Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Prise de position en faveur des actions multivotantes

11ième prise de position

2019

Pour une gouvernance créatrice de valeurs®

Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue De la Gauchetière Ouest, bureau 1410, Montréal (Québec) H3B 4W5
Téléphone 514.439.9301 | **Télécopieur** 514.439.9305 | **Courriel** info@igopp.org | **www.igopp.org**

Dépôt légal – février 2019
Bibliothèque et Archives nationales du Québec
ISBN 978-2-924055-48-9 (version imprimée)
ISBN 978-2-924055-50-2 (version électronique)

Prise de position en faveur des actions multivotantes

Imprimé au Québec
Design par KB design s.e.n.c.
Droits d'auteur © IGOPP / 2019

Ce document est disponible gratuitement sur le site www.igopp.org
La reproduction d'extraits est autorisée à des fins non commerciales avec mention de la source.
Toute reproduction partielle doit être fidèle au texte utilisé.

Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Prise de position en faveur des actions multivotantes

11ième prise de position

Préparée et rédigée par

Yvan Allaire, , Ph. D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil d'administration, IGOPP

2019

Table des matières

Message du président exécutif du conseil 5
Sommaire exécutif 6
Quelques faits 8
Transfert du contrôle 11
Recommandations 11
Introduction : les arguments pour et contre les ADVS 14
Les arguments contre 16
Les arguments en faveur des droits de vote inégaux 19
Sociétés canadiennes avec actions à droits de vote supérieurs : Évolution depuis 2005 22
Caractéristiques des sociétés canadiennes ayant des actions à droit de vote supérieur 25
Changements survenus de 2005 à 2018 dans les sociétés canadiennes ayant des ADVS 29
Études empiriques sur les sociétés à double classe d'actions 34
1. Le rendement financier et boursier comparé 35
2. Le rendement des entreprises familiales américaines 39
3. Le rendement des entreprises familiales canadiennes 39
Conclusions 41
Clauses crépusculaires : quoi, comment et quand ? 42
Impact des clauses crépusculaires sur le rendement boursier 44
Une position sur les clauses crépusculaires et le transfert du contrôle 45
Recommandations : anciennes, nouvelles et modifiées 50
Conclusions 56
Annexe 58
Bibliographie 60

Message du président exécutif du conseil

Cette prise de position, la onzième adoptée par l'IGOPP, a reçu l'approbation unanime de notre conseil d'administration[1]. C'est la deuxième fois que l'IGOPP rend publiques des propositions appuyant le principe des actions multivotantes pour les sociétés ouvertes.

L'IGOPP a le grand bonheur de compter sur des membres de conseil expérimentés et judicieux avec qui façonner nos prises de position. Je veux exprimer ma profonde gratitude aux membres du conseil de l'IGOPP qui ont accepté de participer au groupe de travail mandaté pour la production de cette prise de position. La haute qualité des discussions au sein du groupe, leur expérience concrète avec les enjeux suscités par les actions multivotantes furent un apport indispensable pour la production de cette prise de position.

Les membres de ce groupe de travail étaient :

- Yvan Allaire, président
- Stephen Jarislowsky
- Michel Magnan
- Claudine Mangen
- Andrew Molson
- Robert Parizeau
- Guylaine Saucier
- Sebastian van Berkom

Avec mes remerciements les plus sentis,

Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil

1 M. Louis Morisset, président-directeur général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), s'est abstenu comme le veut la politique de l'AMF.

Sommaire exécutif

En 2018, 69 sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur (ADVS) étaient inscrites à la bourse de Toronto alors qu'elles étaient 100 en 2005. De 2005 à 2018, 38 n'avaient plus d'ADVS suite à des fusions, acquisitions, faillites et autres, 16 sociétés avaient converti leurs ADVS en actions à droit de vote unique et 23 nouvelles sociétés ayant des ADVS s'étaient inscrites à la bourse de Toronto en émettant des ADVS.

Les arguments pour ou contre ce type de structure de capital-actions sont nombreux et, à certains égards, persuasifs. D'une part, certains fonds « proactifs » (notamment les fonds de couverture « activistes ») insistent auprès de conseils et des directions de sociétés publiques ciblées pour que soient prises des mesures et des décisions, qui selon eux feraient accroître le prix de l'action, quand ce n'est pas carrément de chercher à imposer la vente prématurée de l'entreprise au plus offrant. Évidemment, ce phénomène a renforcé la détermination des entrepreneurs à se protéger contre de telles pressions en adoptant lors de leur premier appel public à l'épargne des actions ayant différents droits de vote (davantage aux USA qu'au Canada).

D'autre part, les fonds indiciels et les fonds négociés en bourse (FNB ou ETF en anglais), désormais des investisseurs importants et en croissance,[2] mais obligés de refléter soigneusement dans leurs placements la composition et la valeur des titres des indices boursiers, ne peuvent donc pas simplement manifester leurs insatisfactions en vendant leurs actions. Ils doivent exercer leur influence sur la direction d'une société par l'exercice de leur droit de vote (lequel est restreint dans les sociétés ayant des ADVS) et en exprimant haut et fort leur frustration et leurs désaccords. C'est sans surprise que ces fonds sont farouchement opposés aux actions à droit de vote supérieur, exhortant avec succès les fournisseurs d'indices (ex. : Dow-Jones, et autres) à exclure toutes nouvelles sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur.

Ils font aussi campagne, avec moins de succès à ce jour, auprès de la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis (SEC) afin qu'elle interdise cette structure de capital-actions. Leur dernier stratagème en date, promu par le *Council of Institutional Investors* (CII), serait d'imposer une clause crépusculaire temporelle obligatoire rentrant en vigueur 7 ans après un PAPE[3]. Bien entendu, ce terme pourrait être renouvelé par un vote majoritaire de l'ensemble des actionnaires (quels que soient leurs droits de vote).

La question des « clauses crépusculaires » est ainsi devenue un enjeu névralgique. Certains investisseurs institutionnels, les agences de conseils en vote et autres gendarmes de la gouvernance ainsi qu'un certain nombre de chercheurs académiques proposent de restreindre, de contrôler et d'imposer un temps limite à la liberté relative que procurent aux entrepreneurs et aux entreprises familiales les actions à droits de vote supérieurs.

Au cours des dernières années, un vif débat s'est engagé, particulièrement aux États-Unis, entre les apôtres du dogme « une action, un vote » et les hérétiques qui estiment bénéfiques les actions ayant des droits de vote inégaux.

2 En 2017, les trois principaux gestionnaires américains de FNB (Vanguard, BlackRock et State Street) détenaient 18 % de la valeur des actions des companies du S&P 500 (Fichtner, Heemskert et Bernardo Garcia, 2017).

3 PAPE : Premier appel public à l'épargne.

Quelques faits

- Force est de constater l'absence de données probantes, incontestables démontrant une sous-performance financière et boursière des sociétés qui ont des ADVS par comparaison aux sociétés « traditionnelles » à une seule classe d'actions. En fait, *selon des études récentes ce serait plutôt le contraire*.

Tableau A

Études empiriques de la relation entre la structure du capital avec ADVS et la performance de l'entreprise de 2007 à 2018

Impacts des ADVS sur la performance des sociétés	**Études**	
	Nombre	%
Favorables ou neutres	18	49 %
Défavorables	19	51 %
Total	**37**	**100 %**

Source : Compilation IGOPP, 2018.

- Les sociétés canadiennes ayant des ADVS ont presque toutes adopté des « **clauses d'égalité de traitement** » (*coattail*), qui fait en sorte d'assurer à toutes les catégories d'actionnaires le même prix pour leurs actions, dans l'éventualité où les actionnaires de contrôle décideraient de vendre la société. La seule présence de cette clause vient éliminer une source importante de « bénéfices privés » dont aurait pu s'approprier l'actionnaire de contrôle par l'entremise des ADVS.
- Au cours des prochaines années, une bataille au sujet des clauses crépusculaires, tout particulièrement à propos de la **clause temporelle**, prendra de l'ampleur. Une démarche concertée menée par le *Council of Institutional Investors*, une organisation américaine influente, est déjà en cours, visant l'adoption obligatoire de clause crépusculaire temporelle par les sociétés ayant des ADVS. Ainsi, les sociétés ayant décidé d'émettre des ADVS lors d'un PAPE seraient contraintes, par les banques d'affaires et autres acteurs influents, d'établir une date à laquelle les actions multivotantes seraient converties en actions à droit de vote unique. Cette échéance devrait survenir au plus tard sept ans après la date du PAPE. Il est plausible que ce mouvement tente d'imposer aussi de telles clauses temporelles aux sociétés ayant des ADVS bien après la date de leur PAPE.

Dans leur recherche de pouvoir et d'influence sur les directions d'entreprises, ces prosélytes font fi des avantages qu'apportent les ADVS, comme, une longévité accrue des firmes ainsi que les bénéfices qu'apportent les entreprises familiales pour une société comme nous le démontrons dans cette prise de position.

Certains gestionnaires de fonds ainsi que certains apôtres des « marchés efficients » que l'on retrouve souvent en milieu universitaire estiment qu'un système économique ne devient prospère que par la « destruction créatrice » et par la « survie des plus forts », qu'une entreprise n'est en fait qu'une « propriété » et que ses parties prenantes autres que les actionnaires doivent subir et accepter les dommages collatéraux causés par les décisions prises dans l'intérêt des actionnaires. Cette vision du monde est nocive tant pour les entreprises que pour les collectivités où elles ont élu domicile.

La **clause crépusculaire basée sur le seuil de propriété** (*dilution sunset clause*) implique une conversion des ADVS en actions à droit de vote unique lorsque la participation au capital détenue par l'actionnaire de contrôle tombe en deçà d'un certain seuil. Ce type de clause est la seule que l'on trouve avec une certaine fréquence chez les sociétés canadiennes qui ont des ADVS. L'IGOPP est d'avis qu'à l'avenir une clause crépusculaire basée sur un seuil de propriété devrait être incluse lors du PAPE d'une société faisant usage d'ADVS. Cette clause devrait devenir opérante seulement quand les droits de vote de l'actionnaire de contrôle passent en dessous du seuil qui lui assure un pourcentage de votes suffisant pour bloquer une tentative de prise de contrôle non souhaitée (33,3 %).

Avec un ratio de droits de vote de 4:1 (tel que recommandé par l'IGOPP), cette clause deviendrait opérante lorsque l'entrepreneur détient moins de 11,1 % des votes !

Quant aux **clauses crépusculaires temporelles**, malgré leur apparente plausibilité, leurs conséquences réelles pourraient s'avérer dommageables pour l'entreprise et pour la société dans son ensemble. Regardons trois entreprises emblématiques du Québec et les conséquences qu'aurait eues une clause crépusculaire temporelle limitant la vie des ADVS à 10 ans après leur PAPE, si cela avait été la norme au Canada à l'époque de leur PAPE.

Tableau B

Sociétés publiques emblématiques québécoises selon leur valeur marchande, leur nombre d'employés et l'année de leur PAPE

		Valeur marchande		Nombre d'employés	
	Année du PAPE	10 ans après PAPE	Au 30 novembre 2018	10 ans après PAPE	Au 30 novembre 2018
CGI	1986	~2G $	21,1 $	~8 000	74 000
ACT[4]	1995	4,3G $	39,4 $	36 000	120 000
Bombardier	1969	~40M $	5,4 $	6 000	60 600

Note: M : Million de dollars canadiens courants, G : Milliard de dollars canadiens courants.

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Si ces entreprises avaient été obligées d'adopter une clause crépusculaire temporelle lors de leur PAPE, il est bien possible que leurs actionnaires de contrôle eussent préféré que l'entreprise demeure une société fermée, renonçant ainsi aux fonds du public et limitant possiblement sa croissance aux autres sources de financement possibles. Si elles avaient obtempéré et adopté une clause crépusculaire d'une durée de 10 ans, ces sociétés auraient fait l'objet d'une prise de contrôle il y a belle lurette et auraient probablement été confinées au marché local !

Certains partisans des clauses crépusculaires invoquent l'argument séduisant, mais trompeur que, bien sûr, une société avec ADVS qui a réalisé de hauts rendements pour les actionnaires pourrait demander un renouvellement de ce privilège pour une autre période, ce que les actionnaires lui accorderaient gracieusement en récompense de ses bons services.

