

Réponses à la consultation du ministère de l'Économie sur les actions à droits de vote multiples dans les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché de croissance ou un marché réglementé



Olivier Gossner¹ | Paul Oudin²

24 mars 2023

¹ Directeur de recherches au CNRS, CREST et Professeur d'économie à l'École polytechnique.

² Membre du Conseil Scientifique de Droit & Croissance, Doctorant en droit à l'Université d'Oxford et Avocat chez Vermeille & Co.

Le projet de directive de la Commission européenne sur les droits de vote multiples³ prévoit d'exiger des États membres qu'ils autorisent, dans leurs droits internes, l'émission de droits de vote multiples par les sociétés cotées sur certains marchés, dans l'objectif principal de renforcer l'attractivité des marchés financiers européens pour les fondateurs tout en évitant le caractère potentiellement destructeur de valeur des droits de vote multiples. La poursuite de cet objectif est dans la droite ligne des initiatives récemment entreprises en France par le gouvernement pour encourager le financement « *late stage* » des startups, jugé insuffisant pour permettre l'émergence de grandes sociétés du secteur des nouvelles technologies en France⁴. Or, ce financement dépend pour grande partie de l'accès de ces sociétés aux marchés financiers, lequel est à la fois une source de financement en soi et une solution de liquidité encourageant les fonds de capital-investissement *late stage* à investir dans ces sociétés en premier lieu.

La présente note fournit quelques éléments de réflexion destinés à nourrir les travaux l'ordonnance de transposition du projet de directive et réfère le lecteur à une liste non-exhaustive d'études académiques de référence sur le sujet des droits de vote multiples.

Nous exposons le cadre théorique dans lequel ce travail s'inscrit (1) avant de répondre à chacune des questions posées par la consultation (2).

* * *

³ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME (7 décembre 2022) COM (2022) 761 final.

⁴ Voir en particulier le « plan Tibi », dont l'objectif est de favoriser le financement *late stage* des startups du secteur des nouvelles technologies : Direction Générale du Trésor, *Financer la IVème révolution industrielle*, 30 novembre 2022, <<https://www.tresor.economie.gouv.fr/banque-assurance-finance/financer-la-iveme-revolution-industrielle>> consulté le 23 mars 2023.

1. — Cadre théorique

La raison pour laquelle, comme le soutient la Commission européenne dans son projet de directive, l'octroi de droits de vote multiples peut inciter l'actionnaire d'une société à en accepter l'introduction en bourse tient avant tout à ce que cet actionnaire tire un **bénéfice personnel du contrôle de la société**. Cet actionnaire, typiquement fondateur d'une société du secteur des nouvelles technologies en forte croissance, dont la vision et le travail ont permis à la société d'évoluer et de prospérer, peut vouloir refuser une introduction en bourse sans droit de vote multiple qui serait créatrice de valeur pour la société, dans le cas où le bénéfice financier qu'il tire de cette création de valeur ne le compense pas suffisamment pour la perte du bénéfice personnel qu'il tire du contrôle de cette société.

Si donc l'attribution de droits de vote multiples au moment de l'introduction en bourse **peut être moins créatrice de valeur** qu'une introduction en bourse sans droit de vote multiple, du fait du coût en termes de gouvernance représenté par la présence au capital d'un actionnaire dont les droits de vote sont disproportionnés aux intérêts financiers, il s'agit parfois d'un moindre mal en ce qu'elle permet d'inciter l'actionnaire fondateur à accepter l'introduction en bourse en premier lieu⁵.

Une introduction en bourse avec droits de vote multiples **peut même être plus créatrice de valeur** qu'une introduction en bourse sans droit de vote multiple lorsque le dirigeant-actionnaire est mieux à même de prendre les décisions sociales qui s'imposent que les investisseurs. Ces investisseurs peuvent par exemple ne pas avoir la compétence ni la vision requises pour prendre les décisions adéquates pour le compte de la société⁶. Il

⁵ Nous présumons ici, comme le fait la Commission européenne, qu'une augmentation du nombre d'introductions en bourse est souhaitable en soi. Cette hypothèse est raisonnable dans la mesure où le recours aux marchés financiers a de nombreux bénéfices pour une société (en termes de notoriété et d'accès au financement) et pour ses investisseurs (qui bénéficient d'une solution de liquidité et de diversification de leurs investissements), ce qui par contrecoup diminue le coût du capital de la société (sur ce sujet, voir par exemple Mark J. Roe et Charles C. Y. Wang, 'Are Public Firms Disappearing? Corporate Law et Market Power Analyses' (2023) SSRN Electronic Journal, 5). En tout état de cause, que des droits de vote multiples soient ou non émis, l'on peut s'attendre à ce que les investisseurs rationnels et chevronnés que sont les fonds de capital-investissement qui accompagnent généralement les fondateurs avant l'introduction en bourse refuseront cette introduction à moins qu'elle se fasse à un prix suffisant pour dégager une plus-value importante par rapport à leur valeur pré-IPO. En d'autres termes, il n'y a aucune raison de présumer que la possibilité d'octroyer des droits de vote multiples conduira à une multiplication d'introductions en bourse destructrices de valeur par rapport au *statu quo* (le maintien de la société hors de la cote). Sur ce sujet, voir Ronald J. Gilson, 'Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes' (1987) 73 Virginia law review 807.

⁶ Zohar Goshen et Richard Squire, 'Principal Costs: A New Theory for Corporate Law et Governance' (2017) 117 Columbia law review 767; Zohar Goshen et Assaf Hamdani, 'Corporate Control et Idiosyncratic Vision' (2016) 125 The Yale law journal 588.

est également possible qu'ils soient excessivement court-termistes comparé au fondateur (un argument souvent avancé mais dont la pertinence est âprement débattue⁷) ou tout simplement mal informés sur les décisions à prendre, du fait en particulier d'une connaissance encore limitée des particularités de la société et de son activité par le marché en l'absence de *track record* suffisant. L'attribution de droits de vote multiples peut alors permettre aux actionnaires de se « protéger contre eux-mêmes » en permettant au dirigeant d'adopter efficacement les décisions qui s'imposent, plutôt qu'être exposé à l'aléa inhérent aux assemblées générales. Intuitivement, ce type de scénario est particulièrement susceptible de se présenter en présence de sociétés en croissance du secteur des nouvelles technologies, dont l'avenir dépend crucialement de la vision et du travail du fondateur.

Dans ce contexte, l'**objectif du droit** doit être, d'une part, de maximiser les incitations des fondateurs à accepter l'introduction en bourse de leur société ainsi que les bénéfices (éventuels) tirés de l'attribution de droits de vote multiples et, d'autre part, de minimiser le coût que les droits de vote multiples sont susceptibles de générer immédiatement ou à terme pour la société, en particulier en termes de gouvernance et de discipline de marché⁸. Un raisonnement équivalent peut être suivi à l'égard des attributions de droits de vote multiples post-introduction en bourse, sous réserve que seuls les actionnaires non bénéficiaires de ces droits de vote participent à la décision de les octroyer (sur ce point, voir notre réponse à la question 2).

