



Nicolas CHENE

Majeure Finance

MEMOIRE DE RECHERCHE

-

Le droit de vote double en France

Panorama de son utilisation et impact en termes de valorisation des sociétés

Sous la direction de M. Ulrich HEGE

RESUME

La littérature académique internationale traite avec beaucoup de densité des mécanismes de dissociation du capital et des droits de vote. Cependant le droit de vote double français, parce qu'il est un outil spécifique à la France, est soit laissé de côté soit amalgamé à tort aux outils existants ailleurs. Ce mémoire a pour propos de présenter une analyse spécifique du droit de vote double à la française.

En France le droit de vote double est davantage la norme que l'exception puisque 68% des sociétés du SBF 250 y ont recours. Le droit de vote double est un outil très flexible. On le retrouve dans plus de huit sociétés familiales sur dix où il permet de renforcer la mainmise de la famille ainsi que dans plus de la moitié des sociétés à l'actionnariat dispersé où il doit permettre la fidélisation de l'actionnaire.

Cependant, bien que très souvent utilisé, le droit de vote double n'a qu'assez rarement un impact significatif sur le contrôle de la société, il est plus souvent un outil d'appoint et une source de flexibilité. Enfin cet outil semble par peu ou pas coûteux puisque nos analyses ne confirment pas l'idée d'une décote significative et systématique associée à sa présence par les partisans de sa suppression.

INTRODUCTION

Le droit français permet aux sociétés qui le décident d'inscrire à leurs statuts une clause attribuant aux actionnaires fidèles depuis au moins deux ans des droits de vote double. Censé permettre de récompenser la fidélité des actionnaires s'engageant sur le long terme aux côtés de la société, ce mécanisme n'est-il pas souvent détourné au profit des actionnaires importants et des managers au dépend des minoritaires ? Le récent affrontement début 2008 entre la direction du groupe Saint Gobain réclamant à son nouvel actionnaire le fonds Wendel de supprimer les droits de vote double avant qu'il n'en bénéficie comme gage de sa bonne foi a remis sur le devant de la scène la question du droit de vote double. Aberration coûteuse pour les uns, mécanisme bénéfique à l'entreprise pour les autres cette spécificité française fait depuis longtemps l'objet de débats passionnés.

Les mécanismes utilisés par les entreprises pour permettre une déconnexion au moins partielle entre la détention du capital et le pouvoir sont pourtant nombreux et font l'objet d'une recherche intense au niveau international. Mais parmi ces mécanismes le droit de vote double est une spécificité française, qui génère beaucoup de débat dans l'hexagone mais qui est souvent laissé de côté par les études internationales. C'est pourquoi il nous semble enrichissant de tenter de comprendre les spécificités de ce mécanisme et de dresser un panorama de son utilisation. Ainsi nous chercherons dans la première section de ce travail à comprendre les spécificités de cet outil et les termes du débat qu'il suscite. Dans un second temps nous chercherons à dresser un état des lieux de son utilisation et nous tenterons de comprendre les raisons qui font son succès.

Enfin pour certains les mécanismes de déconnexion en général et le droit de vote double en particulier sont contraires aux principes de bonne gouvernance. La conséquence de leur adoption serait une moindre valorisation. Nous tenterons d'analyser cette hypothèse pour les droits de vote double dans la troisième section de notre travail

SOMMAIRE

Résumé.....	2
Introduction.....	3
1. Le droit de vote double : un CEM à la française.....	6
1.1. Dissocier propriété et contrôle	6
1.1.1. Les mécanismes de déconnexions.....	7
1.1.2. Critiques de la légitimité des Mécanismes de dissociations.....	10
1.1.3. L'apport de la littérature académique.....	12
1.1.3.1. La critique théorique : les dangers de la déconnexion.....	12
1.1.3.2. L'approche empirique : une grande perplexité.....	14
1.2. Le droit de vote double français.....	15
1.2.1. Une spécificité française.....	15
1.2.2. Le droit de vote double en France au centre d'un débat intense.	17
1.2.3. La recherche académique sur les droits de vote double.....	21
1.2.3.1. Un objet laissé de coté par les grandes études universitaires.	21
1.2.3.2. Les travaux de F.Belot et E.Ginglinger	23
1.2.4. Pourquoi il nous semble encore intéressant d'étudier sur ce sujet ?	24
2. Panorama de l'usage du droit de vote double en France.....	25
2.1. Constitution de l'échantillon	25
2.2. Droit de vote double et secteurs d'activité.	27
2.3. Droit de vote double et taille de la société.	28
2.4. Droit de vote double et structure d'actionariat.....	29
2.4.1. Panorama de l'actionariat des sociétés du SBF 250	29

2.4.2. Quel type d'actionnariat conduit à utiliser les droits de vote double ?.....	33
2.5. Durée nécessaire à l'obtention du droit de vote double	34
2.6. Effet réel du droit de vote double en termes de déconnexion.	36
3. Impact des droits de vote double sur la valorisation des sociétés.....	40
3.1. Analyse au regard d'un critère de valorisation statique.	41
3.1.1. Présentation des PBR de notre échantillon	41
3.1.2. PBR et droits de vote double - Analyse uni variée.....	43
3.1.3. PBR et droits de vote double - Analyse multi variée.	44
3.2. Analyse de l'évolution sur trois ans.....	47
Conclusion	50
Bibliographie.....	53

1. LE DROIT DE VOTE DOUBLE : UN CEM A LA FRANÇAISE

Le droit de vote double s'inscrit dans le vaste univers des moyens de déconnexion du capital et du pouvoir au sein des entreprises. En effet nombreux sont les outils utilisés par les entreprises pour dissocier les droits de vote de la détention des droits économiques (part du capital) en s'affranchissant ainsi de la règle « une action=une voix ». Nombreux aussi sont les débats et les critiques soulevés par ces procédés. Dans cette première section après une courte présentation de ce contexte générale nous présenterons les spécificités d'un outil en particulier : le droit de vote double.

1.1. DISSOCIER PROPRIETE ET CONTROLE

Il est généralement admis que l'un des droits de base que confère la détention d'une action classique est le droit de vote lors des assemblées générales réunies pour prendre les décisions les plus importantes de la vie l'entreprise. Si une partie très importante du pouvoir effectif et quotidien au sein de l'entreprise est détenue par le ou les dirigeants, le pouvoir ultime appartient selon la théorie au propriétaire de la société, l'actionnaire ou plus précisément, le collège de l'ensemble des actionnaires. La détention de ce pouvoir découle de l'apport en capital réalisé et du risque encouru par l'actionnaire. Par conséquent l'approche intuitive suppose que l'on détient autant de pouvoir (et donc droit de vote) que l'on détient d'actions.

Cependant cette approche intuitive « une action=une voix », proche de l'idéal de la démocratie politique « un homme=une voix », est loin d'être une réalité universelle dans le monde de l'entreprise. Nombreux sont, en effet, les mécanismes utilisés pour obtenir une déconnexion, au moins partielle entre les droits de vote et la part du capital détenue. Ces mécanismes ont plusieurs objectifs. Certains ont pour but d'accroître le contrôle exercé par un actionnaire de référence au delà de la part de capital qu'il détient effectivement. D'autres cherchent à empêcher que n'émergent des actionnaires désireux d'influencer la société sans en prendre le contrôle total, pour cela des mécanismes limiteront leurs droits de vote en deçà de la part en capital qu'ils sont susceptibles de détenir.

L'utilisation de ces mécanismes est loin d'être anecdotique. En 2006, la Commission Européenne a demandé à l'Institut européen de la gouvernance d'entreprise (ECGI), ainsi qu'aux cabinets Institutional Shareholder Service Europe et Shearman & Sterling de dresser un état des lieux de l'existence et de l'utilisation de ces mécanismes à travers seize pays de l'Union européenne. Ce rapport, intitulé *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, nous offre un large panorama et une mine d'informations sur l'usage de ces mécanismes largement connus sous le sigle CEMs (pour Control Enhancing Mechanisms). Il en ressort que, sur les 464 sociétés européennes étudiées, 44% ont recours à un CEM au moins. Il est à noter que les pratiques varient de manière importante d'un pays à l'autre dans la mesure où la possibilité et la propension à recourir à tel ou tel mécanisme dépend de la législation du pays et sa culture des affaires.

1.1.1. LES MECANISMES DE DECONNEXIONS

Il nous semble utile de présenter les principaux mécanismes qui déjouent le principe « une action = une voix ». Il ne s'agit ici ni d'être exhaustif, ni de réaliser une étude détaillée de chacun de ces mécanismes mais seulement de présenter le contexte dans lequel est généralement classé le droit de vote double dont l'étude, il faut le rappeler est la seule finalité de ce travail.

- **Les classes d'actions différentes.**

Le principe est qu'il existe des actions ne donnant pas droit dans la même proportion aux cash-flows et aux votes. Cette pratique prend le plus souvent la forme de deux (ou plus) classes d'actions différentes, cotées séparément et donnant droit à un nombre de droits de vote différent. D'où l'expression anglaise de « dual class » largement répandue

On parle ainsi souvent de classe d'action A et classe B. La législation, lorsqu'elle autorise ce type de pratique, limite dans certains cas à 1/10 le rapport entre les droits de vote des deux classes. Ce procédé permet donc aux détenteurs des actions de la classe favorisée de détenir un pouvoir bien supérieur même si leurs droits sur les cash-flows sont les mêmes ;

ainsi le plus souvent ce sont les actionnaires de contrôle (et souvent la famille fondatrice) qui s'accaparent les actions favorisées.

On inclut souvent dans cette catégorie les actions sans droits de vote accompagnées ou non de droit préférentiel au dividende qui permettent à la société de lever du capital sans diluer davantage les actionnaires existant. Dans ces conditions, il existe à côté des actions à droit de vote classique une catégorie d'action cotée séparément qui ne dispose d'aucune voix.

Ces actions à droit de vote multiples sont autorisées dans de nombreux pays à travers le monde sous des formes et avec des restrictions juridiques variés. Dans leurs travaux Faccio et Lang (2002) constatent que 19,9% des sociétés d'Europe Occidentale ont recours à ce système.

Suivant les sources, le droit de vote double « à la française » est ou non assimilé et étudié comme part de cette catégorie. Nous verrons dans le point 1.2 pourquoi cette approche nous semble porteuse d'erreurs.

- Les **pyramides** consistent à détenir une participation majoritaire dans une holding qui détient ensuite elle-même un bloc de contrôle dans la société cotée. Cette situation peut être complexifiée à loisir en intercalant plusieurs niveaux de holding entre les détenteurs ultimes du contrôle et la société à contrôler. Dans ce genre de montage le détenteur de la majorité du capital contrôle la totalité des droits de vote de la holding alors qu'il ne possède pas la totalité de son capital.

Ainsi une société famille détenant 51% d'une holding détenant 51% de la société cotée détient dans cette dernière 51% des droits de vote mais seulement $51\% \times 51\% = 26\%$ des droits aux cash-flows. Ainsi, les minoritaires des holdings détiennent des parts de capital de la société mais pas de droits de vote. Aucune législation européenne ne fait obstacle à ce moyen simple de déconnecter capital et contrôle (selon le rapport cité plus haut de l'ECGI, la pyramide est légale dans tous les pays étudiés et utilisée dans 71% d'entre eux). La pyramide est fréquemment utilisée par les sociétés européennes (19,13% parmi celles étudiées par Faccio et Lang (2002) y avaient recours).

- L'organisation de la société en **commandite par action** permet aux associés commandités de détenir le pouvoir de manière quasiment inexpugnable tout en ne détenant des droits aux cash-flows que de manière très limitée. C'est par exemple le cas des groupes Lagardère et Michelin en France.
- Les **participations croisées** ou « cross-shareholding » qui permettent à plusieurs sociétés de détenir mutuellement des actions les unes dans les autres et ainsi de verrouiller leur capital. Il est à signaler, en se basant sur les résultats du rapport de l'ECGI, que cette pratique a quasiment disparu de ce mécanisme en Europe, alors qu'elle était autrefois très présente en France et en Allemagne. Parmi les exemples encore d'actualité en France on peut citer les participations de BNP Paribas dans Axa et de Axa dans BNP Paribas.
- Le **plafonnement des droits de vote** ou « voting cap ». Il s'agit d'une clause ajoutée aux statuts qui prévoit un plafonnement des droits de vote susceptible d'être exercés par une même personne. Tout droit de vote détenu par une même personne au delà du seuil décidé devient inutilisable. Cette clause devient en général caduque en cas d'offre d'achat et a pour but d'empêcher toute prise de contrôle rampante. Ce système se retrouve essentiellement au sein des grands groupes ayant un actionnariat dispersé comme par exemple Danone.

Bien que cette présentation ne soit pas exhaustive, on constate que ces outils sont nombreux, fréquemment utilisés et avec des finalités souvent très diverses. Ainsi les pyramides ont pour but de renforcer la mainmise d'un actionnaire au delà de sa détention réelle en capital, tandis que le « voting cap » cherche à empêcher l'émergence d'une force non désirée au sein de l'actionnariat.