Malheureusement, peu importe l'excellence de la performance de la société, si un vote devait avoir lieu pour reporter l'échéance de la clause crépusculaire[5], les fonds ciblant les gains à court terme de tout acabit ayant recours à toutes les astuces de l'ingénierie financière, se précipiteraient pour acquérir des droits de vote. Impatients de profiter de la prime de contrôle qui découlerait de l'abandon des actions à droits de vote supérieurs, ils voudront s'assurer d'un résultat négatif à la proposition de reporter l'échéance (et certains fonds traditionnels pourraient même se joindre à ceux-ci).

4 ACT : Alimentation Couche-Tard.

5 Un récent exemple au Canada est très éloquent à cet égard. La société Alimentation Couche Tard (ACT) avait adopté naguère une clause crépusculaire selon laquelle les actions à droit de vote multiple seraient converties en actions à droit de vote unique au moment où le plus jeune des 4 actionnaires de contrôle atteindrait l'âge de 65 ans. À mesure qu'approchait cette date, la société, qui, il est important de le rappeler, a procuré à ses actionnaires un rendement extraordinaire au cours des 10 dernières années, a fait une proposition aux actionnaires pour abroger cette clause crépusculaire. Or, une consultation auprès d'actionnaires importants et d'Institutional Shareholder Services (ISS) ayant révélé que leur proposition serait rejetée, la direction a donc retiré sa proposition avant qu'elle ne soit soumise au vote !

Transfert du contrôle

Puisque les avantages économiques et sociaux tirés des entreprises dirigées par des familles ont été clairement démontrés, l'IGOPP *favorise une bonne marge de manœuvre en ce qui a trait au transfert du contrôle à des membres de la famille*. Toute limite en ce sens devrait tenir compte de l'éventualité qu'un évènement tragique survienne avant qu'un membre de la famille ou un héritier ne soit prêt à prendre les commandes. Dans des circonstances normales, le contrôle peut être transféré aux héritiers et aux membres de la famille ayant une capacité à jouer un rôle important dans la direction ou la gouvernance de la société.

Dans la lignée de notre position selon laquelle les actions ayant des droits supérieurs sont un rempart contre les visées à court terme et l'intimidation de la part de certains types d'investisseurs, *nous croyons que le contrôle de ces sociétés pourrait aussi être transmis à une fiducie dirigée par une majorité de fiduciaires indépendants au bénéfice des membres de la famille du fondateur*.

Recommandations

Les sociétés ayant des ADVS et les entreprises familiales comportent de grands avantages *à la condition que soient bien protégés les porteurs d'actions ayant des droits de vote inférieurs*.

- La clause d'égalité de traitement (« coattail ») imposée depuis 1987 par la Bourse de Toronto, une caractéristique uniquement canadienne, doit être conservée pour les sociétés qui ont émis ou voudraient émettre des actions ayant différents droits de vote. Une composante importante des « bénéfices privés » dont pourrait, hypothétiquement, s'approprier l'actionnaire de contrôle d'une société se trouve éliminée par une telle clause. Éventuellement, cette clause pourrait faire partie des règlements des Autorités canadiennes en valeurs mobilières.
- Comme l'IGOPP l'a fait en 2006, il recommande à nouveau en 2018 que **le ratio des droits de vote des ADVS soit plafonné à 4:1**, ce qui signifie qu'il est nécessaire de détenir 20 % de la valeur des capitaux propres de la société pour en détenir le contrôle absolu (50 % des votes et plus). Bien que cette recommandation de l'IGOPP (ainsi que celle de la *Canadian Coalition for Good Governance* [CCGG, 2013]) n'ait pas été suivie, elle préserve une grande valeur en tant que principe ; elle envoie un message fort que les ratios plus élevés que 4:1 deviennent rapidement inacceptables, entre autres ceux excédant un ratio de droits de vote de 10:1.

  Il convient de mentionner que plusieurs études américaines ont démontré qu'au-delà d'un certain écart entre la proportion des droits de vote et celle des capitaux propres détenus par l'actionnaire de contrôle, on risque des impacts négatifs sur la qualité de la gouvernance, une augmentation des risques que les décisions soient prises davantage en faveur de l'actionnaire de contrôle ainsi qu'une performance économique amoindrie.

  L'argument clé en faveur des ADVS reste la capacité des entrepreneurs et leurs familles à planifier et à gérer à long terme, à l'abri des prises de contrôle non souhaitées. Pour se protéger contre une prise de contrôle hostile, il suffit, dans la plupart des cas, que l'actionnaire de contrôle détienne 33,3 % des droits de vote. **En présence d'un ratio 4:1, cet objectif est atteint si l'entrepreneur ou ses successeurs contrôlent 11,1 % des capitaux propres ! Toutefois, ce fait ne semble pas être bien compris ni suffisamment publicisé**.

Le tableau qui suit présente la relation entre trois ratios de droits de vote et les niveaux de participation aux capitaux propres de la société de l'actionnaire de contrôle :

Tableau C

Ratio des droits de vote et participation de l'actionnaire de contrôle aux capitaux propres

Ratio des droits de vote	% de participation pour le contrôle absolu (50 % des droits de vote et plus)	% de participation pour blocage (33,3 % des droits de vote)
4:1	20 %	11,1 %
6:1	14,3 %	7,7 %
10:1	9,09 %	4,8 %
20:1	4,8 %	2,4 %

Sources : SEDAR, 2018, compilation IGOPP, 2018.

- **La bourse TSX de Toronto devrait plafonner le ratio des droits de vote des ADVS à 10:1.**
- Les **actions sans droit de vote devraient être interdites** ; en effet, il est impossible d'accorder le droit d'élire un tiers des membres du conseil à des actionnaires qui n'ont aucun droit de vote ; ou encore d'assurer un décompte distinct des votes sur les propositions des actionnaires et pour l'élection des membres du conseil à une classe d'actionnaires sans droit de vote !
- Nous recommandons fortement **un décompte distinct des voix pour chaque classe d'actions** et de rendre les résultats publics, tant pour l'élection des membres du conseil d'administration que pour toute autre proposition soumise au vote des actionnaires.
- Les **actionnaires disposant de droits de vote inférieurs devraient avoir le droit d'élire un tiers des membres du conseil d'administration**, dont les candidatures seraient proposées par le conseil. Jumelée au décompte distinct des voix pour chaque classe d'actions, cette mesure inciterait le conseil et les gestionnaires à sélectionner des candidats susceptibles de s'attirer les faveurs des actionnaires « minoritaires ». Évidemment, tous les membres du conseil d'administration ne doivent agir que dans l'intérêt de la société.
- Pour les raisons citées précédemment et expliquées par la suite dans la position, l'IGOPP **s'oppose résolument à l'imposition de clauses crépusculaires temporelles** *pour les sociétés ayant des ADVS. Nous sommes aussi contre les clauses crépusculaires déclenchées par un évènement précis ainsi que par celles déclenchées en fonction de l'âge du fondateur, de l'entrepreneur ou de l'actionnaire de contrôle*.

- Toutefois, l'IGOPP **recommande qu'à l'avenir une clause crépusculaire basée sur un seuil de propriété** *(dilution sunset)* **soit incluse lors du PAPE d'une société faisant usage d'ADVS**. Cette clause serait déclenchée lorsque les droits de vote de l'actionnaire de contrôle passent en dessous du seuil de 33,3 % qui lui assure une minorité de blocage (11,1 % des capitaux propres avec un ratio de 4:1).
- Dans la suite logique de notre démonstration de la valeur économique et sociale des entreprises familiales, l'IGOPP **est favorable à une grande latitude de transférabilité du contrôle aux membres de la famille du fondateur**. Les modalités du transfert de contrôle devraient tenir compte de l'éventualité qu'un évènement tragique survienne avant qu'un membre de la famille ou un héritier ne soit prêt à prendre les commandes. Dans des circonstances normales, le contrôle peut être transféré aux héritiers et aux membres de la famille ayant une capacité à jouer un rôle important dans la direction ou la gouvernance de la société.
- Également dans la suite de notre appui aux ADVS comme rempart contre les visées à court terme et l'influence indue de certains types de spéculateurs, **nous recommandons que le contrôle de ces sociétés puisse aussi être transmis à une fiducie dirigée par une majorité de fiduciaires indépendants au bénéfice des héritiers du fondateur**[6].
- Lorsqu'un parent ou un descendant de l'actionnaire de contrôle est candidat pour le poste de PDG, les administrateurs indépendants, conseillés adéquatement, devraient discuter des mérites des divers candidats avec l'actionnaire de contrôle et **faire rapport de la démarche adoptée par le conseil pour arrêter son choix à l'assemblée annuelle des actionnaires suivant l'entrée en fonction d'un nouveau chef de la direction**.
- L'IGOPP est **favorable à l'adoption d'une forme d'ADVS comportant des droits de vote supérieurs que pour l'élection de la majorité (ou la totalité) des membres du conseil**.

L'examen approfondi des arguments et des controverses à propos d'actions multivotantes nous mène à la conclusion que les avantages de cette structure l'emportent haut la main sur ses inconvénients.

Non seulement de plus en plus d'études confortent leur performance économique, mais le fait de combiner la propriété familiale et les actions à droit de vote supérieur résulte en une plus grande longévité de l'entreprise, en une meilleure intégration dans les collectivités hôtes, à moins de vulnérabilité aux pressions des actionnaires de court terme et à moins de susceptibilité aux « modes » stratégiques et financières.

Cette précieuse forme de propriété doit être assortie de mesures assurant le respect et la protection des droits des actionnaires minoritaires. Nous avons formulé un certain nombre de recommandations à cette fin. Nous encourageons les sociétés ayant présentement des ADVS et les entrepreneurs qui souhaiteront demain inscrire une société en bourse et émettre des ADVS à adopter nos recommandations.

6 Cette position de l'IGOPP est compatible avec la recommandation de la *Canadian Coalition for Good Governance* (CCGG) à propos du transfert du contrôle : les bénéficiaires autorisés comprennent les membres de la famille et les fiducies créées au bénéfice des membres de la famille fondatrice et devrait inclure une clause crépusculaire déclenchée si le seuil de propriété de l'actionnaire de contrôle passe en dessous d'un certain pourcentage (CCGG, 2013).

Introduction : les arguments pour et contre les ADVS

À l'heure actuelle, 69 sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur[7] sont inscrites à la Bourse de Toronto[8] alors qu'il y en avait 100 en 2005. Depuis 2005, 23 sociétés canadiennes ont adopté une structure par actions ayant des droits de vote supérieurs (ADVS) lors de leur premier appel à l'épargne et 16 sociétés détenant alors des actions à droit de vote supérieur les ont converties en actions à droit de vote unique.

Pendant la même période aux États Unis, quelque 322 sociétés comportant une structure du capital-actions ayant différents droits de vote ont fait un premier appel public à l'épargne. Au cours des cinq dernières années, ces sociétés ont cru en popularité, en 2017, 19 % des sociétés qui ont fait un premier appel public à l'épargne aux États Unis se sont munies d'actions à droit de vote supérieur (*Council of Institutional Investors*, 2018).

Ce n'est donc pas surprenant que la controverse qui couve depuis un certain temps entre les défenseurs du principe « une action un vote » et les hérétiques qui croient aux avantages des actions ayant des droits de vote supérieurs ait pris une telle ampleur au cours des dernières années, et ce tout particulièrement aux États Unis. Le fait qu'un certain nombre d'entrepreneurs américains du secteur des hautes technologies[9] aient adopté une structure à actions multivotantes pourrait bien être à l'origine de l'attaque renouvelée contre ce type de structure de capital, surtout que certains d'entre eux, Snap Inc. par exemple, ont choisi d'émettre des actions ne comportant aucun droit de vote[10].

Cette question des actions ayant des droits de vote supérieurs est soumise à deux puissantes tendances exerçant un effet contraire : d'une part, une montée des fonds « activistes » (en particulier les fonds de couverture dits « activistes ») cherchent à imposer aux directions des sociétés des mesures qui, selon eux, feraient grimper à court terme le cours des actions ou, encore, proposent avec insistance que la société soit vendue au plus offrant. Ce phénomène a incité des entrepreneurs à adopter une structure avec actions à vote multiple lors de leur premier appel public à l'épargne (davantage aux É.-U. qu'au Canada).

D'autre part, les fonds indiciels et de fonds négociés en bourse (FNB), désormais des « investisseurs » importants et en croissance[11], dont les placements doivent reproduire fidèlement la composition d'un indice boursier spécifique ne peuvent donc pas exprimer leur mécontentement envers une société tout simplement en vendant les actions de cette société. Ces fonds doivent donc tenter d'influencer la direction des sociétés par l'entremise de leurs droits de vote (lesquels sont restreints dans les sociétés à actions multivotantes) et en exprimant haut et fort leurs désaccords et insatisfactions.

