la démocratie ; l'écart est encore plus criant avec le droit de vote multiple. Il estime aussi que si les droits de vote multiples peuvent motiver une introduction en bourse, les vrais obstacles sont ailleurs : les sociétés sont surtout préoccupées par un allègement réglementaire, par un allègement du coût de la cotation, par le poids des normes IFRS.

54. Interrogé plus avant sur l'encadrement qui pourrait être celui du vote multiple dans les sociétés cotées, il explique que selon lui, la durée de ces droits de vote devrait être alignée sur celle du plan stratégique de l'entreprise – dix ans au maximum, cinq ans de manière préférable. Il avance aussi que la durée de vie des droits de vote multiples pourrait être proportionnée à la taille du multiple. Le droit de vote multiple devrait également être réservé aux seules sociétés qui s'introduisent en bourse. Quant au support adéquat pour encadrer le droit de vote multiple, il privilégierait le *soft law*. Il pense cependant qu'il est peu probable que *Middlenext* accepte d'introduire dans son code des recommandations sur ce sujet.

### **III. La question de principe : faut-il donner aux sociétés cotées la liberté de conférer un droit de vote multiple à certaines de leurs actions ?**

55. Une observation préliminaire paraît devoir être faite. Aujourd'hui, en droit français, il est possible de traiter inégalement les associés, quant au droit de vote, dans de nombreuses formes sociales : la société civile et la société en nom collectif, dans lesquelles la liberté statutaire est de principe ; les sociétés en commandite, où, par construction, les associés commandités et les commanditaires ont des droits différents ; la société par actions simplifiée et, depuis la loi Pacte, la société anonyme non cotée. Cela veut dire qu'il n'existe aucun principe cardinal de droit des sociétés que l'on puisse opposer au droit de vote multiple. Aussi bien l'article 1844, alinéa 1<sup>er</sup>, du Code civil dispose-t-il que « *Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives* », sans rien imposer quant au nombre de voix dont il est susceptible de bénéficier. À vrai dire, c'est aujourd'hui la société anonyme cotée qui fait figure d'exception. Dans la SARL, « *chaque associé a droit de participer aux décisions et dispose d'un nombre de voix égal à celui des parts sociales qu'il possède* » (article L. 223 28, alinéa 1<sup>er</sup>, du Code de commerce) et toute clause contraire est réputée non écrite (même article, alinéa 4). Mais rien n'est dit sur le cas où les parts sociales n'auraient pas toutes la même valeur nominale. Quant à la SE, ses actions - et donc le droit de vote y attaché - sont régies par les dispositions qui



s'appliqueraient à une société anonyme ayant son siège statutaire dans l'État membre où elle est immatriculée (article 5 du règlement CE n° 2157/2001). Cela donne à penser que les justifications de la règle prohibitive relèvent moins de considérations générales de droit des sociétés que d'impératifs propres aux sociétés cotées. En d'autres termes, la règle prohibitive se trouve techniquement dans le Code de commerce (articles L. 225 22 et L. 228 11 du Code de commerce) ; mais elle traduit plutôt une certaine conception des caractéristiques que doit présenter un émetteur pour que ses actions puissent être admises aux opérations d'une plateforme de négociation. On remarque d'ailleurs que, dans d'autres systèmes juridiques, le droit des sociétés est libéral tandis que des règles de marché font obstacle à la cotation lorsque certaines actions de l'émetteur bénéficient de droits de vote multiples.

Si l'on considère les choses d'un point de vue international, cela signifie que l'octroi de droits de vote multiples suppose à la fois la permission de la *lex societatis* et celle du marché sur lequel la société est cotée. On observera d'ailleurs que cette double barrière n'est pas nécessairement infranchissable. Ainsi, une société de droit français ayant créé des actions de préférence à droits de vote multiples pourra demander sa cotation sur le NASDAQ (le NASDAQ n'est pas un marché réglementé ni un système multilatéral de négociation au sens de l'article L. 228-11 du Code de commerce, et il admet à sa cote des sociétés ayant émis des actions à droits de vote multiples). De même, une société de droit néerlandais est en mesure de solliciter l'admission de ses titres sur *Euronext-Paris* quand bien même certaines de ses actions auraient un droit de vote multiple : la loi néerlandaise le permet, et aucune règle française de marché ne s'y oppose.

56. Ce sont donc les besoins des émetteurs et ceux des investisseurs qu'il convient de confronter.

57. Les auditions auxquelles le groupe de travail a procédé ont permis de confirmer l'existence de divergences d'analyses.

Du côté des investisseurs, on a exprimé un attachement à la règle *one share one vote*. L'argument est que cette règle garantit la corrélation entre risque économique et pouvoir dans la société. On souligne que les droits de vote multiples permettraient l'enracinement de dirigeants devenus moins efficaces. Sous l'angle du contrôle des sociétés cotées, les droits de vote multiples deviendraient des mesures anti-OPA et, dans certaines configurations, pourraient favoriser des prises de contrôle rampantes. Même du point de vue de l'attractivité de la place financière, il y aurait à redire : l'existence de droits de vote multiples serait un facteur de minoration de la valeur des actions ordinaires, ce qui ne faciliterait pas leur placement lors d'une IPO. En outre, l'abandon de la règle *one share one vote* serait un mauvais signal sous l'angle des critères ESG, dont l'importance s'est développée à l'époque récente. C'est en particulier le critère « G » qui est en cause : il n'y a pas de bonne gouvernance si des dirigeants peu efficaces peuvent se maintenir au pouvoir grâce à une puissance de vote artificiellement gonflée ; or, c'est d'un tel risque que les droits de vote multiples sont porteurs.



La position ainsi exprimée par les investisseurs reçoit un appui de la part des agences de conseil en vote, qui ont indiqué être conduites à recommander de voter contre certaines résolutions présentées (à l'étranger) par des sociétés dotées d'actions à droits de vote multiples.

58. À l'inverse, comme on l'a vu<sup>23</sup>, du côté des émetteurs, des banquiers d'affaires et d'*Euronext-Paris*, ce sont des vues plus favorables à l'introduction d'une possibilité de droits de vote multiples qui ont été avancées. Tous les intervenants venant de ces horizons ont fait valoir le risque de déclassement de la place de Paris si la prohibition des droits de vote multiples était maintenue. Ils ont également souligné que, lorsque l'introduction en bourse d'une société est envisagée, il est aujourd'hui courant que les dirigeants et principaux actionnaires se livrent à une sorte de *benchmark* des différentes plateformes susceptibles d'être retenues, et que la possibilité de stipuler des droits de vote multiples peut alors constituer l'un des critères de choix. Ce point est d'autant plus sensible que les sociétés du secteur de la technologie forment aujourd'hui une partie substantielle des candidats à une IPO. Si leurs fondateurs viennent à la bourse, c'est parce qu'ils ont besoin de lever des fonds propres afin de financer le développement de leur société. Mais ils ne franchiront le pas que s'ils ont la garantie de conserver le contrôle de leur société, ce qui suppose un renforcement du pouvoir de vote attaché à leurs actions.

59. Au vu de l'ensemble de ces éléments, une position se dégage en faveur d'une évolution du droit français afin de revenir sur l'interdiction des droits de vote multiples dans les sociétés cotées. Quatre séries de considérations militent en ce sens.

60. Il y a tout d'abord un principe de liberté des parties concernées. Si l'on se place dans le cadre d'une IPO, il ne paraît pas anormal que les fondateurs ou dirigeants qui sont en même temps actionnaires significatifs fixent les conditions de la mise sur le marché de leur société, y compris quant à l'organisation du pouvoir au sein de celle-ci. Et il ne s'agit pas d'une décision unilatérale qui s'imposerait à autrui. Il y a offre de titres, et il revient aux investisseurs, éclairés par le prospectus et mis en position de se concerter, d'accepter ou non cette offre en souscrivant aux actions. Les droits de vote multiples ne deviendront donc une réalité que si les caractéristiques retenues dans une opération particulière satisfont aux exigences des investisseurs. Et, comme l'a souligné un membre du groupe de travail, les risques d'abus d'un tel dispositif, qui permettrait aux dirigeants de ne pas tenir compte des actionnaires minoritaires ou plus généralement de ne pas rendre de comptes ne doivent pas aboutir à condamner un tel dispositif ; ces risques peuvent être contrôlés au moyen des divers garde-fous envisageables.

61. En deuxième lieu, l'argument de la concurrence entre places financières a paru très fort aux membres du groupe de travail. Les travaux de droit comparé qui ont été menés montrent que les

---

<sup>23</sup> *Supra*, II.



droits de vote multiples sont aujourd'hui admis et pratiqués sur le continent nord américain (États-Unis et Canada<sup>24</sup>), en Europe (Pays-Bas<sup>25</sup>, Suisse<sup>26</sup>, Italie, Suède) et sur les principales places asiatiques (Singapour et Hong-Kong<sup>27</sup>). Même le Royaume-Uni, traditionnellement attaché à la règle *one share one vote*, a opéré un revirement : les règles de marché qui faisaient obstacle, sur le segment *premium* du *London Stock Exchange*, à l'admission de sociétés ayant émis des actions à droits de vote multiples ont été modifiées le 28 novembre 2021<sup>28</sup>. Parmi les pays importants, il n'est plus guère que l'Allemagne – et la France – à bannir les actions à droits de vote multiples dans les sociétés cotées ; encore une évolution y est-elle aussi envisagée<sup>29</sup>. En outre, il ne semble pas que les investisseurs institutionnels aient privilégié les places ne prévoyant pas la possibilité d'émettre des actions à droits de vote multiples.

62. En troisième lieu, le groupe de travail considère qu'il faut éviter de détourner de la cotation les fondateurs de sociétés à forte croissance. Ce n'est pas seulement une question de concurrence entre places, comme il vient d'être indiqué. C'est aussi l'équilibre entre marchés financiers et *private equity* qui est en jeu. À une époque où certaines « licornes » françaises arrivent au stade de l'ouverture de leur capital, il convient de leur donner tous les moyens de franchir cette étape cruciale de leur développement, y compris en assouplissant certains aspects du régime juridique applicable aux sociétés cotées.

63. Enfin, le groupe de travail a été sensible aux conséquences de la mobilité accrue des sociétés, dans l'espace européen et à l'international. Même si la cotation dans le pays d'origine de la société est encore la situation la plus fréquente, elle n'est plus aujourd'hui l'horizon unique des décideurs. Et, eu égard à la source de l'interdiction des droits de vote multiples pour les sociétés cotées françaises (des dispositions du Code de commerce), il faut avoir égard au mouvement qui tend à faciliter juridiquement le départ du siège de sociétés de droit français vers d'autres États membres de l'Union européenne. La chose est acquise pour les SE (article 8 du règlement CE n° 2157/2001). Elle deviendra réalité pour les sociétés anonymes lorsque sera transposée la directive 2019/2121 du 27 novembre 2019 « modifiant la directive (UE) 2017/1132 en ce qui concerne les transformations, fusions et scissions transfrontalières ». À cela s'ajoute la liberté de choix de la localisation du siège de la société issue d'une fusion intra-européenne, comme l'a montré l'opération emblématique de concentration entre les sociétés *Peugeot* et *Fiat-Chrysler*. Les possibilités de contournement de la règle française de prohibition des droits de vote multiples dans les sociétés cotées cessent ainsi d'être théoriques.

---

<sup>24</sup> V. *supra*, §§ 1.1 et 1.2, Adde l'étude de M. Bertrand Cardi, annexe 3.

<sup>25</sup> V. *supra*, § 1.4. Adde l'étude de MM. E. Masset et D. Martin, annexe 4.

<sup>26</sup> V. *supra*, § 1.3. Adde l'étude de M. Bertrand Cardi, annexe 3.

<sup>27</sup> V. l'étude de M. Alain Pietrancosta, annexe 2.

<sup>28</sup> V. *supra*, § 1.3.

<sup>29</sup> V. *supra*, § 1.6.



64. Ces raisons qui conduisent à préconiser une évolution du droit français en la matière permettent également de délimiter sa portée.

65. *A priori*, les statuts d'un émetteur pourraient être modifiés à deux moments pour rendre possible la création d'actions à droits de vote multiples : soit avant une IPO, soit à une époque où la société est déjà cotée. Les développements qui précèdent permettent de soutenir l'introduction des droits de vote multiples dans le cadre d'une IPO. En revanche, les arguments présentés cessent d'être opérants - ou en tout cas perdent de leur force - lorsque la société est déjà cotée. D'une part, il n'est plus possible de dire que les investisseurs acceptent en connaissance de cause les droits de vote multiples en souscrivant aux actions offertes. D'autre part, le droit comparé enseigne que, dans les pays qui connaissent les droits de vote multiples, la pratique en fait usage seulement lors de l'introduction en bourse. Enfin, c'est pour éviter que les fondateurs ou dirigeants d'une entreprise en croissance ne se détournent du marché français lorsqu'ils sont appelés à franchir le pas de la cotation que l'évolution de la règle en matière de droits de vote multiples est préconisée.

66. À cela s'ajoute que l'introduction de droits de vote multiples au sein d'une société déjà cotée en modifierait significativement les équilibres, ce qui poserait nécessairement la question de l'application d'un mécanisme de retrait.

67. En revanche, il ne paraît pas nécessaire de restreindre l'accès au mécanisme des droits de vote multiples à des sociétés exerçant un certain type d'activité.

Certes, c'est le succès rapide de certaines sociétés ressortissant au domaine de la technologie et le besoin corrélatif de capitaux frais que leurs fondateurs ne sont pas en mesure de fournir eux-mêmes, qui est, au moins pour partie, à l'origine de la réflexion actuelle sur les droits de vote multiples.

Pour autant, une réforme ne devrait pas être dotée d'un champ d'application *ratione personae* trop étroit.

68. On observe, tout d'abord, que, sauf exceptions très peu nombreuses (en Asie<sup>30</sup>), les places étrangères qui accueillent des droits de vote multiples donnent cette liberté à toutes les sociétés qui s'introduisent en bourse, sans distinguer en fonction de la nature des activités qu'elles exercent. Si l'on considère que la compétitivité de la place de Paris est l'une des raisons fortes de faire évoluer le droit français en la matière, il ne faut pas assortir la reconnaissance de droits de vote multiples de limites largement ignorées ailleurs.

69. D'autre part, d'un strict point de vue juridique, il ne serait sans doute rien moins qu'aisé de dégager une définition de la société « *tech* » suffisamment opérationnelle pour être introduite dans

---

<sup>30</sup> V. l'étude de M. Alain Pietrancosta, annexe.



un texte de nature législative. À supposer même que ce soit possible, il resterait le problème des sociétés à multiples activités. Et l'on ne pourrait garantir que l'introduction d'une discrimination en fonction de la nature de l'activité franchisse l'obstacle du principe constitutionnel de l'égalité devant la loi.

70. Enfin, et surtout, l'enjeu de l'admission des droits de vote multiples est la dissociation entre le pouvoir et le capital. C'est dans la mesure où cette dissociation est jugée légitime que l'attribution de droits de vote multiples à un actionnaire peut être acceptée. La figure emblématique est alors celle de l'entrepreneur à l'origine d'une *success story* et qui a besoin d'être assuré du maintien de son contrôle sur la société pour continuer le développement de son projet après une IPO.

Or, le domaine de la *tech* n'a pas le monopole des parcours à succès. Et l'on peut trouver non pertinent d'exclure du bénéfice des droits de vote multiples des sociétés plus familiales, où la pérennité du contrôle est également de nature à favoriser la poursuite, après introduction en bourse, d'ambitions étayées par la croissance passée.