Il existe une littérature académique prolifique sur la question des droits de vote multiples. Nous ne citons ici que quelques études de référence qui nous paraissent particulièrement éclairantes. Cette littérature n'a toutefois jamais démontré clairement ni que les droits de vote multiples sont créateurs ou destructeurs de valeur par principe, ni que l'adoption de règles d'ordre public en limitant la portée et les excès potentiels est elle-même désirable⁹, à quelques exceptions-près évoquées dans nos réponses (voir en particulier nos réponses à la question 8).

⁷ Bradford D. Jordan, Soohyung Kim et Mark H. Liu, 'Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, et Dual-Class Share Structure' (2016) 41 *Journal of corporate finance* (Amsterdam, Netherlands) 304; *contra*, Onur Arugaslan, Douglas O. Cook et Robert Kieschnick, 'On the Decision to Go Public with Dual Class Stock' (2010) 16 *Journal of Corporate Finance* (Amsterdam, Netherlands) 170.

⁸ Voir par exemple Daniel R. Fischel, 'Organized Exchanges et the Regulation of Dual Class Common Stock' (1987) 54 *The University of Chicago law review* 119.

⁹ Sur l'ambiguïté des résultats de la recherche théorique et empirique sur ce sujet, voir par exemple Goshen et Squire *supra*, note 6; Marco Ventoruzzo, 'The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat' (2015) 288 *ECGI Working Paper* 1.

En l'absence de bonne raison d'interdire ou de limiter l'exercice des droits de vote multiples, la **liberté contractuelle et statutaire** doit par principe prévaloir : les actionnaires sont les mieux placés pour négocier la solution la plus adaptée au cas particulier de leur société¹⁰. Autrement dit, ce n'est pas parce qu'un mécanisme est destructeur de valeur pour la plupart des sociétés qu'il doit être interdit pour toutes : l'on peut s'attendre à ce que même autorisé, ce mécanisme sera refusé par les actionnaires de sociétés où il est destructeur de valeur et accepté dans les autres. Les introductions en bourse de Comcast, Facebook et Snap ont par exemple donné lieu à la structuration de droits de vote multiples à des conditions *a priori* extrêmement défavorables aux autres actionnaires, ce qui n'a pas empêché les investisseurs institutionnels de souscrire aux introductions en bourse de chacune de ces sociétés sur la base de valorisations extrêmement élevées et à un stade où ces sociétés ne généraient que peu ou pas de profit¹¹.

Tout ceci n'enlève rien à l'intérêt d'édicter des **règles supplétives** reflétant les solutions dont on peut s'attendre à ce qu'elles soient les plus créatrices de valeur dans l'abstrait. Ces règles sont même essentielles en ce qu'elles permettent d'optimiser le statu quo en l'absence de choix par les actionnaires des règles ayant vocation à s'appliquer à leur société. Mais si le statu quo ainsi créé ne convient pas à une société donnée, ses actionnaires devraient être libres de s'en départir¹².

Enfin, le fait que les droits de vote multiples aient pu s'avérer créateurs ou destructeurs de valeur *ex post* dans certains cas ne signifie pas qu'ils doivent être autorisés ou interdits *ex ante* : parce que nous ne vivons pas dans un monde de certitudes parfaites, et que les actionnaires ne sont pas omniscients, un mécanisme choisi par les actionnaires *ex ante* et considéré par eux comme optimal peut tout à fait avoir des conséquences inattendues *ex post*, quel que soit ce mécanisme (et qu'il implique ou non l'octroi de droits de votes multiples). Tout ce qui compte est de déterminer qui est le mieux à même de faire le choix du meilleur mécanisme *ex ante*. Pour les raisons exposées ci-dessus, il s'agit par principe des actionnaires eux-mêmes. Ainsi, le fait que l'attribution de droits de vote multiples dans certaines sociétés ait fini par donner lieu à d'importantes destructions de valeur (typiquement parce que la vision du dirigeant ne justifie plus son pouvoir démesuré) ne

¹⁰ Cela ne signifie pas que la solution choisie se révélera nécessairement adéquate *ex post*, mais simplement que les actionnaires sont *ex ante* les mieux placés pour prendre cette décision : Bernard S Sharfman, 'A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs' (2018) 63 Villanova Law Review 1. Voir aussi Vittoria Battocletti, Luca Enriques et Alessandro Romano, 'Dual Class Shares in the Age of Common Ownership' (2023) 628 ECGI Working Paper, 18; Fischel *supra*, note 8; Roberta Romano, 'Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation' (1998) 107 The Yale law journal 2359.

¹¹ Sur ce sujet, voir notamment Sharfman 14 *supra*, note 14.

¹² En ce sens, voir par exemple Michael Klausner, 'The contractarian theory of corporate law: a generation later' (2006) 31 The Journal of corporation law 779.

justifie pas l'introduction obligatoire de *sunset clauses* dans la loi : il suffit de laisser les actionnaires faire le choix de les introduire eux-mêmes s'ils considèrent que le risque associé à des droits de vote multiples à durée indéterminée doit être limité. Le législateur n'est pas mieux placé qu'eux pour choisir la règle la mieux adaptée à leur société.

Nous croyons qu'il est d'autant plus important de garder cette idée à l'esprit que l'observation des sociétés ayant choisi une structure à droits de vote multiples peut avoir un effet asymétrique sur l'intuition que l'on se fait de leur efficacité : tandis que le succès d'une société dotée de ce type de structure est habituellement attribué au talent de son dirigeant plus qu'aux droits de vote dont il bénéficie, les problèmes associés au pouvoir démesuré d'un dirigeant incompetent et sous-incité financièrement peuvent être associés de manière beaucoup plus claire et directe à sa détention de droits de vote multiples. Ce double phénomène peut avoir pour effet de cultiver une perception excessivement négative des droits de vote multiples, qui ne reflète pas nécessairement leurs conséquences réelles pour le bien-être collectif.

Dans certains cas particuliers, cependant, la liberté statutaire ne permet pas d'obtenir un résultat optimal. Tel est notamment le cas lorsque :

1. Les **actionnaires sont systématiquement biaisés** en faveur d'une solution destructrice de valeur, c'est-à-dire adoptent des mécanismes destructeurs de manière irrationnelle. Il n'existe cependant aucune raison de penser que les actionnaires amenés à voter sur les mécanismes de droits de vote multiples sont systématiquement biaisés en faveur d'un mécanisme destructeur de valeur¹³.
2. L'adoption et/ou la mise en œuvre des droits de vote multiples est source d'**externalités**. Tel peut par exemple être le cas en matière environnementale, puisque les actionnaires qui choisissent un dispositif donné pour leur société ne supportent pas toutes les conséquences environnementales associées à leur choix (sur ce point, voir notre réponse à la question 8(g)). Une autre problématique est