---

7 Les expressions « sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur », « sociétés ayant des actions multivotantes », « sociétés ayant des actions à droits de vote inégaux », « sociétés à double classe d'actions » et « sociétés ayant une structure du capital à actions multiples » ont une signification identique et sont utilisées en alternance dans le texte.

9 Parmi les sociétés du domaine des hautes technologies comportant une structure du capital ayant des actions à droits de vote supérieurs, se trouve Google, Dropbox, Facebook, Groupon, LinkedIn, Square, TripAdvisor, Yelp, Zillow et Zynga.

10 L'amertume des investisseurs est compréhensible. En émettant dans le public des actions sans droit de vote, Snap Inc. n'est pas obligée de tenir des assemblées annuelles d'actionnaires, de publier annuellement une circulaire de sollicitation de procurations (laquelle fournit des renseignements sur la rémunération des membres de la haute direction) ni de publier les noms des actionnaires détenant 5 % ou plus des actions.

11 Les trois gestionnaires principaux aux États-Unis de fonds négociés en bourse (soit Vanguard, BlackRock et State Street) détenaient en 2017 18 % de toutes les actions des sociétés de l'indice S&P 500 (Fichtner, Heemskert et Bernardo Garcia, 2017).

C'est sans surprise que ces fonds sont farouchement opposés aux actions à droit de vote supérieur et ont exhorté avec succès les fournisseurs d'indices (ex. : Dow-Jones, et autres) à exclure de leurs indices toutes nouvelles sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur. Ils ont également exercé des pressions, sans succès à ce jour, pour que la SEC interdise ce type de structure du capital. Enfin, leur dernière manœuvre, dont le *Council of Institutional Investors* s'est fait le promoteur, imposerait une *clause crépusculaire* (sunset clause) *qui limiterait à un terme maximal de sept ans le privilège d'actions multivotantes*. Cette durée pourrait, bien entendu, être prolongée par vote majoritaire de toutes les catégories d'actionnaires !

La question des « clauses crépusculaires » a ainsi gagné en visibilité du fait des efforts déployés par les actionnaires institutionnels et diverses agences voulant restreindre, freiner et limiter dans le temps l'autonomie relative qu'offre aux entrepreneurs et aux sociétés familiales une structure d'actions multivotantes.

Il est utile de rappeler les principaux arguments *pour* et *contre* ce type de structure du capital-actions.

Les arguments contre

L'opposition à ce type de structure du capital-actions repose habituellement sur trois arguments :

Le ***premier***, et celui que les pourfendeurs des actions multivotantes tiennent pour le plus convaincant, souligne la nature « antidémocratique » de droits de vote inégaux. Le concept « d'une action un vote » devient à leurs yeux l'équivalent du principe sacro-saint d'« une personne un vote » des systèmes politiques démocratiques (une réalisation toute récente, faut-il le souligner).

Malgré sa plausibilité superficielle, l'argument est spécieux. L'équivalent du principe d'« une personne un vote » dans le domaine de l'actionnariat serait plutôt « *un actionnaire un vote* », peu importe le nombre d'actions que détiendrait un actionnaire. En effet, dans les démocraties politiques, les citoyens n'acquièrent pas davantage de droits de vote *du fait qu'ils versent plus d'impôts à l'État*.

Si on souhaitait vraiment faire un parallèle entre les principes démocratiques pour la société civile et l'actionnariat d'une société commerciale, il faudrait absolument priver les actionnaires « touristes » de court terme du droit de vote comme on le fait pour les touristes qui se trouvent au pays un jour de scrutin. Puis, les « nouveaux arrivants » au sein de l'actionnariat d'une société devraient alors patienter un bon moment avant d'acquérir la « citoyenneté » et le droit de vote, comme c'est le cas pour les immigrants, même s'ils ont un emploi et paient des impôts. De toute évidence, cet argument ne peut être pris au sérieux.

Les champions du concept « d'une action un vote » n'offrent jamais d'arguments pour réfuter ces contradictions évidentes de l'analogie entre le statut de citoyen et celui d'actionnaires.

Le ***deuxième*** argument défavorable aux actions à droit de vote supérieur fait état de l'imperméabilité (relative) du conseil d'administration et de la direction aux volontés, aux souhaits et aux caprices des actionnaires. À l'époque où les actions d'une société étaient réparties parmi un grand nombre de propriétaires, cet argument était plutôt théorique en ce que les actionnaires n'avaient ni l'envie ni les moyens d'influer sur la gestion d'une société.

De nos jours, les actionnaires institutionnels, les FNB et les caisses de retraite détiennent d'importantes participations dans la plupart des sociétés ouvertes. Ils se rassemblent souvent au

sein d'organisations, comme la *Coalition canadienne pour une bonne gouvernance* ou le *Council of Institutional Investors* aux États Unis, afin d'exercer leur influence sur la direction de sociétés ciblées. Ces actionnaires souhaitent être entendus et écoutés. Ils se plaignent souvent du fait que leur influence est restreinte lorsque les sociétés ont des actions à droit de vote supérieur ou sont contrôlées par un actionnaire ou des actionnaires liés.

Dans une certaine mesure, il s'agit là d'un argument valable. Toutefois, il suppose : a) Que les actionnaires sont le seul groupe dont une société cotée en bourse doit tenir compte. Bien que certains ressassent encore inlassablement cette idée, la Cour suprême du Canada a statué en deux jugements récents que les parties prenantes doivent toutes être considérées comme égales et pertinentes par un conseil d'administration devant agir dans l'intérêt de la société. b) Que les *desiderata* des fonds de placement, si l'on y accédait, seraient dans l'intérêt à long terme de la société, de ses actionnaires et de ses parties prenantes. Or, il existe passablement d'évidence que certains fonds peuvent faire pression sur des sociétés pour que celles ci prennent des mesures qui ne sont pas dans l'intérêt à long terme de toutes les parties prenantes.

Cet argument suppose également que les fonds de placement sont mieux informés et plus avisés que le conseil d'administration et la direction quant aux décisions à prendre. Il y a sans doute des cas où cela est vrai, mais ce sont là des manifestations d'une faille de gouvernance. Par conséquent, il faut avant tout se concentrer sur la qualité de la gouvernance dans les sociétés contrôlées tout comme dans les sociétés non contrôlées.

Le ***troisième*** argument fait état d'un rendement supposément plus faible des sociétés contrôlées par des actions à droit de vote supérieur. La troisième section de cette prise de position passe en revue certaines des études publiées sur cette question depuis 2007. Disons simplement pour le moment que les études empiriques n'offrent aucun fondement convaincant pour étayer cette hypothèse.

Le tableau qui suit résume les conclusions de quelque 37 études publiées depuis 2007 sur les impacts des actions à droit de vote supérieur sur la performance des sociétés ayant adopté cette structure du capital-actions[12].

12 Il est important de noter que la plupart de ces études sont fondées sur des sociétés américaines à double classe d'actions. Aucune société américaine de ce type (ou presque) ne dispose de l'équivalent de la clause canadienne d'égalité de traitement (« coattail »). Le fait qu'un actionnaire de contrôle ne peut vendre le contrôle sans que tous les autres actionnaires reçoivent le même prix pour leurs actions élimine une source importante de « bénéfices privés » dont pourrait s'approprier l'actionnaire de contrôle. Cette caractéristique, à son tour, est susceptible d'avoir une incidence sur le rendement relatif du cours boursier de sociétés à double classe d'actions au Canada par comparaison avec celles aux États Unis.

Tableau 1

Études empiriques de la relation entre la structure du capital avec ADVS et la performance de l'entreprise de 2007 à 2018

Impacts des ADVS sur la performance des sociétés	Études	
	Number	%
Favorables ou neutres	18	49 %
Défavorables	19	51 %
Total	**37**	**100 %**

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Nous écrivions en 2006 : « L'Académie éclaire, mais ne donne pas de réponses définitives ». Cela demeure tout aussi vrai aujourd'hui, alors qu'une série de nouvelles études ont apporté davantage de données probantes sur cette question.

Par exemple, les résultats d'une étude récente de grande ampleur menée par Cremers, Lauterbach, & Pajuste (2018) sont particulièrement intéressants. Ce dernier a étudié un grand *échantillon apparié* d'entreprises américaines ayant fait leur premier appel public à l'épargne (PAPE) au même temps, un groupe de sociétés ayant des actions à droits de vote supérieur et un autre groupe de sociétés comparables au premier groupe, mais n'ayant que des actions à droit de vote unique.

Les résultats montrent des différences notables entre les deux groupes de sociétés. Celles ayant des actions à droit de vote supérieur auraient une durée de vie plus longue et seraient moins sujettes à des prises de contrôle que les sociétés ayant des actions à droit de vote unique. Les résultats révèlent aussi que comparativement aux sociétés ayant des actions à droit de vote unique, celles ayant des actions à droit de vote supérieur *bénéficient d'une prime sur la valeur de leurs titres*, laquelle se maintient de 6 à 9 ans après le premier appel public à l'épargne.

Toutefois, cette tendance s'inverse dès que ces firmes ont plus de 9 ans d'existence. Cela peut s'expliquer par le fait que l'écart entre l'intérêt économique (la participation aux capitaux propres) de l'actionnaire de contrôle et ses droits de vote (la proportion de l'ensemble des voix qu'il détient) a tendance à augmenter au fil des années. Cependant, la prudence s'impose lorsqu'il s'agit d'interpréter des résultats qui surviennent longtemps après le PAPE.

Dans une autre étude menée par les éminents chercheurs Anderson, Ottolenghi et Reeb (2017), ceux-ci ont conclu que 9,4 % des entreprises provenant d'un échantillon de 2 379 entreprises (tirées de l'indice Russell 3000) comportaient des actions à droit de vote supérieur et que « [TRADUCTION] ces entreprises étaient **considérablement plus importantes, plus anciennes et mieux exploitées que celles du groupe apparié d'entreprises ayant des actions à droit de vote unique**. (Nous soulignons)

Près de 90 % des entreprises de leur échantillon ayant des actions à droit de vote supérieur étaient des entreprises familiales. Selon ces chercheurs, la structure à double classe d'actions est souvent une manifestation et une continuation de la propriété familiale. Quoiqu'il existe des différences marginales entre les entreprises familiales ayant des actions multivotantes selon qu'elles sont opérées par les fondateurs, les descendants ou des gestionnaires professionnels, l'analyse des auteurs de l'étude indique que les rendements boursiers ne diffèrent pas de façon significative selon le type d'entreprise familiale.

Cette conclusion d'Anderson, Ottolenghi, & Reeb (2017) *contredit une conception généralement acceptée* selon laquelle, une fois que l'entrepreneur fondateur a quitté son entreprise, les sociétés ayant des ADVS ont tendance à afficher un rendement légèrement supérieur lorsque celle-ci est gérée par des professionnels qui ne sont pas de la famille et que les membres de la famille assurant la succession ne jouent un rôle actif que dans la gouvernance de la société (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006; Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007; Van Essen, Carney, Gedajlovic, & Heugens, 2015; Wagner, Block, Miller, Schwens, & Xi, 2015; Bebchuk & Kastiel, 2017).

Les arguments en faveur des droits de vote inégaux

Le ***premier*** argument s'appuie sur une évidence : l'entrepreneur ou le fondateur d'une entreprise apporte à la société tellement de valeur qu'il mérite un plus grand contrôle que celui que peut détenir un actionnaire qui ne fait qu'acquérir des actions. L'entrepreneur — fondateur — devrait pouvoir mettre en œuvre sa vision stratégique et réaliser le modèle d'affaires qu'il a conçu sans devoir s'inquiéter d'éventuelles prises de contrôle. Cet argument est à ce point convaincant que même les plus farouches opposants des actions multivotantes sont prêts à l'accepter.

Un ***deuxième*** argument invoque le fait que nombre de sociétés à capital actions ayant différents droits de vote sont ou deviennent des entreprises familiales[13], lesquelles ont une vie plus longue, sont mieux intégrées au sein de leurs collectivités et sont plus susceptibles de planifier et de gérer leurs activités dans une perspective à long terme.

Qu'elles soient ou non des entreprises familiales, les sociétés ayant des actions à droits de vote supérieurs sont relativement immunisées contre les pressions à court terme des marchés financiers et les manœuvres de certains fonds.