1.1.2. CRITIQUES DE LA LEGITIMITE DES MECANISMES DE DISSOCIATIONS.

Les mécanismes de dissociation du contrôle et du capital, s'ils sont largement utilisés, font aussi l'objet de nombreuses critiques. Depuis le début des années 2000 la notion de «gouvernance d'entreprise», voire même parfois de «démocratie d'entreprise», est une priorité affichée des autorités et des intervenants des marchés. L'un des aspects de cette gouvernance est le respect des actionnaires, en particulier des minoritaires. Il n'est alors pas étonnant que les mécanismes de dissociations du contrôle, qui contreviennent au principe «une action=une voix» fasse l'objet si ce n'est d'une remise en cause, du moins d'une réflexion critique.

Les autorités européennes se sont emparées de ce sujet. Dans le cadre de ses travaux afin d'améliorer la gouvernance d'entreprise dans l'ensemble de l'Union, la Commission avait proposé dans une première mouture de la fameuse directive OPA de supprimer les droits de votes multiples. Cette proposition fut rejetée par le parlement européen qui se limita à une restriction du droit de vote multiple et des limitations de droits de vote dans le cadre des assemblée décidant des mesures de défenses anti OPA. La Commission Européenne n'a pourtant visiblement pas souhaité en rester là puisque, comme nous l'avons vu, elle a commandité en 2006 les travaux mentionnés ci-dessus dans le but de soulever une nouvelle fois la pertinence d'une convergence de tous les états membres vers la règle «une action=une voix». Ces travaux, qui recensent l'usage des CEMs et, nous le verront plus bas, interrogent les milieux académiques, se font aussi l'écho des critiques fortes en provenance du monde des investisseurs

En effet les plus critiques à l'égard des CEMs sont certainement certains gestionnaires d'actifs qui, parce qu'ils détiennent le plus souvent leurs actions dans une position minoritaire et dans une perspective de court terme, sont les plus susceptibles de se retrouver parmi ceux qui pâtissent de la déconnexion entre le capital et le pouvoir. Ils font partie de ceux qui voient mathématiquement leurs droits de vote minorés par rapport à leurs droits sur les cash-flows.

Au sein du rapport déjà largement mentionné ci-dessus et réalisé pour le compte de la Commission Européenne une étude a été menée auprès de 445 investisseurs

institutionnels représentant 4878 milliards d’euros d’actifs sous gestion afin de mesurer leur opinion des CEMs. Il ressort de cette étude une forte critique des mécanismes de dissociation. Le tableau 1 nous présente les résultats de l’étude réalisée auprès des gestionnaires et témoigne de la piteuse opinion qu’ils ont des mécanismes de dissociation

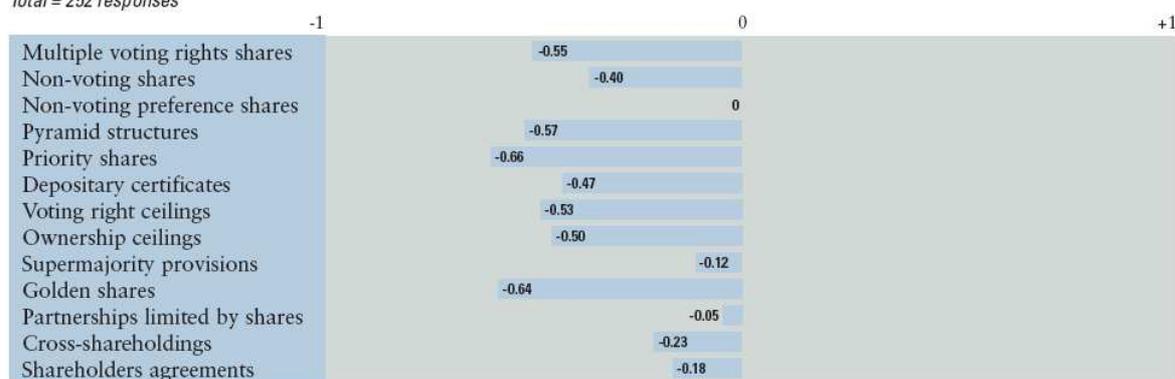
TABLEAU 1 – PERCEPTION DES CEMs PAR LES GESTIONNAIRES DE FONDS

Question. Investment decisions depend on numerous factors. In the end, each company is unique and each investment decision may be taken on a case-by-case basis. However, in general, as an institutional investor, what is your perception of the following Control Enhancing Mechanisms (CEMs), which allow for a separation between ownership and control (compared to the absence of such a CEM in a company)?

Investors with large assets under management tend to have more radical views on CEMs. If we calculate a weighted average based on assets under management instead of based on number of investors, the average sensitivity increases.

Figure 5.6: Average Weighted Investors' perception of CEMs

Total = 252 responses



Source : Report on the Proportionality Principle in the European Union

Par ailleurs, 80% de ces gestionnaires interrogés disent s’attendre à une décote dans la valeur de la société liée à la présence d’un ou plusieurs mécanismes de dissociation tandis que 8% seulement estiment que ces mécanismes n’impliquent pas de décote (12% ne savent pas). En moyenne, ceux qui s’attendent à la présence d’une décote la quantifient entre 10% et 30% du prix de l’action¹. La principale critique adressée par les gestionnaires de fonds est bien que le non-respect du principe « une action=une voix », en plus d’être contestable dans son principe au nom des règles de bonne gouvernance, entrainerait une destruction de valeur. Cette décote serait selon certains d’entre eux le fruit d’un gouvernement d’entreprise non optimal et d’une probabilité d’OPA plus faible en raison de la position indue

¹ Report on the proportionality principle in the European Union

conservée par un actionnaire de contrôle. Et c'est bien là que se trouve le cœur de notre problème concernant les CEMs; sont-ils cause d'une sous-valorisation des sociétés ?

1.1.3. L'APPORT DE LA LITTÉRATURE ACADEMIQUE.

Rappelons le une dernière fois, ce travail ne cherche en aucun cas présenter la littérature sur les CEMs. La question de la séparation du capital et des droits de vote a donné lieu à une très large réflexion tant du point de vu théorique qu'empirique ; vouloir en faire même une synthèse serait l'objet d'un travail entier. Nous invitons d'ailleurs le lecteur intéressé par ce sujet à se reporter une nouvelle fois aux travaux commandités par la Commission Européenne. En effet parmi les travaux réalisés dans le cadre de cette vaste réflexion se trouvent deux documents qui tentent justement une synthèse de ces recherches :

- *One share, One vote : A Theoretical Perspective (Burkart et Lee (2007))*
- *One share, One vote : The empirical Evidence (Adams et Ferreira (2007))*

Nous n'allons donc en aucun cas tenter de synthétiser ces recherches. Nous allons juste présenter quelques lignes de force utiles pour notre réflexion sur les droits de vote double.

1.1.3.1. La critique théorique : les dangers de la déconnexion

La réflexion théorique sur les moyens de déconnexions entre part du capital et droit de vote est vaste. Cependant il nous paraît important de rappeler très brièvement la base de la critique adressée aux CEM par la littérature académique. Cette critique est à la base de l'argumentation contre les CEM et justifie l'attente d'une décote liée à la présence de CEM. Comme le rappelle dans leur travail de synthèse, Burkart et Lee (2007), les décisions prises au sein de l'entreprise sont susceptibles de générer deux types de bénéfices :

- Les cash-flows (ou security benefits) qui correspondent aux flux touchés par chaque actionnaire au titre des bénéfices réalisés par la société
- Les bénéfices privés (ou private benefits) qui correspondent aux avantages retirés uniquement par ceux qui contrôlent la société (managers ou

actionnaires dominants). Ces bénéfiques peuvent être de nature très diverse, cela inclut par exemple le prestige retiré de la fonction, la renommée qu'apporte l'annonce d'une opération, la possibilité de définir le montant des dividendes ou encore la détention de l'information. Mais cela inclut également des formes de malhonnêteté plus directe comme la vente (l'achat) à un prix en dessous (au dessus) du marché d'un actif à (d') une société détenue par le dirigeant.

Ainsi tandis qu'un actionnaire minoritaire aura toujours pour objectif de d'exercer son vote dans le but de maximiser les security benefits, l'actionnaire majoritaire ou le manager prendra des décisions de façon à maximiser la somme de ses security benefits et de ses private benefits. Par conséquent le manager/actionnaire dominant peut être amené à faire des choix qui ne sont pas optimaux en termes de security benefits seuls. Dès lors on comprend aisément qu'il puisse être dans l'intérêt des actionnaires minoritaires que celui qui est en position de décisions détienne une part du capital dans la mesure où son intéressement aux security benefits augmente. Mais la détention du pouvoir sans le droit aux security benefits, donc une déconnexion entre le contrôle et les droits aux cash-flows, est une incitation à extraire des bénéfices privés.

L'approche théorique souligne dans cette logique les dangers d'une déconnexion importante entre contrôle et propriété et donne des arguments théoriques clairs à tous ceux qui critiquent ouvertement les mécanismes de déconnexion. Il est cependant important de souligner que la recherche académique reconnaît aussi qu'il existe des cas où le schéma « une action=une voix » n'est pas optimal. Par exemple, comme le soulignent également Burkart et Lee (2007), dans les firmes avec un actionnariat dispersé, s'éloigner du modèle « une action=une voix » peut être une solution au problème du free-rider (Grossman and Hart (1980)) et par conséquent augmenter la probabilité d'une OPA.

Il ne convient pas de tenter ici de citer ou, pire encore, de redémontrer les principales réflexions sur l'ensemble des CEMs. Il convient juste de souligner l'ampleur de cette réflexion et de noter que si la littérature semble avoir donné de puissantes armes aux

détracteurs des CEMs, certaines études défendent dans certains cas l'utilité de ces mécanismes.

1.1.3.2. L'approche empirique : une grande perplexité

La présence de mécanismes de dissociation donne-t-elle lieu à une décote? C'est la question de départ que se sont posées de nombreuses études qui ont tenté de prouver, de confirmer ou d'infirmer la présence d'une décote liée à la présence d'un CEM.

La synthèse réalisée dans le cadre des travaux de l'ECGI pour la Commission Européenne (Adams et Ferreira (2007)) recense treize études empiriques sur la présence d'une décote liée à un mécanisme de dissociation. Sur ces treize, huit concluent à la présence d'une décote, deux à des effets positifs sur la valorisation et enfin trois que la présence d'une dissociation est sans effet. Parmi les travaux importants sur le sujet il convient de citer les travaux de référence de Claessens et al (2002) réalisées sur 1301 sociétés de huit pays d'Extrême-Orient pour 1996. Ils arrivent à la conclusion que la présence d'une dissociation des droits de vote et des droits au cash-flow implique un plus faible price-to-book ratio. Ainsi selon cette étude une séparation des droits de vote et des droits aux cash-flows entrainerait une réduction du PBR de 12,5%. De même dans une étude récente, Bennedsen et Nielsen (2006) confirment avoir trouvé en Europe occidentale que les sociétés présentant une dissociation subissent une décote sur leur market-to-book ratio d'en moyenne 14%. Par ailleurs ils constatent que les pyramides sont des moyens de déconnexions moins couteux que les classes d'actions différentes. Cependant comme le souligne Adams et Ferreira (2007), les résultats varient fortement d'une étude à l'autre, et en fonction des modes de calculs utilisés dans les travaux. Bien qu'une majorité assez claire (huit sur treize) des études recensées semble tendre vers l'existence d'une décote, les auteurs nous mettent en garde contre toute conclusion hâtive :

« Finding significant results for all different proxies for disproportional ownership is the exception rather than the norm in this literature ».

Et de conclure ainsi leur tour d'horizon des recherches empiriques:

« We argue that the literature does not yet tell us whether or not disproportional ownership destroys firm value »¹.

Nombreux sont donc les mécanismes de dissociation entre le nombre d'actions détenues et le contrôle. Intense est le débat autour de ces mécanismes. Si la littérature académique semble souvent être réservée voire sceptique à l'égard des CEMs, il n'y a pas non plus de réprobation unanime. La réflexion sur ces mécanismes en général et leurs conséquences est très riche et fait preuve d'une belle vigueur depuis les années 2000. Mais notre recherche va, quant à elle, se restreindre à l'étude d'un seul de ses mécanismes, le droit de vote double à la française.

1.2. LE DROIT DE VOTE DOUBLE FRANÇAIS

1.2.1. UNE SPECIFICITE FRANÇAISE.

Le rapport présenté à la Commission Européenne permet comme nous l'avons déjà mentionné ci-dessus de constater de grandes disparités selon les pays quant à la proportion de sociétés utilisant des CEMs et quant à la nature des CEMs employés le cas échéant. L'une des principales raisons expliquant ces différences est le contexte juridique comme le confirme le tableau 2. Certaines législations autorisent tel ou tel mécanisme et non un autre.