¹³ Un argument similaire, mais incorrect, consiste à dire qu'il est trop difficile pour les actionnaires de valoriser correctement l'impact des droits de vote multiples sur la valeur de la société dès le stade de leur émission, et que cette impossibilité peut justifier certains mécanismes légaux d'ordre public palliant l'ignorance des actionnaires : en ce sens, voir A. Bebchuk Lucian et Kastiel Kobi, 'The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock' (2017) 103 Virginia law review 585, 623. S'il est vrai que les droits de vote multiples sont susceptibles de d'avoir une variété infinie de conséquences et sont donc très difficiles à valoriser *ex ante*, il n'en demeure pas moins que les actionnaires demeurent les mieux placés pour en décider l'émission et les structurer d'une manière donnée (bien qu'il soit évidemment possible qu'il s'avère *ex post* que le choix effectué est destructeur de valeur). Seule l'existence d'un biais systématique en faveur de l'adoption ou du rejet d'un mécanisme donné, non l'incertitude quant aux conséquences de ce mécanisme, peut être corrigée par voie d'adoption d'une règle d'ordre public.

celle du coût associé à la vérification par les investisseurs de la structure de vote de chaque société, lequel est d'autant plus important qu'il existe un grand nombre de structures possibles (nombre de droits de vote par actions, bénéficiaire, durée, etc.) d'une société à l'autre mais n'est que très imparfaitement internalisé par les sociétés. Cette diversité de structures envisageables est cependant une caractéristique inhérente aux droits de vote multiples, de sorte que donner plus ou moins de souplesse aux émetteurs ne devrait pas changer grand-chose, les investisseurs des sociétés dotées de droits de vote multiples devant de toute façon nécessairement prendre le temps d'analyser la structure de gouvernance issue de ces droits de vote.

3. Le fait que les droits de vote multiples soient autorisés encourage les actionnaires à décider une introduction en bourse avec droits de vote multiples en dépit du fait que s'ils étaient interdits, une **introduction en bourse sans droits de vote multiples aurait été décidée et aurait été plus créatrice de valeur**. Ce phénomène suppose que les fondateurs disposent d'un fort pouvoir de négociation avec les apporteurs de capitaux et que les coûts associés à l'attribution de droits de vote multiple soient élevés. Tel pourrait par exemple être le cas d'une société du secteur des nouvelles technologies où le rôle de visionnaire du fondateur est limité, où l'introduction en bourse est fortement créatrice de valeur (par exemple parce qu'elle permet de faire connaître la notoriété d'un produit) et où les apporteurs de capitaux sont en forte concurrence (comme en période de taux d'intérêts bas jusqu'à récemment)¹⁴. À notre connaissance, aucune étude ne montre que les fondateurs disposent systématiquement d'un pouvoir de négociation suffisant pour « tordre le bras » de cette manière à leurs investisseurs en amont de l'introduction en bourse. Décider de manière générale que l'attribution de droits de vote multiples devrait être encadrée pour répondre à cette préoccupation ne paraît donc pas opportun.

¹⁴ Imaginons pour l'illustrer que la valeur de société soit de 100 non cotée avec droits de vote multiples, 200 cotée avec droits de vote multiples et 300 cotée sans droit de vote multiple. Le fondateur détient 20% du capital et la majorité des droits de vote lorsqu'il détient des droits de vote multiples. Il tire 20 de bénéfices personnels du contrôle (au sens où il serait prêt à les perdre pour un prix de 20). Sa préférence va donc pour l'introduction en bourse avec droits de vote multiples ($300 \times 0.2 + 20 = 80$), suivie d'une introduction en bourse sans droit de vote multiples ($300 \times 0.2 = 60$), suivie d'un maintien de la société hors de la cote ($100 \times 0.2 + 20 = 40$). Si les droits de vote multiples sont interdits dans les sociétés cotées, les fondateurs comme les apporteurs de capitaux préféreront l'introduction en bourse. S'ils sont autorisés, le fondateur préférera l'introduction en bourse avec droits de vote multiples et les apporteurs de capitaux l'introduction sans droits de vote multiples ($300 > 200$), mais les deux préféreront en toutes hypothèses l'introduction en bourse au maintien hors de la cote. Dans ce dernier cas, un fondateur doté d'un fort pouvoir de négociation pourra forcer les apporteurs de capitaux à lui attribuer des droits de vote multiples même si cette solution n'est pas la plus créatrice de valeur.

4. Les **actionnaires sont excessivement court-termistes**. Cet argument peut être utilisé de deux manières différentes, soit pour arguer de ce que les droits de vote multiples permettent à un fondateur visionnaire de faire porter la vision de long-terme de la société sans être contraints par la perspective plus court-termiste des actionnaires (comme discuté au tout début de cette section), soit pour dire que les actionnaires peuvent être tentés de consentir des mécanismes de droits de vote multiples trop généreux aux fondateurs (par exemple des droits de vote multiples à durée indéterminée) parce qu'ils ne supportent pas les conséquences à terme de leur décision. Dans le contexte de la consultation, c'est avant tout ce deuxième point qui doit nous intéresser puisqu'à supposer qu'il soit vérifié, il pourrait justifier la mise en œuvre de limitations légales aux droits de vote multiples, telles que des *sunset clauses* légales. Si plusieurs études ont été consacrées à cette question du court-termisme des actionnaires (et ont pu atteindre des conclusions nettement différentes¹⁵), aucune ne permet de trancher la question de savoir si les actionnaires ont tendance à adopter des mécanismes de droits de vote multiples destructeurs de valeur sur le (très) long terme. Nous revenons sur cette problématique en réponse à la question 2.
5. La possibilité-même de mettre en œuvre un mécanisme rend **non crédible les engagements pris** par l'actionnaire susceptible d'en bénéficier. Ainsi, s'il est possible pour un actionnaire de décider de l'attribution de droits de vote multiples à lui-même, le titre de la société sera décoté pour refléter cette attribution potentielle, tandis que l'impossibilité d'y procéder (typiquement via une règle d'ordre public) permettra d'éviter cette décote.
6. Le caractère systématiquement destructeur de valeur d'un mécanisme spécifique en lien avec les droits de vote multiples, bien que librement choisi par les actionnaires, a été **empiriquement constaté**. À notre connaissance, aucune étude de ce type n'existe s'agissant des droits de vote multiples, bien qu'un certain nombre d'études empiriques aux conclusions divergentes aient cherché à répondre à la question de savoir si les droits de vote multiples en général sont créateurs ou destructeurs de valeur¹⁶.

¹⁵ Les études les plus récentes semblent avoir tendance à arguer de ce que le court-termisme des actionnaires est, dans l'ensemble, un problème mineur dans le pire des cas : voir en particulier Mark J Roe, *Missing the Target* (New York: Oxford University Press 2022); Jesse M. Fried et Charles C. Y. Wang, 'Short-termism, shareholder payouts et investment in the EU' (2021) 27 *European financial management : the journal of the European Financial Management Association* 389.

¹⁶ Sur cette question, voir *supra*, note 9.

D'autres cas de figure pourraient bien sûr être identifiés dans lesquels la liberté statutaire doit céder le pas aux règles d'ordre public. En particulier, la littérature académique théorique et empirique future pourrait dégager de nouvelles conclusions permettant d'affirmer que la liberté contractuelle et statutaire devrait céder le pas aux règles d'ordre public dans certains domaines. Il convient cependant de s'en remettre systématiquement à la liberté statutaire en l'absence d'identification d'une bonne raison d'y procéder, dans la mesure où cette liberté est par défaut préférable aux règles d'ordre public.