#### **IV. La question seconde : quel régime pour les actions à droits de vote multiples ?**

71. La solution la plus expédiente pour permettre qu'une partie du capital des sociétés cotées soit représentée par des actions à droits de vote multiples, paraît être celle de la création d'actions de préférence. C'est d'ailleurs la voie empruntée par la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 (la loi Pacte) pour ouvrir aux sociétés anonymes non cotées la possibilité de se doter d'actions à droits de vote multiples. Il s'agirait donc aujourd'hui de modifier l'article L. 228-11, alinéa 1<sup>er</sup> du Code de commerce, pour supprimer l'exigence du respect des articles L. 225-122 à L. 225-125 qui gouvernent le droit de vote de l'actionnaire, lorsque les actions de préférence sont émises par une société dont les actions vont être admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation.

72. Au résultat, s'agissant d'une société anonyme (ou d'une SE ayant son siège en France) souhaitant s'introduire en bourse, en France ou dans un autre pays de l'Union européenne, avec des actions à droits de vote multiples, trois situations devraient être distinguées :

- soit la société a déjà, comme société non cotée, usé de la liberté de créer des actions de préférence à droits de vote multiples, et ces actions remplissent les conditions fixées par la loi pour les sociétés cotées<sup>31</sup>, auquel cas rien ne changera au moment de l'IPO : les détenteurs d'actions à droits de vote multiples les conserveront telles quelles, sans naturellement pouvoir les proposer au marché (sauf conversion en actions ordinaires) ;

---

<sup>31</sup> Telles que proposées *infra*, n° 77 et s.



- soit la société a déjà, en tant que société non cotée, usé de la liberté de créer des actions de préférence à droits de vote multiples, mais ces actions ne satisfont pas aux conditions fixées par la loi pour les sociétés cotées ; dans ce cas, le maintien des droits de vote multiples sera subordonné à la réunion d'une assemblée générale extraordinaire modifiant les statuts pour mettre les actions de préférence en conformité avec le régime légal spécial et d'une assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence approuvant ces modifications ;

- soit des actions de préférence sont créées en contemplation de l'IPO en projet ; une assemblée générale extraordinaire devra alors être réunie pour décider, préalablement à l'opération de marché, l'émission des actions, aux conditions fixées par les dispositions propres aux sociétés cotées.

Dans ce dernier cas, les règles habituelles en matière d'émission d'actions de préférence devront être observées, notamment l'intervention d'un commissaire aux apports (article L. 228-15 du Code de commerce) et l'exclusion de vote frappant les bénéficiaires nommément désignés des actions de préférence (article L. 225-138 du Code de commerce).

La transparence dans la mise en œuvre de la procédure de droit des sociétés devra naturellement s'accompagner d'une information complète des investisseurs sur les actions de préférence au moment de l'introduction en bourse, notamment à travers le prospectus.

73. Compte tenu de ce recours au vecteur des actions de préférence pour attribuer à certains actionnaires des droits de vote multiples, le régime juridique applicable s'alimentera à deux sources complémentaires :

- la loi, dans la mesure où celle-ci posera des limites à la liberté de principe de créer des actions de préférence à droits de vote multiples ;

- les statuts de la société concernée, qui fixeront les droits attachés à ces actions de préférence et détermineront les conditions de disparition de la préférence.

C'est sur la base de cette distinction que le groupe de travail a orienté sa réflexion.

74. D'un côté, eu égard au choix fait de réserver la possibilité d'introduire des droits de vote multiples à l'hypothèse d'une IPO, la liberté statutaire devra composer avec la nécessité pour la société concernée de proposer une opération répondant aux attentes des investisseurs. Par conséquent, le marché imposera sa discipline, au moins dans une certaine mesure, aux rédacteurs des clauses statutaires fixant les « *termes et conditions* » des actions de préférence.

75. D'un autre côté, on ne peut exclure le risque de dérives dans l'utilisation des droits de vote multiples, spécialement en période d'euphorie boursière. Les forces du marché ne seront pas toujours suffisantes pour s'y opposer. C'est pourquoi il paraît nécessaire que le législateur pose un certain nombre de garde-fous. Le groupe de travail préconise une libéralisation en matière de création d'actions à droits de vote multiples, mais cette liberté doit demeurer encadrée.



76. C'est dans cet esprit que doivent être compris les développements qui suivent. Ils ne tendent pas à dessiner un régime complet des actions de préférence à droits de vote multiples. Ils fixent une sorte de plancher (notamment afin de garantir la protection des actionnaires minoritaires) qu'il appartiendra aux statuts de compléter pour prendre en compte la spécificité de chaque société faisant l'objet d'une IPO.

77. Des règles impératives doivent être envisagées sur quatre points :

- la détermination des bénéficiaires des droits de vote multiples ;
- le nombre de droits de vote multiples attachés à chaque action de préférence ;
- la durée des droits de vote multiples ;
- les résolutions d'assemblée générale à propos desquelles les droits de vote multiples ne pourraient pas s'exercer.

Pour compléter ces propositions d'encadrement législatif des droits de vote multiples, si le principe de leur admission était accepté, on s'interrogera sur :

- la nécessité d'une évolution des règles de gouvernance de la société cotée ayant émis des actions de préférence à droits de vote multiples ;
- la combinaison des droits de vote multiples avec le droit de vote double.

#### **4.1 - Les bénéficiaires potentiels de droits de vote multiples**

78. Pour pouvoir souscrire à des actions de préférence à droits de vote multiples, et conserver leur bénéfice, il faudrait réunir deux conditions.

**79. Les premières tiennent à la qualité du souscripteur.**

On serait tenté, dans un premier mouvement, de réserver les droits de vote multiples au(x) fondateur(s) de la société, qui sont à l'origine de ses premiers succès et souhaitent poursuivre leur œuvre après l'introduction en bourse. Graver dans le marbre de la loi une définition opérationnelle du fondateur risquerait toutefois de se révéler une tâche délicate. Et on ne saurait ignorer l'hypothèse où le déclic dans la vie de la société s'est produit sous l'impulsion d'une personne entrée au capital quelque temps après sa constitution.

Si toutefois l'on retient que les droits de vote multiples auraient pour utilité et justification de garantir à un entrepreneur la stabilité nécessaire pour lui permettre de mener à bien son projet économique, il paraît naturel de subordonner l'attribution d'actions de préférence porteuses de tels droits à l'exercice au sein de la société (ou de la *holding* contrôlant la société cotée) d'une fonction exécutive. L'organisation légale tant de la société anonyme que de la SE est suffisamment précise pour qu'il y ait peu de doute sur la qualification, sous ce rapport, des mandats sociaux :



pourraient être visés le directeur général, les directeurs généraux délégués et les membres du directoire dans la société anonyme, les membres de l'organe de direction (système dualiste) ou les directeurs généraux (système moniste) dans la SE ; la seule hésitation concernerait le président du conseil d'administration ou le président du conseil de surveillance de la SA.

Naturellement, la perte de la qualité requise (par exemple par l'effet du décès, de la survenance d'une incapacité, de la démission) entraînerait l'extinction des droits de vote multiples, sans indemnisation.

80. Il y aurait probablement lieu d'introduire certains éléments de souplesse pour tenir compte de l'éventualité de la mise en place de pactes Dutreil, pour permettre la détention des actions de préférence à travers une société patrimoniale et pour intégrer l'hypothèse du contrôle de la société cotée par une *holding*. Mais, à chaque fois, la conservation des droits de vote multiples serait subordonnée au maintien du contrôle exercé par les titulaires de fonctions exécutives sur la société détentrice des actions de préférence.

81. Le corollaire de l'exigence d'une qualité prédéfinie chez le porteur d'actions de préférence à droits de vote multiples serait que la cession ou la transmission de ses actions de préférence – qui ne seraient évidemment pas admises aux négociations – leur ferait perdre le bénéfice des droits de vote multiples (sauf peut-être si l'opération translatrice intervenait entre deux titulaires d'actions de préférence agissant dès l'origine de concert). Ces actions ne seraient donc pas inaliénables ; mais leur aliénation entraînerait leur conversion en actions ordinaires.

82. Dans ce contexte, le groupe de travail préconise que la loi vienne interdire toute forme d'indemnisation de la perte des droits de vote multiples. Il s'agirait d'éviter le renouvellement de pratiques qui accompagnent la transformation d'une société en commandite par actions en société anonyme et qui, dans le contexte des actions de préférence à droits de vote multiples, seraient dépourvues de justification.

83. **Une seconde condition** à l'émission d'actions de préférence à droits de vote multiples tiendrait à la détention par leur bénéficiaire d'une quotité minimum du capital social. Il s'agirait ici de faire obstacle à une dissociation trop prononcée entre le pouvoir et le risque financier supporté par le bénéficiaire de droits de vote multiples. Le seuil minimum pourrait être fixé à vingt pour cent du capital, étant précisé que, dans l'hypothèse où il y aurait plusieurs porteurs d'actions de préférence à droits de vote multiples, leurs participations devraient être agrégées pour l'application de la règle.

Ici aussi, la condition devrait être satisfaite pendant toute la durée de vie des actions de préférence. Si le seuil légal venait à être franchi à la baisse, les droits de vote multiples seraient désactivés, et ce de manière définitive. Aucune indemnité ne serait due à cette occasion.



## 4.2 - Le nombre de droits de vote multiples

84. Il appartiendrait naturellement aux statuts, appelés à déterminer les caractéristiques de l'action de préférence, de fixer le nombre de droits de vote attachés à cette action. Mais on doit éviter une disproportion trop importante entre le poids en capital et le pouvoir de vote. C'est pourquoi il paraît souhaitable que la loi vienne fixer un maximum au multiple à prévoir dans les statuts. Ce multiple pourrait être de dix, chiffre assez fréquemment rencontré dans les réflexions sur le sujet. À titre d'exemple, on observe qu'avec ce multiple de dix, un actionnaire détenant trente pour cent du capital aurait quatre-vingt-un pour cent des droits de vote ce qui lui assurerait la majorité dans toutes les assemblées.

85. Un tel plafonnement des droits de vote multiples devrait être lu en lien avec l'exigence, évoquée plus haut, d'une détention d'une participation en capital minimum par le porteur des actions de préférence. C'est la conjonction des deux exigences qui ferait obstacle à une utilisation abusive du vote plural.

## 4.3 - La durée des droits de vote multiples

86. Les droits de vote multiples ne sont pas conçus comme un moyen d'asseoir à moindre frais le pouvoir de certains actionnaires sur une société cotée. Ils ne se justifient que s'ils permettent à un entrepreneur ou un groupe d'entrepreneurs de disposer du temps nécessaire pour mener à bien un projet économique dûment exposé au marché lors d'une IPO (notamment dans le prospectus). Ils ont donc vocation à être affectés d'un terme.

87. Tel est l'objet en droit comparé, des *sunset clauses* qui accompagnent fréquemment les introductions en bourse de sociétés au sein desquelles certains actionnaires bénéficient de droits de vote multiples. Si les actions de préférence à droits de vote multiples devaient être accueillies en droit français des sociétés cotées, c'est aux statuts qu'il appartiendrait de déterminer les conditions dans lesquelles ces droits de vote s'éteindraient. La diversité des causes potentielles d'extinction (écoulement d'un certain temps, perte de certaines qualités requises des bénéficiaires, résultats financiers décevants...) fait d'ailleurs des statuts l'instrument approprié, dans la mesure où ils permettent de mettre en place des solutions « *sur mesure* ».

88. Reste qu'il paraît opportun, pour éviter un dévoiement de la nouvelle liberté ouverte aux sociétés procédant à une IPO, que la loi fixe une durée maximum à la période de temps pendant laquelle les droits de vote multiples pourraient être exercés. On peut songer à une durée de sept années, tenant compte de ce que l'on peut observer dans la pratique qui s'est développée sur des places étrangères. Pour donner de la souplesse au mécanisme, une prolongation ou un renouvellement serait concevable, par une résolution d'assemblée générale extraordinaire adoptée sans que les titulaires des actions de préférence ne puissent prendre part au vote. Il serait également envisageable que la loi renvoie à un décret pour fixer des plafonds, ce qui permettrait une adaptation plus facile au vu de l'expérience.



89. La contemplation des précédents étrangers révèle l'existence d'échecs économiques patents, avec des situations où les droits de vote multiples constituent un obstacle à une restructuration ou à une vente de la société concernée<sup>32</sup>. Il serait donc sans doute prudent d'introduire en législation une disposition prescrivant l'extinction anticipée des droits de vote multiples en cas de vote en ce sens d'une majorité très élevée de porteurs d'actions ordinaires, de l'ordre de quatre-vingt-dix pour cent, le bénéficiaire ne participant pas au vote.

90. Là encore, la loi devrait faire défense de prévoir une indemnisation du porteur d'actions de préférence dont les droits de vote multiples viendraient à expiration.

#### **4.4 - Les résolutions concernées par les droits de vote multiples**

91. Le droit de vote de l'actionnaire s'exprimant à l'assemblée générale, c'est sur les projets de résolution soumis à l'assemblée que les porteurs d'actions de préférence pourront faire valoir leurs droits de vote multiples. La règle de principe sera donc que les droits de vote multiples s'exerceront sur toute résolution d'assemblée, sauf exception prévue par la loi.

Ceci entraînera, notamment, que si un porteur d'actions de préférence dispose, grâce à ses droits de vote multiples, de la majorité à l'assemblée générale, il maîtrise la composition des organes sociaux de direction, d'administration ou de surveillance et détient donc le contrôle de la société.

92. Parmi les exceptions à établir par la loi, trois hypothèses semblent devoir être détachées (sans que cette énumération soit limitative) :

- la compétence de l'assemblée générale en matière de *say on pay*,
- l'approbation des conventions réglementées,
- la désignation des commissaires aux comptes.

Dans chacune de ces situations, la protection des actionnaires minoritaires est appelée à passer au premier plan. En particulier, il serait malaisément admissible que le titulaire d'une fonction exécutive puisse, grâce à ses actions de préférence à droits de vote multiples, faire entériner sa propre rémunération par l'assemblée générale<sup>33</sup>.

93. Quelques résolutions appellent des observations particulières.

---

<sup>32</sup> V. le cas de la société Peloton, fabricant de bicyclettes urbaines, évoqué dans le *Financial Times* des 16/17 avril 2022.

<sup>33</sup> S'agissant des conventions réglementées, le porteur d'actions de préférence intéressé sera déjà exclu du vote. Mais il paraît opportun de neutraliser ses droits de vote multiples pour les autres conventions réglementées.



Il y a d'abord celle décidant une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription. En ce qui concerne la prise de décision elle-même, on n'aperçoit pas de raison déterminante pour écarter le jeu des droits de vote multiples. Mais se posera la question du statut des actions nouvelles souscrites par le titulaire d'actions de préférence par exercice de son droit préférentiel de souscription. Seront-elles des actions ordinaires, ou créera-t-on des actions de préférence supplémentaires ? Dans le sens de la seconde branche de l'alternative, certains feront valoir le souci de maintenir les proportions existantes dans la répartition des droits de vote. La solution inverse peut toutefois être également défendue : admettre la création d'actions de préférence à droits de vote multiples par une société déjà cotée serait contradictoire avec l'approche retenue quant au rôle central de l'IPO : c'est seulement à ce moment que le marché est en mesure d'accepter ou de refuser les droits de vote multiples souhaités par certains dirigeants. Il y a là un point sur lequel le législateur devrait arbitrer.