À une époque de fonds exotiques, de fonds de couverture « activistes » qui cherchent par l'intimidation à forcer les sociétés à prendre des décisions ayant des retombées à court terme,

13 Ce ne sont pas toutes les entreprises familiales qui ont des actions multivotantes ni toutes les sociétés comportant des actions multivotantes qui sont des entreprises familiales ; le recoupement est cependant considérable. Dans une étude récente portant sur 43 sociétés canadiennes ouvertes dirigées par des familles, 63 % d'entre elles avaient une structure du capital actions comportant différents droits de vote (Katsoras, Joli-Coeur, & Lefebvre Duquette, 2018). Dans le même ordre d'idées, plus de la moitié (57 %) des 69 sociétés canadiennes comportant des actions à droits de vote supérieurs sont des entreprises familiales. Ce nombre augmentera probablement du fait que bon nombre de ces entreprises sont contrôlées par des entrepreneurs qui sont encore trop jeunes pour faire entrer d'autres membres de la famille dans l'entreprise (IGOPP, 2018). Selon Anderson, Ottolenghi, & Reeb (2017) cité ci dessus, près de 90 % des entreprises américaines ayant des actions à droits de vote supérieur sont des entreprises familiales.

cette caractéristique des actions multivotantes est très attrayante et bénéfique pour l'ensemble du système industriel d'un pays. Il s'agit d'un ultime mécanisme de défense, et ce tout particulièrement au Canada où le renouvellement par mandats échelonnés des conseils d'administration n'existe pas et où les dragées empoisonnées sont de très courte durée.

Troisièmement, la société civile dans son ensemble ne peut permettre que les entreprises domiciliées sur son territoire soient entièrement asservies aux marchés financiers internationaux. La majorité des pays mettent en œuvre des mesures pour conserver leurs entreprises stratégiques et leur offrir la possibilité de prendre de l'expansion sans menace de prises de contrôle non souhaitées. Bien peu souscrivent à l'idée d'une « destruction créatrice » à la Schumpeter comme étant le meilleur système pour les parties prenantes d'une collectivité.

Le Canada a adopté des lois pour protéger des secteurs entiers de l'économie contre les prises de contrôle par des intérêts étrangers : les banques[14], les sociétés d'assurance, de médias, de télécommunications, des lignes aériennes. Toutefois, pour tous les autres secteurs, la réglementation canadienne en matière d'offres d'achat non souhaitées, d'origine nationale ou étrangère, est conçue pour favoriser l'acquéreur éventuel.

À certains moments de l'histoire, n'eût été un nombre considérable de sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur, le Canada serait redevenu la succursale américaine d'antan. Par exemple, entre 2002 et 2003, alors que le dollar américain valait plus de 1,60 $ CA et que le marché boursier canadien atteignait un creux historique, presque toutes les sociétés canadiennes chefs de file auraient été des aubaines pour les acquéreurs américains.

C'est un fait significatif que bon nombre des champions industriels canadiens sont des sociétés contrôlées et ce, bien souvent par l'entremise d'une structure de capital comportant des actions à droit de vote supérieur. Ce constat rejoint la conclusion de l'étude de l'*Institute for Competitiveness and Prosperity de l'Ontario* (ICP, 2018), qui a repéré 72 « champions » industriels canadiens. Parmi eux, 23 sont des sociétés publiques à l'actionnariat largement disséminé ; mais 33 sont des sociétés avec actionnaires de contrôle, dont 19 par le truchement d'actions à droit de vote supérieur ; 16 autres entreprises sont des sociétés privées !

Par ailleurs, selon le *Financial Post* (2018), 12 des 50 plus importants employeurs canadiens sont des sociétés avec des actions à droits de vote supérieur.

Enfin, les sociétés canadiennes ayant des actions à droit de vote supérieur ont presque toutes[15] adopté une clause d'égalité de traitement (*coattail provision*) (mécanisme peu présent aux États Unis), qui fait en sorte d'assurer à toutes les catégories d'actionnaires le même prix pour leurs actions, dans l'éventualité où les actionnaires de contrôle décideraient de vendre la société. Ainsi, par la seule présence de cette clause, un important *bénéfice privé éventuel découlant du contrôle* est éliminé.

14 Dans le cas des banques à charte canadiennes, toutes les tentatives de prises de contrôle, que ce soit de la part d'intérêts canadiens ou étrangers, sont interdites.

15 Au Canada, des 69 sociétés à double classe d'actions en 2018, 61 ont adopté une clause d'égalité de traitement et les 8 qui n'en ont toujours pas sont : Société de Gestion AGF Limitée, Andrew Peller Limitée, Becker Milk Company Ltd. (The), Corby Spiritueux et vins Limitée, Power Corporation du Canada, Reitmans (Canada) ltée, Rogers Communications inc. et Groupe TVA inc.

Puis, il est important de noter que les sociétés à double classe d'actions ont adopté les meilleurs principes de *gouvernance*, comparables en tout point à ceux des sociétés ayant une seule classe d'actions[16].

En 2006, après avoir soigneusement pesé le pour et le contre des actions à droit de vote supérieur, l'IGOPP a pris position en faveur de ce type de structure, à la condition expresse que soient protégés les actionnaires « minoritaires ». La prise de position de l'IGOPP de 2006 formulait six recommandations :

1. Une clause d'égalité de traitement plus stricte devrait faire partie inhérente de toute structure du capital des entreprises dont les diverses catégories d'actionnaires bénéficient de droits de vote distincts.
2. Comme ligne directrice pour les futurs entrepreneurs, il est recommandé que le ratio des droits de vote rattachés aux actions à vote multiple soit plafonné à 4 pour 1 ; cela signifie qu'il suffit de détenir 20 % de capitaux propres pour avoir le contrôle absolu (50 %) de la société.
3. Les classes d'actions sans droit de vote devraient être interdites.
4. Un nombre donné d'administrateurs indépendants mis en nomination par le conseil devrait être élu uniquement par des actionnaires autres que ceux qui détiennent des actions à droit de vote supérieur. La proportion des membres du conseil élus ainsi ne devrait jamais être inférieure au tiers.
5. Lorsqu'un parent ou un descendant de l'actionnaire de contrôle se porte candidat au poste de chef de la direction, les administrateurs indépendants, conseillés adéquatement, devront discuter des mérites des divers candidats avec l'actionnaire de contrôle et faire rapport de la démarche utilisée par le conseil pour arrêter son choix, à l'assemblée annuelle des actionnaires suivant l'entrée en fonction du nouveau chef de la direction.
6. Étant donné la variété de situations susceptibles de se présenter, l'IGOPP ne s'est pas montré favorable à l'inclusion de « clauses crépusculaires » prévoyant le moment, ou les circonstances, où la catégorie d'actions comportant des droits de vote supérieurs doit être éliminée. Toutefois, lorsqu'il n'y a aucun membre de la famille de l'actionnaire de contrôle qui est susceptible de jouer un rôle important à l'avenir dans la gestion de la société ou dans sa gouvernance, l'actionnaire de contrôle devrait discuter avec le conseil d'administration d'un processus ordonné menant à l'élimination éventuelle des actions multivotantes.

Dans la présente prise de position, l'IGOPP fait un examen minutieux de l'évolution depuis 2006 des sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur, rend compte des résultats des recherches pertinentes sur le sujet, évalue les arguments à propos des clauses crépusculaires et, enfin, revoit ses recommandations de 2006 à la lumière de ces nouvelles données.

16 Ainsi le rapport annuel *Board Games 2018* du *Globe and Mail* (Board Games, 2018) attribuant des scores de gouvernance aux sociétés cotées à la Bourse de Toronto montre que si l'on soustrait du calcul du score la question 30, laquelle, de façon injustifiée, fait perdre jusqu'à 10 points (sur 100) à toute société ayant une double classe d'actions, on obtient un score moyen de 66,15 pour les sociétés à une seule classe d'actions et un score de 60,1 pour les sociétés à double classe d'actions, une différence à peine significative (t de Student's = 2,18) (compilation IGOPP, 2018).

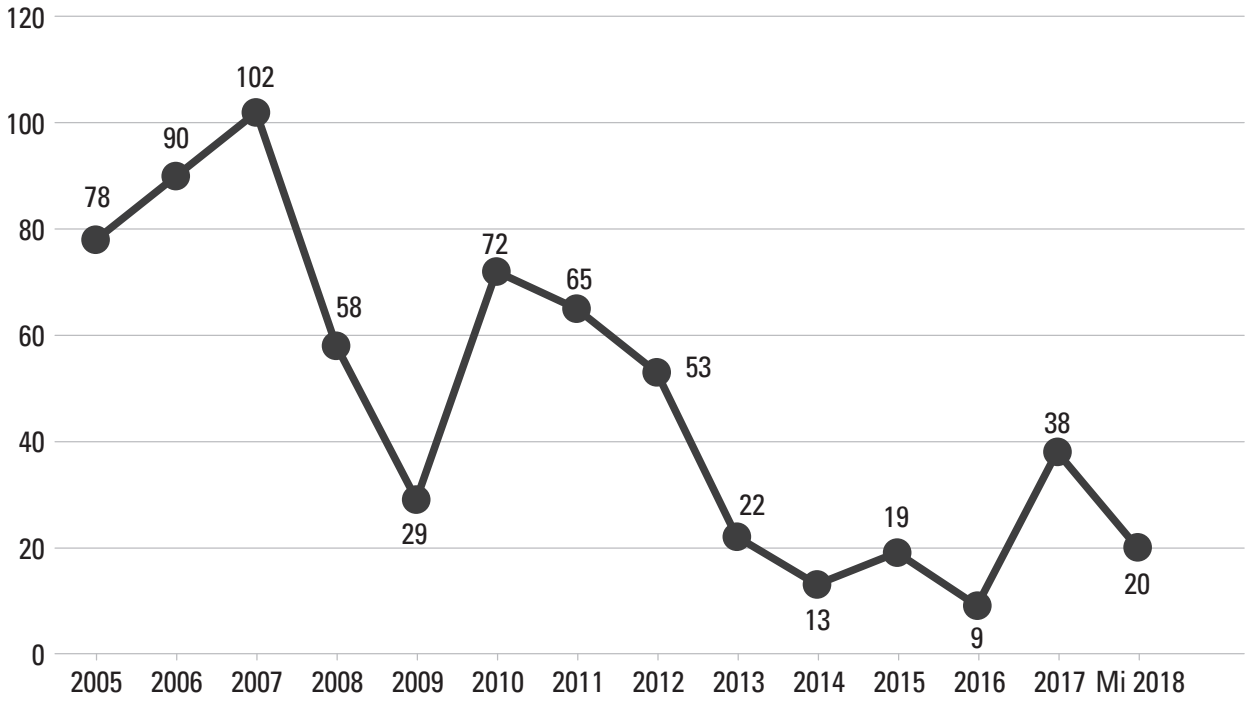
Sociétés canadiennes avec actions à droits de vote supérieurs : Évolution depuis 2005

Quelles qu'en soient les causes, la critique tenace de cette structure de capital par (presque) tous les promoteurs de la « bonne » gouvernance (dont les agences de conseil en vote), le manque d'enthousiasme de la part de fonds de placement, les avis défavorables des banques d'affaires et preneurs fermes ou encore la recherche d'enrichissement rapide chez certains nouveaux entrepreneurs, le fait est qu'au Canada le nombre de sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur est passé de 100 en 2005 à 69 en 2018.

De 2005 à 2018, le pourcentage des entreprises ayant des actions multivotantes inscrites au TSX est passé de 6,9 % à 4,6 %. Ces sociétés comptent maintenant pour environ 17 % de l'indice TSX 60[17]. Aussi, comme l'indique le Graphique 1, le nombre de premiers appels publics à l'épargne au Canada a connu une baisse durant cette période.

