

■ Une action = une voix, faut-il tendre vers une démocratie actionnariale ?



Par **Edith Ginglinger**,
professeur à
l'Université
Paris-Dauphine,
Dauphine Recherche
en Management

En présence d'actions à droit de vote double, les actionnaires à long terme qui souhaitent le rester seront moins enclins à vendre lorsqu'ils détiennent des informations.

Après s'être interrogé sur la nécessité d'imposer à toutes les sociétés européennes le principe «une action = une voix», le Commissaire européen Mc Creevy a annoncé, en octobre 2007, que le sujet ne donnerait pas lieu à un texte au niveau communautaire. Le débat reste toutefois ouvert. L'AFG (Association française de la gestion financière) réitère, dans ses recommandations sur le gouvernement d'entreprises 2008, sa position favorable au principe «une action = une voix». L'application stricte de ce principe remet en cause tous les mécanismes de renforcement du contrôle, qui vont à l'encontre de la règle de proportionnalité entre la détention des actions (propriété) et celle des droits de vote (pouvoir). Ces mécanismes sont nombreux : actions sans droit de vote ou à droits de vote multiples, pyramides, participations croisées, plafonnement des droits de vote en assemblée générale, pactes d'actionnaires, commandite en actions. Leur utilisation varie selon les pays. Selon le rapport réalisé par ISS (Institutional Shareholder Services) pour la Commission européenne en 2007, 44 % des entreprises européennes étudiées ont au moins un mécanisme permettant de renforcer le pouvoir. Ce pourcentage s'élève à 72 % pour la France, 66 % pour la Suède, mais 33 % pour le Royaume-Uni et 23 % pour l'Allemagne. Au niveau européen, les mécanismes les plus utilisés sont la structure pyramidale (27 % des entreprises), suivie par les actions à droits de vote multiples (24 %) et les pactes d'actionnaires (12 %). La Suède se distingue par un usage répandu tout à la fois des pyramides (48 % des entreprises) et des droits de vote multiples (59 %). En France, les entreprises utilisent majoritairement les droits de vote double (58 % dans l'échantillon de l'étude) et les pyramides (18 %). Au Royaume-Uni, 31 % des entreprises utilisent des actions de préférence sans droit de vote. Le plafonnement des droits de vote en assemblée générale, qui concerne 7 % des entreprises européennes, est surtout répandu en Espagne (29 %) et en Hongrie (18 %). 10 % des entreprises françaises de l'échantillon l'ont adopté.

Les auteurs de l'étude ont également mené une enquête auprès de 445 investisseurs institutionnels investissant en Europe. Globalement, ces investisseurs ont une vision négative des mécanismes de renforcement du contrôle. 80 % d'entre eux n'investissent dans des sociétés qui en sont dotées qu'après une étude approfondie des mécanismes mis en œuvre et le plus souvent à la condition d'une décote sur le prix des actions : la non-proportionnalité des votes est perçue comme un risque

supplémentaire, qui exige une rentabilité accrue. Tous insistent sur la nécessaire et totale transparence sur les mécanismes mis en œuvre. D'autres investisseurs soulignent que ces mécanismes leur ont sans doute permis d'investir dans des entreprises qui n'auraient pas accepté d'ouvrir leur capital dans le cadre d'une totale proportionnalité des votes, et qu'ils ont pu bénéficier également, dans certains cas, de la présence de ces mécanismes de renforcement de contrôle.

Qu'en dit la littérature académique ? La non-proportionnalité des votes a-t-elle une incidence sur la valeur des entreprises ? Tandis que certaines études internationales menées concluent à un effet direct négatif sur la valorisation de l'ordre de 10 %, d'autres analyses centrées sur un seul pays ne détectent aucun effet de la déconnexion des droits de vote sur la valeur des firmes.

**44 %
des entreprises
européennes ont au
moins un
mécanisme
permettant de
renforcer le pouvoir.**

Il est difficile de conclure avec certitude à la lecture de l'ensemble des résultats, même si les effets négatifs semblent les plus fréquents.

Récemment, nous avons analysé l'impact des mécanismes de renforcement du contrôle les plus fréquemment mis en œuvre par les sociétés françaises, pyramides et droits de vote double, sur la liquidité du marché de leur action. A priori, nous nous attendions à une

réduction de la liquidité en présence d'un mécanisme de renforcement du contrôle, quel qu'il soit : en effet, l'actionnaire de référence renforçant son pouvoir, on peut s'attendre à plus d'opacité, une asymétrie d'information accrue et des conflits d'intérêt potentiels entre majoritaires et minoritaires, réduisant la liquidité. Or, tandis que l'existence de pyramides, confirmant notre hypothèse, réduit la liquidité du marché de l'action (mesurée par le bid-ask spread), le recours aux droits de vote double a l'effet inverse et améliore la liquidité, en particulier pour les petites entreprises familiales. Ce résultat peut être interprété de la manière suivante : les droits de vote double à la française sont attachés à l'actionnaire et non à l'action. Lorsque l'action est vendue, elle redevient une action à droit de vote unique. En présence d'actions à droit de vote double, les actionnaires à long terme qui souhaitent le rester seront moins enclins à vendre lorsqu'ils détiennent des informations. L'existence de droits de vote double réduit ainsi les transactions informées, conduisant à une augmentation de la liquidité du marché.

Au final, les études menées peinent à valider de façon incontestable les effets négatifs des mécanismes de renforcement du contrôle et ceux-ci ne sont probablement pas près de disparaître en Europe. ■