En conséquence, nous pensons que les règles contraignantes sur les droits de vote multiples adoptées dans de nombreuses juridictions (en particulier dans les règles internes d'entreprises de marché d'un certain nombre de pays asiatiques¹⁷) sont malvenues. Ce n'est pas parce qu'un mécanisme donné est optimal pour la plupart des sociétés qu'il faut l'imposer à toutes. Il est possible que l'adoption de règles d'ordre public en la matière à l'étranger s'explique largement par des raisons politiques tenant à la protection d'intérêts sectoriels (ou tout simplement une mauvaise compréhension des mécanismes économiques sous-jacents à cette réglementation) plutôt que par la poursuite du bien-être collectif. Ainsi, les investisseurs institutionnels au Royaume-Uni¹⁸ et aux États-Unis¹⁹ ont tendance à être fortement défavorables les droits de vote multiples, avec cette conséquence que leurs efforts de lobbying ont beaucoup limité la souplesse réglementaire à l'égard des droits de vote multiples. D'un point de vue économique, cependant, il nous semble en première analyse que la plupart des règles contraignant l'exercice des droits de vote multiples sont injustifiées, précisément parce qu'elles ne s'appuient sur aucune raison convaincante de déroger à la liberté contractuelle et statutaire.

Il est de manière générale important de garder à l'esprit que certaines parties prenantes ou groupes d'investisseurs peuvent avoir des intérêts qui ne sont pas parfaitement alignés avec la collectivité des investisseurs dans son ensemble, ni la maximisation du bien-être collectif. Ainsi, certains investisseurs institutionnels pourraient être tentés de militer contre les droits de vote multiples dans l'espoir que leur interdiction *ex post* maximise la valeur actuelle de leur portefeuille (en révoquant les structures à droits de vote multiples qui avaient *ex ante* encouragé les fondateurs à demander l'introduction en bourse), même si cette interdiction n'est pas optimale *ex ante* (précisément parce qu'elle risque de décourager les introductions en bourse). Il est également possible que les droits de vote multiples empêchent les investisseurs institutionnels de voter en faveur de décisions sociales qui maximisent la valeur de leur portefeuille dans son ensemble mais sont dommageables au bien-être collectif (par exemple des décisions conduisant à limiter la

¹⁷ Voir en particulier Bobby V. Reddy, 'Up the Hill et Down Again: Constraining Dual-Class Shares' (2021) 80 CLJ 515 et les sources citées par l'étude.

¹⁸ Ibid.

¹⁹ Jonathan J. Burson et Marlin R. H. Jensen, 'Institutional Ownership of Dual-Class Companies' (2021) 13 Journal of financial economic policy 206.

concurrence entre plusieurs sociétés détenues en portefeuille par l'investisseur²⁰). En sens inverse, cette opposition pourrait être, pour partie, explicable par la poursuite d'intérêts alignés avec le bien-être collectif, quoique pas nécessairement avec les intérêts des autres actionnaires (par exemple sur les questions environnementales, comme expliqué plus haut et en réponse à la question 8(g)).

Il est dans tous les cas essentiel de systématiquement vérifier que le support théorique ou empirique d'une recommandation donnée est suffisant pour s'assurer qu'il correspond bien à une préoccupation alignée avec l'intérêt général, non à la défense d'un intérêt privé. Cela vaut bien sûr pour les recommandations formulées dans la présente note, au même titre que celles produites par les acteurs de place.

Nous parlons ci-après d'« **Actionnaires Bénéficiaires** » pour faire référence aux actionnaires auxquels sont octroyés des droits de vote multiples et d'« **Actionnaires Non Bénéficiaires** » pour faire référence aux autres actionnaires de la société.

* * *

²⁰ Sur ce sujet, voir Battocletti, Enriques et Romano *supra*, note 10.

2. — Réponses au questionnaire

1. Êtes-vous favorable à l'extension du champ d'application des actions à droits de vote multiples :
 - a. Aux sociétés souhaitant s'introduire **sur un marché de croissance uniquement** ; ou
 - b. Aux sociétés souhaitant s'introduire **sur un marché réglementé également** ?

Réponse : Nous comprenons de cette question qu'elle revient à demander si discriminer en fonction du marché sur lequel la société s'introduit permettrait efficacement de restreindre l'attribution de droits de vote multiples aux sociétés en croissance, en partant de l'hypothèse que les sociétés de croissance tendent à être introduites plus souvent sur un marché de croissance.

Certes, les marchés de croissance sont plus susceptibles d'accueillir des sociétés en forte croissance où la vision du fondateur joue un rôle important, et où il est essentiel de lever des sommes importantes via les marchés financiers tout en accommodant le désir du fondateur de garder le contrôle de la société ; mais la restriction des droits de vote multiples aux sociétés cotées sur ces marchés pourrait conduire à un arbitrage conduisant toutes les sociétés souhaitant émettre des droits de vote multiples à s'y introduire, que les marchés de croissance soit ou non adaptés, par leurs autres caractéristiques, à ces sociétés.

En outre, cette distinction peut poser problème lorsqu'une société sur un marché de croissance devient suffisamment mature pour intégrer un marché réglementé : faut-il alors la contraindre à renoncer aux droits de vote multiples pour lui permettre d'accéder à ce marché, risquant ce faisant de la dissuader à aller sur le marché réglementé pourtant plus adapté à sa taille et à son activité²¹ ? Ou doit-on accepter qu'une société ne peut être cotée sur un marché réglementé qu'à condition d'être d'abord passée par un marché de croissance, au risque d'encourager l'arbitrage évoqué au paragraphe précédent ?

Enfin, ici comme ailleurs, il semble que les actionnaires devraient être libres de choisir la structure de droits de vote qui a leur préférence, quel que soit le marché sur lequel la société s'introduit.

²¹ Il s'agit de l'un des problèmes de l'interdiction actuelle par le London Stock Exchange (en train d'évoluer) des droits de vote multiples pour les premium listings, parfois considérées comme conduisant certaines sociétés matures (comme Deliveroo) à rester sur des compartiments moins prestigieux pour éviter la perte des droits de vote multiples. Sur ce sujet, voir Luca Enriques, 'The Hill Review et the Long et Winding Road to Premium-Listed Dual Class Share Companies' (*Oxford Business Law Blog*, 10 mai 2021) <<https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/05/hill-review-et-long-et-winding-road-premium-listed-dual-class-share>> consulté le 22 mars 2023.

2. Êtes-vous favorable à l'extension du champ d'application des actions à droits de vote multiples :
- a. Pour les sociétés **s'introduisant en bourse uniquement** ; ou
 - b. Aux sociétés **dont les titres sont déjà cotés** également ?

Le cas échéant, à **quelles conditions** l'attribution de droits de vote multiples devrait-elle être autorisée (ex : majorité qualifiée nécessaire pour modifier les statuts avec un vote de tous les actionnaires, ou accord des actionnaires non bénéficiaires seulement) dans les sociétés dont les titres sont déjà cotés ?