94. Un autre cas particulier est celui de la fusion. Ici encore, il ne semble pas exister de raison déterminante pour écarter l'exercice des droits de vote multiples. Lorsque la société émettrice des actions de préférence est l'absorbante, aucune difficulté particulière ne surgit. En revanche, si elle est absorbée, elle sera dissoute et les actions de préférence vont disparaître. Mais pourrait-on envisager un report des droits de vote multiples sur les actions de l'absorbante qui rémunéreront le porteur d'actions de préférence ? Une réponse positive est envisageable dans la mesure où le report supposerait un vote en ce sens de l'assemblée générale extraordinaire de la société absorbante. En outre, une solution libérale éviterait que le sens de la fusion ne soit dicté par la présence d'actions de préférence à droits de vote multiples. Si nécessaire, une offre publique de retrait pourrait être envisagée.

95. **Les offres publiques d'acquisition** dont est susceptible de faire l'objet la société cotée ayant émis des actions de préférence à droits de vote multiples soulèvent une question potentiellement sensible.

96. Ce qui est certain est que les actions de préférence ne devraient pas donner lieu, dans le cadre d'une offre publique, à une valorisation différente de celle des actions ordinaires<sup>34</sup>. Si besoin est, il conviendrait que la loi l'énonce expressément.

97. Ce qui est davantage sujet à discussion est la capacité du titulaire d'actions de préférence à faire usage de ses droits de vote multiples pour s'opposer au succès d'une offre publique.

---

<sup>34</sup> En règle générale, il est admis qu'à titres distincts doit correspondre un prix d'offre distinct. L'offre publique de la société Schneider sur la société Legrand qui a donné lieu à un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 3 mai 2001 (JCP E 2001, p. 1046, note A. Viandier), est demeurée dans toutes les mémoires. Mais dans le cas particulier des actions de préférence à droits de vote multiples, la construction repose sur le principe que ces droits ne doivent pas enrichir le porteur. Et, si l'offre publique est un succès, l'initiateur ne recevra que des actions ordinaires.



98. En l'état du droit positif deux textes sont à considérer.

Le premier est l'article L. 233-32 I du Code de commerce, dont l'alinéa 1<sup>er</sup> dispose que « *pendant la période d'offre publique visant une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social* ». Appliquée dans le contexte d'une offre publique visant une société ayant émis des actions de préférence à droits de vote multiples, cette disposition est de nature à permettre aux bénéficiaires des droits de vote multiples, majoritaires à l'assemblée, d'organiser, par l'intermédiaire d'un conseil d'administration ou d'un directoire dont ils maîtrisent la composition, la défense de la société cible.

99. Le second texte à considérer est de droit européen. Aux termes de l'article 11, paragraphe 4, de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 (la directive OPA), « *les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre, convoquée par l'offrant aux fins de modifier les statuts ou de révoquer ou nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction* ». L'objectif est de permettre à celui qui a lancé avec succès une offre publique d'imposer son contrôle lors de la première assemblée générale qui suit l'offre, sans être gêné par la présence d'actions à droits de vote multiples.

100. À ce jour, cette disposition n'a pas été transposée en droit français, le législateur estimant probablement cette transposition inutile en l'absence de la possibilité d'attribuer des droits de vote multiples à certaines actions dans les sociétés cotées<sup>35</sup>. Si, demain, des actions de préférence à droits de vote multiples étaient admises à représenter une partie du capital de sociétés cotées, le législateur serait amené à prendre position. Deux voies s'offriraient alors à lui.

Soit la règle de la directive serait transcrite dans le Code de commerce. Cela signifierait, concrètement, que les porteurs d'actions de préférence ne seraient pas en mesure de s'opposer à la prise de pouvoir de l'auteur d'une offre publique couronnée de succès, lors de la première assemblée générale suivant l'opération.

Soit le législateur utiliserait l'article 12 de la directive 2004/25 (les « *arrangement facultatifs* ») pour écarter l'application, en France, de l'article 11, paragraphe 4. Cela permettrait aux porteurs d'actions

---

<sup>35</sup> Le Code de commerce s'est borné à suspendre, lors de la première assemblée générale qui suit l'offre, les effets de la clause statutaire limitant le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose (art. L. 225-125, complété par l'article 231-54 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers). Il est également dit que les statuts peuvent prévoir la suspension, lors de la première assemblée, des droits extraordinaires de nomination ou de révocation détenus par certains actionnaires (art. L. 233-39 du Code de commerce et art. 231-56 RGAMF).



de préférence, majoritaires en voix mais minoritaires en capital, de conserver le contrôle de la société. En pratique, aucune offre publique ne pourrait être lancée sur une telle société sans l'accord du ou des dirigeants porteurs d'actions de préférence.

101. Le choix à opérer est de nature politique. C'est au législateur qu'il revient de le faire, et non à une autorité administrative. Le groupe de travail observe toutefois que si l'on veut que les actions de préférence répondent à l'objectif de stabilisation du pouvoir du ou des entrepreneurs qui ont introduit leur société en bourse sur la base d'un projet élaboré de développement, il convient de maintenir l'efficacité des droits de vote multiples même dans l'hypothèse d'une offre publique. Aussi bien, la société redeviendra-t-elle opérable lors de l'extinction programmée des droits de vote multiples.

#### **4.5 - La gouvernance de la société en présence de droits de vote multiples**

102. L'amélioration des règles de gouvernance applicables à la société cotée peut être envisagée comme une sorte de contrepartie, dans l'intérêt des actionnaires minoritaires, à l'attribution de droits de vote multiples à certains détenteurs de fonctions exécutives. Cet équilibre a été recherché dans des systèmes étrangers.

En France, la voie paraît assez malaisément praticable, dans la mesure où le niveau de protection des actionnaires minoritaires à travers des règles de bonne gouvernance est déjà élevé grâce, notamment, aux codes de gouvernement d'entreprise auxquels les sociétés cotées sont invitées à se référer.

Le groupe de travail estime, dans ces conditions, qu'aucune intervention législative n'est nécessaire à ce sujet, hormis, comme on l'a dit plus haut, la soustraction de certaines résolutions d'assemblée générale à l'exercice des droits de vote multiples. Peut-être les codes de gouvernement d'entreprise appelleront-ils certaines retouches s'agissant de sociétés cotées ayant émis des actions de préférence à droits de vote multiples. A été évoquée, par exemple, l'opportunité d'accroître le nombre d'administrateurs indépendants lorsque la société est contrôlée par le détenteur des droits de vote multiples. A pu également être envisagée une incitation forte à la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Mais il faudra bénéficier du recul de la pratique avant de faire évoluer les codes de gouvernement d'entreprise. À ce stade, aucune mesure précise ne s'impose.

#### **4.6 - La coexistence des droits de vote multiples et du droit de vote double**

103. Sauf à supprimer le droit de vote double - qui pour sa part est une spécificité française - l'ouverture des sociétés cotées aux droits de vote multiples obligerait à régler la question de la combinaison des deux mécanismes.



104. Le point de départ de l'analyse doit être le constat de ce que droit de vote double et droit de vote multiple obéissent à des logiques différentes. Le droit de vote double récompense la fidélité de l'actionnaire ; il ne heurte pas le principe de l'égalité des actionnaires, dans la mesure où tout actionnaire est susceptible d'en bénéficier en s'inscrivant au nominatif et en satisfaisant à la condition de durée de détention. Au contraire les droits de vote multiples constitueraient un privilège pour les porteurs d'actions de préférence et seraient l'instrument de la stabilité de leur pouvoir au sein de la société.

105. Les deux mécanismes répondant à des finalités différentes pourraient coexister dans la même société. Les actionnaires ordinaires auraient vocation à bénéficier d'un droit de vote double dans les conditions habituelles. Il appartiendrait simplement aux rédacteurs de statuts de tenir compte de cette éventualité pour « *calibrer* » les droits de vote multiples à attribuer aux porteurs d'actions de préférence.

Quant aux titulaires d'actions de préférence, un droit de vote double ne saurait s'ajouter, pour les mêmes actions, à leurs droits de vote multiples. Mais si, pour une raison quelconque, les actions perdaient leur préférence, elles retrouveraient leur vocation à conférer un droit de vote double, dans les conditions de droit commun définies aux articles L. 225-123 et L. 22-10-46 du Code de commerce (étant précisé que la durée de l'inscription nominative des actions de préférence à droits de vote multiples pourrait être prise en compte pour l'attribution du droit de vote double).



## CONCLUSION

Le groupe de travail estime, au vu notamment de la pratique qui tend à s'établir sur la plupart des places financières, qu'il serait opportun d'introduire dans le droit français des sociétés cotées la possibilité de l'attribution de droits de vote multiples à certaines actions. Cette possibilité ne serait ouverte qu'au moment de l'introduction en bourse.

La réforme passerait par une modification de l'article L. 228-11, alinéa 1<sup>er</sup>, du Code de commerce, qui lèverait l'interdiction faite aux sociétés cotées d'avoir un capital représenté par deux classes d'actions, des actions ordinaires et des actions de préférence à droits de vote multiples.

Cette réforme devrait s'accompagner de la mise en place de quelques règles impératives, afin d'éviter un mauvais usage des droits de vote multiples. Les contraintes concerneraient les bénéficiaires des droits de vote multiples, le nombre maximum de droits de vote multiples attachés à chaque action de préférence, la durée maximum des droits de vote multiples et les résolutions d'assemblée générale sur lesquelles les droits de vote multiples pourraient s'exercer.

Hors champ de ces règles impératives, liberté serait laissée aux statuts de l'émetteur pour fixer les droits attachés aux actions de préférence et déterminer les conditions de l'extinction des droits de vote multiples. Une attention particulière devrait être apportée par l'émetteur à la bonne information des investisseurs sur le régime des droits de vote multiples et leur justification, notamment à travers le prospectus établi à l'occasion de l'admission aux négociations.



2

## ***ANNEXE 1***

### *Composition du groupe de travail*



## COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL sur les droits de vote multiples

### PRÉSIDENT

- **Hervé Synvet**, agrégé de droit privé et de sciences criminelles, Professeur émérite de l'Université Paris-Panthéon-Assas

### MEMBRES

- **Charlotte Ast**, Direction générale du Trésor, Adjointe du chef du bureau du droit des sociétés et de la gouvernance)
- **David Aknin**, Avocat associé, Weil Gotshal and Manges
- **Valentine Bonnet**, Directrice gouvernement d'entreprise, déontologie et conformité de l'AFG
- **Bertrand Cardi**, Avocat associé, Darrois Villey Maillot
- **Charles Cardon**, Avocat associé, Paul Hastings
- **Caroline Coupet**, Professeur à Paris II
- **Diane de Araujo**, Juriste AMF
- **Odile de Brosses**, Directrice du service juridique de l'AFEP
- **Jacques Deege**, Directeur juridique de Rothschild & Cie
- **Muriel de Szilbereky**, Déléguée générale ANSA
- **Mehdi Ezzaim**, Adjoint du chef de bureau Épargne et marchés financiers, Direction Générale du Trésor
- **Léa Karagueuzian**, Bureau du droit des sociétés à la Direction des affaires civiles et du Sceau du ministère de la Justice
- **Hervé le Nabasque**, Professeur à Paris I
- **Hervé Letrégully**, Avocat associé, Shearman and Sterling
- **Didier Martin**, Avocat associé, Bredin Prat
- **Emmanuel Masset**, Avocat associé, Bredin Prat
- **Alain Pietrancosta**, Professeur à Paris I
- **Pierre Rohfritsch**, Chef du bureau du droit des sociétés et de l'audit de la direction des Affaires Civiles du Sceau du Ministère de la Justice



- **Yves Schmidt**, Avocat associé, Viguié Schmidt
- **Pierre Todorov**, Secrétaire général d'EDF
- **Hugues Vaysset**, ACPR
- **Olivier Vigna**, Délégué général adjoint Paris EUROPLACE
- **Pierre Villadary**, AMF
- **Bruno Zabala**, Directeur juridique MEDEF

## **HCJP**

- **Gérard Gardella**, Secrétaire général du HCJP
- **Louise Baroin**, Avocate, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP
- **Pétronille Bouhallier-Chauvin**, Stagiaire juridique au HCJP



## **ANNEXE 2**

*Les multi-class shares structures (MCS) :  
évolutions réglementaires et pratiques*

*Panorama international et  
considérations générales*

*Alain Pietrancosta*

*13 septembre 2021*



## INTRODUCTION

Les législateurs, régulateurs et entreprises de marché ont réalisé au cours de la dernière décennie un certain nombre d'efforts pour contrer l'attrition et pallier la baisse d'attractivité des marchés financiers, comparativement à d'autres sources de financement (*not. private equity*)<sup>1</sup>. Citons l'assouplissement aux **États-Unis** des règles relatives à l'offre au public de titres et au placement privé par le *Jumpstart Our Business Startup Act* (JOBS Act) du 5 avril 2012, ou au sein de l'**Union européenne**, le lancement en septembre 2015 du plan d'action « *Union des marchés de capitaux* », renouvelé en septembre 2020.

S'agissant plus spécifiquement des conditions d'introduction en bourse, l'attention s'est en grande partie focalisée sur les « *multi-class shares structures* » (MCS), pratique en développement consistant pour un émetteur à entrer en bourse avec un capital divisé en classes d'actions comportant des droits de vote inégaux (de zéro à un multiple), à l'effet pour les fondateurs de conserver le contrôle de la société en dépit de l'ouverture de son capital au public.

Alors que, dans les sociétés cotées, l'on avait tendance à penser l'évolution vers le principe « *une action, une voix* » (« *one share, one vote* ») quasi-inéluctable pour ceux qui ne l'avaient pas encore imposé, et irréversible pour ceux qui l'avaient fait, le mouvement actuel montre au contraire un assouplissement de cette contrainte « *politique* », sous la pression des besoins exprimés par les entreprises candidates à la cotation et la pression de marchés concurrents plus conciliants... Une tendance parfaitement soulignée par l'OCDE, qui met en lumière le fait que « *several jurisdictions are reconsidering their attitude toward the one-share-one-vote principle with a view to allow and/or encourage long-term investments which can be particularly relevant for growth companies and, in general, for all companies which are more dependent on intangible assets and on human capital resources* »<sup>2</sup>. Le virage opéré par les grands marchés asiatiques (Singapour, Hong Kong, Shenzhen, Shanghai) entre 2018 et 2020, et celui que s'apprête à prendre le *London Stock Exchange* pour son segment *premium* sont, à cet égard, parfaitement illustratifs de cette reconsidération.

Sur le **plan international**, on observe une **triple attitude** à l'égard des MCS :

- la première consiste à les autoriser à la fois en droit des sociétés et en droit boursier (ex. USA, Canada ou Suède),

---

<sup>1</sup> V. Alain Pietrancosta in *Lamy Droit du Financement*, 2020, n° 1012.

<sup>2</sup> *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, OECD, 2018, p. 29.



- la deuxième, à les autoriser en droit des sociétés, mais à soumettre les sociétés cotées à des restrictions prévues par les règles de marchés (ex. Hong Kong, Grande-Bretagne et Australie),
- la troisième à les prohiber à la fois en droit des sociétés et en droit boursier (ex. Allemagne, Espagne).

Nous le montrerons au moyen d'un petit tour du monde de la question.



## PANORAMA

### I. Vue d'ensemble

Dans son *Corporate governance Factbook* pour 2021, l'OCDE indique que les « *multiple voting rights are allowed in 44% of surveyed jurisdictions and explicitly prohibited in 40%* »<sup>3</sup>. Ce chiffre global assimile cependant des formes variables d'inégalité du pouvoir de votation, sans distinction de ce qui relève des actions dites de loyauté (à l'instar des droits de vote double français ou belge) et des MCS utilisés par les sociétés entrant en bourse. Le tableau ci-dessous et les notes qui l'accompagnent livrent cependant un inventaire relativement complet et permettent en partie de faire le départ entre les catégories de dispositifs.