Graphique 1

Premiers appels publics à l'épargne (PAPE) au Canada, 2005 à 2018



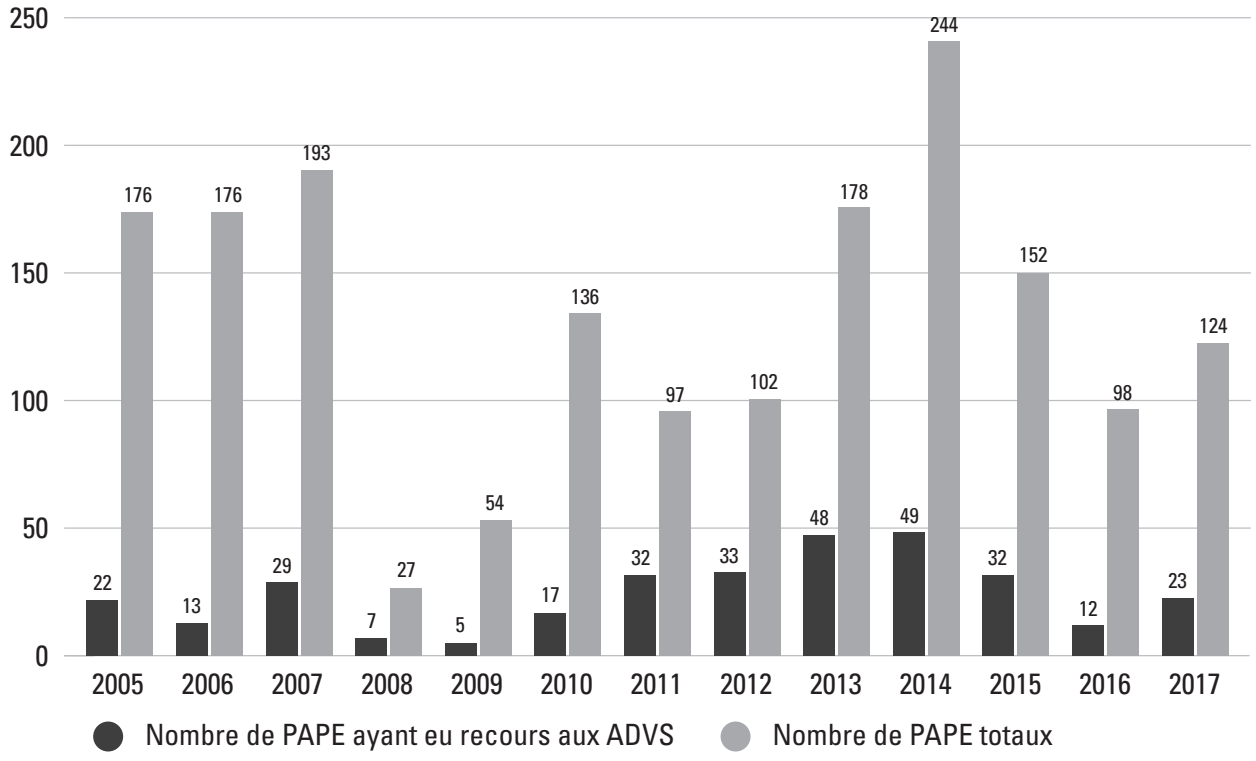
Sources : Carpentier & Suret 2018 ; Marowits, 2018 ; PWC, 2018 ; compilation IGOPP, 2018.

17 Ces sociétés, avec actions multivotantes, comptent pour 12 % de la capitalisation boursière totale de l'indice TSX 60. Bizarrement, ce type de sociétés compte aussi pour 12 % de la capitalisation boursière totale des sociétés du S&P 500 (compilation IGOPP, 2018).

À titre de comparaison, le marché des premiers appels publics à l'épargne aux États Unis demeure solide et compte un nombre considérable de nouvelles sociétés qui ont adopté des actions ayant des droits de vote supérieur (Graphique 2). De 2010 à 2017, 22 % des PAPE (246/1131) ont adopté des actions multivotantes.

Graphique 2

Premiers appels publics à l'épargne (PAPE) aux États Unis : nombre total de PAPE et nombre de PAPE de sociétés ayant adopté des actions à droit de vote supérieur (ADVS), 2005 à 2017



Sources : Ritter, 2017 ; WilmerHale, 2017 ; Council of Institutional Investors (CII), 2018 ; compilation IGOPP, 2018.

Caractéristiques des sociétés canadiennes ayant des actions à droit de vote supérieur

En 2018, les 69 sociétés canadiennes inscrites au TSX détenant des actions ayant des droits de vote supérieur sont réparties dans 5 provinces canadiennes (Ontario, Québec, Alberta, Colombie-Britannique, Nouvelle-Écosse) et plus de la moitié d'entre elles (55 %) ont leur siège social localisé en Ontario (tableau 2).

Tableau 2

Sociétés canadiennes inscrites au TSX ayant des ADVS, selon la province où se trouve leur siège social, 2018

Siège social	Nombre de sociétés	%
Ontario	38	55 %
Québec	20	29 %
Alberta	4	6 %
Colombie Britannique	5	7 %
Nouvelle Écosse	2	3 %
Total	**69**	**100 %**

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Le tableau 3 fait état des importantes variations dans les ratios des droits de vote des 69 sociétés ayant des actions à droit de vote supérieur. Fait surprenant, 19 d'entre elles ont une classe d'actions sans droit de vote (1:0).

Un phénomène relativement nouveau se manifeste en ce que quelque 11 sociétés ont maintenant deux catégories d'actions, l'une comportant le droit d'élire la totalité (ou une majorité) des membres du conseil d'administration, l'autre comportant les mêmes droits de vote que la première catégorie sur toutes les autres questions soumises au vote à l'exception de celles concernant l'élection des administrateurs. Il semblerait que le fait que les porteurs d'actions ayant des droits de vote supérieur puissent décider du choix des membres pour le conseil d'administration est une mesure de contrôle suffisante.

Tableau 3

Ratio des droits de vote des sociétés canadiennes ayant des ADVS, nombre d'entreprises et pourcentage, 2018

Ratio des droits de vote	Nombre de sociétés	%
1:0	19	27,6 %
1:0*	11	15,9 %
4:1	3	4,3 %
5:1	1	1,5 %
6:1	1	1,5 %
10:1	20	28,9 %
20:1	4	5,8 %
25:1	2	2,9 %
30:1	1	1,5 %
50:0**	1	1,5 %
50:1	3	4,3 %
50:1	3	4,3 %
Total	**69**	**100 %**

Notes: *Sociétés comportant des droits de vote supérieurs seulement pour l'élection des membres du conseil d'administration ;
**The Rogers company, contrôlée par la Ted Rogers Family Trust, a des dispositions inhabituelles, soit d'avoir une catégorie d'actions sans droit de vote et une catégorie d'actions comportant 50 voix par action !

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Par ailleurs, les ratios des droits de vote se situent dans une fourchette variant entre 4:1 et 100:1, avec une forte représentation des sociétés ayant un ratio de 10:1 (29 %).

Le tableau 4 regroupe les 19 entreprises comportant une catégorie d'actions sans droit de vote. Parmi celles-ci, 10 ont leur siège social en Ontario et une au Québec.

Tableau 4

Sociétés canadiennes ayant des actions sans droit de vote selon la localisation du siège social, 2018

	Sociétés	Province
1	Akita Drilling	Alb.
2	Atco Ltd.	Alb.
3	Canadian Utilities Limited	Alb.
4	Shaw Communications Inc.	Alb.
5	GVIC Communications Corp.	C. B.
6	Madison Pacific Properties Inc.	C. B.
7	TriMetals Mining Inc.	C. B.
8	Empire Company Limited	N. É.
9	Société de Gestion AGF Limitée	Ont.
10	Andrew Peller Limitée	Ont.
11	Becker Milk Company Ltd. (The)	Ont.
12	La Société Canadian Tire limitée	Ont.
13	CCL Industries Inc.	Ont.
14	Corby Spiritueux et vins Limitée	Ont.
15	Divertissement Corus inc.	Ont.
16	Guardian Capital Group Limited	Ont.
17	Reitmans (Canada) ltée	Ont.
18	Urbana Corporation	Ont.
19	Groupe TVA inc.	Qc.

Sources : SEDAR, 2018 ; compilation IGOPP, 2018.

Le tableau 5 présente les 11 sociétés ayant des droits de vote supérieurs *uniquement* pour l'élection des membres du conseil d'administration.

Tableau 5

Sociétés canadiennes comportant une catégorie d'actions dont les droits de vote supérieurs ne permettent que d'élire les membres du conseil d'administration, 2018

	Sociétés	Type de droit accordé
1	Alignvest Acquisition II Corporation,	droit d'élire la totalité des membres du conseil d'administration
2	Brookfield Asset Management Inc.	chaque catégorie élit la moitié des membres du conseil d'administration
3	Brookfield Real Estate Services Inc.	une catégorie élit 3/5, l'autre 2/5, des membres du conseil d'administration
4	Canaccord Genuity Acquisition Corp.	droit d'élire la totalité des membres du conseil d'administration
5	Corporation Fiera Capital	une catégorie élit 2/3, l'autre 1/3, des membres du conseil d'administration
6	Molson Coors Canada inc.	une catégorie élit 80 %, l'autre 20 %, des membres du conseil d'administration
7	ONEX Corporation	une catégorie élit 60 %, l'autre 40 %, des membres du conseil d'administration
8	Redknee Solutions Inc.	une catégorie élit 4, l'autre 3, membres du conseil d'administration
9	Fonds de placement immobilier SmartCentres	une catégorie élit 4, l'autre 3, membres du conseil d'administration
10	Wilmington Capital Management Inc.	une catégorie élit 60 %, l'autre 40 %, des membres du conseil d'administration
11	Brookfield Renewable Partners L.P.	une catégorie élit la totalité des membres du conseil d'administration

Sources : SEDAR, 2018 ; compilation IGOPP 2018.

Changements survenus de 2005 à 2018 dans les sociétés canadiennes ayant des ADVS

D'importants changements se sont produits en ce qui a trait à la composition des sociétés détenant des actions à droit de vote supérieur depuis 2005.

Le tableau 6 fait état des nouvelles sociétés ayant des ADVS et de celles qui ont perdu ce statut au cours de la période 2005-2018.

Tableau 6

Changement de statut des sociétés canadiennes ayant des ADVS entre 2005 et 2018

Changement de statut	Nombre de sociétés
Sociétés ayant des ADVS inscrites au TSX en 2005	100
Sociétés ayant des ADVS en 2005 dont le statut a depuis changé	-54
Nouvelles sociétés ayant des ADVS inscrites au TSX entre 2005 et 2018	+23
Sociétés ayant des ADVS inscrites au TSX en 2018	69

Sources : SEDAR, 2018; compilation IGOPP, 2018.

De 2005 à 2018, 54 sociétés ayant des actions à droits de vote supérieurs (ADVS) ont changé de statut en raison d'une conversion, d'une acquisition, d'une fusion ou d'une faillite, tandis que 23 nouvelles sociétés se sont ajoutées à ce groupe.

Le tableau 7 fait état des raisons justifiant le changement de statut des 54 qui ont quitté le groupe de sociétés ayant des ADVS.

Tableau 7

Raisons du changement de statut entre 2005 et 2018 de 54 sociétés ayant des ADVS

Raison du changement de statut	Nombre de sociétés
Acquisition	25
Conversion	16
Fusion	7
Faillite	5
Autre raison	1
Total	**54**

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Quelque 16 sociétés ont converti leurs ADVS en actions à droit de vote unique, ce qui témoigne de mouvements considérables au sein de ce groupe de sociétés.

Des 16 sociétés s'étant converties en sociétés ayant uniquement des actions à droit de vote unique, *les actionnaires de contrôle de six d'entre elles ont été dédommagés financièrement pour ce changement*. Dans les autres cas de conversion, aucun dédommagement n'a été versé (en règle générale parce qu'une clause d'égalité de traitement avait éliminé une source importante de « bénéfices privés » pour l'actionnaire de contrôle). Le tableau 8 présente les données selon qu'il y ait eu ou non compensation financière lors de la conversion.

Tableau 8

Sociétés canadiennes ayant converti leurs ADVS en actions à droit de vote unique avec ou sans compensation financière, de 2005 à 2018

	Sociétés	Ratio des droits de vote avant conversion	Conversion avec compensation financière	Conversion sans compensation financière
1	Groupe BMTC inc.	20:1		✓
2	Caldwell Partners international Inc.	1:0	✓	
3	Le Groupe Canam Manac inc.	5:1	✓	
4	Coolbrands International Inc.	10:1		✓
5	Diaz Resources Ltd.	25:1		✓
6	Extendicare Inc.	10:1		✓
7	International Forest Products Ltd.	10:1		✓
8	Le Château inc.	10:1		✓
9	Magna International Inc.	300:1	✓	
10	MDC Partners Inc.	20:1		✓
11	Metro inc.	16:1		✓
12	MI Developments Inc.	500:1	✓	
13	Prometic Sciences de la vie inc.	10:1		✓
14	Royal Group Technologies Limited	20:1	✓	
15	Shawcor ltée	10:1	✓	
16	Telus Corporation	1:0		✓

Sources: SEDAR, 2018; IGOPP compilation, 2018.

Le tableau 9 présente les différents ratios des droits de vote et la nature des droits de vote des 23 nouvelles sociétés qui ont adopté des ADVS depuis 2005.