Réponse : Permettre un vote de tous les actionnaires, y compris l'Actionnaire Bénéficiaire projeté, sur l'attribution de droits de vote multiples risque de permettre à l'Actionnaire Bénéficiaire, au moins dans certains cas, de s'auto-attribuer des droits de vote multiples contre le consentement des Actionnaires Non Bénéficiaires. Non seulement ce phénomène peut être destructeur de valeur en soi, mais la possibilité-même qu'il se produise peut diminuer *ex ante* la valeur des titres de la société, les actionnaires (minoritaires) anticipant le risque qu'un actionnaire (de référence ou majoritaire) s'auto-attribue des droits de vote multiples. Il convient donc que seuls les Actionnaires Non Bénéficiaires d'une société déjà cotée puissent voter sur cette attribution. Sous cette réserve, une majorité simple devrait suffire, bien que la majorité des deux tiers soit de fait requise par le droit français, dans la mesure où il s'agira vraisemblablement d'une décision ayant pour effet de modifier les statuts.

Sous cette réserve, les actionnaires de sociétés dont les titres sont déjà cotés devraient être parfaitement libres de décider l'attribution de droits de vote multiples à un autre actionnaire. Les Actionnaires Non Bénéficiaires devraient également avoir toute liberté pour décider des modalités d'attribution et d'exercice des droits de vote multiples, telles que leur durée et modalités de révocation.

Enfin, on passera rapidement sur l'argument parfois évoqué selon lequel l'attribution de droits de vote multiples à un dirigeant en cours de cotation a moins de sens que lors de l'introduction en bourse, au motif que le dirigeant n'aurait plus la même vision ou capacité à innover après un certain temps²². Non seulement il incombe, ici comme ailleurs, aux actionnaires d'en décider, mais il n'existe aucune raison de croire qu'un dirigeant nommé alors que la société est déjà cotée n'ait pas une vision qui justifie l'attribution de droits de vote multiples au même titre que le fondateur d'une société dont l'introduction en bourse est envisagée, de même que la vision d'un dirigeant n'a pas de date d'expiration déterminée. Apple en est un excellent exemple²³. On peut formuler exactement la même

²² Sur cet argument, voir notamment Lucian et Kobi *supra*, note 13.

²³ Zohar Goshen, *Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms*, Columbia Law School Blue Sky Blog, 2 janvier 2019, <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/>> consulté le 18 mars 2023.

remarque à l'égard des *sunset clauses* légales, qui reviennent à présumer que la vision du fondateur finit par s'estomper au bout quelques années et ne justifie plus ses droits de vote multiples, sans que cette hypothèse ait à notre connaissance jamais été démontrée (sur ce point, voir nos réponses à la question 6).

3. Êtes-vous favorable à la **restriction par la loi du champ des bénéficiaires potentiels de droits de vote multiples** (ex : personnes occupant des fonctions exécutives au sein de la société) ?

Réponse : Il est très fréquent en pratique que les titulaires de droits de vote multiples soient d'autres personnes que les fondateurs ou dirigeants de la société, comme par exemple des sociétés contrôlantes, des familles ou directeurs non-exécutifs. Aux États-Unis, par exemple, plus de la moitié des introductions en bourse avec droits de vote multiples réalisées entre 1994 et 2019 ont donné lieu à l'attribution de ces droits à d'autres personnes que les fondateurs de la société²⁴. En l'absence de bonne raison de considérer que les droits de vote multiples devraient être octroyés uniquement aux personnes occupant des fonctions exécutives, aux fondateurs, ou à toute autre catégorie spécifique de dirigeant ou d'actionnaire, la loi risquerait de restreindre inutilement le périmètre de l'autorisation des droits de vote multiples.

4. Pensez-vous que la **transférabilité** des droits de vote multiples doit être :
- a. Interdite – avec dans ce cas une conversion forcée des actions de préférence concernées en actions ordinaires au moment du transfert ;
 - b. Restreinte à certains transferts (ex : transferts à d'autres bénéficiaires de droits de vote multiples) ; ou
 - c. Autorisée ?

Réponse : Ici comme ailleurs, faute de bonne raison de priver les actionnaires du droit de décider l'émission d'actions transférables, la liberté contractuelle et statutaire doit prévaloir. Restreindre les transferts pourrait en outre être particulièrement inopportun dans certaines hypothèses, telles que les transferts au sein d'une famille lorsque les fondateurs de la société tiennent à maintenir un contrôle familial²⁵.

Tout au plus une règle supplétive prévoyant l'impossibilité de transférer les droits de vote multiples pourrait-elle être souhaitable, afin de forcer des explications (donc une information adéquate des actionnaires si la société est déjà cotée) sur les raisons pour

²⁴ Dhruv Aggarwal et autres, 'The Rise of Dual-Class Stock IPOs' (2022) 144 Journal of financial economics 122, p. 124.

²⁵ Ce n'est pas à dire que les héritiers sont aussi compétents que les fondateurs initiaux pour diriger et contrôler la société, mais simplement qu'il s'agit ici comme ailleurs d'un point que les actionnaires sont en mesure de trancher ex ante. Sur ce sujet, voir Lucian et Kobi *supra*, note 13.

lesquelles la transférabilité est jugée utile et de tenir compte de ce que les droits de vote multiples sont la plupart du temps justifiés par la personne de l'Actionnaire Bénéficiaire.

5. *Pensez-vous qu'un **ratio maximal de droits de vote par action** doive être instauré ?*

Le cas échéant, quel ratio vous semblerait-il pertinent ?

Réponse : Ici encore, la liberté statutaire doit prévaloir, faute de bonne raison de prévoir une règle d'ordre public. Le nombre de droits de vote multiples attribués étant par ailleurs systématiquement prévu explicitement, il n'est pas besoin d'une règle supplétive.

On notera au passage que le ratio de droits de vote par action n'est pas nécessairement fixe : on peut tout à fait imaginer que l'Actionnaire Bénéficiaire dispose d'un nombre fixe de droits de vote quelle que soit sa détention capitalistique (quitte éventuellement à ce que ses droits de vote finissent par diminuer ou qu'il les perde en-deçà d'un certain seuil). Ce type de mécanisme existe notamment dans certaines sociétés aux Etats-Unis²⁶.

6. *Pensez-vous qu'il faille **limiter, sur le plan législatif, la durée de vie des droits de vote multiples**, avec en pratique une conversion automatique des actions de préférence concernées en actions ordinaires au bout d'une durée donnée (sunset clause imposée par la loi) ?*

Le cas échéant :

- a. ***Quelle durée** vous semblerait-elle pertinente ?*
- b. *Une possibilité de **prolonger** cette durée de vie en cas d'accord de l'assemblée générale extraordinaire, le cas échéant un nombre de fois limité, vous semblerait-elle pertinente ?*

Ici encore, tout dépend des caractéristiques propres de la société et du rôle joué par l'Actionnaire Bénéficiaire dans son développement et sa gestion. Des droits de vote multiples de très longue durée, voire à durée indéterminée, peuvent par exemple mieux se justifier pour une société du secteur des nouvelles technologies en forte croissance, où la vision du dirigeant joue un rôle essentiel, qu'une société appartenant à une industrie mature²⁷. Une révocation des droits de vote multiples en cas de transfert peut également avoir du sens lorsque l'Actionnaire Bénéficiaire est le fondateur dont la vision a permis à la société de prospérer, tandis que dans d'autres cas, tel que celui d'une société familiale, permettre le transfert à certaines personnes (par exemple aux seuls membres de la

²⁶ Ibid.