---

<sup>3</sup> V. p. 76.



Jurisdiction	Issuing a class of shares with:			Multiple voting rights
	Limited voting rights	Without voting rights		
			And without preferential rights to dividends	
<b>Argentina</b>	Allowed <sup>1</sup>	Allowed	Not allowed	Not allowed <sup>2</sup>
<b>Australia</b> <sup>3</sup>	[Allowed for preference securities only]	[Not allowed]	[Not allowed]	[Not allowed]
<b>Austria</b>	Allowed	Allowed	Not allowed	Not allowed
<b>Belgium</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed <sup>4</sup>
<b>Brazil</b>	Allowed: Max 50%	Allowed: Max 50%	Allowed <sup>5</sup>	Not allowed
<b>Canada</b> <sup>6</sup>	Allowed			Allowed
<b>Chile</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Not allowed
<b>China</b>	Allowed	Allowed	Not allowed	Not allowed <sup>7</sup>
<b>Colombia</b>	Allowed	Allowed: Max 50%	Not allowed	Not allowed
<b>Costa Rica</b>	Allowed	Allowed <sup>8</sup>	Allowed	Not allowed
<b>Czech Republic</b>	Allowed	Allowed: Max 90%	Allowed	Allowed
<b>Denmark</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed
<b>Estonia</b>	Allowed	Allowed	-	-
<b>Finland</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed
<b>France</b>	Allowed	Allowed: Max 25%	-	Allowed (Double voting shares with more than 2 years holding) <sup>9</sup>
<b>Germany</b>	Allowed	Allowed: Max 50%	Not allowed	Not allowed
<b>Greece</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Not allowed
<b>Hong Kong (China)</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed <sup>10</sup>
<b>Hungary</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed
<b>Iceland</b>	Allowed	Allowed	Allowed	-
<b>India</b> <sup>11</sup>	Allowed	Allowed	Not allowed	Allowed with condition
<b>Indonesia</b>	Not allowed	Allowed	Allowed	Not Allowed
<b>Ireland</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed
<b>Israel</b>	Not allowed <sup>12</sup>		-	Not allowed



<b>Italy</b>	Allowed: Max 50% (cumulated for limited and non-voting shares)	Allowed: Max 50% (cumulated for limited and non-voting shares)		Allowed <sup>13</sup>
<b>Japan</b>	Allowed: Max 50%	Allowed: Max 50%	Allowed	Not allowed
<b>Korea</b>	Allowed: Max 25% (cumulated for limited and non-voting shares)	Allowed: Max 25% (cumulated for limited and non-voting shares)	Allowed	Not allowed
<b>Latvia</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Not allowed
<b>Lithuania</b>	Allowed	Allowed	-	-
<b>Luxembourg</b>	Allowed	Allowed: Max 50%		
<b>Malaysia</b>	Allowed	Allowed	-	No
<b>Mexico</b>	Allowed with approval: Max 25% <sup>14</sup>	Allowed with approval: Max 25%	Not Allowed	Allowed
<b>Netherlands</b>	Allowed	Not allowed	-	- <sup>15</sup>
<b>New Zealand</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed
<b>Norway</b>	Allowed <sup>16</sup>	Allowed		Allowed
<b>Peru</b> <sup>17</sup>	Allowed	Allowed	Allowed	-
<b>Poland</b>	Allowed	Allowed	Not allowed	Allowed
<b>Portugal</b>	Allowed	Allowed: Max 50%	Allowed	Not Allowed
<b>Russia</b>	Allowed: Max 25% (accumulated for limited and non-voting shares) of total share capital	Allowed: Max 25% (accumulated for limited and non-voting shares) of total share capital	Allowed: Max 25% (accumulated for limited and non-voting shares) of total share capital	-
<b>Saudi Arabia</b>	Allowed	Allowed	Not allowed	Not allowed
<b>Singapore</b> <sup>19</sup>	Allowed	Allowed	-	[Allowed]
<b>Slovak Republic</b>	Allowed	Allowed <sup>20</sup>	-	-
<b>Slovenia</b>	Allowed	Allowed: Max 50%	Not allowed	Not allowed
<b>South Africa</b>	Allowed	Allowed	Allowed	Allowed
<b>Spain</b>	Allowed	Allowed: Max 50%	Not allowed	Not allowed
<b>Sweden</b>	Allowed	Not allowed	-	Allowed (1/10)
<b>Switzerland</b>	Allowed <sup>21</sup>	Allowed	Allowed	Allowed

**Key:** Allowed = specifically allowed by law or regulation; Not allowed = specifically prohibited by law or regulation; [] = Requirement by the listing rule; () = Recommended by the codes or principles; "-" = absence of a specific requirement or recommendation; N/A = not applicable.



---

Notes:

<sup>1</sup> In **Argentina**, shareholders with limited voting rights might recover their right to vote in special cases, such as a suspension of public offer (Section 217 General Companies Law).

<sup>2</sup> In **Argentina**, according to the General Companies Law, Section 216, privileged voting shares cannot be issued after the company has been authorised to make a public offer.

<sup>3</sup> In **Australia**, ASX Listing Rule 6.9 requires ordinary securities to have one vote per fully paid security. Preference securities have more limited voting rights but must have preferential rights to dividends: Listing Rule 6.3 – 6.5. Generally voting and ownership caps are not permitted due to the prohibition against interfering with the transfer of securities in Listing Rule 8.10 and anti-divestiture provisions in Listing Rule 6.10 and 6.12. However, the ASX has discretion to waive compliance with these Listing Rules where the entity seeking to list is a co-operative or mutual pursuant to its policy in Guidance Note 3 Co-operatives and Mutuals Listing on ASX. This discretion has been exercised rarely so most ASX listed entities have one vote per ordinary security with no ownership caps.

<sup>4</sup> In **Belgium**, multiple voting rights are limited to double voting rights in the case of listed companies.

<sup>5</sup> In **Brazil**, no voting right shares and limited voting right shares must have preferential rights to dividends, or if they do not have preferential rights to dividends, the shares must have tag-along-rights (the right to sell the shares in cases of change of corporate control, usually on the same terms as the controlling shareholder).

<sup>6</sup> In **Canada**, a public company may issue shares with multiple voting rights or with limited voting rights subject to certain requirements under provincial securities laws and stock exchange rules. Depending on the circumstances, these requirements may include: supplementary disclosure requirements, a requirement to include 'coattail' provisions that protect shareholders with limited voting rights in the event of a take-over bid, and shareholder approval requirements. Furthermore, a person with holdings in a constrained corporation is subject to a cap on maximum individual holdings which correspondingly limits the maximum voting rights associated with such holdings. The constraint relates to the level of Canadian ownership or control required to qualify under a law or to obtain licences, permit or other benefits.

<sup>7</sup> In **China**, the Company Law does not permit shares with multiple voting rights or caps on such shares for listed companies. However, an exception has been granted for companies listed on the Science Technology Innovation Board of SSE or on the ChiNext Market of SZSE which may have multiple voting rights or caps in place under certain conditions: as a threshold, a shareholder with special voting stocks must own more than 10 percent of all issued voting stocks of the company. The number of voting rights for each special voting stock shall be the same and shall not exceed 10 times that of voting rights for each ordinary stock. However, if the company does not have multiple voting rights in place prior to its IPO and listing, it may not be allowed to have such arrangement thereafter in any way. Upon the listing of its stocks on SSE, a listed company shall not issue any special voting stocks in and outside the Chinese mainland, nor increase the percentage of special voting rights, (unless in connection with a proportionate allotment of shares or capitalisation of a capital reserve (e.g. issuance of special dividends or stock splits) through rights issues that are proportional to the previously held share structure.

<sup>8</sup> In **Costa Rica**, voting rights of preferred shareholders can be restricted in company statutes, but under no circumstance will their rights be limited in their right in extraordinary meetings to modify the duration or the purpose of the company, to agree on a merger with another company or to establish its registered office outside the territory of Costa Rica.

<sup>9</sup> In **France**, double voting rights may be conferred on fully paid shares which have been in registered form for at least two years in the name of the same person, unless the issuer decides otherwise by a two-thirds majority shareholder vote.

<sup>10</sup> In Hong Kong (China), since April 2018, companies may list with a Weighted Voting Rights structure under the conditions and safeguards set out in Chapter 8A of the Main Board Listing Rules.

<sup>11</sup> In **India**, the Companies Act allows companies to issue shares with differential rights to dividends, voting or otherwise in accordance with such rules as may be prescribed. SEBI has recently issued a framework for issuance of superior voting rights shares (SR shares) by listed entities wherein it has been specified that the total voting rights of SR shareholders (including ordinary shares), post listing, shall not exceed 74%. Voting caps are allowed only with respect to banking companies.

<sup>12</sup> In the case of **Israel**, shares with preference profits are allowed under certain conditions, but they may not restrict voting rights (in publicly traded companies).



<sup>13</sup> In **Italy**, multiple voting rights are allowed for shareholders with more than two years holding (“Loyalty Shares”: up-to double voting, according to the bylaws) and for newly-listed companies (“Multiple Voting Shares”: up-to three votes, according to the bylaws).

<sup>14</sup> In **Mexico**, a prior authorisation by the national authority is required when issuing limited right shares or shares without voting rights. This 25% corresponds to the stock capital publicly owned (art. 54 Securities Markets Law). The CNBV can authorize a percentage higher than 25% as long as these are convertible into ordinary shares in a maximum period of 5 years.

<sup>15</sup> In the **Netherlands**, while there is no explicit regulatory provision prohibiting or allowing multiple voting rights, a few companies have shares with such rights.

<sup>16</sup> In **Norway**, the Public Limited Liability Companies Act permits companies to have different classes of shares. However, the Ministry has to approve shares with no or limited voting rights if the combined nominal value of the shares in the company shall make up more than half of the share capital in the company, while the Code recommends that the company should only have one class of shares.

<sup>17</sup> In **Peru**, while different classes of shares with limited or no voting rights are legally permitted, according to Principle 1: Equal treatment of the Corporate Governance Code, the company should not promote the existence of classes of shares without voting rights. When there are shares with equity rights other than ordinary shares, the company should promote and execute a policy of redemption or voluntary exchange of such shares for ordinary shares.

<sup>18</sup> In **Portugal**, when the company is a credit institution, the maintenance of voting caps must be submitted to the vote of the shareholders at least once every five years. In case of failure to comply with the submission requirement such caps are automatically cancelled/revoked at the end of the relevant year.

<sup>19</sup> In **Singapore**, issuing a class of shares with multiple voting rights, carrying no more than ten votes per share, is allowed for Mainboard listed companies, subject to other restrictions (SGX Listing Rule 210(10)). Under section 64A of the Companies Act, shares in public companies may confer special, limited, or conditional voting rights. Such shares may also confer no voting rights.

<sup>20</sup> In the **Slovak Republic**, voting rights to these shares might be recovered in special cases, such as resulting from a decision of the General Meeting that the dividend will not be paid until the General Meeting decides on the payment of such dividend.

<sup>21</sup> In **Switzerland**, the nominal value of the other shares must not exceed ten times the nominal value of the voting shares.

<sup>22</sup> In **Turkey**, the Capital Markets Board may authorise issues of shares without voting rights should the need arise.

<sup>23</sup> In the **United Kingdom**, shares with multiple voting rights, while legally permitted, are not likely to be found in practice due to having insufficient liquidity to qualify for admission for listing. Companies are not permitted to have a Premium listing for shares that do not confer full voting rights.

<sup>24</sup> In the **United States**, a company may have multiple voting rights or caps in place at the time that it goes public/lists its securities, and also is permitted to issue non-voting classes of securities. However, once a company has listed its securities, it may not disparately reduce or restrict the voting rights of existing shareholders through any corporate action or issuance (NYSE Listed Company Manual Section 313.00 and Nasdaq Listing Rule 5640).



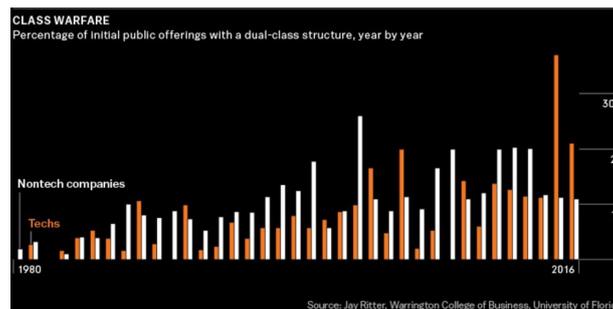
## II. Amériques

### 2.1 - États-Unis

Sur le NYSE comme le NASDAQ, la règle actuelle (issue de négociations avec la SEC dans les années 1980) est qu'il est permis aux sociétés disposant de MCS structures préexistantes de se faire coter sur leurs marchés, mais qu'il est interdit à un émetteur une fois coté de mettre en place une structure MCS.

Depuis sa mise en place, seule une petite fraction des entreprises américaines a eu recours aux MCS. Mais on assiste depuis quelques années à une augmentation du procédé dans le cadre d'IPOs : quatorze pour cent des IPOs réalisées en 2015 auraient recouru à une forme ou à une autre de *dual-class shares structure* (DCS), alors qu'elles n'étaient que un pour cent en 2005. Entre 2017 et 2019, le nombre des sociétés concernées se porte à vingt pour cent<sup>4</sup>. En valeur absolue, on est passé de « 46 *dual-class firms going public between 2006 and 2010 to a total of 104 companies between 2011 and 2015*.<sup>20</sup> *In 2018, public companies in the United States with dual-class shares were worth more than \$5 trillion* »<sup>5</sup>.

Contrairement à celles adoptées dans les années 1980, en réaction à la vague d'OPA hostiles, cette nouvelle popularité est principalement due à l'arrivée en bourse des *tech companies*<sup>6</sup>. De fait, plus de la moitié des *dual-class IPOs* réalisées en 2015 concernaient des *technology companies*. De nombreux géants du numérique les ont ainsi adoptées (*Google* (devenue *Alphabet*), *Facebook*, *LinkedIn*, *Alibaba*, *Square*, *Pinterest*, *Uber*, *Airbnb*, *Slack Technologies*...). Mais le phénomène touche bien au-delà du secteur *tech* : ainsi, plus de dix-sept pour cent des sociétés de croissance ayant réalisé leur IPO entre 2013 et 2016 étaient dotées d'une MCS ; près de trente-six pour cent pour la seule année 2016. En 2015, près de soixante-quinze pour cent des sociétés contrôlées possèdent de telles structures<sup>7</sup>.



Source: *Dual-Class Shares Are Coming Under Fire—Again* - Bloomberg 9.2017

<sup>4</sup> Committee of Capital Markets Regulation, *the rise of dual class shares: Regulation and implications*, <https://www.capmktreg.org/wp-content/uploads/2020/04/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1.pdf>.

<sup>5</sup> Ritter J (2018) *Initial public offerings: updated statistics*. [https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2018/07/IPOs2017Statistics\\_July11\\_2018.docx](https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2018/07/IPOs2017Statistics_July11_2018.docx). Accessed 30 May 2019.