¹ One Share, One vote : The Empirical Evidence Adams et Ferreira (2006) p2

TABLEAU 2– CONTEXTES JURIDIQUES NATIONAUX ET DISPONIBILITE DES CEMS

Figure 3.3: Availability of CEMs

Country	Multi. voting right shares	Non voting shares	Non Voting pref. shares	Pyramid structure	Priority shares	Dep. certif.	Voting right ceilings	Ownership ceilings	Super-majority provisions	Golden shares	Partnerships ltd. by shares	Cross share holdings	Shareholders agreements
BE	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
DE	No	No	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
DK	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
EE	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
FI	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	No	Yes	No	No	Yes	Yes
FR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No	Unclear	Yes	Yes	Yes	Yes
GR	No	No	Yes	Yes	No	No	No	No	Yes	No	No	Yes	Yes
HU	Yes	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Unclear	Yes	No	No	Yes	Yes
IE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Unclear	Yes	Yes	Unclear	No	Yes	Yes	Yes
IT	No	Yes	Yes	Yes	Unclear	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
LU	No	No	Yes	Yes	Unclear	Yes	Unclear	Unclear	Yes	Unclear	Yes	Yes	Yes
NL	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
PL	No	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Unclear	Yes	Yes	No	Yes	Yes
SE	Yes	No	No	Yes	Yes	Unclear	Yes	No	Yes	No	No	Yes	Yes
SP	No	No	Yes	Yes	No	No	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
UK	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes
AU	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Unclear	No	Yes	Yes	No	Unclear	Yes	Yes
JP	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Unclear	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
USA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes

Source : Report on the Proportionality Principle in the European Union

S’il existe une spécificité française dans ce domaine c’est bien le mécanisme du droit de vote double. En effet l’étude mentionnée ci-dessus entraîne selon nous une méprise regrettable dans la mesure où il assimile le mécanisme des droits de vote double français aux actions à droits de votes multiples des autres pays européens.

Or en pratique il s’agit d’un outil très différent. Il suffit pour s’en convaincre de lire la définition qui en est donné par l’article L.225-123 du code de commerce français. Cet article énonce que :

« Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu’elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d’une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

En outre, en cas d’augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d’émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission,

aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Le droit de vote prévu aux premier et deuxième alinéas ci-dessus peut être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d'un Etat membre de la Communauté européenne ou d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen.»

Il n'existe donc pas, comme en Suède ou au Danemark par exemple, plusieurs classes d'actions. Le droit de vote double est conféré à n'importe quelle action « ordinaire » lorsque celle-ci est détenue depuis une période donnée qui est généralement comprise entre deux et quatre ans. La spécificité du droit de vote double est de ne pas être attachée à l'action mais bien à la qualité de l'actionnaire. Les actions doivent aussi être détenues au nominatif. Cela permet à la société une meilleure visibilité sur ces actionnaires. Enfin, le droit de vote double s'éteint si l'action est revendue. Une action à droit de vote double a donc par définition le même prix qu'une action à droit de vote simple puisque le droit double s'éteint s'il y a vente. Il s'agit là d'une différence forte avec les différentes classes d'actions puisque dans ce dernier cas les classes d'action n'ont pas le même prix et que chaque action conserve ses propriétés dans le cas d'une cession. Le droit de vote double pour sa part n'est préservé que dans le cadre des successions.

La plupart des législations des grands pays européens (Espagne, Allemagne, Royaume-Uni, Italie) interdit ce type de pratique faisant dans les faits du droit de vote double une spécificité française.

1.2.2. LE DROIT DE VOTE DOUBLE EN FRANCE AU CENTRE D'UN DEBAT INTENSE.

Comme nous l'avons vu plus haut, le climat ne semble guère favorable aux mécanismes de dissociation du capital et du contrôle. Mais ce corps de critique s'applique-t-il vraiment à notre spécificité française?

Dans le rapport réalisé pour la Commission Européenne, le droit de vote double à la française, nous l'avons déjà mentionné, est étudié dans la catégorie des actions à

droit de vote multiple et n'est pas véritablement distingué des systèmes où coexistent plusieurs classes d'actions. A ce titre, les fonds d'investissements qui ont été interrogé sur leur opinion se sont exprimés sans pouvoir distinguer le droit de vote double à la française. Ainsi, le résultat de l'étude qui fait ressortir une image très négative des actions à droit de vote multiple ne saurait être pris comme un indicateur totalement pertinent dans ce cas.

Il est vrai cependant vrai que le droit de vote double en France a de nombreux détracteurs. La première critique de principe est qu'il s'agit, comme tout CEM, d'un système allant contre l'idée de démocratie actionnariale. Celle-ci serait basée sur le principe « une action=une voix » tout comme la démocratie politique est basée sur le principe « un citoyen=une voix ». Ce système serait donc une discrimination à la défaveur des investisseurs qui ne souhaitent pas conserver leurs titres plusieurs années ou qui, comme c'est souvent le cas pour les investisseurs institutionnels étrangers ne souhaitent pas les inscrire au nominative alors même qu'au moment où ils le détiennent ils portent autant de risques que les autres actionnaires. Comme le dit, peut être naïvement, un gestionnaire de hedge fund américain cité par l'ECGI : « *Double voting rights in France allow long term owners to keep control of a company even when they are diluted in shares, which does not seem normal* »¹

Le droit de vote double aurait aussi pour effet de réduire la probabilité d'OPA dans la mesure où il permet d'assurer le contrôle de la société avec un nombre plus limité d'actions. Non seulement la présence de droit de vote double diminuerait la probabilité d'une OPA dans la mesure où il permet à d'éventuels actionnaires de référence de renforcer leur contrôle sans avoir à investir mais également dans la mesure où une fois l'OPA lancée l'ensemble des titres apportés à un éventuel acheteur perdent le vote double tandis que tous ceux qui ne sont pas apportés sont susceptibles de le conserver. Ces deux éléments sont connus a priori par un acheteur potentiel et par conséquent réduisent (selon les critiques) la probabilité d'une offre. Le mécanisme serait donc un obstacle à un libre marché du contrôle des entreprises. Il serait un outil entre les mains des actionnaires historiques et des managers qui ne souhaitent pas voir l'entreprise tomber en d'autres mains même si ces dernières sont

¹ Report on the Proportionality Principle in the European Union

susceptibles d'accroître la valeur de l'entreprise.. Dans ce cas en effet les lésés seraient les actionnaires minoritaires de la société qui ne peuvent pas bénéficier de la valorisation de la société que pourrait atteindre un meilleur management.

C'est pourquoi en France des gestionnaires de fonds activistes militent entre autres pour la suppression des droits de vote double afin de pouvoir davantage peser sur les entreprises et surtout bénéficier avancent-ils d'une meilleure valorisation. Ils rejettent l'idée de la fidélisation, argument traditionnel des défenseurs du droit de vote double. Ainsi comme l'écrit Pierre Henry Leroy, président de Proxyinvest :

« Au nom d'une fidélisation hypothétique, l'introduction du droit de vote double [...] fondé sur le nominatif prive malheureusement tous les actionnaires étrangers qui ne peuvent ou ne souhaitent être au nominatif de ce droit...Allons donc ! Quel investisseur autre que celui qui contrôle minoritairement l'assemblée déciderait de conserver ses actions parce qu'il a des droits de vote double? »¹

Cependant les droits de vote double français ont également de fervents défenseurs. De manière assez peu surprenante il s'agit essentiellement des représentants des chefs d'entreprises. La Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris (CCIP) a ainsi rédigé un rapport en réponse aux travaux de la Commission Européennes. Dans ce document présenté par M. Dominique Norguet, et intitulé « *Une action=une voix* » *Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir ?*, la CCIP critique non seulement la méthode retenue par la Commission Européenne mais offre un vibrant plaidoyer en faveur des droits de vote double. La CCIP reproche à la Commission d'avoir soulevé cette question de manière inopportune alors même que le Parlement européen avait il y a peu refusé d'imposer le principe « une action=une voix », elle lui reproche également d'avoir confié l'élaboration de son étude à une entité proche des investisseurs institutionnels (International Shareholder Services) et d'avoir interrogé les fonds d'investissement sur leurs perceptions des CEMs tandis que les représentants des sociétés émettrices n'ont été ni impliqués ni interrogés. Sur le fond la CCIP défend vigoureusement le droit de vote double à la française et réclame que sa spécificité soit reconnue. Les principaux

¹ En réponse à Claude Bébéar : contre le droit de vote double !, Pierre Henry Leroy, président de Proxy Invest.

arguments développés régulièrement en faveur des droits de vote double et repris par ce rapport sont les suivants :

- Le droit de vote double ne constitue pas une classe d'actif privilégié, il est à la portée de tout actionnaire et ne constitue donc pas un outil de discrimination
- Il s'agit d'une prime de fidélité au profit des actionnaires qui s'engage au coté de l'entreprise sur des perspectives à moyen-long terme. Il s'agit donc d'un encouragement à l'épargne à long terme qui est susceptibles de faire contrepoids à la présence, certes pour une part utile, des fonds spéculatifs. Ces fonds ne restent que peu de temps dans le capital des sociétés tandis que les perspectives d'investissements des sociétés sont construites sur des horizons de plusieurs années. En disposant d'actionnaires prêt à les accompagner plusieurs années dans leurs plans d'investissements les sociétés seraient en meilleure posture pour créer de la valeur. Nous souhaitons ici citer un extrait d'un article de Claude Bébéar intitulé *Non à la suppression des actions à droit de vote double* et qui résume assez bien l'argumentaire classique en faveur des droits de vote double :

« Il paraît [...] normal de traiter différemment l'actionnaire qui « passe » et celui qui « reste ». Les droits de vote double constituent donc une « prime de fidélité » ayant pour objectif de favoriser les investisseurs dont l'implication à long terme sert les intérêts de la société au détriment des spéculateurs dont les objectifs à court terme vont parfois à l'encontre de l'intérêt social de l'entreprise »

Dans cette optique la présence d'une clause de droit de vote double devrait, à long terme générer non une décote mais une surperformance des sociétés.

- Le droit de vote double permet à des groupes dont les propriétaires ne veulent pas perdre le contrôle mais ayant des besoins de financement de pouvoir faire appel avec davantage de flexibilité à l'épargne publique. Par exemple dans le cas de sociétés contrôlées par une famille il permet d'éviter le dilemme entre la nécessité de lever de nouveaux fonds propres pour assurer

la croissance du groupe et la volonté de conserver le pouvoir au sein de la société.

La CCIP conclut donc que dans la mesure où un haut niveau de transparence est atteint, le principe « une action=une voix » ne doit pas être mis en place de manière autoritaire. La liberté d'organisation des sociétés, sous réserve que tout se déroule dans la clarté et la transparence doit primer sur une volonté naïve de vouloir transposer des concepts politiques. Pour la chambre de commerce le droit de vote double français est un outil spécifique qui doit être traité comme tel et dont les mérites doivent être reconnus. Les défenseurs des droits de vote double mettent en avant qu'aucune recherche empirique n'est venue confirmer de manière définitive que le principe « une action=une voix » avait un effet bénéfique sur la valorisation des sociétés et que la spécificité des droits de vote double n'est pas pris en compte dans les recherches internationales.

1.2.3. LA RECHERCHE ACADEMIQUE SUR LES DROITS DE VOTE DOUBLE.

Le débat par voie de presse et entre les praticiens sur le droit de vote double en France est souvent brulant, comme l'illustre la récente polémique concernant les droits de vote double chez Saint Gobain. A l'inverse, la recherche académique est relativement muette sur le sujet, à l'exception notable du travail de François Belot.

1.2.3.1. Un objet laissé de côté par les grandes études universitaires.

Il convient de noter que les études internationales passent le plus souvent sous silence la spécificité du droit de vote double à la française. De manière générale les études ne savent que faire de cet objet particulier. On retrouve dans ces études deux types d'approches :

- La première, utilisée par l'étude de l'ECGI consiste à assimiler cet outils aux actions à droits de vote multiples, c'est-à-dire aux structures avec plusieurs classes d'actions. Mais cette méthode nous l'avons déjà souligné nous

semble hautement contestable dans la mesure où elle ignore la non-cessibilité du vote double. Il n'est ensuite pas possible de constater de différences de prix liées à la présence de droits de vote supplémentaires comme c'est le cas quand deux types d'actions sont cotées séparément. Enfin cette approche ignore le fait que n'importe quelle action en France est susceptible de porter un droit de vote double si l'actionnaire détenteur le veut et est prêt à attendre le temps nécessaire, ce qui n'est pas le cas pour les structures à classes multiples.

- Une autre approche retenue par la littérature consiste à ignorer tout simplement l'outil. Ainsi Faccio et Lang (2002) dans leur large étude sur l'actionnariat et le contrôle en Europe Occidentale ignorent tout simplement le droit de vote double à la française :

« Multiple voting shares are legal in France and most firms grant two votes for each ordinary share, as long as they have been held for at least two consecutive years; for publicly traded firms this minimum holding period can be extended up to four years. These multiple voting stocks do not represent a special category of stocks in France, so we treat them as ordinary shares. »¹

Dans leur étude sur l'impact des moyens de déconnexions (dual class et pyramides), à l'inverse de l'ECGI, Bennedsen et Nielsen (2006) laissent également de côté les droits de vote double.