²⁷ Reddy *supra*, note 17.

famille) peut se justifier. On pourrait également imaginer d'autres mécanismes²⁸, par exemple permettre l'extinction des droits de vote multiples en cas de franchissement à la baisse d'un seuil de détention de capital donné (« *divestment sunset*²⁹ »). De la même manière, il n'existe *a priori* aucune raison de limiter le nombre de droits de vote pouvant être attribués par action à un nombre spécifique.

À notre avis, les actionnaires (et, plus spécifiquement, les Actionnaires Non Bénéficiaires si la société est déjà cotée avant la mise en place des droits de vote multiples) devraient être libres de choisir le mécanisme le plus adapté à la société, plutôt qu'être contraints par voie législative de respecter des mécanismes d'expiration et de transfert rigides et nécessairement arbitraires.

Dans la mesure où plusieurs études suggèrent cependant que le bénéfice des droits de vote multiples tend à s'estomper avec le temps et que leur transfert à certains tiers (par exemple des héritiers) peut être destructeur de valeur³⁰, on pourrait cependant imaginer une règle supplétive prévoyant par défaut le droit des Actionnaires Non Bénéficiaires de mettre un terme aux droits de vote multiples, le cas échéant moyennant une majorité qualifiée³¹.

7. *Pensez-vous qu'il faille par ailleurs limiter, sur le plan législatif, la fraction du capital social susceptible d'être constituée par des actions à droit de vote multiples ?*

Pris en isolation, ce dispositif n'aurait aucun effet puisqu'il suffirait, pour le contourner, d'attribuer un plus grand nombre de droits de vote multiples à un nombre plus restreint d'actions pour octroyer exactement le même pouvoir à un actionnaire donné.

On pourrait certes imaginer combiner cette règle avec un plafonnement du nombre de droits de vote pouvant être attribué par action. Il en résulterait cependant un mécanisme complexe dont on voit mal la justification, d'autant qu'il n'existe à notre avis aucun

²⁸ Pour une illustration de différents types de sunset clauses pouvant être mises en œuvre, voir Lucian et Kobi *supra*, note 13 (p. 619).

²⁹ Reddy *supra*, note 17 (p. 537).

³⁰ Hyunseob Kim et Roni Michaely, *Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting* (St. Louis: Federal Reserve Bank of St Louis 2019); Andrew William Winden, 'Sunrise, Sunset: An Empirical et Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures' (2018) 2018 Columbia business law review 852 ; Aggarwal et autres *supra*, note 24.

³¹ Un certain nombre de juridictions et de règles d'entreprises de marché prévoient une durée fixe obligatoire pour les *sunset clauses*. Ces mécanismes sont cependant, à notre avis, trop rigides même pour faire l'objet d'une règle supplétive. Une règle de majorité des minoritaires paraît bien plus adaptée. Pour des recommandations et règles relatives à la durée des sunset clauses adoptées dans d'autres pays, voir Reddy *supra*, note 17 (p. 534) et littérature citée.

argument solide en faveur d'un plafonnement du ratio des droits de vote multiples, comme expliqué dans notre réponse à la question 5.

8. *Les droits de vote multiples devraient-ils être **suspendus** s'agissant des décisions d'assemblée générale suivantes ?*

La question générale qui se pose en creux à travers les cas particuliers énumérés ci-dessous est celle de savoir si l'exercice de droits de vote multiples à l'égard d'une décision donnée se justifie compte tenu de ce qui a motivé l'octroi de ces droits. Cette justification peut par exemple tenir à la capacité supérieure de l'actionnaire à prendre les décisions qui s'imposent pour le compte de tous, ou plus simplement à la préservation du pouvoir entre les mains d'une famille contrôlante.

En revanche, les droits de vote multiples ne doivent pas permettre à l'actionnaire d'abuser de sa position ou porter atteinte au bien-être collectif. Cela justifie tantôt l'adoption de règles supplétives (lorsque les actionnaires sont incités et en mesure de prévenir cette atteinte), tantôt de règles impératives (dans le cas contraire).

- a. *Les **résolutions de Say on Pay** – le cas échéant uniquement lorsqu'il s'agirait de résolutions concernant les bénéficiaires de droits de vote multiples*

Cette question va au-delà du sujet des droits de vote multiples : elle est celle, plus générale, de savoir si des actionnaires devraient pouvoir voter sur leur propre rémunération. Nous pensons que seuls les autres actionnaires non concernés devraient être en mesure de le faire, sans qu'il y ait lieu de réserver un traitement distinct au cas particulier des droits de vote multiples. Cette remarque dépasse cependant le champ de la présente consultation.

- b. *L'**approbation de conventions réglementées** – étant rappelé que les actionnaires parties aux conventions concernées ne peuvent déjà pas voter s'agissant des conventions réglementées qui les concernent*

Nous ne voyons pas pourquoi effectuer cette distinction : l'approbation d'une convention réglementée permet certes de prévenir d'éventuels abus, mais elle est également un moyen de permettre des transactions désirables pour la société, ce qui participe de l'esprit des droits de vote multiples (permettre à un actionnaire particulièrement apte de décider pour la société). En outre, il n'existe *a priori* aucune raison de considérer que le titulaire de droits de vote multiples soit moins à même que les autres actionnaires d'approuver ou rejeter les conventions en fonction de leur caractère abusif ou non dans les circonstances où ces conventions ne le concernent pas (et où il peut donc prendre part au vote). Les droits de vote multiples devraient donc être exerçables pour l'approbation des conventions réglementées.

c. La désignation des commissaires aux comptes

L'existence de droits de vote multiples et le pouvoir disproportionné qui en résulte rend la bonne information financière des Actionnaires Non Bénéficiaires particulièrement cruciale : privés de l'essentiel du pouvoir politique dans la société, ils doivent *a minima* être en mesure d'être informés sur leur investissement sans être trompé par l'Actionnaire Bénéficiaire. Il semble donc qu'à titre de règle supplétive, les droits de vote multiples devraient être suspendus pour ce qui concerne la désignation des commissaires aux comptes, afin de limiter le risque de capture de ces derniers par l'Actionnaire Bénéficiaire.

d. La nomination ou la révocation des dirigeants – le cas échéant uniquement lorsqu'il s'agirait de bénéficiaires de droits de vote multiples

Sans pouvoir de nommer ou révoquer les administrateurs et (indirectement) les dirigeants, les droits de vote multiples auraient un intérêt très limité. Il n'existe à notre avis aucune raison de les restreindre à cet égard³².

e. L'approbation des comptes

S'agissant d'une problématique d'information des actionnaires, les droits de vote multiples ne devraient pas, à titre de règle supplétive, pouvoir être exercés à l'occasion de l'approbation des comptes, pour les mêmes raisons que celles exposées en réponse à la question 8(c).

f. Toutes les résolutions adoptées à la majorité qualifiée, à savoir celles impliquant une modification des statuts, et donc notamment les augmentations de capital ;

Nous ne voyons aucune raison de limiter l'exercice des droits de vote multiples au motif que la décision devrait être prise à une majorité qualifiée ou est modificative des statuts. Seul l'objet et non la forme de la décision devrait justifier qu'elle puisse ou non être votée par l'Actionnaire Bénéficiaire au titre de ses droits de vote multiples.