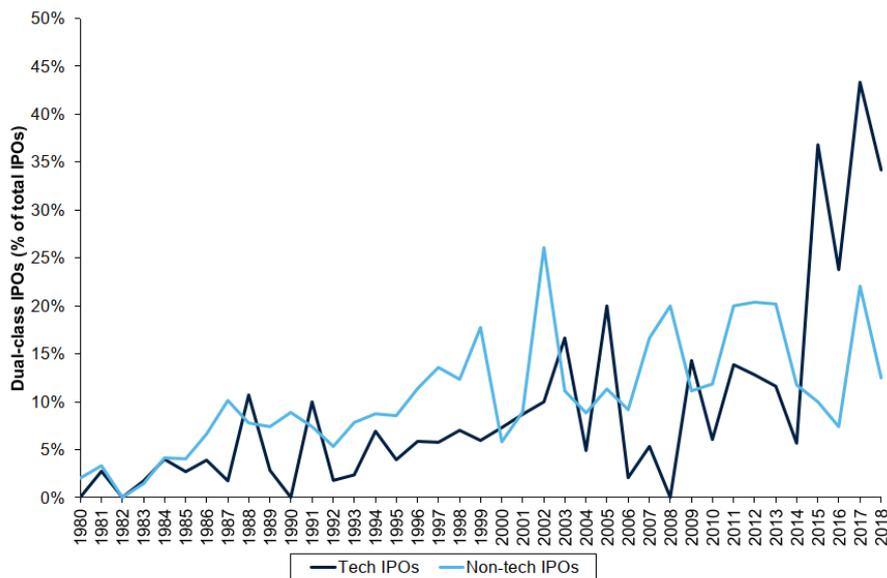
<sup>6</sup> *Dual-Class Share Structures in Silicon Valley, 2014* ; Dr Flora Huang, *Dual class shares around the top global financial centres*, *J.B.L.* 2017, 2, 137-154 ; Tom Braithwaite, *Tech 'unicorns' opt for dual share listings*, *FT*, October 16, 2015 ; Jay R. Ritter, *Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2020*, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf>.

<sup>7</sup> *IRRCI*, 2015.



Source, *Dual-Class Shares*, Bloomberg Sep 25, 2017

**Figure 3.2 Dual-class shares in the USA, 1980–2018**



Notes: IPOs with an offer price of at least \$5.00, excluding American depository receipts, unit offers, closed-end funds, REITs, natural resource limited partnerships, small best efforts offers, banks and savings and loans associations, and stocks not listed on the CRSP (CRSP includes Amex, NYSE and NASDAQ stocks).

Source: Ritter, J.R. (2019), 'Initial Public Offerings: Dual Class IPOs', <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>.



La pratique standard consiste à donner dix voix par action aux fondateurs/porteurs du projet ou « *insiders* » et une voix aux « *non-insiders* ». Mais les opérations récentes vont plus loin, comme le montre l'exemple pionnier de Snap, qui retient pour son IPO de 2017 une *three-class share structure* :

- *Class C shares are held by co-founders and have ten votes per share. Based on outstanding amounts, founders have total control of the company.*
- *Class B shares are held by pre-IPO investors and employees. Holders of Class B shares have one vote per share.*
- *Class A shares were offered to new investors in the IPO. Holders of Class A shares have no voting rights.*

Certaines sociétés ont, quant à elles, porté le ratio à 20:1, comme *Lyft* en 2019, *Doordash*, *Farfetch* ou *Peloton*.

## 2.2 - Canada

Les droits de vote multiples sont utilisés sur les marchés depuis plus de soixante ans<sup>8</sup>. On estime qu'un quart des sociétés cotées sur le TSX y auraient recours<sup>9</sup>.

La Bourse de Toronto a cependant introduit depuis les années 1980 une « *coattail provision* », qui permet aux minoritaires à droits de vote inférieur de céder leurs titres au même prix au cessionnaire du contrôle de la société<sup>10</sup>.

La Canadian Coalition for Good Governance a pour sa part émis des recommandations à l'adresse des DCS *companies* en septembre 2013 (maximum de représentants au conseil d'administration, ratio de vote multiple maximal, *sunset clauses*...).

## III. Union européenne

En 2006, la doctrine européenne écrivait encore que l'usage des actions à droit de vote multiple était en déclin au plan européen : en 2004, un tiers des États membres les autorisaient, contre plus de la moitié quinze ans plus tôt. Cet usage était en principe fermé en **Espagne**, en **Belgique** et en

---

<sup>8</sup> Matthew Merkley, *Multiple Voting Shares: Don't Call It A Comeback*, Blake, Cassels & Graydon LLP (February 9, 2015).

<sup>9</sup> Tara Gry, *Dual-Class Share Structures And Best Practices In Corporate Governance*, Parliament of Canada (August 18, 2005), <http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/prb0526-e.htm>.

<sup>10</sup> Since 1987, the TSX has required "coattail" provisions for all newly-listed dual class share issuers. While the specific terms and conditions of the coattail are left to the issuer, subject to TSX pre clearance, the provisions generally require that any take over bid made to the holders of multiple voting shares be extended, on identical terms, to the holders of subordinate voting shares. Such coattails are often described as being designed to prevent take-over bid transactions that could otherwise deprive the holders of subordinate voting shares of rights under Canadian securities laws to which they would be entitled if the multiple voting shares were subordinate voting shares.



**Allemagne.** Même en **Suède**, où elles sont largement pratiquées, la loi a été réformée dans les années 2000 pour limiter la disparité de vote (de un à dix au maximum). On passe alors d'une situation où plus de quatre-vingt-cinq pour cent des sociétés cotées recourent au DVM à cinquante pour cent. En **Grande-Bretagne**, on observe également, à la suite de protestations des investisseurs institutionnels, un resserrement en 2014 de la réglementation du Premier marché (*Premium segment*), attaché au *one share, one vote*. Mais les *dual-class shares* sont ouvertes sur le *High Growth Market*, qui se situe entre le Premier marché et l'AIM.

Mais les prédictions d'une généralisation du *one share, one vote* ne se sont pas confirmées. Le fait que la Commission européenne n'ait pas réussi à l'imposer, comme elle l'envisageait dans son plan d'action de 2003, en souligna la fragilité.

En Europe, le **vote majoré** reste **très largement pratiqué** par les sociétés cotées ayant leur siège social en Suède (soixante-quinze pour cent), en France (cinquante pour cent), aux Pays-Bas (quarante-deux pour cent) et au Danemark (vingt-cinq pour cent). Il convient néanmoins de différencier ce qui relève de l'action à droit de vote multiple et du vote multiple attaché à la situation particulière d'un actionnaire (cas français).

*Rules on share class structure by country, as at 2019 – reproduced from Oxera report*

Country	Limited voting rights allowed	No voting rights allowed	Multiple voting rights allowed
Austria	✓	✓	x
Belgium	✓	✓ (up to 1/3 of total shares)	x
Denmark	✓	✓	✓
Finland	✓	✓	✓
France	✓ (up to 1/2 of total shares)	✓ (up to 1/4 of total shares)	✓ (Loi Florange, 2x voting on shares with holding >2 years)
Germany	✓	✓ (up to 1/2 of total shares; must have preferential rights to dividends)	x
Ireland	✓	✓	✓
Italy	X (preference shares allowed under certain conditions)	✓ (up to 1/2 of total shares)	✓ (loyalty shares, 2x voting on shares with holding >2 years)
Netherlands	✓	x	
Portugal	✓	✓ (up to 1/2 of total shares)	x
Spain	✓	✓ (up to 1/2 of total shares; must have preferential rights to dividends)	x
Sweden	✓	x	✓ (up to 1/10 of total shares)



Des mouvements de transferts de siège ont récemment été observés en direction des **Pays-Bas**, où le DVM est très fréquent :

- voir la réincorporation d'Altice aux Pays-Bas en 2015, au moyen d'une fusion transfrontalière, afin notamment de mettre en place une structure de vote duale (un à vingt-cinq).
- voir déjà en 2013, le transfert aux Pays-Bas de *Ferrari SpA* ; en 2014, celui de *Fiat Chrysler* ; en 2015, de Mylan, afin d'échapper à une OPA hostile.

Aux Pays-Bas, la différenciation des droits de vote est opérée en jouant sur les primes d'émission<sup>11</sup>.

En **Italie**, le « *Décret sur la compétitivité* » du 24 juin 2014, qui introduisant le droit de vote double à la française, a également autorisé les sociétés privées à émettre des actions à droits de vote multiples (jusqu'à trois par action). Un moyen d'enrayer le départ de grandes sociétés italiennes évoqué ci-dessous.

En **Suède**, soixante-quatre pour cent des *Swedish QuickScore companies* recourent au DVM. Répondant aux critiques des investisseurs institutionnels, le NASDAQ OMX – Stockholm a révisé en 2012 ses règles afin d'imposer le respect de l'égalité des actionnaires en cas d'OPA, nonobstant les disparités de vote.

En **Finlande**, trente et un pour cent des sociétés cotées utilisent le DVM, dont l'importance n'est pas limitée réglementairement.

## IV. Grande-Bretagne

En Grande-Bretagne, les règles de marché actuelles (dans le silence du droit des sociétés) n'autorisent les structures de vote inégalitaires que pour les sociétés cotées sur le *High Growth Market* ou ayant un *standard listing of shares*. La déviation du « *one share, one vote* » est, autrement dit, interdite pour les sociétés admises sur le segment *Premium* : en vertu du principe trois du *Premium Listing*, « *All equity shares in a class that has been admitted to premium listing must carry an equal number of votes on any shareholder vote.* ».

Mais, à l'occasion d'une réflexion lancée officiellement par la *Financial Conduct Authority* dans un *discussion paper* sur les moyens d'améliorer l'attractivité de la Bourse londonienne, dans un contexte post-Brexit, la question a notamment été posée de l'opportunité de maintenir l'interdiction des *dual-class share structures*<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> HKEx, « *Concept Paper: Weighted Voting Rights* » (August 2014).

<sup>12</sup> *Discussion Paper, Review of the Effectiveness of Primary Markets: The UK Primary Markets Landscape*, at 7-8, 20-23 (February 2017) : <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/review-effectiveness-primary-markets>



S'en sont suivis un *call for evidence* publié le 19 novembre 2020 par le *HM Treasury*, un rapport publié le même Trésor le 26 février 2021, faisant état des conclusions de la *Kalifa Review of UK FinTech* et la publication le 3 mars 2021 de la *UK Listing Review*, présidée par Lord Hill. Parmi les recommandations de cette dernière, figure en bonne place le fait de moderniser « *the Listing Rules to allow dual class share structures in the premium listing segment, with safeguards so as to maintain high corporate governance standards* ». Au nombre de ces garde-fous, sont mentionnés :

- une durée maximale de cinq ans : à la fin de la période, les actionnaires (non contrôlants) auraient le droit de décider s'ils souhaitent ou non prolonger la structure ; s'ils ne le font pas, la société peut conserver la structure en passant au marché standard ;
- l'obligation pour le(s) détenteur(s) d'actions de catégorie B d'être un administrateur de la société ;
- l'utilisation du vote multiple dans le seul but d'assurer au détenteur sa position d'administrateur et de bloquer un changement de contrôle de la société ; et
- des limitations au transfert des actions à vote multiple, autrement dit leur conversion lors du transfert, sous réserve d'exceptions mineures.

## V. Asie

### 5.1 - Hong Kong et Singapour

Les Bourses de Hong Kong et Singapour sont traditionnellement attachées au principe « *une action, une voix* ».

En 2011, la Bourse de Singapour (SGX) a ainsi réaffirmé qu'elle n'autorisait pas les *dual-class structures*. Mais la question s'est posée dès 2012 de l'opportunité d'une évolution après la décision du club de football *Manchester United* de se coter à New York plutôt qu'à Singapour, principalement en raison du refus par celle-ci d'autoriser une DCS. S'en est suivie une réforme du droit des sociétés en 2014, qui autorise les *public companies* à émettre différentes classes d'actions soit dépourvues de droit de vote, soit pourvues de droits de vote multiples.

La même pression concurrentielle a conduit la Bourse de Hong Kong (HKEX) à émettre en 2014 l'idée de revenir sur le principe d'égalité de vote. De fait, bien qu'étant un des leaders mondiaux sur le marché des IPOs, Hong Kong souffre d'un désavantage compétitif sur ce terrain, aux yeux des grandes sociétés chinoises : ainsi, *Alibaba Group Holding Ltd.* (plus grosse IPO de l'histoire, réalisée en 2014) et *Baidu Inc.* sont allées se coter à New York, notamment pour des raisons liées à l'existence de DCS.

L'enjeu pour les deux places est notamment d'attirer à elle les grandes *mainland Chinese companies*.



En conséquence, Hong Kong puis Singapour ont décidé, depuis 2018, d'autoriser le recours aux DCS, qu'elles ont assorties de restrictions significatives, parmi lesquelles :

- leur limitation aux entreprises innovantes et à forte croissance (les candidats doivent le démontrer),
- une capitalisation boursière minimale : 1,28 milliard USD et, si ce montant n'est pas atteint, une exigence inférieure combinée à un test de revenus à Hong Kong ; 214 millions USD à Singapour,
- l'extinction du droit de vote multiple en cas de transfert des titres,
- un multiple de vote n'excédant pas dix fois le pouvoir de vote des actions ordinaires,
- le retour au « *one share, one vote* » pour certaines questions, y compris les modifications des documents constitutionnels, la modification des droits des classes de titres, la nomination/la révocation des INED/auditeurs et la liquidation.

Très peu de sociétés ont, pour le moment, eu recours aux DCS lors de leur IPO. Au 31 décembre 2019, on en comptait trois à Hong Kong.

## 5.2 - Chine continentale

La loi de 1993 sur les sociétés a imposé le principe *one share, one vote* (exception faite des sociétés chinoises cotées à l'étranger). Mais on assiste depuis fin 2012 à un énorme retour des actions de préférence en Chine. Aussi, une ouverture s'est produite fin 2013 pour autoriser les sociétés cotées à émettre des actions de préférence sans droit de vote.

À la suite d'une initiative lancée en novembre 2018 par le président Xi Jinping<sup>13</sup>, des réformes ont été réalisées en 2020 par les Bourses de Shanghai puis de Shenzhen pour autoriser les sociétés entrant sur leurs compartiments destinés aux entreprises innovantes (*Shanghai's Science Technology and Innovation Board (STAR Market)* ; *ChiNext Market of SZSE*) à utiliser des *dual-class shares*, à certaines conditions. Ainsi un actionnaire possédant des actions à droit de vote spécial doit posséder plus de dix pour cent de toutes les actions à droit de vote émises par la société. Le nombre de droits de vote pour chaque action à droit de vote spécial doit être le même et ne doit pas dépasser dix fois celui des droits de vote pour chaque action ordinaire. Si la société n'a pas mis en place de droits de vote multiples avant son introduction en bourse et sa cotation, elle peut ne pas être autorisée à prendre de telles dispositions par la suite, de quelque manière que ce soit. Lors de la cotation de

---

<sup>13</sup> See *The revival of dual class shares, SPRING 2020 | IFLR.COM, 1.*



ses actions sur le SSE, une société cotée ne doit pas émettre d'actions à droit de vote spécial à l'intérieur et à l'extérieur de la Chine continentale ni augmenter le pourcentage de droits de vote spéciaux (sauf dans le cadre d'une attribution proportionnelle d'actions ou de la capitalisation d'une réserve de capital (par exemple, l'émission de dividendes spéciaux ou le fractionnement d'actions) par le biais d'émissions de droits proportionnelles à la structure des actions détenues précédemment.

Le succès de ces structures demeure, pour le moment, très limité.