Par conséquent, cette spécificité est souvent soit mal interprétée soit mise de côté par la littérature académique internationale.

¹ Faccio et Lang (2002) p15

1.2.3.2. Les travaux de F.Belot et E.Ginglinger

Le principal travail réalisé sur le sujet des droits de vote double jusqu'à aujourd'hui est le mémoire de DEA réalisé en 2005 par François Belot alors étudiant à l'Université de Paris Dauphine sous la direction de Madame Edith Ginglinger. Ce mémoire, intitulé *Droits de vote double et «voting-caps» : quel impact pour les entreprises françaises?*, est le principal travail que nous avons pu consulter sur le sujet des droits de vote double et représenta pour nous tant une source de réflexion que d'inspiration.

François Belot constate la proportion importante (60%) de sociétés utilisant une clause de droit de vote double au sein du SBF 120, sur lequel il se base pour sa recherche. Il étudie ensuite, à l'aide du ratio Q de Tobin, l'impact de la présence de droit de vote double sur la valorisation des sociétés de son échantillon. Il conclut que la présence de droit de vote double a un effet négatif systématique sur les sociétés cotées significatif lorsque la durée nécessaire pour obtenir des droits de vote double est long et que la société est contrôlée par une famille. Par ailleurs François Belot procède à une analyse des annonces de suppression de la clause de droit de vote double sur le cours de bourse de la société. Il constate une rentabilité anormale positive (1,592% avec la rentabilité de marché, 1,437% avec le modèle de marché et 1,698% avec la moyenne historique) qui peut être considérée comme significativement supérieure à zéro. Ce résultat lui permet de conclure à l'aversion des investisseurs pour les clauses de droits de vote double.

Une autre facette de la question des droits de vote double a été étudiée par Ginglinger et Hamon (2007) dans une étude intitulée *Ownership, control and market liquidity*. Ils se sont en effet attelés à étudier l'impact des structures d'actionnariat et des mécanismes de dissociation du capital et du contrôle sur la valorisation des sociétés. Ils concluent que la présence de structure pyramidale a un effet négatif sur la liquidité des titres (écart bid-ask élargit et moindre profondeur), leur conclusion est bien plus positive concernant la présence du droit de vote double. Le droit de vote double est sans impact sur la liquidité des titres des sociétés de grandes tailles et/ou à l'actionnariat diversifié, mais cette clause a un effet positif sur la liquidité des titres

des petites et moyennes sociétés contrôlées par des familles. La présence des droits de vote double permet aux familles d'accepter un pourcentage de flottant plus important tout en conservant le contrôle de leurs sociétés. Par ailleurs les auteurs mettent en avant que la présence de droits de vote double réduit le trading informé. En effet certains acteurs disposant d'informations privilégiées en interne vont renoncer à vendre leurs titres et à profiter de ces informations dans la mesure où ils perdraient le bénéfice de leurs droits de vote double. La probabilité de se retrouver dans une transaction face à un acteur informé se trouve réduite du fait de la présence des droits de vote double, la liquidité du titre s'en trouve améliorée.

1.2.4. POURQUOI IL NOUS SEMBLE ENCORE INTERESSANT D'ETUDIER SUR CE SUJET ?

Les CEMs en général au niveau mondial et les droits de vote double en France en particulier font l'objet d'intenses débats. Par ailleurs comme nous le remarquons en conclusion de notre première section en citant les travaux réalisés par l'ECGI le débat académique tant théorique qu'empirique n'est pas clos. Ce champ nous a donc semblé propice à notre travail de recherche.

La littérature sur le thème des droits de vote double, restreinte mais de qualité, semble contrastée. Si d'un côté les travaux de François Belot semblent mettre en avant un effet négatif sur la valorisation des sociétés en particulier pour les sociétés familiales, les travaux de Ginglinger et Hamon mettent en avant les conséquences positives en termes de liquidité pour ces mêmes sociétés familiales. Il nous semble (comme cela sera exposé dans la section 2.) que la question du droit de vote double est en effet souvent associée aux spécificités des sociétés familiales. C'est pourquoi nous avons souhaité réaliser un travail dans la lignée de celui de François Belot en élargissant l'échantillon d'étude jusqu'au SBF250. En doublant la taille de l'échantillon d'étude nous espérons en effet pouvoir mieux cerner la problématique du droit de vote double dans le contexte des sociétés de tailles moyennes (celle justement où la présence de droits de vote double semble être un facteur positif en terme de liquidité). Nous pensons qu'il sera alors intéressant de disposer d'un panorama plus large de l'utilisation des droits de vote double sur la place de Paris.

Par ailleurs, il nous a semblé qu'il était certainement possible d'apporter une nouvelle contribution intéressante à l'analyse de l'impact de la présence des droits de vote double sur la valorisation des sociétés. Il est en effet frappant de constater dans quelle mesure la clause de droit de vote double donne lieu à un débat vigoureux sans que l'on ait véritablement déterminé l'impact de la présence ces droits sur la valorisation des sociétés. Ainsi il nous a semblé intéressant d'essayer de contribuer à ce débat..

Ainsi, les questions auxquelles tente de répondre ce mémoire sont les suivantes: **Qui utilise les droits de vote doubles? Pourquoi?** et **Avec quelles conséquences en terme de valorisation?** Ainsi la seconde partie de ce rapport a pour but de présenter un panorama de l'utilisation des droits de vote double en France et la troisième cherche à analyser l'impact de ces droits de vote sur la valorisation des sociétés.

2. PANORAMA DE L'USAGE DU DROIT DE VOTE DOUBLE EN FRANCE.

2.1. CONSTITUTION DE L'ECHANTILLON

Nous avons souhaité travailler sur échantillon large de sociétés. En effet il nous a semblé important de ne pas accorder un poids trop important dans notre échantillon aux sociétés les plus grosses dans la mesure où, si l'on se réfère aux travaux de F. Belot et de E.Ginglinger et J. Hamon, ce sont justement dans les sociétés de tailles moyennes et familiales que la présence de droits de vote double risque d'avoir un impact significatif. Nous avons donc utilisé l'indice SBF 250 comme référence.

Dans la mesure où nous souhaitons dans la partie III étudier les droits de vote double au regard du PBR au 1^{er} Janvier 2005 et l'évolution du cours de bourse entre le 1^{er} Janvier 2005 et le 1^{er} Janvier 2008 nous n'avons conservé dans notre échantillon que les sociétés présentes dans l'indice SBF250 à la fois le 1^{er} Janvier 2005 et le 1^{er} Janvier 2008. De plus dans un très petit nombre de cas nous n'avons

pu trouver les documents nécessaires, ou ceux-ci ne donnait pas les informations recherchées. Ainsi nous avons exclu de notre échantillon une petite dizaine de sociétés supplémentaires pour lesquelles il ne nous a pas été possible de trouver les informations. Ces sociétés, mis à part Hermès International (pour lequel F.Belot avait rencontré la même difficulté), font partie des plus petites sociétés du SBF 250.

Notre échantillon final regroupe donc cent-quatre-vingt-dix (190) sociétés présentes dans le SBF 250 au 1^{er} Janvier 2005 et au 1^{er} Janvier 2008.

Nous nous sommes renseignés sur la présence de droits de vote double et sur l'actionnariat des sociétés (tant en termes d'action que de droit de vote) dans les documents de référence de l'année 2004. Dans la majorité des cas, le document de référence était disponible sur le site de l'AMF. Pour certaines sociétés il nous a fallu chercher sur les sites des sociétés pour trouver les documents correspondant à l'année 2004.

Dans l'immense majorité des documents de références l'information concernant le droit de vote double et ses principales caractéristiques est inscrite de la même manière, conforme à un souci de transparence Ainsi par exemple on pouvait lire dans le document de référence 2004 de Saint Gobain :

*« Depuis 1987, les statuts de la Compagnie prévoient qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres actions est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative **depuis deux ans** au nom d'un même actionnaire. [...] Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux, ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai prévu ci-dessus. »*

Dans la très grande majorité des cas, le document de référence utilisé est daté du 31 Décembre 2004. Néanmoins pour trente-quatre (34) sociétés le document de référence n'est pas arrêté au 31 Décembre. Par conséquent nous avons choisi de

toujours nous référer au document déposé auprès de l'AMF au titre de l'année comptable 2004, ce qui revient dans les faits à toujours prendre le document de référence antérieur au 31 Décembre 2004, qu'il s'agisse du 31 Mars 2004 (comme par exemple pour Air France KLM), du 30 Juin 2004 (pour Ilog), du 31 Aout 2004 (pour Zodiac) ou du 30 Septembre 2004 (pour la Compagnie des Alpes).

Sur les cent-quatre-vingt-dix sociétés qui composent notre échantillon, **cent-trente disposaient d'une clause de droit de vote double au 1^{er} Janvier 2005. Cela représente 68,4% des principales sociétés cotées en France.** Il s'agit donc d'un outil très largement utilisé. Avec son échantillon plus restreint Belot (2005) trouvait une proportion similaire (60%).

2.2. DROIT DE VOTE DOUBLE ET SECTEURS D'ACTIVITE.

Nous avons repris la classification ICB utilisée par Euronext afin de présenter la composition de notre échantillon par activité. Euronext regroupe les sociétés cotées au SBF 250 en 10 indices sectoriels codées de zéro à neuf. L'utilisation du droit de vote double se retrouve dans chacun de ces secteurs (sauf le 6, non significatif en raison de sa taille).

TABLEAU 3 – DROIT DE VOTE DOUBLE ET SECTEURS D'ACTIVITE

Code	Secteur	Echantillon Total (n)	Utilisent le DVD	
			(n)	en%
	Echantillon total	190	130	68,4%
0	Oil & Gas	6	4	66,7%
1	Basic Materials	4	1	25,0%
2	Industrials	40	34	85,0%
3	Consumer Goods	33	29	87,9%
4	Health Care	11	9	81,8%
5	Consumer Services	37	24	64,9%
6	Telecommunications	1	0	0,0%
7	Utilities	4	1	25,0%
8	Financials	19	6	31,6%
9	Technology	35	22	62,9%

Le découpage ICB d'Euronext ne permet pas d'obtenir des secteurs d'activité homogènes en nombre de sociétés. De plus, même si le droit de vote double existe dans chacune des catégories, les secteurs ne sont pas non plus homogènes en termes de proportions de sociétés utilisant cet outil. En nous arrentant sur les secteurs les plus importants nous pouvons constater que dans certains secteurs comme « Industrials » et plus encore « Consumer Goods » plus de huit sociétés sur dix ont recours à cet outil. A l'inverse le secteur financier n'y a que relativement rarement recours; c'est le cas de 31,6% des sociétés du secteur financier de notre échantillon contre le double pour l'ensemble du groupe.

2.3. DROIT DE VOTE DOUBLE ET TAILLE DE LA SOCIETE.

Afin de comprendre les facteurs qui amènent à avoir recours au droit de vote double nous avons regardé l'impact de la taille de la société sur la fréquence d'utilisation du droit de vote double. En utilisant la capitalisation boursière pouvons-nous distinguer les principaux utilisateurs des droits de vote doubles ?

TABLEAU 4 – CAPITALISATION BOURSIERE ET DROIT DE VOTE DOUBLE

	Echantillon Total (N)	Usage du Droit de vote double	
		N	% de l'échantillon
Toutes sociétés	190	130	68,4%
M1 (CB > 543M€)	95	59	62,1%
M2 (CB < 543M€)	95	71	74,7%
Différence (M2-M1) = 12,6% p-value = 0,062 *			
Q1 (CB > 3330M€)	48	27	56,3%
Q2 (3330M€ > CB > 543M€)	47	32	68,1%
Q3 (543M€ > CB > 209M€)	47	34	72,3%
Q4 (209 M€ > CB)	48	37	77,1%
Différence (Q4-Q1) = 20,8% p-value = 0,031 **			

NB : Dans notre travail les notation *, ** et *** soulignent des résultats significatifs aux seuils de 10%, 5% et 1%.

Dans le tableau 4, nous avons scindé notre échantillon en plusieurs catégories. Nous avons comparé les sociétés dont la capitalisation boursière est supérieure (M1) à la capitalisation boursière médiane (543M€) à celles dont la capitalisation est inférieure (M2). L'usage des droits de vote double est plus fréquent lorsque la taille de la société décroît. Ce résultat est statistiquement significatif au seuil de 10%. Cette utilisation croissante des droits de vote double alors que la taille des sociétés décroît se confirme lorsque l'on descend dans le détail. Une analyse par quartile confirme que le taux de recours aux droits de vote double diminue avec l'accroissement de la capitalisation des sociétés cotées. Le taux d'utilisation est clairement plus important pour les sociétés les plus petites de notre échantillon puisque plus de trois sociétés sur quatre (77,1%) ayant une capitalisation boursière de moins de 209M€ ont recours aux droits de vote double.