Tableau 9

Ratio des droits de vote et nature des droits de vote supérieurs des 23 nouvelles sociétés ayant des ADVS depuis 2005

Ratio des droits de vote et nature des droits de vote supérieurs		Nombre de sociétés
1:0	actions sans droit de vote	4
1:0*	une catégorie élit la majorité ou la totalité des membres du conseil d'administration	6
4:1		1
6:1		1
10:1		6
20:1		1
25:1		1
50:1		2
100:1		1
Total		**23**

Sources : SEDAR, 2018; compilation IGOPP, 2018.

Depuis 2005, quatre sociétés ont opté pour une classe d'actions sans droit de vote, trois ont choisi des ratios de droit de vote de 50:1 ou plus, et une seule société a adopté un ratio de 4:1. De toute évidence, les recommandations de l'IGOPP de 2006 n'ont pas été suivies !

Que doit-on conclure de cette revue des faits depuis 2005 ?

- Premièrement, le faible nombre de premiers appels publics à l'épargne au Canada au cours des dernières années est frappant.
- Ensuite, la mouvance dans la composition du groupe de sociétés avec ADVS depuis 2005 a été considérable.
- Des 23 sociétés ayant opté pour les ADVS pour leur premier appel public à l'épargne depuis 2005, 4 ont choisi des actions sans droit de vote et 5 ont opté pour un ratio de droit de vote de 20:1 ou plus.
- Les recommandations de l'IGOPP en 2018 à ce titre devront être plus incisives et leur non-observance porteuse de conséquences.

Études empiriques sur les sociétés à double classe d'actions

Les questions qui traitent des différents aspects des sociétés publiques à double classe d'actions ont suscité (et continuent de susciter) l'intérêt des chercheurs universitaires. Ceux ci ont produit un grand nombre d'études, la plupart d'entre elles sont pertinentes au contexte américain, mais certaines ont une portée internationale.

Bon nombre de ces études ont cherché avant tout à comparer les rendements financiers ou boursiers de ces sociétés ; elles se sont souvent attachées à démontrer le fameux escompte boursier que subiraient, prétendument, les sociétés avec des ADVS. D'autres études ont porté sur des thèmes accessoires tels que la fréquence relative des « bénéfices surprises » (surprise sur bénéfices comme les « surprises comptables »), la comparaison de la rémunération des membres de la haute direction et ainsi de suite. Puisque plusieurs sociétés à capital actions ayant des droits de vote supérieur se trouvent sous contrôle familial, de nombreuses études ne distinguent pas clairement les effets de l'un et de l'autre de ces aspects.

Puisque nous avons passé en revue les études empiriques sur cette question publiées jusqu'à 2006 dans notre prise de position de 2006, celle de position de 2018 porte sur les études empiriques publiées depuis 2007.

La présente section s'articule autour des résultats d'études portant sur trois thèmes :

1. le rendement financier et boursier des sociétés ayant des ADVS comparé à celles qui n'en ont pas ;
2. le rendement des entreprises américaines familiales ayant (ou pas) des ADVS ;
3. le rendement des entreprises canadiennes familiales ayant (ou pas) des ADVS.

1. Le rendement financier et boursier comparé

Parmi la centaine (et plus) d'études portant sur les sociétés ayant des ADVS publiées depuis 2007, quelque 37 études traitent avant tout du rendement financier et boursier en comparant les performances des sociétés publiques qu'elles aient ou non des ADVS.

Le tableau 10, qui résume les résultats de ces 37 études, révèle leur manque d'unanimité[18] en ce qui concerne les impacts des ADVS sur la performance des sociétés.

Tableau 10

Études empiriques portant sur les impacts des actions à droit de vote supérieur sur la performance des sociétés ayant cette structure du capital-actions, 2007 à 2018

Impacts des ADVS sur la performance des sociétés ayant des ADVS	**Études**	
	Nombre	%
Favorables ou neutres	18	49 %
Défavorables	19	51 %
Total	**37**	**100 %**

Source : Compilation IGOPP, 2018.

18 L'on trouvera des renseignements sommaires au sujet de ces 37 études sur le site Web de l'IGOPP à l'adresse : https://igopp.org/category/publications/études-et-rapports-de-recherche/.

Quelques observations se dégagent de cet examen :

A. La diversité des résultats, voire leur nature contradictoire, invite clairement à la prudence quand vient le temps de se fier à une étude en particulier : la conception de chacune d'entre elles, les choix d'échantillons, la sélection des variables, l'analyse statistique et ainsi de suite pourraient expliquer certaines des variations dans les résultats.

Il est important de rappeler que la plupart de ces études portent sur la situation aux États Unis, où très peu de sociétés avec des ADVS doivent respecter la clause d'égalité de traitement imposée à la plupart des sociétés canadiennes. Une telle clause élimine en grande partie les « bénéfices privés » de l'actionnaire de contrôle (celui-ci ne peut se départir de ses parts sans qu'une offre au même prix soit faite aux autres catégories d'actionnaires) et par la même occasion l'« escompte » sur le prix de l'action à vote unique par comparaison à l'action à vote multiple.

Les résultats des études moins récentes (publiées durant la période 2007 à 2012) ont tendance à rapporter des impacts plus défavorables que les études plus récentes. Les facteurs pouvant expliquer ce phénomène, dans les résultats de ces dernières études, sont : une gouvernance améliorée au sein des sociétés avec ADVS1914, une meilleure protection pour les actionnaires minoritaires ou une meilleure méthodologie pour mener ces études.

Certaines études récentes, particulièrement bien conçues, méritent qu'on s'y attarde. C'est le cas de Cremers, Lauterbach & Pajuste (2018) qui ont étudié un important échantillon apparié[20] de sociétés américaines à une et à plusieurs catégories d'actions, à compter de leur premier appel public à l'épargne survenu durant la période entre 1980 et 2015. Ils en tirent d'importantes conclusions :

- Les entreprises ayant des ADVS ont une durée de vie plus longue et sont moins touchées par les prises de contrôle que les sociétés ayant des actions à droit de vote unique.
- L'écart moyen (la différence entre le pourcentage des votes détenu par l'actionnaire de contrôle et le pourcentage des capitaux propres dont il est propriétaire) passe de 16 % un an après le premier appel public à l'épargne à 22 % cinq ans après et à 26 % après neuf ans.
- Les sociétés ayant des ADVS jouissent d'une prime de marché par rapport aux entreprises ayant des actions à droit de vote unique, laquelle dure de 6 à 9 ans après leur premier appel public à l'épargne. Il s'agit là, d'un résultat qui contredit les idées

19 Ainsi, comme nous l'avons déjà indiqué, le rapport annuel *Board Games 2018* du *Globe and Mail* (Board Games, 2018) attribuant des scores de gouvernance aux sociétés cotées à la Bourse de Toronto montre que si l'on soustrait du calcul du score la question 30, laquelle, de façon injustifiée, fait perdre jusqu'à 10 points (sur 100) à toute société ayant une double classe d'actions, on obtient un score moyen de 66,15 pour les sociétés à une seule classe d'actions et un score de 60,1 pour les sociétés à double classe d'actions, une différence à peine significative (t de Student's = 2,18) (compilation IGOPP, 2018).

20 Les études fondées sur des *échantillons appariés* étaient relativement rares jusqu'à récemment, mais elles offrent pourtant la meilleure façon de comprendre un phénomène complexe. En constituant deux échantillons d'entreprises comparables sur certains aspects critiques (appartenance industrielle, revenus, valeur boursière), mais différentes sur le point essentiel de l'étude - un échantillon de sociétés avec ADVS et un échantillon de sociétés à une seule catégorie d'actions, il est ainsi possible de mieux comprendre l'influence de la variable différenciatrice.

reçues. Les sociétés ayant des ADVS depuis plus de 9 ans ont tendance à être valorisées plus faiblement comparativement à celles qui ont des actions à droit de vote unique, bien qu'à ce stade de nombreux facteurs confondants puissent avoir contaminé les résultats. Malgré le fait que ce résultat soit favorable aux sociétés ayant des ADVS, il incite Cremers, Lauterbach & Pajuste (2018) à se prononcer en faveur d'une clause crépusculaire obligatoire pour ces structures. Toutefois, les auteurs sont bien conscients que l'imposition d'une clause crépusculaire peut inciter de nombreux entrepreneurs à ne pas inscrire leur société en bourse.

En se basant également sur un échantillon apparié de sociétés ayant ou non des ADVS, Jordan, Kim, & Liu (2016) concluent que « [TRADUCTION] les entreprises avec des ADVS subissent moins de pression des marchés financiers performer à court terme, comptent parmi leurs actionnaires moins de fonds de placement avec un horizon à court terme, sont moins assujetties à une tentative de prise de contrôle et font moins l'objet de couverture par les analystes financiers. Les entreprises ayant des ADVS ont également tendance à connaître davantage de possibilités de croissance (une augmentation plus importante de leurs ventes et un effort plus intense en R et D). Contrairement à une préconception populaire voulant que les sociétés ayant des ADVS sont moins bien évaluées, **les sociétés à forte croissance et ayant des ADVS jouissent d'une prime de marché**. (Nous soulignons)

Les éminents chercheurs Anderson, Ottolenghi, & Reeb (2017) ont constaté que 9,4 % d'un échantillon de 2379 entreprises (tirées de l'indice Russell 3000) avaient des ADVS et que « [TRADUCTION] ces entreprises étaient considérablement plus grandes, plus âgées et mieux exploitées que celles du groupe apparié d'entreprises ayant des actions à droit de vote unique ».

Cependant, certaines études menées par des organisations partisanes ont voulu démontrer le rendement inférieur des sociétés « contrôlées » comparativement aux sociétés « non contrôlées ». C'est ainsi qu'en mars 2016, le *Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC, 2016)* a publié une étude intitulée « *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review* » [Sociétés contrôlées de l'indice Standard & Poor's 1500 : un examen sur dix ans du rendement et des risques].

Leur conclusion générale qui se lit comme suit, « [TRADUCTION] les sociétés contrôlées ont, en règle générale, un rendement plus faible sur les paramètres qui touchent les actionnaires minoritaires », est contredite par leurs propres résultats ! (Allaire & Dauphin, 2016).

Enfin, le tableau 11 résume un certain nombre d'articles canadiens qui comparent le rendement boursier des sociétés ayant ou non des ADVS. De par leur nombre, ces 6 comparaisons univariées montrant des rendements supérieurs pour les sociétés ayant des ADVS, laissent supposer un avantage pour ce type de sociétés.

Tableau 11

Rendements annualisés des sociétés publiques canadiennes ayant ou non des ADVS comparaisons sur des périodes de 5, 10, 15 ou 18 ans

Sources	5 ans		10 ans		15 ans		18 ans	
	Sociétés ayant des ADVS	Sociétés sans ADVS ou indice	Sociétés ayant des ADVS	Sociétés sans ADVS ou indice	Sociétés ayant des ADVS	Sociétés sans ADVS ou indice	Sociétés ayant des ADVS	Sociétés sans ADVS ou indice
Bloomberg. "Dual-class share structure boasts some big gainers", The Globe and Mail, 29 avril 2016			12 %	7,1 %				
Fournier & Katsoras, « L'avantage familial », Banque Nationale du Canada, octobre 2015*	13,5 %	6,1 %	11,3 %	5,6 %				
Modesto, "The case for investing in companies with dual-class shares", The Globe and Mail, 18 avril 2017	4,2 %	- 0,9 %	3,7 %	1,1 %				
Spizzirri & Fullbrook, "The Impact of Family Control on the Share Price Performance of Large Canadian Publicly-Listed Firms (1998–2012)" Clarkson Center for Board Effectiveness, juin 2013.					8,82 %	6,6 %		
Allaire & Dauphin. "La "bonne" gouvernance et la performance des entreprises" IGOPP, 7 mars 2016.	8,66 %	3,78 %						
Katsoras et al., "L'avantage familial — Les sociétés publiques canadiennes sous contrôle familial : pourquoi ont elles des rendements supérieurs ? », Banque Nationale du Canada, 2018**							9 %	6,7 %

* La version de 2015 de cette étude de la BNC est basée sur 30 sociétés publiques canadiennes sous contrôle familial, et environ 2/3 de ces 30 entreprises avaient une structure du capital actions ayant des droits de vote supérieurs.
** L'étude de 2018 de la BNC est basée sur 43 sociétés publiques canadiennes sous contrôle familial, et environ 27 de celles ci (63 %) avaient une structure du capital actions ayant des droits de vote supérieurs.

Source : Compilation IGOPP, 2018.