Safeguarding Measures	Shanghai	Hong Kong	Singapore
<i>RESTRICTION TO PARTICULAR INDUSTRIES</i>	Yes	Yes	No
<i>(ENTRY REQUIREMENTS)</i>			
<b>MINIMUM MARKET CAPITALIZATION</b>	RMB¥10 billion	HK\$10 billion	S\$300 million
<i>(ENTRY REQUIREMENTS)</i>	(circa GBPE1.05 billion)	(circa GBPE0.97 billion)	(circa GBPE159 million)
<i>ENHANCED DISCLOSURE</i>	Yes, plus supervisory board opinion	Yes	Yes
<i>(DISCLOSURE REQUIREMENTS)</i>			
<i>UNIQUE STOCK CODE</i>	No	Yes	Yes
<i>(DISCLOSURE REQUIREMENTS)</i>			
<i>EVENT-BASED SUNSETS</i>	Yes	Yes	Yes
<i>(RESTRICTION ON SPECIAL VOTING SHARES)</i>			
<i>MAXIMUM VOTING DIFFERENTIALS</i>	10:1	10:1	10:1
<i>(RESTRICTION ON SPECIAL VOTING SHARES)</i>			
<i>TEMPORARY CONVERSION ON CERTAIN CORPORATE DECISIONS</i>	Yes	Yes	Yes
<i>(RESTRICTION ON SPECIAL VOTING SHARES)</i>			
<i>MINIMUM EQUITY THRESHOLD FOR SPECIAL VOTING SHAREHOLDERS</i>	10%	10%, but only at the time of initial listing	No
<i>(OTHER PROTECTIONS)</i>			
<i>MINIMUM VOTING RIGHTS FOR INFERIOR VOTING SHAREHOLDERS</i>	Yes	Yes	Yes



### 5.3 - Japon

Le Japon est, lui aussi, historiquement attaché au principe de proportionnalité. Mais le droit des sociétés a été révisé en 2005 pour autoriser les sociétés par actions japonaises à émettre des classes d'actions différentes. En conséquence, les règles du Tokyo Stock Exchange (TSE) ont été amendées en 2008, pour autoriser l'usage de certaines DCS en cas d'IPOs. En 2014, Cyberdyne fut la première société japonaise cotée utilisant une DCS à DVM (un à dix). À la suite de cette opération, les règles du TSE ont été révisées en 2014 afin d'encadrer les DCS (justification de leur nécessité ; introduction de *sunset clauses*).



## CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

1) Le **débat doctrinal** sur le sujet est nourri et parfois virulent entre partisans<sup>14</sup> et adversaires<sup>15</sup> des MCS. Comme on l’a résumé, l’opposition repose sur le conflit entre deux considérations d’égale importance : « *d’une part, la nécessité de protéger la liberté des fondateurs et des dirigeants d’entreprise de mettre en œuvre leur vision entrepreneuriale de long terme, sans être gênés par les exigences déstabilisantes de profit à court terme des fonds spéculatifs et autres investisseurs agressifs ; d’autre part, la nécessité de protéger les investisseurs minoritaires extérieurs (c’est-à-dire non contrôlants) contre la destruction de leur patrimoine par des contrôleurs d’entreprise irresponsables et inamovibles.* »<sup>16</sup>. Elle naît, autrement dit, d’un désaccord sur les avantages et coûts comparés de ces structures de vote.

Les **vertus** habituellement prêtées aux MCS sont les suivantes :

- Les MCS, en tant qu’instrument de conservation du pouvoir préexistant, encouragent les entreprises contrôlées par des entrepreneurs à accéder aux marchés publics des capitaux et offrent ainsi aux investisseurs la possibilité d’acheter des actions dans des entreprises qui, autrement, ne leur auraient peut-être pas été accessibles. Les petites entreprises de croissance pourraient ainsi rester privées, ce qui limiterait leurs perspectives de croissance et priverait un public plus large de la possibilité de participer à la création de leur richesse<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Stephen M. Bainbridge, *What To Do About Dual Class Stock (If Anything)?* Stephen Bainbridge’s Journal of Law, Politics, and Culture, November 15, 2015 ; K. Rydqvist, «Dual-Class Shares: A Review» (1992) 8 Oxford Review of Economic Policy 45; Dual class share policy, CCGG publication, September 2013.

<sup>15</sup> S. Grossman and O. Hart, «One Share-One Vote and the Market for Corporate Control» (1988) 20 Journal of Financial Economics 175; M. Harris and A. Raviv, «Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules» (1988) 20 Journal of Financial Economics 203; M. Harris and A. Raviv, «The Design of Securities» (1989) 24 Journal of Financial Economics 255. The three articles support the optimality of the one share, one vote rule and argue that multiple classes of shares are not socially optimal. Adde, Anita I. Anand, *Offloading the Burden of Being Public: An Analysis of Multi-Voting Share Structures*, Virginia Law & Business Review, Forthcoming.

<sup>16</sup> Marc T. Moore, *Designing Dual Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach*, OBLB, 16 Jan 2020: “The general policy debate on DCS hangs on the conflict between two equally important considerations. On the one hand, there is the need to protect the freedom of founders and other trusted corporate leaders to implement their long-term entrepreneurial vision, unimpeded by the destabilizing short-term profit demands of hedge funds and other aggressive investors. On the other hand, there is the need to protect outside (ie non-controlling) minority investors from having their wealth destroyed by unaccountable and irremovable corporate controllers.” Adde, Aurelio Gurrea-Martínez, *Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, Accepted: 25 February 2021 ; Erik Lidman, Rolf Skog, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, Law Working Paper N° 580/2021, April 2021.

<sup>17</sup> V. *Flexibility and Proportionality of Corporate Governance Frameworks*. Roundtable Background Note. OECD, 28-29 March 2017, p. 7.



- Les MCS permettent aux actionnaires de contrôle qui détiennent les actions à DVM, aux administrateurs et dirigeants de se concentrer sur le succès et la rentabilité à long terme de la société DCS, et de créer de la valeur en poursuivant leur vision idiosyncrasique.
- Les MCS constituent une défense efficace contre les prises de contrôle hostiles, les protégeant ainsi contre les acquéreurs opportunistes.
- Les MCS sont utiles dans les secteurs où il existe encore des restrictions légales en matière de propriété ou de contrôle national. Plus généralement, elles peuvent participer à un certain patriotisme économique, dans un marché à forte base actionnariale étrangère.
- Notre système économique et juridique est fondé sur le principe de liberté contractuelle. Par conséquent, à condition qu'il y ait une divulgation complète, claire et exacte de tous les aspects importants de la structure de la MCS avant qu'un investisseur n'achète des actions, il n'y a aucune raison de rejeter *a priori* de tels procédés. Le mécanisme ne repose pas sur une obligation juridique, mais ouvre une faculté nouvelle.
- Les techniques de déconnexion entre capital et droit de vote existant déjà en droit positif y compris pour les sociétés cotées, on comprend mal l'exclusion des MCS.
- La bonne et la mauvaise gouvernance se retrouvent dans tous les types de sociétés, qu'elles aient ou non des MCS. Si la question est de savoir comment traiter les conflits d'intérêts potentiels entre une société ainsi organisée et ses actionnaires de contrôle, alors cette question peut être traitée directement en ayant des comités de conseil indépendants et non liés qui contrôlent les transactions plutôt qu'en interdisant les MCS en général.
- Les MCS, si elles sont associées à une participation significative des actionnaires de contrôle, peuvent aligner les intérêts de ces derniers sur ceux des actionnaires minoritaires. Les exemples de *Google* et *Zynga* illustrent le fait que les investisseurs ne reculent pas devant les actions à droit de vote multiple s'ils estiment que cela incite fortement les fondateurs à rester étroitement impliqués dans le développement futur de leurs entreprises à croissance rapide<sup>18</sup>.
- Les MCS participent à l'effort de rééquilibrage entre capital financier et capital humain dans la société<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> *Growth companies, access to capital markets and corporate governance, OECD report to G20 finance ministers and central bank governors, OECD, September 2015, p. 18.*

<sup>19</sup> *V. Flexibility and Proportionality of Corporate Governance Frameworks. Roundtable Background Note. OECD, 28-29 March 2017, p. 7.*



Les principaux **inconvénients** mis en avant tournent autour des idées suivantes :

- Les MCS confèrent un pouvoir de vote aux détenteurs des actions à DVM bien supérieur à leur intérêt économique dans la société, ce qui leur permet d'avoir accès aux capitaux du public (généralement à un coût inférieur à celui des capitaux privés) et de continuer à contrôler la société tout en transférant la majorité du risque financier aux investisseurs extérieurs.
- Les MCS sont de nature à accroître les coûts d'agence entre *insiders* et *outsiders*.
- Les MCS peuvent permettre l'enracinement d'un management peu performant, favoriser le népotisme ou le copinage dans la succession de la gestion et participer à l'irresponsabilité des dirigeants.
- Les MCS ne contribuent pas à l'affirmation du conseil d'administration, étant donné que seuls les détenteurs d'actions à DVM ont la capacité réelle d'élire ou de remplacer le conseil.
- Les MCS accroissent le risque de prélèvements indus sur le patrimoine de la part des actionnaires à DVM et des dirigeants sociaux, par le biais de plans de rémunération déraisonnables ou de transactions personnelles.
- Les MCS peuvent aussi faciliter la diversion de la trésorerie sociale vers des projets personnels défendus par les détenteurs d'actions à DVM, sans rapport avec l'activité principale et la stratégie de la société.
- Le recours aux MCS peut entraver le développement des marchés en cas de protection insuffisante des investisseurs minoritaires.
- La vision idiosyncrasique des fondateurs peut, après un certain temps, devenir obsolète ou ceux-ci se montrer moins enthousiastes ou compétents.

Ces défauts ont notamment conduit un certain nombre d'investisseurs institutionnels à exprimer publiquement leur hostilité de principe aux MCS<sup>20</sup> et exercer une activité de *lobbying* auprès du Congrès, des législateurs étatiques, de la SEC et des marchés pour interdire de telles pratiques, mais sans succès. L'*Investor Stewardship Group* (ISG) lancé en 2017 a ainsi inscrit dans ses Principes la proportionnalité des droits de vote aux intérêts économiques (*Principle 2: "Shareholders should*

---

<sup>20</sup> V. *Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights*, Posted by Blair Nicholas and Brandon Marsh, Bernstein Litowitz Berger & Grossmann LLP, on Wednesday, May 17, 2017 ; *Decreasing Patience for IPOs with Poor Shareholder Rights*, Posted by Robert Kalb, Institutional Shareholder Services, Inc., on Friday, June 2, 2017.



be entitled to voting rights in proportion to their economic interest”)<sup>21</sup>. En 2017, la MCS retenue par *Snap* lors de son IPO a déterminé certains investisseurs institutionnels américains, notamment à travers le *Council of Institutional Investors*, à faire pression sur les gestionnaires d’indices afin qu’ils modifient ces derniers pour limiter la présence des sociétés dotées de MCS. Le résultat s’est fait très vite sentir, puisque le *S&P Dow Jones Indices* (juillet 2017) et le *FTSE Russell* ont agi en ce sens : le *S&P* a exclu toutes les « nouvelles » MCS du *S&P Composite 1500* et de ses dérivés (*S&P 500*, *S&P MidCap 400*, and *S&P SmallCap 600*)<sup>22</sup>. Ces exclusions produisent l’effet mécanique de ne plus rendre obligatoire l’acquisition desdits titres pour les fonds d’investissement passifs. Des réserves ont également été exprimées par les grandes agences en conseil de vote.

2) Des études empiriques se sont efforcées d’examiner l’impact des MCS sur le plan micro-économique, c’est-à-dire au niveau des firmes. Certaines d’entre elles ont mis en évidence une plus faible valorisation associée au recours aux MCS au moment de l’IPO et plusieurs années après<sup>23</sup> ou encore l’existence de risques de prélèvements indus par les fondateurs sur le patrimoine social<sup>24</sup>. Des papiers ont plus récemment établi que si les entreprises utilisant des MCS bénéficiaient d’une prime de valorisation lors de l’IPO, cette prime disparaissait après quelques années<sup>25</sup>. La sous-performance des entreprises dotées de MCS perpétuelles a aussi été relevée<sup>26</sup>. D’autres études ont cependant souligné les aspects positifs des MCS, en termes de pressions de marché à court terme, d’opportunités de croissance et de valorisation, notamment pour les jeunes entreprises<sup>27</sup>.

---

<sup>21</sup> *Promoting Long-Term Value Creation—The Launch of the Investor Stewardship Group (ISG) and ISG’s Framework for U.S. Stewardship and Governance*, Posted by Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, on Wednesday, February 1, 2017.

<sup>22</sup> Bernard S. Sharfman and Vincent Deluard, *Discretionary Decision-Making and the S&P 500 Index*, *The CLS Blue Sky Blog*, March 30, 2021 <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/03/30/discretionary-decision-making-and-the-sp-500-index/>.

<sup>23</sup> Gompers P, Ishii J, Metrick A (2010) *Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States*. *Rev Financ Stud* 23(3):1051–1088 ; Smart S, Thirumalai R, Zutter C (2008) *What’s in a vote? The short and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values*. *J Acc Econ* 45:94–115.

<sup>24</sup> Masulis R, Wang C, Xie F (2009) *Agency problems at dual-class companies*. *J Financ* 64(4):1697–1727.

<sup>25</sup> Cremers M, Lauterbach B, Pajuste A (2018) *The life-cycle of dual class firm valuation*. *European Corporate Governance Institute (ECGI)—Finance Working Paper No 550*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3062895](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895). Accessed 11 Jan 2021 ; *CII Summaries of Key Academic Literature on Multi-Class Structures and Firm Value*, 18.7.2018, <..\Articles-Ouvrages\Matières\ Droit des sociétés\USA\CII Summary of DC Studies 2018.pdf> ; Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, *The untenable case for perpetual dual-class stock*, *Discussion Paper N° 905*, 04/2017, Revised 5/2017.

<sup>26</sup> Jackson R (2018) *Perpetual dual-class stock: the case against Corporate Royalty*, *US Securities and Exchange Commission*. <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>. Accessed 5 June 2019.

<sup>27</sup> Jordan B, Kim S, Liu N (2016) *Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure*, *J Corp Finance* 41:304–328 ; Anderson R, Ottolenghi E, Reeb D (2017) *The dual class premium: a family affair*, *FoxSchool of Business Research Paper N° 17-021* ; Lund D (2019) *Nonvoting shares and efficient corporate governance*, *Stanf Law Rev* 71:690–745 ; Kim H, Michaely R (2019) *Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class voting*, *European Corporate Governance Institute (ECGI)—Finance Working Paper No 590*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3145209](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209). Accessed 11 Jan 2021.



Une revue de cette littérature montre que celle-ci n'est pas conclusive sur le plan normatif<sup>28</sup>. Même s'il semble en ressortir que la valeur des firmes recourant aux MCS décroît avec le temps, ce qui militerait en faveur de « *sunset provisions* » impératives, il a été fait valoir que les études existantes ne suffisaient pas à fonder une telle obligation, pour la raison qu'elles ne prendraient pas suffisamment en compte d'autres vertus des MCS, tel un plus haut niveau d'innovation, de protection contre les pressions financières à court terme ou la promotion de l'industrie locale<sup>29</sup>.

Ces études présenteraient également l'inconvénient de ne pas suffisamment distinguer selon les secteurs d'activités, pour faire ressortir les particularités du secteur tech, et selon les contextes nationaux. Surtout, elles ne permettent pas d'évaluer le nombre de sociétés qui ne seraient pas entrées en bourse sans l'existence des MCS, étant donné l'importance de la préservation du contrôle dans la décision de maintenir le capital fermé<sup>30</sup>.