Cependant cette première analyse ne doit pas nous faire conclure à tort que le droit de vote double est un outil à usage des petites sociétés uniquement puisque plus de la moitié des sociétés les plus importantes de notre échantillon (56,3% pour les sociétés du premier quartile) ont également recours à cet outil. Nous sommes plutôt conduits à conclure au vu des résultats que l'usage des droits de vote double se retrouve pour toutes les tailles de sociétés cotées. Aussi bien le groupe Total (Plus grosse capitalisation boursière de notre échantillon avec 101Mds€ au 1^{er} Janvier 2005) que la grande majorité des sociétés les plus petites de notre échantillon y ont recours.

2.4. DROIT DE VOTE DOUBLE ET STRUCTURE D'ACTIONNARIAT.

2.4.1. PANORAMA DE L'ACTIONNARIAT DES SOCIÉTÉS DU SBF 250

Le principal effet des droits de vote double est de distordre le principe de proportionnalité entre le nombre d'actions détenues et le pouvoir exercé. Il nous a donc semblé important de comprendre le lien qui existe entre type d'actionnariat et usage du droit de vote double. Dans ce but nous avons distingué au sein de notre échantillon les sociétés dont l'actionnariat est concentré et celles où il est dispersé. Puis dans le cas des sociétés à l'actionnariat concentré nous avons distingué selon

le type d'actionnaire de référence. Pour cela nous avons suivi les grands axes de la méthodologie de Faccio et Lang (2002) largement reprise depuis, notamment par François Belot. Nous retenons cette méthodologie non seulement pour sa clarté et sa simplicité mais aussi car nos résultats pourront alors être comparables avec ceux des études précédemment citées. Cette méthode se base sur deux grands principes :

- Il est considéré qu'une société a un actionnariat concentré lorsqu'un actionnaire de référence possède plus de 20% des droits de vote de la société. S'il n'existe aucun actionnaire atteignant cette limite l'actionnariat de la société est considéré comme dispersé.
- Les sociétés dont l'actionnariat est concentré sont regroupées selon la nature de leurs actionnaires de contrôle. Il existe cinq catégories d'actionnaires de contrôle: **les familles** (qui peuvent se limiter à une personne physique), **les groupes « industriels »**, **les institutions financières** (banques, assurances et fonds d'investissements en tout genre) et **l'Etat** (directement ou indirectement au travers de ses agences de participations comme l'Erap). Demeure un certains nombres de cas qui constitue le groupe « **Autres** » et qui regroupe les salariés (Eiffage par exemple), les fonds de placement des cadres mais aussi les quelques cas où le peu d'information disponible ne nous a pas permis de trancher en faveur d'une des autres catégories (par exemple quand une famille et un fond sont associés dans une holding sans communiquer sur leurs participations respectives).

Il est important de souligner que notre méthodologie s'est éloignée de celle de Faccio et Lang (2002) sur deux points. Tout d'abord nous n'avons pas cherché à remonter aussi haut que possible pour diagnostiquer la part réelle de capital détenu par les actionnaires de contrôle. Nous n'avons pas cherché à escalader les pyramides ! Cela tient au fait que notre travail se fixe sur les droits de vote double et non sur les conséquences globales des déconnexions entre droits au capital et droits de vote. Nous avons souhaité capturer autant que possible la seule déconnexion liée aux droits de vote double.

Dans une même logique dans le cas des entreprises industrielles ou des institutions financières détenant des sociétés de notre échantillon, nous ne sommes pas remontés à l'étage au dessus pour savoir si elles étaient elles même détenues par un autre actionnaire de contrôle. Ainsi pour Pages Jaunes par exemple alors majoritairement détenu par France Telecom lui-même alors contrôlé par l'Etat ; il nous a semblé que le contrôle de Pages Jaunes était exercé par France Telecom selon ses propres critères industriels plutôt que par l'actionnaire de ce dernier. Mais nous avons considéré que les holdings (cotées ou non) étaient des entités « transparentes », à savoir que la société étudiée était entre les mains de l'actionnaire final si la holding n'a pas d'autre fonction que détenir les titres. Par exemple nous avons considéré que Casino Guichard était détenu par une famille ou personne physique (en l'occurrence M. Naouri) malgré le fait que de nombreuses sociétés holding (dont Rallye également dans l'échantillon) sont interposées entre M. Naouri et Casino.

Grace à cette approche nous pouvons présenter le résultat de notre échantillon selon la nature de notre classification par type d'actionnariat:

TABLEAU 5 – PANORAMA DE L'ACTIONNARIAT DE NOTRE ECHANTILLON

	Echantillon Total (N)	Actionnariat Dispersé	Actionnariat Concentré					
			TOTAL	Familles	Industriels	Inst. Fi	Etat	Autres
Toutes sociétés	190	41	149	91	21	19	7	11
<i>En % de l'échantillon total</i>	<i>100,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>78,4%</i>	<i>47,9%</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,8%</i>
<i>En % du total de l'actionnariat concentré</i>				<i>61,1%</i>	<i>14,1%</i>	<i>12,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>7,4%</i>
M1 (CB > 543 M€)	95	33	62	36	11	7	5	3
		<i>34,7%</i>	<i>65,3%</i>	<i>37,9%</i>	<i>11,6%</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,3%</i>	<i>3,2%</i>
M2 (CB < 543 M€)	95	8	87	55	10	12	2	8
		<i>8,4%</i>	<i>91,6%</i>	<i>57,9%</i>	<i>10,5%</i>	<i>12,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>8,4%</i>

Grace au Tableau 5 nous constatons que l'échantillon contient **une très large majorité des sociétés à l'actionnariat concentré**. Parmi nos 190 sociétés, seulement 41 (soit 21,6%) ont un actionnariat dispersé. Dans la large étude de Faccio et Lang (2002) qui portait sur 607 sociétés seulement 14% des sociétés présentait un actionnariat dispersé. A l'inverse l'échantillon de François Belot en

contenait 34,2%. Ces différences s'expliquent aisément par le fait que les sociétés à actionnariat dispersé sont bien plus présentes parmi les sociétés de grandes tailles. Dès lors plus l'échantillon observé est large, moins nombreuses sont les « grandes » sociétés et donc plus faible est la proportion d'actionnariat dispersé. Ainsi notre échantillon (190 observations) nous conduit à observer une part plus faible que François Belot (114 observations) de sociétés à l'actionnariat dispersé mais plus importante que Faccio et Lang (2002) (607 observations). La décomposition de l'échantillon selon la capitalisation boursière confirme cette analyse ; parmi les 95 sociétés (M1) dont la capitalisation excède 543 M€ (la médiane) la part des sociétés à actionnariat dispersé est de 34,7% (ce qui nous amène proche de l'échantillon de François Belot, 34,2%) ; à l'inverse parmi les 95 sociétés dont la capitalisation est inférieure (M2) à 543M€, il n'y a que 8,4% de sociétés à actionnariat dispersé. Cette conclusion est cohérente avec l'idée que les sociétés les plus importantes, qui ont également les plus gros besoins de financement qui ne peuvent pas toujours être suivies par des actionnaires de référence, sont les plus susceptibles de présenter un actionnariat dispersé.

La seconde observation sur les types d'actionnariat au sein de notre échantillon est **la forte persistance en France du modèle de l'actionnariat familial**. Celui-ci représente 47,9% de notre échantillon total, proportion qui augmente significativement, comme nous pouvions nous y attendre, à 57,9% lorsque l'on s'intéresse à la partie M2. Cependant l'actionnariat familial ne se limite aux sociétés « small-cap » et « mid-cap » dont les besoins en financement restent mesurés. Au sein des « grosses » sociétés de notre échantillon (M1), la part des sociétés contrôlées par une ou des familles (37,9%) se situe dans des ordres de grandeur similaires à celle détenue par un actionnariat dispersé (34,7%). L'actionnariat familial, même au sein des sociétés de taille importante de notre échantillon reste le cas le plus fréquent. La persistance en France de cette dominance était mise en avant par Faccio et Lang (2002) qui trouvaient 64,82% de sociétés contrôlées par des familles.

2.4.2. QUEL TYPE D'ACTIONNARIAT CONDUIT A UTILISER LES DROITS DE VOTE DOUBLE ?

TABEAU 6 - ACTIONNARIAT ET USAGE DU DROIT DE VOTE DOUBLE

	Echantillon Total (N)	Actionnariat Dispersé	Actionnariat Concentré					Autres
			TOTAL	Familles	Industriels	Inst. Fi	Etat	
Toutes sociétés	68,4%	51,2%	73,2%	87,9%	57,1%	26,3%	42,9%	81,8%
Différence (act dispersé vs actionnariat concentré) = 21,9% p-value = 0,008 ***								
Différence (act dispersé vs actionnariat familial) = 36,7% p-value = 0,000 ***								
M1 (CB > 543 M€)	62,1%	54,5%	66,1%	83,3%	45,5%	28,6%	60,0%	33,3%
M2 (CB < 543 M€)	74,7%	37,5%	78,2%	90,9%	70,0%	25,0%	0,0%	100,0%

Le tableau 6 nous confirme la relation pressentie entre nature de l'actionnariat et usage du droit de vote double. Le droit de vote double est particulièrement apprécié par les sociétés contrôlées par des familles puisque présent dans 87,9% des sociétés familiales de notre échantillon. La différence entre le taux d'utilisation par les sociétés au capital dispersé et celui des sociétés familiales est statistiquement significative au seuil de 1%. Au vu de cette très large utilisation par les familles, le droit de vote double semble être vu comme un outil utile et peu coûteux permettant de renforcer leur contrôle. C'est le cas tant pour les nombreuses « petites » sociétés familiales que pour les grandes sociétés familiales cotées.

Cependant nous ne pouvons pas non plus conclure que le droit de vote double est un outil à usage unique des blocs de contrôles. En effet, au sein des sociétés à actionnariat dispersé le recours au droit de vote double est également majoritaire (51,2% dans notre échantillon). Comme démontré plus haut ces sociétés à l'actionnariat dispersé sont majoritairement des sociétés de taille importante. Le droit de vote double ne peut donc pas être conçu uniquement comme un outil de déconnexion en faveur d'un actionnaire principal puisqu'on le retrouve dans de nombreuses sociétés où il n'y a pas justement d'actionnaire de référence. Dans ces circonstances il est souvent mis en place avec l'objectif de fidéliser l'actionnaire.

Enfin nous souhaitons souligner le faible taux d'utilisation des droits de vote double au sein des sociétés détenues par des institutions financières. Dans notre échantillon seulement 26,3% des sociétés dans ce cas font usage des droits de vote double. Certes du fait du faible nombre de sociétés dans ce cas nous nous devons de faire preuve de prudence et ne pouvons conclure de manière statistiquement significative. Nous avons par ailleurs déjà souligné (section 2.2) que le secteur financier présentait un taux d'utilisation des droits de vote double très en deçà du reste de l'échantillon. Il est vrai que certaines sociétés du secteur en détiennent d'autres (comme Société Générale et Boursorama). Cependant nous ne pouvons pas ne pas rapprocher ces faibles taux du fait que la critique des droits de vote double émane essentiellement d'une part de la communauté financière.

2.5. DUREE NECESSAIRE A L'OBTENTION DU DROIT DE VOTE DOUBLE

Il nous a également paru intéressant de mettre en lumière les différences qui existent parmi les utilisateurs des droits de vote doubles. En effet le nombre d'années nécessaires pour obtenir un droit de vote double varie selon les sociétés. La grande majorité des sociétés imposent une durée comprise entre deux et quatre ans. Certaines sociétés imposent encore des durées de détention de cinq ans. Chez Pernod Ricard la durée est même de 10 ans.

Il nous faut signaler que parmi les sociétés de notre échantillon neuf ne faisait pas mention dans leurs rapports annuels de la durée de détention nécessaire pour obtenir le droit de vote double. Pour huit d'entre elles, ils s'agissaient de sociétés contrôlées par des familles.

TABLEAU 7 - DUREE DE DETENTION NECESSAIRE

	TOTAL	2 ans	3 ans et plus					? ^(a)
			3 et +	3 ans	4 ans	5 ans	10 ans	
Echantillon total	130	59	62	14	44	3	1	9
<i>en % du TOTAL ^(a)</i>		49%	51%	12%	36%	2%	1%	
Taille								
M1 (CB > 543 M€)	59	30	25	4	17	3	1	4
<i>en % du TOTAL ^(a)</i>		55%	45%	7%	31%	5%	2%	
M2 (CB < 543 M€)	71	29	37	10	27	0	0	5
<i>en % du TOTAL ^(a)</i>		44%	56%	15%	41%	0%	0%	
Actionnariat								
Actionnariat dispersé	21	13	8	2	5	0	1	0
<i>en % du TOTAL ^(a)</i>		62%	38%	10%	24%	0%	5%	
Actionnariat concentré	109	46	54	12	39	3	0	9
<i>en % du TOTAL ^(a)</i>		46%	54%	12%	39%	3%	0%	
dont familles	80	28	44	10	31	3	0	8
<i>en % du TOTAL ^(a)</i>		39%	61%	14%	43%	4%	0%	
dont Industriels	13	8	4	1	3			1
dont Inst. Fi	7	4	3	1	2			0
dont Etat	3	3	0					0
dont Autres	6	3	3		3			0

^(a) : En % du total excluant les 9 sociétés, très majoritairement familiales, pour lesquelles le document de référence ne mentionne pas la durée nécessaire

Différence usage de 3ans et plus (M1-M2) = -11%, p-value = 0,249

Différence usage de 3ans et plus (act dispersé - familles) = -23%, p-value = 0,063 *

Notre échantillon se scinde presque de manière équivalente entre une durée requise de deux ans et une durée de trois ans et plus. Dans ce dernier cas, quatre ans est l'option largement la plus répandue.