En revanche, l'Actionnaire Bénéficiaire devrait à titre supplétif être privé du droit d'exercer ses droits de vote sur les décisions conduisant à un renforcement de ses droits de vote multiples, par exemple en en accroissant le ratio ou en en étendant la durée (si une *sunset clause* a été prévue). Une règle d'ordre public pourrait même se justifier à cet égard, dans la mesure où l'on voit mal comment des Actionnaires Non Bénéficiaires

³² La plupart des sociétés cotées françaises laissent à cet égard une grande latitude aux dirigeants et organes d'administration. Les contraintes réglementaires et de droit souple sont elles-mêmes limitées (voir par exemple AMF, DOC-2015-05, *Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs*, 15 juin 2015).

pourraient accepter que l'Actionnaire Bénéficiaire définisse l'étendue de ses droits de vote multiples.

Quant aux augmentations de capital, nous ne voyons pas de raison d'empêcher l'Actionnaire Bénéficiaire de les décider, dans la mesure où le risque qu'il décide une telle augmentation avec suppression du droit préférentiel de souscription à son profit est déjà écarté par le droit positif qui empêche l'actionnaire bénéficiaire de cette décision de voter dessus³³.

- g. *Les résolutions liées à des enjeux ESG (par exemple celles « visant à prévenir, réduire ou éliminer les impacts négatifs sur les droits de l'homme et l'environnement liés aux activités de l'entreprise », tel que suggéré dans l'une des options de sauvegarde envisagées par la proposition de directive)*

L'on peut s'attendre à ce que dans la forte majorité des sociétés où des droits de vote multiples ont été octroyés (sinon toutes), l'Actionnaire Bénéficiaire, qui est aux commandes de la société, a un intérêt financier et personnel à ce que cette société soit performante nettement plus important que l'intérêt qu'il peut avoir à ce que d'éventuels autres investissements personnels soient rentables. Dans cette mesure, il se distingue nettement des investisseurs institutionnels, beaucoup plus diversifiés et qui cherchent à maximiser la valeur de leur portefeuille de titres plutôt qu'une société en particulier ou chaque société prise individuellement³⁴.

Du fait de leur diversification, ces investisseurs sont beaucoup plus incités à faire des efforts en faveur de la lutte contre le changement climatique, dont l'impact économique est systémique et affecte donc l'ensemble des titres de leur portefeuille³⁵. À l'inverse, l'on peut s'attendre à ce que l'Actionnaire Bénéficiaire cherche avant tout à maximiser la valeur de sa société, et soit beaucoup moins incité à aligner l'activité de celle-ci sur les meilleures pratiques environnementales, dont il ne percevra qu'une faible partie des fruits (si ce n'est au titre de ses convictions personnelles éventuelles). Il semble donc utile de prévoir une règle d'ordre public interdisant l'exercice des droits de vote multiples par l'Actionnaire Bénéficiaire afin de favoriser l'adoption de résolutions favorables à la lutte contre le changement climatique, quoiqu'elles puissent être sous-optimales du point de vue idiosyncratique de la société, de l'Actionnaire Bénéficiaire et d'un certain nombre d'Actionnaires Non Bénéficiaires insuffisamment diversifiés.

³³ Art. L. 225-138 C. com.

³⁴ Voir notamment Einer Elhauge, 'Horizontal Shareholding' (2016) 129 Harvard law review 1267.

³⁵ Voir par exemple José Azar et autres, 'The Big Three et corporate carbon emissions around the world' (2021) 142 Journal of financial economics 674; Alexander Dyck et autres, 'Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence' (2019) 131 Journal of financial economics 693.

h. D'autres résolutions

Il serait utile de prévoir, à titre de règle supplétive, que les droits de vote multiples sont désactivés pour les décisions de réduction de capital et de dissolution de la société. Une revue de l'ensemble des décisions habituellement prises par l'assemblée générale extraordinaire devrait être effectuée pour identifier d'autres circonstances où une règle supplétive de désactivation des droits de vote multiples serait opportune.

9. *Les droits de vote multiples devraient-ils être **suspendus ou éteints** dans certains cas, comme par exemple :*
- a. *Un vote en ce sens de plus de 90 % des actionnaires (ou tout autre pourcentage pertinent), suivant une forme de procédure d'impeachment ;*
 - b. *Une offre publique visant la société émettrice ; ou*
 - c. *Une entrée de la société émettrice en procédure collective ?*

Réponse au point a : La liberté contractuelle et statutaire doit à notre avis prédominer. En tout état de cause, l'application d'un seuil très élevé tout en permettant à l'Actionnaire Bénéficiaire de participer au vote est un mécanisme truffé d'effets pervers qui fait dépendre l'efficacité du mécanisme du pourcentage de droits de vote détenu par l'Actionnaire Bénéficiaire, là où le mécanisme devrait permettre de prévenir l'abus quel que soit ce pourcentage. Par comparaison, le problème est exactement le même s'agissant de la règle selon laquelle l'initiateur d'une offre publique ne peut lancer un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires que sous réserve de franchir le seuil de 90% : la règle est trop contraignante quand la participation initiale de l'initiateur dans la cible est faible et trop souple quand sa participation est déjà proche (voire dépasse) les 90%. À notre avis, une règle supplétive permettant l'extinction des droits de vote multiples en cas de vote en ce sens par une majorité d'Actionnaires Non Bénéficiaires (simple ou qualifiée) devrait être édictée.

Réponse au point b : Le fait que l'Actionnaire Bénéficiaire puisse exercer ses droits de vote multiples pour faire obstacle à la mise en œuvre d'une offre publique via l'adoption de défenses anti-OPA risque de faire obstacle au rôle de discipline qu'exerce le marché sur l'Actionnaire Bénéficiaire et les dirigeants (supposément nommés par lui) en permettant l'acquisition de la société par un tiers si elle est sous-évaluée³⁶ (sous-évaluation dont on peut présumer qu'elle résulte de l'action de l'Actionnaire Bénéficiaire et des dirigeants). Certes, certains fondateurs ou familles contrôlantes pourraient être dissuadés d'introduire leur société en bourse s'ils sont exposés à un risque trop élevé d'offre publique ; mais ce risque continue de toute façon d'exister en cas d'exercice des droits de vote multiples aux fins d'adopter des défenses anti-OPA, et l'on peut imaginer qu'au stade

³⁶ Voir notamment Henry G. Manne, 'Mergers et the Market for Corporate Control' (1965) 73 The Journal of political economy 110.

de l'introduction en bourse, cette préoccupation soit trop lointaine pour que les fondateurs s'en préoccupent véritablement. En outre, l'absence en France de véritable garantie structurelle d'indépendance des administrateurs indépendants (du fait en particulier de leur nomination par l'actionnaire majoritaire et de l'absence de comptes à rendre aux actionnaires minoritaires pouvant donner lieu à un engagement de leur responsabilité), de même que l'absence d'action de groupe des actionnaires minoritaires, peut rendre d'autant plus utile le rôle de discipline du marché. Il semble donc que laisser le marché jouer son rôle de discipline à titre de règle supplétive, en empêchant l'Actionnaire Bénéficiaire d'exercer ses droits de vote multiples dans le contexte d'une offre publique, ait plus de sens qu'adopter la solution inverse, bien que les actionnaires devraient être en mesure d'y déroger.