3) Sur le plan **normatif, trois modèles primaires** existent en matière de MCS :

(i) un modèle **prohibitif**, reposant sur une interdiction pure et simple des MCS (Allemagne, Espagne) ;

(ii) un modèle **permissif**, autorisant les MCS sans restrictions significatives à l'instar des États-Unis, de la Suède ou des Pays-Bas ;

et (iii) un modèle **restrictif**, suivi par Singapour, Hong Kong, la Chine continentale, le Canada, l'Inde ou l'Australie<sup>31</sup>.

Les tenants du modèle prohibitif sont en voie de réduction croissante, depuis la conversion de Singapour, Hong Kong, de la Chine continentale, de l'Inde et demain peut-être de la Grande-Bretagne. Outre la pression concurrentielle internationale à l'œuvre entre places boursières, un certain consensus semble se dégager autour de l'idée que si des appréciations contrastées peuvent être portées sur les bénéfices/coûts comparés des MCS, des solutions existent pour maîtriser les risques de gouvernance associés au mécanisme<sup>32</sup>.

---

<sup>28</sup> Aurelio Gurrea-Martínez, *Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, Accepted: 25 February 2021.

<sup>29</sup> Aurelio Gurrea-Martínez, *art. préc.*

<sup>30</sup> Meluzín T, Zinecker M, Balcerzak A, Pietrzak M (2018) *Why do companies stay private? Determinants for IPO candidates to consider in Poland and the Czech Republic*. *East Eur Econ* 56(6):471–503.

<sup>31</sup> Voir HKEx, « *Concept Paper: Weighted Voting Rights* » (August 2014), p. 40, <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf> [Accessed 13 December 2016] ; Aurelio Gurrea-Martínez, *Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, Accepted: 25 February 2021.

<sup>32</sup> V. not. Min Yan, *The Future of Dual-Class Listings in the UK*, OBLB, 3 Feb 2021 ; Aurelio Gurrea-Martínez, *Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, Accepted: 25 February 2021.



Ces solutions ne sont sans doute pas uniformes. Elles doivent s’inscrire dans le contexte national, en fonction des niveaux généraux de protection assurée aux investisseurs<sup>33</sup>. Dans les pays à forte protection, des exigences informationnelles particulières peuvent suffire, suivant l’inclination américaine (due aussi aux limites constitutionnelles de la compétence des régulateurs boursiers en matière de droit des sociétés). En 2018, un projet de loi a ainsi été introduit au Congrès américain – l’« *Enhancing Multi-Class Share Disclosures Act* ») – afin d’accroître les obligations d’information des émetteurs dotés de MCS, afin notamment de préciser la disparité existant entre le pouvoir de vote et les droits économiques des actionnaires disposant de droits de vote multiple. La revendication du *Council of institutional investors* d’obliger les sociétés dotées de MCS de les assortir de clauses d’extinction automatique après un certain temps, alors que peu de ces sociétés en sont actuellement dotées, n’a pour l’instant pas abouti.

Des pays à protection actionnariale moins forte recourent à des restrictions plus substantielles, qui peuvent reposer sur des barrières à l’entrée, des limitations aux pouvoirs spéciaux des actionnaires à droits de vote multiple ou encore des mesures de sauvegarde des actionnaires ordinaires (voir le tableau en p. 17). Elles doivent être fixées à un niveau qui ne menace pas le succès attendu de l’ouverture au procédé lui-même.

S’il n’existe pas au sein de l’Union européenne d’obstacle juridique ou normatif à l’admission des DCS dans son principe, la question de l’encadrement se posera là aussi inéluctablement. Il conviendra d’y répondre en opportunité. Si on laisse de côté le sujet de l’unilatéralisme ou de la convergence de la démarche au plan européen, la réflexion sur l’encadrement normatif conduira notamment à se pencher sur :

- le domaine d’ouverture aux MCS : quant aux marchés (*SME growth markets* ?) ; quant aux opérations et sociétés (nouvelles IPOs uniquement ?) ;
- aux obligations de transparence y associées ;
- à l’introduction d’une égalité de traitement en cas d’OPA (modèle des « *coattail* » clauses) ou d’autres événements majeurs de la vie sociale ;
- à d’autres mécanismes compensatoires en termes de gouvernance des sociétés, afin de limiter les coûts d’agence ;
- ou au recours aux *sunset clauses* post-IPO.

---

<sup>33</sup> V. en particulier Aurelio Gurrea-Martínez, art. préc.



## ***ANNEXE 3***

*Les droits de vote multiple en Suisse,  
au Canada et aux États-Unis*



# LES DROITS DE VOTE MULTIPLES EN SUISSE, AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS

Cette brève synthèse est fondée sur des informations préliminaires reçues de nos correspondants en Suisse (Homburger), au Canada (Davies, Ward Philips & Vineberg) et aux États-Unis (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz). Elle sera complétée par des rapports individuels détaillés.

## I. Régimes juridiques des actions à droits de vote multiples au Canada, en Suisse et aux États-Unis

### 1.1 - L'exemple du Canada

#### 1.1.1 - Contexte au Canada

- Les sociétés canadiennes peuvent émettre des catégories d'actions donnant accès à des droits de vote multiples (« **ADVM** ») sous réserve des limitations des Autorités locales.
- Quelques statistiques récentes<sup>1</sup> :
  - à la bourse de Toronto, en 2018, soixante-neuf sociétés étaient dotées d'ADVM, soit 4,6% des sociétés qui y sont cotées (contre 6,9% en 2005)<sup>2</sup> ;
  - depuis 2005, seize sociétés se sont converties en sociétés ayant uniquement des actions à droit de vote unique. Dans ces dernières, les actionnaires de contrôle de six d'entre elles ont été dédommagés financièrement pour ce changement ;
  - depuis 2005, seulement 3% des sociétés qui se sont introduites en bourse au Canada étaient dotées d'ADVM ;
  - les ratios des droits de vote se situent dans une fourchette variant entre 4:1<sup>3</sup> et 99:1, avec une forte représentation des sociétés ayant un ratio de 10:1 (29%).

---

<sup>1</sup> *Issues de l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques canadienne, Prise de position en faveur des actions multivotantes, 11<sup>e</sup> prise de position, 2019.*

<sup>2</sup> *Cette baisse est la conséquence, au Canada, de la pression exercée par les agences de conseil en vote, le manque d'enthousiasme des fonds de placement, les avis défavorables des banques d'affaires ou encore la recherche d'enrichissement rapide chez certains entrepreneurs etc.*

<sup>3</sup> *Ce qui signifie qu'il serait nécessaire de détenir 20% du capital de la société avec ADVM pour en détenir le contrôle absolu.*



## 1.1.2 - Cadre juridique des ADVM

- Les sociétés canadiennes dotées d'ADVM ont presque toutes adopté des clauses d'égalité de traitement (« *Coattail provisions* ») afin d'assurer à toutes les catégories d'actionnaires le même prix pour leurs actions, dans l'éventualité où les actionnaires de contrôle décideraient de vendre la société<sup>4</sup>. Ces clauses sont imposées depuis 1987 par la Bourse de Toronto et par certaines autres Autorités locales. L'objectif est également de protéger les actionnaires ayant des droits de vote limités en cas d'offre publique.
- De nombreuses sociétés canadiennes ayant des ADVM ont introduit des clauses appelées « *dilution sunset provisions* » qui prévoient la conversion des ADVM en actions ordinaires lorsque la participation au capital détenue par l'actionnaire de contrôle tombe en deçà d'un certain seuil. Il en existe un certain nombre chez les sociétés canadiennes ;
- Une réflexion importante est en cours au Canada au sujet des clauses appelées « *time-based sunset provisions* » dans le sillage de la démarche menée par le Council of Institutional Investors aux États-Unis. Ces clauses visent à imposer la conversion des ADVM en actions ordinaires à l'échéance d'une durée préétablie. Cette proposition est très critiquée au Canada.

## 1.2 - L'exemple de la Suisse

### 1.2.1 - Contexte en Suisse

- Les sociétés suisses peuvent émettre des catégories d'actions donnant accès à des droits de vote privilégiés (les « *ADVP* »). Ce type de structure est fréquent en Suisse lorsqu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires ne veulent pas céder le contrôle de leur société (par exemple, les fondateurs de *start-up* ou les sociétés familiales).
- D'importantes sociétés y ont recours à l'instar de grandes sociétés telles que :
  - *Roche* (279Md € de capitalisation boursière) ; ou
  - *Lindt & Sprüngli* (23Md € de capitalisation boursière).
- Une illustration intéressante : la lutte pour la reprise du chimiste suisse, *Sika*, par *Saint-Gobain*<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Cela permet d'éliminer une source importante de gain pour l'actionnaire de contrôle disposant d'ADVM en cas de cession.

<sup>5</sup> Le sujet central était les ADVM et la question de savoir si Saint-Gobain aurait droit à la totalité des droits de vote que conféraient ces actions. En effet, la famille qui détenait 16% du capital et 53% des droits de vote avait tenté de vendre sa participation à Saint-Gobain. Face aux résistances du management du groupe Suisse qui craignait de se voir dicter sa politique par un concurrent, un accord a été conclu entre Sika et Saint-Gobain : Sika reprenant près de 7% de son capital et Saint-Gobain faisant l'acquisition d'environ 10%. Depuis, Sika a mis fin aux ADVM.



## 1.2.2 - Cadre juridique des ADVP

- Le cadre juridique suisse est singulier : la loi suisse dispose que chaque action donne droit à une voix et qu'il n'est pas possible pour des actions de même valeur nominale de conférer des droits de vote différents. La loi suisse permet en revanche d'émettre des actions de valeurs nominales différentes. Par exemple, si la valeur nominale d'une action ordinaire est de dix euros, il est permis de prévoir une classe d'action privilégiée dont la valeur nominale serait de un euro. Ce faisant, dix euros investis dans la société pourront donner droit à une action ordinaire (et donc à une voix), ou à dix actions appelées « *à droit de vote privilégié* » (et donc à dix voix). Ces dix dernières actions sont chacune privilégiées car elles ont autant de poids qu'une action ordinaire dont la valeur nominale leur est pourtant dix fois supérieure.

- Les ADVP sont soumises à trois conditions impératives de validité :

- elles doivent être émises sous la forme d'actions nominatives ; l'objectif est de garantir une certaine transparence de l'actionnariat à droits de vote multiples ;

- elles doivent être entièrement libérées ;

- la valeur nominale des actions ordinaires ne peut pas être dix fois supérieure à celle des ADVP<sup>6</sup> ; l'objectif est de limiter l'effet de levier des ADVP.

- L'émission d'ADVP donne à ses détenteurs plus de pouvoir s'agissant de l'élection du conseil d'administration et indirectement de la gestion. En revanche, il existe plusieurs limitations :

- s'agissant de certains droits de contrôle des autres actionnaires, les droits de vote ordinaires et multiples ne sont pris en compte qu'en proportion de leur valeur nominale. Il s'agit notamment de la nomination d'auditeurs, d'experts dont l'objet est d'examiner la gestion de la société, ou les résolutions relatives à l'ouverture d'une enquête ou l'introduction d'une action en responsabilité des administrateurs et des dirigeants ;

- la loi exige pour les décisions importantes la majorité des deux tiers des voix et la majorité absolue du capital, ce qui empêche les détenteurs d'ADVP d'imposer leur décision sur la seule base de leur poids de vote ;

- les sociétés sont libres d'introduire dans leurs statuts des limitations au pouvoir de vote des ADVP ;

---

<sup>6</sup> Ainsi, si une action ordinaire à dix euros de valeur nominale, une ADVP ne pourra avoir une valeur nominale inférieure un euro. Comme chaque action donne droit à une voix, cela signifie que pour dix euros investis dans la société, l'action ordinaire aura un droit de vote et les ADVP dix droits de vote.



- les actions ordinaires et les ADVP constituent chacune une catégorie d'actions et les actionnaires de chaque catégorie d'actions ont le droit d'élire au moins un représentant au conseil d'administration. La loi n'exige toutefois pas un vote séparé de chaque catégorie d'actions, de sorte que cette disposition n'est pas très efficace en pratique.

- Les ADVP sont attachées aux actions et non à leurs titulaires et il n'existe pas de durée légale de détention d'ADVP (les statuts peuvent néanmoins en fixer).

## 1.3 - L'exemple des États-Unis

### 1.3.1 - Contexte aux États-Unis

- Aux États-Unis, un nombre important de sociétés offrent des ADVM à certains de leurs actionnaires :

- on relève notamment des entreprises américaines très importantes à l'instar de *Facebook*, *Google*, *Berkshire Hathaway*, *Ford*, *New York Times*, *Comcast*, *DISH* ou *AMC Holdings* ;

- le principal secteur concerné est celui des entreprises technologiques : les actionnaires fondateurs qui recherchent des capitaux extérieurs souhaitent souvent conserver le contrôle de l'entreprise qu'ils ont créée et de son conseil d'administration (près de 50 % des cotations d'entreprises technologiques récentes ont des ADVM). Les entreprises familiales optent également souvent pour des ADVM (ex : *Ford Motor Co.* et *The New York Times Co.*) ;

- en 2020, 15% des sociétés qui se sont introduites aux États-Unis ont prévu de recourir aux ADVM (contre 19% en 2019 et 11% en 2018) ;

- en 2015, près de 75% des sociétés contrôlées possédaient des ADVM<sup>7</sup>.

- Parmi les sociétés dotées d'ADVM, les ratios des droits de vote se situent, en moyenne, dans une fourchette variant entre 10:1 et 40:1, avec une forte représentation des sociétés ayant un ratio de 10:1 (par exemple pour *Zoom Video Communications*, les actions de classe A détiennent une voix et celles de classe B dix voix et pour *Domo*, les actions de classe A détiennent quarante voix et celles de classe B une voix).

---

<sup>7</sup> IRRCI, 2015.



### 1.3.2 - Cadre juridique des ADVM

- Le régime juridique des ADVM dépend du droit applicable dans chaque État. La plupart des États américains, y compris le Delaware, autorisent les ADVM. Ces structures sont prévues dans les statuts de l'entreprise et sont généralement mises en place avant ou à l'occasion d'un premier appel public à l'épargne. Elles sont souvent assorties de dispositions d'extinction.
- Dans la plupart des États américains, les sociétés sont libres de déterminer les règles de conversion des ADVM en actions ordinaires (clauses de *sunset* etc.). Certaines sociétés ont introduit :
  - des *dilution sunset provisions* qui prévoient la conversion des ADVM en actions ordinaires lorsque la participation au capital détenue par l'actionnaire de contrôle tombe en deçà d'un certain seuil ;
  - des *time-based sunset provisions* qui imposent la conversion des ADVM en actions ordinaires à l'échéance d'une durée préétablie. Cette proposition est très critiquée au Canada.
- S'agissant des entreprises cotées sur le NYSE et sur le NASDAQ, elles peuvent avoir une catégorie d'ADVM si cette dernière préexistait à son introduction en bourse. Le NYSE et le NASDAQ ont refusé d'interdire les sociétés dotées d'ADVM malgré les demandes formulées en ce sens.
- Le S&P500 a adopté une règle qui exclut les nouvelles structures à ADVM de l'indice. Toutefois, les structures déjà inscrites bénéficient en revanche d'un droit acquis.

## II. Critiques des actions à droits de vote multiples en Suisse, au Canada et États-Unis

### 2.1 - Critiques en faveur des ADVM

- Elles permettent aux dirigeants fondateurs d'entreprises d'ignorer les pressions des marchés financiers, ce qui évite parfois une réduction des dépenses de R&D et de reporter les opérations de restructuration ; cela leur permet également de maintenir au pouvoir les fondateurs visionnaires ou des actionnaires de référence qui garantissent une certaine stabilité et fidélité à une ligne stratégique donnée.
- Elles permettent aux entreprises de se protéger des investisseurs activistes ou court-termistes, *a fortiori* à une période où l'on assiste au déclin des autres mécanismes de protection dont disposent les organes de gouvernance (*poison pills* etc.). La société civile dans son ensemble ne peut permettre que les entreprises domiciliées sur son territoire soient entièrement asservies aux marchés financiers internationaux.