L'analyse par taille semble montrer que les « grosses » sociétés (M1) ont tendance à imposer une durée de détention plus courte que les petites. Dans 55% des cas les sociétés du groupe M1 se limitent à 2 ans tandis que dans 45% des sociétés vont au delà. Dans le cas des sociétés M2 nous obtenons des chiffres inverses. Cependant ce phénomène n'est pas statistiquement significatif.

L'analyse par type d'actionnariat nous montre une division plus claire encore. Les sociétés concentrées détenues par des familles ou des personnes physiques ont beaucoup plus tendance à imposer une période de détention nécessaire longue. Tandis que 62% des sociétés à l'actionnariat dispersé accorde le double vote dès

deux ans, ce n'est le cas que pour 39% des sociétés familiales. Dans 61% des cas les sociétés familiales qui utilisent le droit de vote double décident d'aller au-delà du minimum légal de deux ans. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Les sociétés familiales dont la taille est en moyenne plus petite sont donc les principales utilisatrices d'un droit de vote double à accès difficile. Cela nous semble confirmer notre idée qu'il existe deux motivations différentes pour deux type de sociétés différentes qui conduisent aux droits de vote double :

- La fidélisation de l'actionnaire. C'est l'idée mise en avant par les grands groupes à l'actionnariat souvent dispersé qui défendent le droit de vote double. Dans ces cas, il semble bien que deux ans soit déjà une durée suffisante pour faire preuve de sa « fidélité ». Davantage faire attendre les actionnaires fidèles serait certainement mettre la barre trop haute et risquer que ce dispositif ne soit plus à destination que d'une infime minorité.
- Le renforcement du pouvoir d'un actionnaire de contrôle, en particulier pour les familles. Dans ces cas, peu importe semble-t-il que d'autres actionnaires fassent l'effort d'attendre les trois, quatre ou cinq ans nécessaires puisque l'objectif est avant tout de renforcer le poids de la famille. Dans ces sociétés les membres de la famille ont bien l'intention de conserver leurs actions plusieurs années et un délai plus long renforce encore leur pourcentage de contrôle. La fidélisation de l'actionnaire minoritaire semble passer au second plan puisque l'on n'est pas en manque d'actionnariat stable.

2.6. EFFET REEL DU DROIT DE VOTE DOUBLE EN TERMES DE DECONNEXION.

Nous l'avons mentionné plus haut le droit de vote double est souvent critiqué au titre de la déconnexion qu'il induit entre le nombre d'actions détenues et les droits de votes détenus. Il nous a donc paru intéressant de mesurer l'ampleur de cette déconnexion.

Une première constatation s'impose à nous de manière évidente : dans les sociétés où il y a actionnariat dispersé, il est difficile de constater déconnexion. En effet la présence de droit de vote double ne permet pas de renforcer un actionnaire

dominant puisqu'il n'y en a pas ; les bénéficiaires du droit de vote double ne contrôlent pas la société et leurs parts sont rarement mentionnées. Le seul pouvoir renforcé est peut-être celui du manager dans la mesure où la présence du droit de vote double limiterait le risque d'OPA. Mais au cours de notre recherche, nous n'avons pas trouvé d'étude prouvant que la présence de clause de droit de vote double pour les sociétés au capital dispersé ait empêché la réalisation d'une offre hostile. La déconnexion impliquée par le droit de vote double est donc à observer dans les sociétés où existe un actionnaire dominant. C'est dans ce cas que cet outil a effectivement un pouvoir de dissociation au profit, dans une grande majorité des cas, de cet actionnaire de référence.

TABLEAU 8 – DROIT DE VOTE DOUBLE ET DECONNEXION

	N	Droit au capital	Droit de vote	DV-DC	DV/DC
Total actionnariat concentré ^{(a),(b)}	149	45,50%	52,53%	7,03%	1,15
dt avec DDVD ^(b)	109	45,15%	54,81%	9,66%	1,21
dt sans DDVD ^(a)	40	46,44%	46,45%	0,01%	1,00
Famille	91	47,86%	56,86%	9,00%	1,19
dt avec DDVD ^(b)	80	48,85%	59,10%	10,25%	1,21
dt sans DDVD	11	41,09%	41,53%	0,44%	1,01
Industriels	21	47,30%	50,05%	2,75%	1,06
dt avec DDVD	12	44,09%	50,10%	6,01%	1,14
dt sans DDVD ^(a)	9	51,58%	49,99%	-1,59%	0,97
inst. Fi	19	44,64%	47,68%	3,04%	1,07
dt avec DDVD	5	36,86%	46,78%	9,92%	1,27
dt sans DDVD	14	47,42%	48,00%	0,58%	1,01
Etat	7	39,82%	44,33%	4,51%	1,11
dt avec DDVD	3	20,20%	29,00%	8,80%	1,44
dt sans DDVD ^(c)	4	59,43%	59,67%	0,24%	1,00
Autres	11	28,22%	36,28%	8,06%	1,29
dt avec DDVD	9	28,62%	38,35%	9,73%	1,34
dt sans DDVD	2	26,45%	26,97%	0,52%	1,02

^(a) : Areva est exclu du calcul des moyennes de DV et DC en raison de sa structure particulière

^(b) : Bongrain, Bonduelle, Haulotte, Plastic Omnium et Rodriguez Group sont exclus du calcul des pourcentage de DC et DV dans la mesure où ne sommes pas renseignés sur la part en droit de vote de l'actionnaire de référence.

^(c) : Metropole télévision impact fortement l'échantillon en raison de la forte présence d'actions sans droits de vote

Au vu des résultats présentés dans le tableau 8, les sociétés au capital concentré de notre échantillon ont en moyenne un actionnaire de référence détenant 45,5% des droits en part de capital pour 52,53% des droits de vote. Si l'on ne considère que les sociétés faisant usage du droit de vote double, le montant moyen des droits en capital est de 45,15% et des droits de vote de 54,81%. L'écart est légèrement plus élevé dans le cas des sociétés familiales. Il est emblématique de souligner qu'en

termes de moyenne la présence de droits de vote double permet de franchir le seuil des 50% des droits de vote. Cependant il ne faudrait pas surestimer l'impact du droit de vote double en terme de pouvoir, d'abord parce que la déconnexion demeure en moyenne limitée à environ 10% et surtout car cette clause n'est que rarement utilisée pour franchir un seuil décisif.

Comme le montre, en bleu, le tableau 9, le droit de vote double permet en effet dans certains cas à l'actionnaire de franchir les seuils de 20% (qui nous permet de dire que la société a un actionnariat concentré) et de 50% (contrôle avec une majorité absolue).

TABLEAU 9 – EFFET REEL DES DROITS DE VOTE DOUBLE

Part en Capital	Part en Droit de vote	TOTAL	Dispersé	Familles	Industriels	Inst. Fi	Etat	Autres
x < 20%	x < 20%	21 16,8% (1)	23 100,0%					
x < 20%	20% < x < 50%	12 9,6% (1)		4 33,3%	2 16,7%	2 16,7%	2 16,7%	2 16,7%
20% < x < 50%	20% < x < 50%	27 21,6% (1)		17 63,0%	4 14,8%	0 0,0%	1 3,7%	5 18,5%
20% < x < 50%	x > 50%	20 16,0% (1)		17 85,0%	0 0,0%	1 5,0%	0 0,0%	2 10,0%
x > 50%	x > 50%	45 36,0% (1)		38 84,4%	5 11,1%	2 4,4%	0 0,0%	0 0,0%
Droits de vote non renseignés		5		5				

(1) : en pourcentage du total des sociétés utilisant les DVD

Les autres pourcentages représente ici la fraction pour chaque seuil en fonction du type d'actionnariat

Ce n'est donc que moins d'une fois sur dix que le droit de vote double permet de franchir le seuil de 20% et une fois sur cinq qu'il permet de s'assurer les 50%. Dans la majorité des cas, s'il est bien sur un outil de renforcement du contrôle, le droit de vote double n'est pas le seul garant de celui-ci. Il permet seulement plus de confort à l'actionnaire dominant

Il est ainsi intéressant de souligner que dans 36% des cas d'utilisation de droits de vote double, l'actionnaire de référence (très majoritairement une famille), détient déjà la majorité absolue des parts en capital. Dans ces conditions le droit de vote double peut sembler être une précaution inutile. Peut-être est-il là pour préparer l'avenir au

cas où la famille aurait besoin de lever davantage de capital? Il nous semble en tout cas que cette observation ne plaide pas en faveur d'une décote liée aux droits de vote double. On nous permettra en effet de remarquer de manière peut-être naïve que les familles ne maintiendraient probablement pas ce système dont elles n'ont pas besoin pour contrôler la société si elles le savaient coûteux. Dans cette catégorie qui représente plus d'un tiers des occurrences, la famille qui détient plus de 50% d'une société, qui porte souvent son nom, son histoire, sa réputation et qui dans la grande majorité des cas représente une très large part de sa fortune (souvent peu diversifiées) semble fortement incitée à s'attacher au profit de la société. Si l'on suit la logique de la modélisation de Grossman et Hart sur les bénéficiaires privés on peut penser que dans ce contexte le risque que la famille spolie la société est faible.

Le droit de vote double est utilisé dans des circonstances très différentes. Parfois il permet à un actionnaire de référence de franchir un seuil important. Mais plus souvent il permet seulement à l'actionnaire de renforcer son contrôle. Enfin il arrive souvent que la société utilise la clause de droit de vote double alors qu'il n'existe pas d'actionnaire de référence.

C'est bien dans cette logique que nous pouvons tirer de notre panorama des sociétés du SBF 250 une première conclusion : le droit de vote double est un outil d'usage très large en France. Au vu de nos analyses, il nous paraît important de souligner qu'il semble de vain de vouloir trouver une unique explication à son utilisation. C'est peut-être justement sa grande flexibilité qui explique qu'il soit autant prisé par les sociétés françaises et que les chefs d'entreprises soient aussi nombreux à en prendre la défense. Nous avons cependant cherché à mettre en avant l'existence de deux grandes typologies d'utilisateur de droit de vote double. D'une part les sociétés contrôlées par des familles, souvent de taille moindre que la moyenne de l'échantillon. Le droit de vote double semble avant tout y être considéré comme un outil utile pour renforcer la maîtrise de la famille. D'une autre part des sociétés souvent de taille importantes, parfois à l'actionnariat dispersé, voire atomisé, ont également majoritairement recours à cet outil au titre de la fidélisation à l'entreprise (et à sa direction ?). Le droit de vote double semble donc être un outil capable de

répondre aux attentes de ceux qui détiennent effectivement le pouvoir, qu'il s'agisse d'une famille ou d'une équipe de managers.

Cependant comme nous l'avons observé dans cette section le droit de vote double dans la grande majorité des cas ne changent pas vraiment la donne. Dans les sociétés à l'actionnariat dispersé, il ne permet pas vraiment de « détourner » le pouvoir. Même si l'existence du droit de vote double est peut-être une aide pour le management dans la mesure où il favorise à un actionnariat à long terme qui serait plus attaché au groupe, la présence de cette clause ne change pas véritablement la donne au niveau du pouvoir. Il reste également à démontrer que le droit de vote double à la française soit source de moindre activité sur le marché des OPA. Le fait même que le droit de vote double soit aussi rependu n'a pas, semble-t-il, empêché plusieurs vagues de concentration de se dérouler en France. Au sein des sociétés familiales le rôle du droit de vote double ne doit pas non plus être surestimé. Comme nous l'avons vu plus haut sa présence apporte plus souvent un « complément » de pouvoir que le pouvoir lui-même. Le droit de vote double ne permet de franchir des seuils que dans une minorité de cas.

3. IMPACT DES DROITS DE VOTE DOUBLE SUR LA VALORISATION DES SOCIETES.

La première critique adressée au droit de vote double, comme aux autres CEMs, est de principe. En dérogeant à la règle « une action=une voix » elle s'éloignerait de l'idée de démocratie. Cette critique et ce débat nous semble difficile à trancher et fortement subjectif. Savoir si le strict respect de la norme démocratique « une action=une voix » est, par principe, plus souhaitable et conforme à la bonne gouvernance que la liberté d'organisation de l'entreprise nous semble une question difficile à trancher.

La seconde critique adressée aux Droits de vote double est la présence d'une éventuelle décote. Nous l'avons vu dans la section I. les avis sont largement partagés sur les CEMs. Concernant les droits de vote double à la française, mis à

part François Belot, la question n'a pas fait l'objet d'étude. L'idée régulièrement soulevée est que la présence du droit de vote double entrainerait une moindre valorisation systématique. D'un point de vu de vocabulaire il nous semble qu'il s'agit plutôt de diagnostiquer une prime éventuellement accordée au nom de la « bonne gouvernance » aux sociétés n'ayant pas recours aux droits de vote double. Conclure que le droit de vote double induirait une décote viendrait à conclure que plus des deux tiers des sociétés de notre large (au niveau français) échantillon seraient décotées !