2. Le rendement des entreprises familiales américaines

Il y a un important chevauchement entre les entreprises ayant des ADVS et les entreprises familiales aux États-Unis. Selon Anderson, Ottolenghi, & Reeb (2017), presque toutes les structures ayant des ADVS existantes (93 %) sont des propriétés provenant d'un entrepreneur ou d'une famille, et parmi elles, la famille fondatrice est toujours propriétaire dans 89 % des cas.

Les investisseurs dans les sociétés familiales ayant des ADVS *obtiennent des rendements excédentaires sur leurs placements — environ 350 points de base*[21] par année en comparaison avec ceux qui investissent dans des entreprises non familiales qui ont des actions à droit de vote unique. Bien qu'il y ait des différences marginales entre les types d'entreprises familiales ayant des ADVS—selon qu'elles sont dirigées par les fondateurs, les descendants ou des gestionnaires professionnels, l'analyse d'Anderson, Ottolenghi, & Reeb (2017) indique que les rendements sur actions ne diffèrent pas de façon significative selon le type d'entreprise familiale.

Enfin, Anderson, Ottolenghi, & Reeb (2017) concluent que les structures du capital-actions ayant différents droits de vote ne portent pas préjudice aux actionnaires minoritaires, que 87 % de leurs actions sont détenues par des investisseurs institutionnels et que, par conséquent, le mouvement récent en faveur du retrait des indices boursiers de sociétés ayant des ADVS fait erreur. « [TRADUCTION] Notre analyse indique que le mécanisme de droits de vote supérieurs, en soi, ne semble pas contraire à l'objectif de maximisation de la valeur pour les actionnaires ».

Van Essen, Carney, Gedajlovic, & Heugens (2015) ont effectué une méta analyse de 74 études empiriques portant sur des entreprises publiques américaines et ont constaté que, dans l'ensemble, le contrôle familial a un effet positif modeste, mais statistiquement significatif, sur le rendement des entreprises publiques américaines (quoique les auteurs ne précisent pas si les entreprises, ou combien d'entre elles, avaient des actions à droit de vote supérieur). Leurs conclusions indiquent que les entreprises familiales « [TRADUCTION] ont la capacité d'améliorer leur rendement dans des marchés hautement concurrentiels et complexes [...] L'effet net positif du contrôle familial sur le rendement est en partie attribuable à des choix stratégiques précis qu'ont fait les dirigeants des entreprises familiales. ».

3. Le rendement des entreprises familiales canadiennes

Les entreprises publiques familiales canadiennes représentent une composante importante de l'économie au pays, 10 d'entre elles comptant parmi les 25 plus grands employeurs au Canada (Katsoras, Joli-Coeur, & Lefebvre Duquette, 2018).

Dans une récente étude, Fullbrook (2018) rapporte des données historiques sur les émetteurs publics au Canada entre 1969 et 2017 et compare les résultats des entreprises familiales par rapport aux sociétés non contrôlées. En comparaison avec les sociétés non contrôlées, les entreprises familiales canadiennes ont un meilleur taux de survie à long terme, font preuve d'une plus grande stabilité de la direction et le cours de leurs actions est moins volatile. Près de 70 % des entreprises familiales publiques étaient encore opérantes après les 48 ans de l'étude, tandis que toutes, hormis 24 % des sociétés non contrôlées, furent, soit radiées de la cote boursière, cessèrent leurs activités ou furent acquises. Si, comme le suggérait l'économiste Armen Alchian (1950), la survie est la véritable preuve du succès d'une entreprise, les entreprises familiales canadiennes ont réussi le test avec brio.

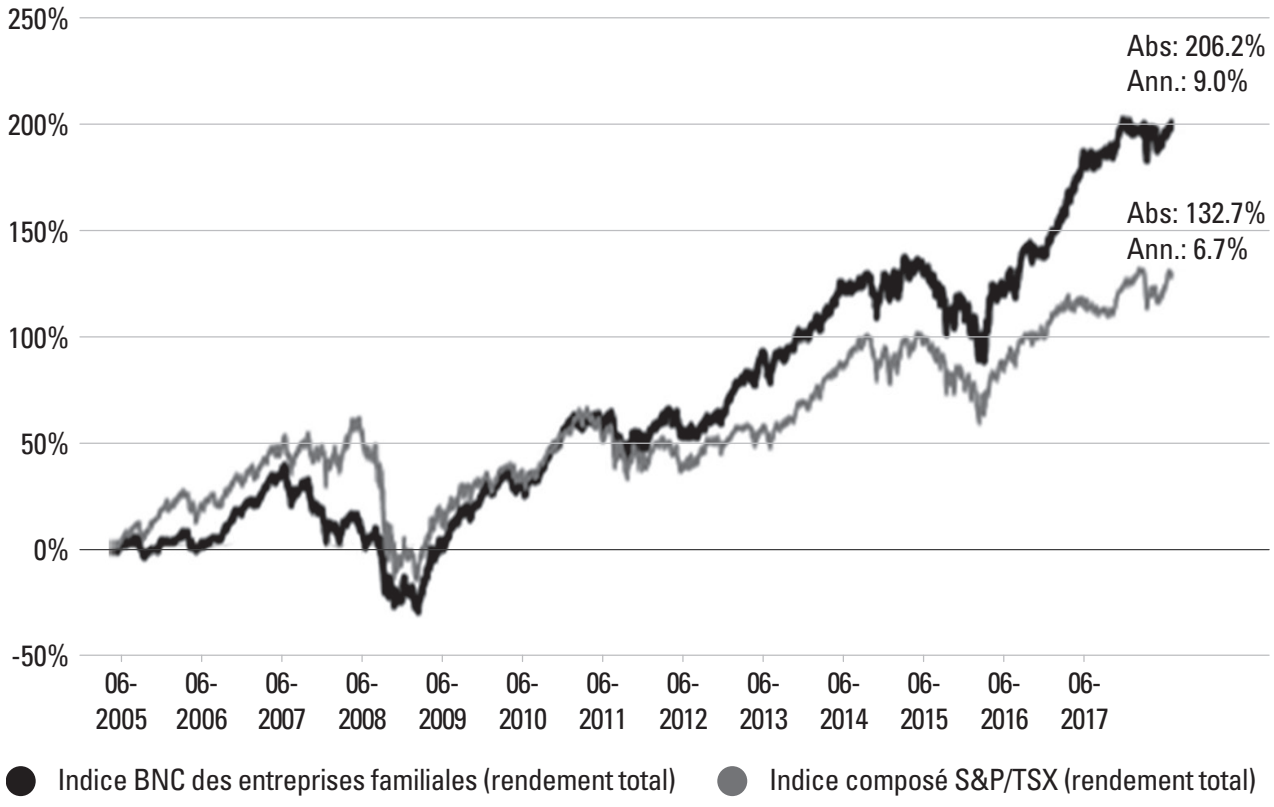
21 Les résultats sont fondés sur les rendements excédentaires des secteurs, des marchés et en fonction du modèle Fama French (Anderson, 2017).

La Banque Nationale du Canada (BNC) a créé l'Indice BNC des entreprises familiales pour mesurer le rendement des entreprises canadiennes publiques contrôlées par des familles qu'elle compare avec le rendement de l'Indice composé S&P/TSX (Katsoras, Joli-Coeur, & Lefebvre Duquette, 2018).

L'indice BNC couvre 43 entreprises canadiennes contrôlées par des familles dans une diversité de secteurs et de régions au pays, dont 27 ont émis des actions à droit de vote supérieur. De juin 2005 à mai 2018, l'Indice BNC des entreprises familiales a affiché un rendement total absolu de 206 % et un rendement annuel composé de 9 %, comparativement à un rendement total de 133 % pour l'indice composé S&P/TSX et à un rendement annuel composé de 6,7 % (se reporter au Graphique 3 ci-dessous).

Graphique 3

Rendements cumulatifs et annuels composés de l'Indice BNC des entreprises familiales canadiennes, 2005 à 2018



Source : Katsoras, Joli-Coeur, & Lefebvre Duquette, 2018.

En outre, Katsoras, Joli-Coeur, & Lefebvre Duquette (2018) expliquent que les intérêts des propriétaires familiaux canadiens s'harmonisent dans la plupart des cas avec ceux des actionnaires minoritaires, et ce, même en présence d'une structure du capital-actions à droits de vote différents. Deux facteurs permettent d'expliquer en grande partie ce phénomène : la clause d'égalité de traitement (coattail provision) et le fait que les membres de la famille investissent une partie importante de leur fortune personnelle dans l'entreprise familiale (Katsoras, Joli-Coeur, & Lefebvre Duquette, 2018 ; Fullbrook, 2018 ; Sekerci, 2018 ; Bordonaro, 2018).

Conclusions

Il n'existe aucune preuve irréfutable que les sociétés ayant des ADVS afficheraient un rendement boursier ou financier inférieur à celui des sociétés traditionnelles dont les actions ont un droit de vote unique. Il semble plutôt que *le contraire soit vrai selon des études récentes*.

L'« escompte » supposé sur le prix des actions des sociétés ayant des ADVS semble manifeste dans certaines études pour les sociétés familiales au moment du premier appel public à l'épargne (PAPE). Dans le cas de sociétés non familiales ayant des ADVS, on constate plutôt une « prime ». Comme la plupart des entrepreneurs s'inscrivent en bourse alors qu'aucun membre de la famille ne fait encore partie de la direction, il serait approprié que ceux-ci fassent un PAPE en réfutant avec fermeté l'argument typique de l'escompte des preneurs fermes, qui vise à sous-estimer les prix d'émission des actions.

Après le premier appel public à l'épargne, les sociétés familiales ayant des ADVS semblent afficher un rendement considérablement supérieur à celui des sociétés ayant des actions à droit de vote unique.

Est-il nécessaire d'insister derechef sur le fait que les sociétés commerciales ne devraient pas être jugées uniquement en fonction de leur performance financière à court terme. Ce sont des entités économiques et sociales qui ont des responsabilités vis-à-vis de multiples parties prenantes et de la société civile dans son ensemble.

Pour plus d'informations, voir https://igopp.org/en/empirical-studies-on-dual-class-companies- 2007-to-2018/: *Brief review of empirical studies on the economic performance of dual-class companies: 2007 to 2018*
Cambourieu, C. et Sambiani M., IGOPP, 2018.

Clauses crépusculaires : quoi, comment et quand ?

Les critiques soutenues et sans cesse renouvelées de la part de certaines catégories d'investisseurs contre les actions comportant des droits de vote inégaux ont donné un nouvel élan au mouvement en faveur d'une forme de clause crépusculaire qui prévoirait la fin de ce « privilège » après un certain temps.

Trois types de clauses crépusculaires font surtout l'objet de ces discussions (Bebchuk & Kasiel, 2017, 2018) [bien qu'on s'évertua à en créer de nouvelles formes : clauses crépusculaires « fiduciaires, clauses liées à la performance, etc. » (Winden, 2017)].

1. Les clauses crépusculaires temporelles prévoient la conversion des actions ayant des droits de vote supérieurs en actions à droit de vote unique à un moment précis dans le temps (généralement exprimé en nombre d'années suivant le PAPE). À ce jour, aucune société canadienne n'a adopté ce type de clause. Aux États Unis, les clauses crépusculaires temporelles étaient rares jusqu'à la fin des années 1990. Le tableau 12 fait état d'une augmentation considérable du nombre de clauses crépusculaires temporelles depuis 1999, où quelque 15 % des sociétés de l'échantillon (18 sociétés sur 123) de Winden (2017) ont adopté une clause de ce type. La formulation habituelle de la clause prévoit généralement la conversion des actions à droit de vote supérieur de 7 à 10 ans après le premier appel public à l'épargne.

Tableau 12

Clauses crépusculaires dans un échantillon de 123 sociétés américaines ayant des ADVS

Date du PAPE des sociétés américaines	**Clauses crépusculaires***						
	Temporelles		Déclenchées à partir d'un seuil de propriété		Déclenchées par un évènement précis		**Total**
	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	**#**
Avant 1999	0	44	15	29	2	42	**44**
1999 à 2017	18	61	31	48	35	44	**79**
Total	**18 (15 %)**	**105**	**46 (37 %)**	**77**	**37 (30 %)**	**86**	**123**

*Remarque : certaines sociétés ayant des ADVS peuvent avoir plus d'un type de clause crépusculaire.

Sources : Winden, 2017 ; compilation IGOPP, 2018.

2. La clause crépusculaire déclenchée à partir d'un pourcentage minimal des actions que doit détenir l'actionnaire de contrôle, à défaut de quoi les actions sont automatiquement converties en actions à vote unique (dilution sunset). Ce type de clause se retrouve assez régulièrement chez les sociétés canadiennes ayant des ADVS, cela bien que 59 % n'aient aucune clause crépusculaire (compilation IGOPP à partir des données d'Anand [2018]).