Réponse au point c : Nous ne voyons pas de raison particulière de déroger au droit commun et aux mécanismes prévus dans les statuts du fait de l'ouverture d'une procédure collective. Au contraire, l'attribution de droits de vote multiples peut avoir pour avantage d'éviter un *cross-class cramdown* coûteux en permettant à l'Actionnaire Bénéficiaire de décider pour les autres. Tout au plus conviendra-t-il pour le juge de s'assurer que le principe d'égalité est respecté et que l'Actionnaire Bénéficiaire n'utilise pas sa position pour détourner de la valeur de la société ; mais il s'agit de mécanismes déjà prévus par le droit positif qui n'ont pas besoin d'être complétés par un arsenal supplémentaire dédié aux droits de vote multiples.

10. *Avez-vous en tête d'autres modalités ou garde-fous pertinents qui pourraient être mis en place par le législateur en cas d'élargissement du champ d'application des actions à droit de vote multiples, notamment au regard des pratiques en vigueur dans les sociétés non cotées ?*

Réponse : l'introduction des droits de vote multiples en droit français rend nécessaire une bonne information des actionnaires sur les modalités et caractéristiques de ces droits, compte tenu en particulier de leur impact sur la gouvernance de la société. Il nous semble donc important que cette introduction se fasse en concertation avec l'AMF et que celle-ci édicte un certain nombre de bonnes pratiques devant être observées par les sociétés en termes d'information permanente et continue lorsqu'elles émettent des droits de vote multiples.

Il est également essentiel de protéger les actionnaires non titulaires de droits de vote multiples en s'assurant que le dirigeant-Actionnaire Bénéficiaire agit bien dans l'intérêt de la société et non dans son intérêt personnel. Or, le devoir de loyauté du dirigeant vis-à-vis de la société et des autres actionnaires tel que consacré en jurisprudence est très restreint et ne concerne pour l'essentiel que des transferts de valeur directement réalisés avec la société ou ses actionnaires. Une réforme du régime de responsabilité des dirigeants sociaux, qui serait déjà utile aujourd'hui, le sera plus encore lorsque les droits de vote multiples auront été introduits, puisque le dirigeant-Actionnaire Bénéficiaire pourra être

d'autant plus tenté d'utiliser la société dans son intérêt personnel plutôt que celui des autres actionnaires et de la société que son exposition aux bénéfices et aux pertes de la société rapportée à son pouvoir de contrôle peut être très limité.

Outre ces deux problématiques, qui mériteraient une étude plus approfondie à l'occasion de la réforme du droit français en faveur des droits de vote multiples, deux mécanismes aujourd'hui existants, et qui sont voisins de la problématique des droits de vote multiples, gagneraient à être adaptés par souci de cohérence :

- La limitation des actions sans droit de vote à la moitié du capital social (un quart quand la société est cotée³⁷) devrait être abolie, dans la mesure où elle ne se justifie pas plus que la règle interdisant les droits de vote multiples.
- Il conviendrait de réfléchir par souci de simplification du droit à une suppression à terme de la société en commandite par actions, qui n'est au fond rien de plus qu'une forme surannée et rigide d'actions à droits particuliers et droits de vote multiples.

Ces quelques remarques n'ont bien entendu rien d'exhaustif. Il existe certainement de nombreux autres aspects du droit positif qu'il conviendrait de réévaluer à l'occasion de l'introduction des droits de vote multiples en droit français. Nous nous tenons à votre disposition pour échanger sur ce sujet et sur tous les autres.

³⁷ Art. L. 225-138 C. com.

Bibliographie indicative

Roe MJ, *Missing the Target* (New York: Oxford University Press 2022)

Kim H et Michaely R, *Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting* (St. Louis: Federal Reserve Bank of St Louis 2019)

Aggarwal D et autres, 'The Rise of Dual-Class Stock IPOs' 144 *Journal of financial economics* 122

Arugaslan O, Cook DO et Kieschnick R, 'On the Decision to Go Public with Dual Class Stock' 16 *Journal of Corporate Finance* (Amsterdam, Netherlands) 170

Azar J et autres, 'The Big Three et corporate carbon emissions around the world' 142 *Journal of financial economics* 674

Battocletti V, Enriques L et Romano A, 'Dual Class Shares in the Age of Common Ownership' 628 *ECGI Working Paper*

Burson JJ et Jensen MRH, 'Institutional Ownership of Dual-Class Companies' 13 *Journal of financial economic policy* 206

Dyck A et autres, 'Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence' 131 *Journal of financial economics* 693

Elhauge E, 'Horizontal Shareholding' 129 *Harvard law review* 1267

Fischel DR, 'Organized Exchanges et the Regulation of Dual Class Common Stock' 54 *The University of Chicago law review* 119

Fried JM et Wang CCY, 'Short-termism, shareholder payouts et investment in the EU' 27 *European financial management : the journal of the European Financial Management Association* 389

Gilson RJ, 'Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes' 73 *Virginia law review* 807

Goshen Z et Hamdani A, 'Corporate Control et Idiosyncratic Vision' 125 *The Yale law journal* 588

Goshen Z et Squire R, 'Principal Costs: A New Theory for Corporate Law et Governance' 117 *Columbia law review* 767

Jordan BD, Kim S et Liu MH, 'Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, et Dual-Class Share Structure' 41 *Journal of corporate finance* (Amsterdam, Netherlands) 304

Klausner M, 'The contractarian theory of corporate law: a generation later' 31 *The Journal of corporation law* 779

Lucian AB et Kobi K, 'The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock' 103 *Virginia law review* 585

Manne HG, 'Mergers et the Market for Corporate Control' 73 *The Journal of political economy* 110

Reddy BV, 'Up the Hill et Down Again: Constraining Dual-Class Shares' 80 CLJ 515

Roe MJ et Wang CCY, 'Are Public Firms Disappearing? Corporate Law et Market Power Analyses' SSRN Electronic Journal

Romano R, 'Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation' 107 The Yale law journal 2359

Sharfman BS, 'A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs' 63 Villanova Law Review 1

Ventoruzzo M, 'The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat' 288 ECGI Working Paper 1

Winden AW, 'Sunrise, Sunset: An Empirical et Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures' 2018 Columbia business law review 852