Nous avons souhaité dans cette dernière section soulever la question de cette éventuelle décote. Pour cela nous avons retenu deux critères, le Price-to-Book Ratio (PBR) et la variation du cours de bourse sur trois ans.

3.1. ANALYSE AU REGARD D'UN CRITERE DE VALORISATION STATIQUE.

3.1.1. PRESENTATION DES PBR DE NOTRE ECHANTILLON

Nous avons décidé de comparer les PBR au 1^{er} Janvier 2005. Notre objectif est de voir si la présence de droit de vote double peut être à l'origine d'un PBR en moyenne significativement inférieur pour les sociétés l'utilisant.

Nous avons réuni les informations nécessaires au calcul du PBR au 1^{er} Janvier 2005 pour l'ensemble des sociétés cotées de notre échantillon. Le PBR est calculé comme le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable; nous avons réuni ces deux informations grâce aux rapports annuels et à la base de données Datastream. La capitalisation boursière est observée au 1^{er} Janvier 2005 et la valeur comptable dans le dernier bilan disponible à l'aide de Datastream et en recoupement avec les rapports annuels. Nous avons choisi d'exclure de notre base les sociétés dont le PBR ne nous semblait pas significatif :

- Areva en raison des spécificités de la structure du capital.
- Les sociétés présentant des ratios significativement élevés (supérieurs à 10) ou négatifs. En effets certaines sociétés en raison de périodes de difficultés

ont détruit l'essentiel de leurs capitaux propres et présentent au bilan des capitaux propres comptables amenant à des PBR absurdes. Nous avons ainsi exclu Alstom alors en difficulté (PBR = 106) ou Eurodisney (PBR = - 4,3).

Ainsi nous avons au total exclu 9 sociétés de notre échantillon pour cause de PBR extrêmes ou non-significatifs et susceptibles de biaiser les moyennes. Notre échantillon fut donc ramené à 181 unités, soit une perte d'environ 4,7% ce qui nous semble acceptable.

Sur l'ensemble de l'échantillon la moyenne (la médiane) du PBR s'établissait à 2,52 (2,05). L'une des faiblesses de notre indicateur est l'importance de l'écart-type, qui, malgré l'exclusion des cas extrêmes s'établit à 1,43. Les PBR s'échelonnent entre un minimum à 0,68 et un maximum à 8,36. Une rapide présentation par secteur nous permet de poser le contexte de notre analyse.

TABLEAU 10 – PBR DE L'ÉCHANTILLON ET SITUATION PAR INDUSTRIE.

Code	Secteur	n	Moyenne	Ecart type	Mediane	Min	Max
	Echantillon total	181	2,51	1,43	2,05	0,68	8,36
0	Oil & Gas	6	3,04	2,41	1,92	1,50	7,80
1	Basic Materials	3	1,73	0,95	1,52	0,89	2,76
2	Industrials	38	2,13	0,82	2,07	0,68	4,49
3	Consumer Goods	33	2,30	1,30	1,84	0,74	5,34
4	Health Care	10	3,00	1,01	2,88	1,91	4,74
5	Consumer Services	35	2,48	1,45	1,85	0,93	6,25
6	Telecommunications	1	3,83	ns	3,83	3,83	3,83
7	Utilities	3	2,22	1,00	2,53	1,11	3,04
8	Financials	19	1,93	1,10	1,56	0,86	5,59
9	Technology	33	3,43	1,81	2,85	1,03	8,36

Il nous paraît important de souligner que les différences sont parfois importantes selon les secteurs. Il est ainsi intéressant de souligner qu'en 2004 malgré les baisses de capitalisations importantes suite à l'éclatement de la bulle internet, les PBR du secteur « technology » étaient, avec en moyenne 3,43, très au-dessus du reste de l'échantillon. A l'opposé on retrouve en bas de l'échantillon le secteur « basic materials » avec un PBR moyen de 1,73 ; il est à noter cependant le peu de sociétés cotées dans ce dernier secteur au sein de notre échantillon.

3.1.2. PBR ET DROITS DE VOTE DOUBLE - ANALYSE UNI VARIEE.

Afin de répondre à la problématique de cette dernière section de notre travail nous avons étudié les moyennes des PBR selon utilisation ou non du droit de vote double. Nous avons ensuite ajouté les critères d'analyses que nous avons établi en partie 2, soit la nature de l'actionnariat, la présence éventuelle d'une famille comme actionnaire de référence ainsi que la taille de la société. Le tableau 11 nous présente les résultats de ces croisements ainsi que les résultats des tests sur l'existence ou non d'une différence significative.

TABLEAU 11 - DROIT DE VOTE DOUBLE ET PBR

		Ensemble	avec DVD (1)	sans DVD (2)	Différence (1)-(2)	p-value
Echantillon total	moyenne	2,51	2,52	2,49	0,03	0,902
	σ	1,43	1,41	1,50		
	mediane	2,05	2,04	2,17		
Actionnariat						
Act dispersé	moyenne	2,58	2,60	2,55	0,05	0,919
	σ	1,55	1,32	1,82		
Act concentré	moyenne	2,49	2,50	2,46	0,04	0,877
	σ	1,40	1,43	1,34		
Différence disp vs concentré = 0,09 p-value = 0,740						
Act familial	moyenne	2,72	2,73	2,68	0,05	0,889
	σ	1,48	1,56	0,76		
Différence disp vs familiale = -0,14 p-value = 0,630						
Taille						
M1 (CB > 543M€)	moyenne	2,53	2,44	2,66	-0,22	0,515
	σ	1,51	1,22	1,73		
M2 (CB < 543 M€)	moyenne	2,49	2,61	2,38	0,23	0,487
	σ	1,35	1,60	1,35		
Différence M1-M2 = 0,04 p-value = 0,856						

Au niveau de l'ensemble de l'échantillon, la moyenne des sociétés avec droits de vote double et celle de sociétés sans droit de vote double sont extrêmement proches, la différence n'étant que de 0,03. De manière frappante le résultat de ces tests ne nous permet absolument pas de conclure à la présence d'une décote liée à la présence de droit de vote double.

L'analyse de nos PBR en fonction de la structure d'actionnariat ne nous conduit pas non plus à mettre en avant un effet systématique de la présence de droits de vote

double. Bien que les tests, en raison de la taille de l'échantillon et surtout de la nature de notre indicateur ne nous permet pas de conclure que la différence est significative statistiquement on notera que les firmes à actionnariat familial semblent présenter des PBR légèrement supérieurs en moyenne au reste de l'échantillon. Quel que soit la nature de l'actionnariat, la présence de droit de vote double ne semble pas, au vu des analyses mentionnées ci-dessus, être un facteur de différenciation pour le PBR. Il en va de même pour l'analyse en fonction de la taille de la capitalisation boursière. Nous ne sommes pas en mesure de conclure à l'existence de différences significatives liées à la présence de droit de vote double au niveau du PBR.

Par ailleurs, nous avons mené une analyse au sein de l'échantillon de société utilisant les droits de vote double pour déterminer dans quelle mesure la durée nécessaire à l'obtention pourrait impacter le niveau de valorisation. Nous avons distingué un groupe de sociétés utilisatrices du droit de vote double avec une durée nécessaire de deux ans et un autre groupe avec les sociétés imposant trois ans ou plus. Le premier groupe présente un PBR moyen de 2,45 ($\sigma = 1,22$) et le second une moyenne de 2,58 ($\sigma = 1,59$). Nous concluons ($p\text{-value} = 0,598$) à l'impossibilité de rejeter l'hypothèse nulle. Les clauses plus restrictives ne semblent pas non plus engendrer de décote particulière.

3.1.3. PBR ET DROITS DE VOTE DOUBLE - ANALYSE MULTI VARIEE.

Il nous semble important de tenter de poursuivre cette analyse en intégrant d'autres variables susceptibles d'expliquer la formation du PBR. Ainsi nous avons décidé de mener une analyse multi-variée afin d'expliquer nos PBR. Nos régressions auront par conséquent pour variable dépendant le PBR 2004 étudié ci-dessus.

Nous avons défini plusieurs variables de contrôle afin de prendre en considération certains grands facteurs susceptibles d'influencer la valorisation de la société :

- La taille de la société. Dans la ligné de Bennedsen et Nielsen (2006) nous avons retenu le logarithme (log) du montant du chiffres d'affaire. La taille de la société est en effet susceptible d'influer sur la valorisation de la société bien qu'il n'y ait pas de consensus sur le sens de cette relation.
Notre variable **Taille** prend une valeur moyenne de 6,05 pour un écart-type de 0,845
- L'importance de la dette. Nous avons donc décidé d'intégrer une variable effet de levier calculé comme le ratio dettes financières nettes sur capitaux propres comptables.
Notre variable **Levier** a une valeur moyenne de 0,70 pour un écart-type de 1,79
- La croissance passée. Pour mettre en évidence cet effet, tout comme Bennedsen et Nielsen (2006) ou François Belot (2005) nous utilisé la croissance du chiffre d'affaires entre 2003 et 2004.
Notre variable **Croissance** a une valeur moyenne de 0,11 pour un écart-type de 0,24
- Nous avons également intégré des variables de contrôle liées au secteur économique de la société. Ainsi pour chaque secteur nous avons créé une variable qui prend la valeur 1 si la société appartient au secteur et la valeur zéro dans le cas contraire. Nous avons donc créé 10 variables intitulées **Secteur0, Secteur1, ..., Secteur9** selon le numéro de code ICB du secteur.
- Nous avons défini une variable sur le pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire afin de mesurer un éventuel effet lié au degré de concentration de l'actionnariat de la société. Cette variable **Contrôle** prend le pourcentage de capital du premier actionnaire de chaque société.
- Enfin nous avons créé une variable **Famille** prenant pour valeur 1 si la société est détenue par une famille, zéro sinon.

Par ailleurs nous avons défini plusieurs variables afin de pouvoir analyser l'impact des droits de vote doubles

- Une variable **DVD** prenant pour valeur 1 si la société utilise une clause de droit de vote double, zéro si elle n'en a pas.
- Une variable **DVD2ans** prenant pour valeur 1 si la société utilise une clause de droit de vote double avec 2 ans de durée nécessaire à l'obtention du droit de vote double, zéro sinon.
- Une variable **DVD3ans+** prenant pour valeur 1 si la société utilise une clause de droit de vote double avec 3 ans ou plus comme durée nécessaire à l'obtention du droit de vote double, zéro sinon.

TABEAU 12 – PBR DANS LE CADRE D'UNE ANALYSE MULTIVARIEE

PBR	(1)		(2)		(3)		(4)	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value
Variables								
n	181		181		172		172	
Taille	-0,072	0,622	-0,065	0,644	-0,048	0,753	-0,037	0,801
Levier	-0,014	0,822	-0,024	0,706	-0,012	0,846	-0,022	0,733
Croissance	1,141	0,011 **	1,163	0,010 **	1,129	0,014 **	1,142	0,013 **
Secteur0	0,580	0,351	0,555	0,370	0,679	0,283	0,652	0,299
Secteur1	-0,566	0,494	-0,597	0,469	-0,468	0,577	-0,506	0,544
Secteur3	0,101	0,754	0,060	0,851	0,190	0,580	0,148	0,665
Secteur4	0,719	0,143	0,680	0,163	0,905	0,083 *	0,876	0,091 *
Secteur5	0,323	0,313	0,341	0,285	0,388	0,245	0,396	0,233
Secteur6	1,817	0,199	2,003	0,152	1,855	0,195	2,023	0,153
Secteur7	0,411	0,622	0,402	0,626	0,479	0,571	0,477	0,569
Secteur8	-0,143	0,732	-0,046	0,914	-0,063	0,883	0,032	0,941
Secteur9	1,123	0,001 ***	1,064	0,002 ***	1,226	0,001 ***	1,170	0,001 ***
Contrôle	0,459	0,354			0,400	0,434		
Famille			0,333	0,155			0,348	0,153
DVD	-0,022	0,927	-0,112	0,656				
DVD2ans					-0,130	0,635	-0,202	0,465
DVD3ans+					0,067	0,812	-0,052	0,860
Constante	2,336	0,024 **	2,376	0,012 **	2,137	0,046 **	2,202	0,029
R ² ajusté	0,112		0,118		0,113		0,121	

Malgré le nombre important de critères que nous avons réunis pour analyser le PBR, le pouvoir explicatif de ces critères se révèle assez mince. Statistiquement nous pouvons uniquement souligner que la croissance de l'année précédente du chiffre d'affaires (avec un seuil de 5%) ainsi que l'appartenance au secteur 9 soit celui des technologies (au seuil de 1%) ont un impact positif sur le PBR.