- Elles permettent, dans les entreprises familiales, à l'héritier d'assurer la conduite opérationnelle sans disposer d'une part plus importante que celle qui lui revient.
- Elles permettent également aux actionnaires d'élargir leur financement en ouvrant leur capital au public tout en en gardant le contrôle.
- Une interdiction des ADVM aurait des effets négatifs à une période où il y a :
  - . un impératif croissant pour les entreprises établies de transformer leurs modèles d'affaires ;
  - . une nécessité de favoriser l'innovation et la création de valeur actionnariale (par exemple, la transformation de *Pepsi* - initialement fournisseur de boissons sucrées - vers des snacks sains aurait été entravée si les fonds spéculatifs avaient réussi dans leurs demandes) ;
  - . une nécessité d'éviter que les entreprises technologiques ne s'introduisent pas en bourse ou décident de sortir de la cotation.
- Des études démontrent que les entreprises qui ont des opportunités de croissance et qui ont besoin d'un financement par actions ont souvent recours aux ADVM et affichent des rendements à long terme plus élevés pour leurs actionnaires. L'analyse récente de *MSCI* (entreprise de services financiers) précise ainsi que les ADVM ont surperformé le marché sur la période 2007-2017.
- *Alphabet*, *Under Armour*, *Blue Apron* et *Snapchat* ont créé des classes d'actions ordinaires sans aucun droit de vote et il a été constaté que les investisseurs continuent de réclamer ce type d'actions, ce qui suggérerait un sens économique certain aux ADVM.
- Les bourses de Hong Kong et de Singapour, qui avaient initialement interdit la cotation des ADVM, ont fait le chemin inverse, en les ré-autorisant...

## 2.2 - Critiques contre les ADVM

- Les ADVM violeraient les principes de la démocratie actionnariale, en particulier le concept une action = une voix.
- L'imperméabilité des conseils d'administration aux souhaits des actionnaires.
- Des études affirment que les entreprises qui ont des ADVM auraient des rendements boursiers inférieurs par rapport aux autres, des prix de négociation également inférieurs à leurs fondamentaux, ainsi qu'une augmentation de la rémunération de leurs dirigeants et une proportion plus importante à réaliser des acquisitions destructrices de valeur (contesté).



- Les fonds indiciels qui sont des investisseurs importants et en croissance doivent refléter dans leurs placements la composition et la valeur des titres des indices boursiers s'opposent aux ADVM. Ils ne peuvent donc se contenter de manifester leurs insatisfactions en vendant des actions mais doivent exercer leur influence sur la direction des sociétés par l'exercice de leur droit de vote. Ils sont ainsi farouchement opposés aux ADVM et font du lobbying auprès des fournisseurs d'indices pour exclure toutes les nouvelles sociétés ayant des ADVM.

- les ADVM seraient également dangereuses pour les entreprises familiales :

. lorsque la 3<sup>e</sup> génération hérite d'ADVM, elle n'est pas toujours apte à assumer la gestion de l'entreprise ;

. lorsque la famille fondatrice cède le pouvoir à un tiers, ce dernier n'est pas toujours le bienvenu dans la société et la légitimité du nouvel entrant exerçant le pouvoir malgré sa participation réduite au capital peut désorganiser la société.

### **2.3 - Propositions publiques intéressantes**

- Au Canada et aux États-Unis, différentes études ont été réalisées et des recommandations ont été formulées par divers organismes en faveur d'un encadrement des ADVM, par exemple en plafonnant l'écart de droit de vote entre les actions ordinaires et les ADVM ou en limitant la durée de vie des ADVM.



## ***ANNEXE 4***

*Loyalty voting and high/low voting schemes under Dutch law*



## 1 - INTRODUCTION

*Les éléments considérés sont fournis à titre d'information sans que les lecteurs et les tiers puissent s'en prévaloir ou les invoquer*

1.1.1 - Dutch law allows for both loyalty voting schemes and high/low voting schemes. Such schemes may serve to promote and reward long-term share ownership, and also to safeguard the control of long-term shareholders, also in the context of future expansion through the issue of new shares.

1.1.2 - Dutch law does not provide for an explicit statutory basis for loyalty voting. Precedents of loyalty voting schemes at Dutch companies are limited. Currently five listed companies have implemented a loyalty-voting scheme.

1.1.3 - High/low voting schemes, on the other hand, do have an explicit statutory basis in Dutch law, but precedents for listed companies are also limited. Currently Prosus N.V. and Yandex N.V. have implemented such a structure. Until its delisting, also Altice Europe N.V. operated a high/low voting scheme. Yandex has a ten – one voting structure, whilst Prosus has a one thousand – one structure.<sup>1</sup> At Altice Europe N.V. the ratio was twenty five -one. High-voting shares typically have the same economic rights as ordinary shares.

1.1.4 - Shareholder associations in the Netherlands have criticised the use of loyalty schemes and high/low voting schemes, as this would in their view provide large shareholders with an advantage at the expense of minority shareholders. In 2020, for the first time a loyalty scheme was tested in court in the Mediaset case (see below). Currently, the Dutch Minister of Justice is considering whether a statutory basis for loyalty voting schemes will need to be implemented in Dutch corporate law (which may reduce the flexibility when developing such scheme).

1.1.5 - Dutch law also provides for great flexibility regarding governance and shareholder rights within a listed company. This allows for the concentration of control in the hands of a large shareholder, e.g. through voting rights mechanisms.

1.1.6 - The chart attached as **Annex A** sets forth an overview of measures that can be implemented through voting rights, and sections 2 and 3 describe in more details loyalty voting schemes and high/low voting schemes. In designing any of such measures, the principle of equal treatment of shareholders must be taken into account, as well as stakeholders' interests and market acceptability.

---

<sup>1</sup> The ~73% majority shareholder of Prosus N.V., Naspers, holds unlisted shares at 1 with the right to 1 vote, which shares automatically convert into high voting shares with 1000 votes each upon Naspers no longer holding 50% or more of the voting rights in Prosus.



## 2 - LOYALTY VOTING SCHEME

2.1.1 - Dutch corporate law allows for loyalty voting schemes. Although there is no explicit statutory basis for loyalty voting schemes, it is generally accepted in Dutch legal literature and, among others, based on case law of the Dutch Supreme Court in relation to loyalty dividend schemes, that a Dutch NV can establish a loyalty voting scheme for its shareholders, provided that this does not violate the statutory principle of equal treatment of shareholders,<sup>2</sup> and, in so far as not already covered by the equal treatment-principle, that the general standards of reasonableness and fairness under Dutch corporate law are observed.<sup>3</sup>

2.1.2 - Five Dutch listed companies today have a loyalty voting scheme: Stellantis N.V. (one extra vote), Exor N.V. (up to nine extra votes after ten years), CNH Industrial N.V. (one extra vote), Ferrari N.V. (one extra vote) and Davide Campari-Milano N.V. (up to nine extra votes after ten years, with a limited possibility to convert the nine extra votes into nineteen extra votes). Several other companies are contemplating the introduction of such scheme.

2.1.3 - In the absence of statutory regulation and guidance from the Dutch Supreme Court, there are no default rules to establish the validity of (elements of) loyalty voting schemes. However, as a general rule, the granting of loyalty voting shares to shareholders of a Dutch NV does not violate the statutory principle of equal treatment if either (i) a reasonable and objective justification for such unequal treatment of shareholders exists, or (ii) shareholders are not in the same position and, hence, there is no unequal treatment.

2.1.4 - In 2020, in the first legal challenge of a loyalty voting scheme in the Netherlands, the *Mediaset case*<sup>4</sup>, the Amsterdam Court of Appeal in summary proceedings granted preliminary relief prohibiting a legal merger ruling that the specific loyalty voting scheme envisaged in that case prima facie lacked a reasonable and objective justification for the unequal treatment of shareholders. The court assessed in particular whether:

- (a) an objective justification existed for the unequal treatment,
- (b) the scheme was suitable to achieve its objectives,
- (c) the scheme was necessary to achieve its objectives, and
- (d) the unequal treatment was proportionate in relation to its objectives.

---

<sup>2</sup> Art. 2:92(2) Dutch Civil Code.

<sup>3</sup> Art. 2:8 Dutch Civil Code.

<sup>4</sup> Amsterdam Court of Appeal 1 September 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379.



2.1.5 - The Court of Appeal considered that companies enjoy a certain margin of appreciation in the design of loyalty voting schemes, and that fostering the development and continued involvement of long-term shareholders in a manner that reinforces the company's stability in itself is a legitimate objective for a loyalty voting scheme. However, in light of the circumstances of that particular case, the court was not convinced that the loyalty voting scheme was either necessary or proportionate, also considering the foreseeable consequences of the scheme on the overall governance of the company, including the limited influence of minority shareholders on the composition of its board of directors. Whereas this case needs to be seen in light of its particular circumstances,<sup>5</sup> the court's assessment can be taken as a basis for establishing the validity of loyalty voting schemes under Dutch law.

### 3 - HIGH/LOW VOTING SCHEME

3.1.1 - High/low voting schemes have an explicit statutory basis in Dutch law and such the validity thereof is not subject to debate. In a high/low voting scheme, ordinary (low voting) shares may be converted into a same number of high voting shares, and vice versa. While the economic rights of the high voting scheme do not differ, these shares entitle the holder thereof to cast multiple votes per share. As set out above, the available precedents provide for ten, twenty five and even one thousand votes per high voting share. See **Annex B** for a brief description of the Altice Europe precedent.

3.1.2 - The possibility to convert low-voting shares into high-voting shares is typically limited and for example offered in connection with an upcoming transaction that the company is a party to. On the other hand, high-voting shares are typically freely convertible into low-voting shares. To stimulate (short-term) shareholders to opt for low-voting shares, it can be decided to only list the low-voting shares on a stock exchange and to limit or exclude the transferability of the high-voting shares. As the low voting shares are liquid, whilst the high-voting shares are not, the low-voting shares should be more attractive to short-term investors.

---

<sup>5</sup> The Mediaset-case concerned the intended cross-border legal merger of Italian listed company Mediaset S.p.A. with its listed Spanish subsidiary Mediaset España Comunicación S.A., into a newly incorporated Dutch newco. As a consequence, and as claimed by minority shareholder Vivendi as the sole purpose of the transaction, 35% shareholder Fininvest of Mediaset S.p.A. would shortly after the merger obtain almost 50% of the votes in the General Meeting of Dutch newco. This was achieved through a loyalty voting scheme that would grant long-term shareholders in several stages up to in total nine additional votes per ordinary share; the scheme contained certain limitations for minority shareholder Vivendi. An important aspect of the case was that, through specific provisions of the articles of association of the Dutch newco, Fininvest would effectively control the composition of its board of directors, which would ab initio consist for more than 75% of directors (in)directly nominated by Fininvest.



## ANNEX A

### OVERVIEW OF CONTROL ENHANCING MEASURES

TOPIC	DESCRIPTION	ALTERNATIVES	COMMENTS & PRECEDENTS
<b>CONTROL ENHANCING MEASURES AT SHAREHOLDER LEVEL</b>			
<b>DUAL CLASS SHARES HIGH - LOW VOTING</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Shareholders of the NV receive two classes of shares upon listing: A and B shares</li> <li>A and B shares have the same economic rights, but B shares carry multiple voting rights</li> <li>B shares can be freely exchanged into A shares, but not the other way round</li> <li>A shares are liquid shares and included in main index while B shares are either (i) non-listed, or (ii) also listed but will become presumably less liquid over time further to the irrevocable conversion of certain B shares into A shares</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Voting rights:</b> number of voting rights attached to B shares (determines effect of high-low voting structures)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Altice NV</li> <li><b>Not common for Dutch listed NVs</b></li> </ul>
<b>HIGH-LOW VOTING PROTECTION STRUCTURE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Unlisted shares that have same voting rights as listed ordinary shares, held by majority shareholder and that automatically convert into high-voting shares upon a pre-determined event.</li> <li>In case of Prosus N.V., its ~73% majority shareholder Naspers holds unlisted shares a1 with the right to 1 vote, that automatically convert into high voting shares with 1000 votes each upon Naspers no longer holding 50% or more of the voting rights in Prosus</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Prosus NV</li> <li><b>Not common for Dutch listed NVs</b></li> </ul>
<b>LOYALTY SHARES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Long-term ('loyal') shareholders can earn loyalty shares with extra voting and/or dividend rights</li> <li>Registered in special loyalty share register</li> <li>Raises threshold for short term unsolicited bidders and activist to obtain control at the general meeting</li> <li>Loyalty scheme is to be implemented upon listing</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Koninklijke DSM NV (2007 - not implemented), Stellantis NV, Ferrari N.V., Exor N.V., Campari and CNH Industrial NV</li> <li><b>Not common for Dutch listed NVs</b></li> </ul>



TOPIC	DESCRIPTION	ALTERNATIVES	COMMENTS & PRECEDENTS
SPECIAL VOTING RIGHTS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Certain shareholders (or one shareholder) receive special voting shares (also called priority shares in some cases), allowing them to increase their voting control (typically special voting shares have limited economic rights)</li> <li>• Shares to be issued prior to listing</li> <li>• At listing, other shareholders only receive ordinary shares in NV</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b><u>Voting rights attached to special voting shares:</u></b> Number of special voting rights to be granted for each ordinary shares may vary               <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b><u>Special governance rights attached to special voting shares:</u></b> Certain resolutions of the board and/or general meeting could be made subject to the approval of the meeting of holders of special voting shares</li> <li>• <b><u>Issuance of additional special voting shares:</u></b> Holders of special voting shares could be granted a call option to acquire further special voting shares, to avoid dilution in follow-on offerings</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cnova NV</li> <li>• Aalberts NV, Arcadis NV, AkzoNobel NV</li> <li>• <b>Not common for Dutch listed NVs</b></li> </ul>



## **ANNEX B**

### **HIGH/LOW VOTING AND GOVERNANCE**

#### **AT ALTICE EUROPS N.V.**

### **Transaction**

- Altice S.A., a Luxembourg domiciled, but originally French, cable and telecom operator has expanded rapidly over the last years through various acquisitions.
- Chairman of the board and majority shareholder (58.5%) is Patrick Drahi.
- Listed at Euronext Amsterdam.
- On 26 June 2015 Altice announced a restructuring to a Dutch holding company (Altice N.V.) including a dual-class share structure and revised governance.
- On 6 August 2015, the reorganization was approved by shareholders with > 90%.
- On 10 August 2015, the cross border merger was completed.
- Pursuant to the merger, shareholders received for each Altice SA share:
  - . three common shares A with one vote each, and
  - . one common share B with twenty five votes,
  - . both share classes have equal economic rights, and both types of shares are listed.

### **Governance and Control**

- Shareholders may swap /convert B shares for A shares (more liquid).
- Full swap would result in Drahi increasing voting power from 58,5% to 92% (but currently stands at 65%).
- Only two out of eight board members are independent.
- Drahi serves as Executive President and Drahi family holding serves as Vice-President.
- Increased voting rights Executive President: may cast a number of votes equal to all other board members.



- Binding nomination for appointment board members only by entity controlled by Drahi (revolving).
- Increased voting threshold for dismissal of board members if not proposed by Drahi.
- Voting agreement with group of shareholders (~5%) that they must vote in favour of all proposals by Drahi for a period of thirty years.