Une nouvelle fois, le droit de vote double dans ces conditions ne nous apparaît pas comme un facteur significatif de décote. La présence de la clause ne semble absolument pas significative. Dans les deux premiers cas étudiés dans le tableau 12 le PBR est contrôlé avec le degré de contrôle du premier actionnaire (1) et la présence d'une famille comme actionnaire au contrôle (2) ; la p-value associée à la clause de droit de vote double témoigne du peu de crédit que l'on peut apporter au fait que dans les deux cas le coefficient des droits de vote double soit légèrement négatif.

Nous avons dans un second temps cherché à analyser l'impact de la durée nécessaire à l'obtention des droits de vote mais les régressions (3) et (4) ne nous permettent absolument pas de tirer des conclusions en terme d'impact du droit de vote double sur la valorisation. Pour réaliser ces deux régressions nous avons dû retrancher à l'échantillon les neuf sociétés utilisant les droits de vote double sans faire mention du nombre d'années nécessaires pour les obtenir.

3.2. ANALYSE DE L'ÉVOLUTION SUR TROIS ANS.

Dans la mesure où nous sommes désormais amené à penser que rien ne permet, sur la base du PBR, de conclure que la présence d'une clause de droit de vote double entraînerait une moindre valorisation au début de l'année 2004, nous avons souhaité savoir si les trois dernières années avaient été l'occasion d'une « prise de conscience » des supposés méfaits des droits de vote double. Nous avons donc étudié un critère dynamique susceptible de nous permettre d'étudier l'évolution de la situation depuis notre date d'étude, le 1^{er} Janvier 2005. Nous avons pour cela regardé le critère très simple de l'évolution du cours de bourse sur trois ans du 1^{er} Janvier 2005 au 1^{er} Janvier 2008. En effet il nous semble que si ces trois dernières années les opérateurs boursiers avaient été convaincu des méfaits des droits de vote double ils auraient en moyenne privilégiés les sociétés les excluant. Dès lors, si tel est le cas nous pouvons nous attendre à des performances boursières significativement meilleures pour les sociétés n'y ayant pas recours. C'est l'hypothèse que nous avons testé dans le tableau 13. Pour cette étude, nous avons

exclu de notre échantillon de 190 sociétés les 4 résultats extrêmes (deux résultats très négatifs et deux résultats très positifs)

TABLEAU 13– PERFORMANCE BOURSIERE ET DROIT DE VOTE DOUBLE.

		Ensemble	avec DVD (1)	sans DVD (2)	Différence (1)-(2)	p-value
Echantillon total	n	186	127	59		
	moyenne	+ 53,2%	+ 57,6%	+ 43,8%	13,8%	0,277
	σ	79,8%	87,1%	61,2%		
	mediane	+ 43,4%	+ 40,7%	+ 44,5%		
Actionnariat						
Act dispersé	n	38	19	19		
	moyenne	+ 45,4%	+ 58,8%	+ 32,0%	26,8%	0,117
	σ	52,6%	51,3%	51,3%		
Act concentré	n	148	108	40		
	moyenne	+ 55,2%	+ 57,4%	+ 49,5%	7,9%	0,621
	σ	85,5%	92,1%	64,9%		
Différence disp vs concentré = -9,8% p-value=0,452						
Act familial	n	91	80	11		
	moyenne	+ 61,4%	+ 63,8%	+ 43,8%	20,0%	0,484
	σ	91,1%	94,2%	64,8%		
Différence disp vs familiale = -16,0% p-value=0,314						
Taille						
M1 (CB > 543M€)	n	92	57	35		
	moyenne	+ 49,5%	+ 57,0%	+ 37,4%	19,6%	0,198
	σ	70,6%	79,3%	52,1%		
M2 (CB < 543M€)	n	94	70	24		
	moyenne	+ 56,8%	+ 58,1%	+ 53,3%	4,8%	0,535
	σ	88,2%	93,5%	72,6%		
Différence M1-M2 = - 7,3% p-value=0,535						

Une fois encore, du fait du rapport entre l'importance des écart-types et le nombre relativement limité d'observation nous faisons face à des difficultés pour tirer des conclusions statistiquement significatives. Par ailleurs il est important de noter que cet indicateur est susceptible d'être entaché de biais dans la mesure où, au cours des trois années, la nature de l'actionnariat, la taille voire même la présence d'une clause de droits de vote double sont susceptibles d'avoir évolué pour les sociétés de l'échantillon.

Néanmoins nous pouvons clairement énoncer qu'au vu des évolutions de cours de bourse en moyenne rien ne nous permet de conclure à une quelconque décote liée aux droits de vote double. Au contraire toutes les moyennes tendent à favoriser les

sociétés détentrices de droits de vote double. Rien ne nous permet de conclure à un quelconque impact en termes de performance boursière des droits de vote double. Cela demeure vrai pour les analyses au sein de nos catégories de taille ou de type d'actionnaire. Il semble que les sociétés familiales aient réalisé, en moyenne, une meilleure performance boursière que les sociétés à l'actionnariat dispersé (+61,4% contre +45,4%) et en moyennes les sociétés familiales utilisant le droit de vote double ont réalisées les meilleures performances (+63,8%) sans pour autant que nous ne puissions affirmer que ces deux remarques soient statistiquement significatives.

Le résultat le plus intéressant du tableau 13 est certainement la différence qui existe au niveau des sociétés à l'actionnariat dispersé. En effet les sociétés à l'actionnariat dispersé utilisant les droits de vote double ont réalisé en moyenne une meilleure performance que les sociétés au capital également dispersé mais n'ayant pas recours à cette clause. Ce résultat est significatif au seuil de 11,7%. Loin de plaider en faveur de la décote, ce résultat semble davantage une indication en faveur de la fidélisation de l'actionnaire sur le long terme via le droit de vote double.

Ainsi cette troisième section nous a largement montré la grande difficulté d'obtenir des résultats statistiquement significatifs. Nous pouvons néanmoins souligner l'absence totale de preuves d'une quelconque décote qui toucherait les deux sociétés françaises sur trois qui utilisent les droits de vote double.

CONCLUSION

Le droit de vote double est une spécificité française dans l'univers des mécanismes de dissociation du capital et des droits de vote. Mais en France ce mécanisme est davantage la norme qu'une exception puisque c'est 68% des sociétés de notre échantillon basé sur le SBF 250 qui a recours à ces droits de vote double.

L'usage des droits de vote double n'est pas limité à un type de société en particulier. Les motivations qui poussent les sociétés à inscrire cette clause à leurs statuts semblent être nombreuses. Elle permet d'abord de renforcer le contrôle des actionnaires majoritaires, en particulier familiaux, alors que le capitalisme français demeure fortement marqué par la domination des familles (48% de notre échantillon). Mais il séduit aussi de nombreuses équipes dirigeantes dans des sociétés de taille parfois importantes et à l'actionnariat dispersé. Il est difficile, voire impossible, de schématiser et généraliser les motivations qui poussent à choisir le droit de vote double tant nombreuses et diverses sont les sociétés qui y ont recours. Cependant nous pouvons mettre en avant deux motivations principales : le renforcement du contrôle, en particulier dans les sociétés familiales et l'idée de fidélisation de l'actionnaire sur le long terme pour les sociétés au capital dispersé. Ces deux motivations différentes se retrouvent notamment dans les divergences qui existent quant à la durée nécessaire pour obtenir les droits de vote double : deux ans le plus souvent dans les sociétés au capital dispersé car plus serait certainement demander beaucoup à des actionnaires que l'on cherche à fidéliser mais qui n'ont pas pour ambition de prendre le pouvoir. Trois ans ou plus dans le cas des sociétés familiales où il s'agit de renforcer la famille aux dépens des minoritaires.

Le droit de vote double est donc un outil pratique et flexible à usage multiple. Mais contrairement à d'autres outils comme les *dual class shares* il ne semble pas dans la plupart des cas être construit pour assurer par lui-même la domination. Peu nombreux sont les cas où l'actionnaire de référence ne dépend que de cette clause pour franchir des seuils et contrôler l'entreprise. Dans la plupart des cas, le droit de vote double est davantage un outil d'appoint, permettant d'accroître la flexibilité de l'actionnaire majoritaire que le seul instrument de la domination. Il ne nous semble

pas que le droit de vote double soit une arme de déconnexion massive comme pourrait l'être une construction en pyramide ou des actions donnant droit à dix fois plus de votes.

De même, dans le contexte des sociétés à l'actionnariat dispersé les droits de vote double ne semblent pas exercer un poids important sur les résultats et l'histoire des sociétés. Aucune observation tangible ne permet d'étayer l'idée que ces droits de vote double permettraient de limiter le risque d'OPA hostile pour le management. Certaines théories empiriques estiment que dans ce cas une dissociation entre capital et contrôle peut s'avérer optimum. Dans ce contexte il semble bien difficile de trancher le débat entre certains investisseurs financiers qui souhaiteraient davantage de poids sans devoir conserver leurs titres sur le long terme et les managers soucieux d'inciter leurs actionnaires à rester à plus long terme. L'efficacité réelle de cette clause sur la durée moyenne de détention des actions nous semble d'ailleurs une question intéressante à étudier.

Dans un cas comme dans l'autre, la clause de droit de vote double nous semble rarement source de bouleversement au sein de l'entreprise. Peut être est ce pour cela que nous n'avons pas pu mettre en évidence de décote liée à la présence de ces clauses. Nous avons étudié le PBR 2004 au regard du droit de vote double à l'aide d'analyse uni- et multi-variées et n'avons pu mettre en avant de différences significatives liées aux droits de vote double. De même nous n'avons pas observé de biais en faveur des sociétés ne faisant pas usage des droits de vote double quant à la progression boursière sur trois ans. Au contraire, au sein des sociétés au capital dispersé nous avons observé une meilleure performance pour les sociétés usant le droit de vote double (au seuil de 11%). Cela nous semble plutôt être une indication en faveur de l'argument de la fidélisation de l'actionnaire. De manière générale, ces résultats semblent souligner que le marché ne prend pas en compte les droits de vote dans sa valorisation des sociétés. Le fait que l'outil soit aussi généralisé nous semble peu propice à une décote systématique dans la mesure où l'investisseur excluant ou méfiant envers les sociétés usant des droits de vote double se priverait des deux tiers des sociétés de la place de Paris.

En concluant à l'absence de signe probant quant à l'existence d'une décote nous allons à l'encontre des conclusions de François Belot. Il nous semble cependant qu'une part de cet écart peut s'expliquer par la différence de taille de nos échantillons et plus encore par une différence de méthode. Une partie des résultats utilisés par François Belot pour étayer l'idée d'une décote provient de son analyse des rentabilités boursières anormales suite à la suppression d'une clause de droit de vote double. Il constate que le marché réagit favorablement à cette annonce. Nous ne contestons pas que le marché, et notamment certains investisseurs financiers dont nous avons vu l'hostilité, souvent de principe aux CEMs, réagissent positivement à ce type d'annonce très rare. Cependant il nous semble que si certains investisseurs réagissent positivement à ce type d'annonce extrêmement ponctuelle, soit parce qu'ils y voient par principe une amélioration de la gouvernance d'entreprise, soit parce qu'ils estiment que cela peut préfigurer d'autres évolutions dans l'entreprise, ceci n'implique pas nécessairement qu'ils infligent une décote systématique et dans la durée aux deux tiers des sociétés du marché.

BIBLIOGRAPHIE

Recherches Académiques :

Adams, R et Ferreira, D (2007) « One Share, One Vote: The Empirical Evidence », *ECGI Finance Working Paper N° 177/2007*

Bennedsen, M et Nielsen, K M (2006) « The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe », *ECGI working Paper No.134/2006*

Belot, F (2005) « Droits de vote double et « voting-caps » : Quel impact pour les entreprises françaises ? », *Mémoire de DEA à l'université Paris Dauphine*

Burkart M et Lee, S (2007) « The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective », *ECGI Finance Working Paper N° 176/2007*

Claessens, S, Simeon, D et Lang, L (2000). « The separation of ownership and control in East Asian corporations », *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.

Faccio, M et Lang, L (2002), « The ultimate ownership of Western European countries », *Journal of Financial Economics*, 65, 365-95.

Ginglinger, E et Hamon, J, (2007) « Ownership, Control and Market Liquidity », *Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper*

Grossman, S. et Hart, O (1988), « One share-one vote and the market for corporate control ». *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202

Rapport de commissions :

Institutional Shareholder Services, ECGI et Sherman & Sterling LLP (2007), « Report on the Proportionality Principle in the European Union » Etude remis à la Commission Européenne.

Norguet D, et commission CCIP (2007), « «Une action = une voix », Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention de pouvoir ? ». *Rapport présenté au nom de la Commission du droit de l'entreprise et de la Commission économique financière et fiscale et adopté par l'Assemblée générale de la CCIP.*

Articles de presse :

Bébéar, C, président de l'Institut Montaigne (22/02/2008), « Non à la suppression des actions à droit de vote double », *Les Echos*

De Guerre, O, Président de Proxy Active Investors, sicav activiste (10/04/2008), « Non aux droits de vote double », *La vie financière*

Leroy, PH, président de Proxinvest (12/03/2008), « En réponse à Claude Bébéar : contre le droit de vote double ! », *Les Echos*