3. La clause crépusculaire déclenchée par un évènement précis s'applique habituellement en cas de décès ou d'invalidité du fondateur ou de l'actionnaire de contrôle, ou lorsque le ou les actionnaires de contrôle atteignent un certain âge. Ces clauses sont rares au Canada[22]. Le tableau 12 illustre l'explosion de popularité de ce type de clause aux États Unis depuis 1999.

Un autre aspect des sociétés ayant des ADVS reçoit beaucoup d'attention dernièrement : *la transmission du contrôle*. Dans quelle mesure un actionnaire de contrôle peut il transférer le contrôle de la société à des héritiers, à des membres de la famille, à des fiducies ou à d'autres parties ? Auparavant, la norme faisant en sorte que les transferts étaient illimités. Toutefois, en 2004, le premier appel public à l'épargne de Google comportait des limites au transfert du contrôle, interdisant « [TRADUCTION] les transferts aux membres de sa famille, ou aux membres du groupe, ainsi qu'aux fiducies ou autres personnes juridiques... ». Une autre société emblématique du secteur des technologies, Facebook, n'a pas imité Google (Alphabet), mais a plutôt conservé le droit de transférer le contrôle à des membres de la famille et à des entités liées.

Winden (2017) relate que depuis 1999, 75 % des premiers appels publics à l'épargne provenant de sociétés ayant des ADVS ont prévu une quelconque forme de transmission conditionnelle, mais le transfert du contrôle en faveur de membres de la famille est rarement interdit.

Impact des clauses crépusculaires sur le rendement boursier

De toute évidence, nombre de chercheurs universitaires, presque tous les investisseurs institutionnels et leurs représentants, les fonds indiciels, la plupart des gendarmes de la « bonne » gouvernance favorisent l'imposition d'une clause crépusculaire, surtout de nature temporelle aux futures sociétés voulant adopter des ADVS.

Leur position serait plus solide si des données probantes pouvaient démontrer que le rendement boursier des titres d'une société est supérieur suite de l'adoption d'une clause crépusculaire temporelle. Jusqu'à présent, une seule étude s'est penchée empiriquement sur la question. Jackson (2018), tout en mettant le lecteur en garde quant à la nature « préliminaire » de son étude, conclut que sept ans après leur premier appel public à l'épargne, les sociétés qui ont adopté une clause crépusculaire temporelle affichent de meilleurs résultats que celles qui en sont dépourvues.

Dans cette étude, Il n'est pas indiqué si, à ce moment, l'entrepreneur ou le fondateur est encore à la tête de l'entreprise ; il n'est pas indiqué non plus combien de temps il reste avant la prise d'effet de la clause crépusculaire (3 , 5 ou 10 ans). Bien entendu, toute clause crépusculaire qui éliminerait les droits de vote supérieurs dans un avenir rapproché pourrait laisser anticiper une prise de contrôle éventuelle, ce qui, vu la prime de contrôle à prévoir, ferait augmenter le cours de l'action. Mais c'est précisément la raison pour laquelle les entrepreneurs optent pour des actions à droits de vote supérieurs : pour empêcher les prises de contrôle non souhaitées.

Il est à prévoir qu'un certain nombre d'études de la sorte fassent surface dans un proche avenir.

22 Bien entendu, Alimentation Couche Tard est une exception notoire : il y est prévu que la conversion des actions à droit de vote multiple se produise lorsque le plus jeune des actionnaires de contrôle atteindra l'âge de 65 ans.

Une position sur les clauses crépusculaires et le transfert du contrôle

Dans les années à venir, une bataille fera rage au sujet des clauses crépusculaires particulièrement de type temporel. Des initiatives concertées ont déjà pris forme, menées entre autres par le *Council of Institutional Investors*, une influente organisation américaine, visant à obliger les futures sociétés à capital actions qui choisissent d'avoir des ADVS à prévoir une clause crépusculaire temporelle lors de leur premier appel public à l'épargne[23]. À tout le moins, les sociétés qui envisagent de lancer un premier appel public à l'épargne se verront conseiller, par les preneurs fermes et d'autres parties cherchant à exercer une influence, de prévoir une limite temporelle mettant fin aux avantages des votes supérieurs. L'on pourrait même voir naître un mouvement visant à faire pression sur les sociétés ayant des ADVS pour qu'elles adoptent une clause crépusculaire temporelle (ou même à les y obliger) longtemps après leur premier appel public à l'épargne.

Assurément, les promoteurs des clauses crépusculaires temporelles n'acceptent pas, ou sont prêts à faire fi, des avantages et de la longévité des entreprises familiales décrits à la section précédente. Ils croient qu'un système économique doit laisser libre cours à la « destruction créatrice » et guidée par une « main invisible », qu'une entreprise n'est qu'une « propriété » et que les parties prenantes autres que les actionnaires peuvent, malheureusement, mais inévitablement, devenir des dommages collatéraux. Cette vision du monde est préjudiciable et inacceptable tant pour les entreprises que pour les collectivités où elles ont élu domicile. En fait, Adam Smith observait que les « sentiments moraux » étaient essentiels au succès du capitalisme et Schumpeter ne considérait pas qu'une forme de « capitalisme sauvage » pourrait survivre.

Clauses crépusculaires basées sur un seuil de propriété

Traitons d'abord des *clauses crépusculaires basées sur un seuil de propriété*, qui sont passablement courantes au Canada. Nous recommandons que les futures sociétés qui auront des ADVS prévoient une telle clause, mais que celle ci soit conçue de manière à ne prendre effet que lorsque les droits de vote de l'actionnaire de contrôle tombent en deçà du niveau permettant le blocage (33,3 %).

Avec un ratio de droits de vote supérieurs de 4:1, la clause crépusculaire basée sur le seuil de propriété s'appliquerait si l'actionnaire de contrôle détient moins de 11,1 % des capitaux propres ! Le tableau 13 qui suit présente la relation entre trois ratios de droits de vote et le niveau de participation aux capitaux propres de la société de l'actionnaire de contrôle pour qu'il conserve ce statut[24]:

23 La *Coalition canadienne pour la bonne gouvernance* (CCGG) a adopté une position plus nuancée que son équivalent américain sur ce point. « Because there are many types of DCS companies, it is difficult to have a 'one size fits all' definition of MV Share Termination Date. » (Canadian Coalition for Good Governance [CCGG], 2013).

24 Le rapport est calculé au moyen de la formule suivante : (N*x)/[(N*x) + (100-x)]= P, le pourcentage cible de voix, où N = le ratio de votes multiples, x = le pourcentage de participation permettant d'atteindre le pourcentage cible (P) de voix que cherche le porteur des actions à droit de vote multiple. La formule suppose que l'actionnaire de contrôle est propriétaire de toutes les actions comportant des droits de vote supérieurs. Par exemple, avec un ratio de 4:1, si 20 % des actions à droit de vote multiple étaient détenues par le public, le pouvoir de vote des actionnaires de contrôle détenant 20 % des votes tomberait à 47 % à moins qu'ils n'augmentent leur participation à 24 %.

Tableau 13

Ratio des droits de vote et pourcentage de l'avoir des actionnaires détenu par l'actionnaire de contrôle

Ratio des droits de vote	% de participation pour le contrôle absolu (50 % des droits de vote et plus)	% de participation pour blocage (33,3 % des droits de vote)
4:1	20 %	11,1 %
6:1	14,3 %	7,7 %
10:1	9,09 %	4,8 %
20:1	4,8 %	2,4 %

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Clauses crépusculaires temporelles

Quant aux *clauses crépusculaires temporelles*, malgré leur plausibilité superficielle, elles pourraient en réalité s'avérer dommageables pour les entreprises et la société en général. Examinons trois sociétés québécoises emblématiques et les conséquences que cela aurait eues si la clause d'extinction crépusculaire (disons d'une durée de 10 ans) avait été la norme ou avait été une obligation au Canada dans le temps.

Tableau 14

Sociétés publiques emblématiques québécoises selon leur valeur marchande, leur nombre d'employés et l'année de leur PAPE

		Valeur marchande		Nombre d'employés	
	Année du PAPE	10 ans après PAPE	Au 30 novembre 2018	10 ans après PAPE	Au 30 novembre 2018
CGI	1986	~2G $	21.1G $	~8000	74 000
ACT (Alimentation Couche-Tard)	1995	4.3G $	39.4G $	36 000	120 000
Bombardier	1969	~40M $	5.4G $	6 000	60 600

Note : M : Million de dollars canadiens courants, G : Milliard de dollars canadiens courants.

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Si ces sociétés avaient été obligées au moment de leur premier appel public à l'épargne d'adopter une clause crépusculaire temporelle, il est bien possible que leurs actionnaires de contrôle eussent préféré que l'entreprise demeure une société fermée, qu'elle renonce à des fonds du public et limite sa croissance en fonction des autres sources de financement disponibles. Si elles avaient accepté d'adopter une clause crépusculaire d'une durée de 10 ans, ces sociétés auraient fait l'objet d'une prise de contrôle il y a longtemps et auraient été converties en une sorte de succursale desservant le marché local[25] !

Certains promoteurs des clauses crépusculaires insistent sur le fait que, bien sûr, les actionnaires détenant des actions à un seul vote pourraient voter en faveur d'un renouvellement de la clause crépusculaire pour un autre terme s'ils sont satisfaits de la gestion de l'entreprise.

Malheureusement, peu importe l'excellence de la performance de la société, si un vote devait avoir lieu pour reporter l'échéance de la clause crépusculaire, des fonds de tout acabit impatients de profiter de la prime de contrôle qui découlerait de l'abandon des actions à droits de vote supérieurs, se précipiteraient pour acquérir le plus d'actions possibles ayant recours à toutes les astuces de l'ingénierie financière pour ce faire (et certains fonds traditionnels pourraient même se joindre à ceux-ci[26]).

De la sorte, il est très improbable que la majorité des (nouveaux) porteurs d'actions à droit de vote unique soient favorables à une prolongation (renouvellement de l'échéance) de la durée de vie des ADVS.

L'IGOPP s'oppose résolument à l'imposition de clauses crépusculaires temporelles aux sociétés à double classe d'actions[27].

Clauses crépusculaires déclenchées par un évènement précis

En ce qui concerne les clauses crépusculaires déclenchées par un évènement précis, il serait judicieux que les actionnaires de contrôle et les membres du conseil prévoient des arrangements en cas d'évènements malheureux qui pourraient entraver la capacité des personnes clés à poursuivre leurs activités de direction au sein de la société[28] (Govindarajan & Srivastava, 2018). Cette question est similaire au défi que pose la transmission du contrôle discuté ci-après.

25 Pour les curieux financièrement, le taux de croissance annuel composé de la valeur marchande de ces trois sociétés pour la période allant de dix ans après leur PAPE jusqu'en 2018, s'établit ainsi : ACT : 18,6 %, CGI : 11,13 % et Bombardier : 13,4 % (compilation IGOPP, 2018).

26 Un récent exemple au Canada est très éloquent à cet égard. La société ACT (Alimentation Couche Tard) avait adopté naguère une clause crépusculaire selon laquelle les actions à droit de vote multiple seraient converties en actions à droit de vote unique au moment où le plus jeune des 4 actionnaires de contrôle atteindrait l'âge de 65 ans. À mesure qu'approchait cette date, la société, qui, il est important de le rappeler, a procuré à ses actionnaires un rendement extraordinaire au cours des 10 dernières années, a fait une proposition aux actionnaires pour abroger cette clause crépusculaire. Or, une consultation auprès d'actionnaires importants (et d'ISS) ayant révélé que leur proposition serait rejetée, la direction a donc retiré sa proposition avant qu'elle ne soit soumise au vote !

27 Évidemment, rien n'empêche l'entrepreneur/fondateur d'adopter au moment du PAPE pour des raisons qui lui sont propres, une clause crépusculaire temporelle ou encore une clause prévoyant la fin des actions multivotantes si un évènement précis survenait (comme l'incapacité ou la mort du fondateur).

28 Les clauses crépusculaires applicables lorsque le fondateur/entrepreneur/actionnaire de contrôle atteint un certain âge devraient être évitées.

Bien que n'étant pas une clause crépusculaire au sens strict, *le transfert, avec ou sans conditions, des actions de contrôle* est un sujet controversé. Quelques sociétés ont adopté des clauses qui excluent les transferts à des membres de la famille. En général, une grande latitude prévaut dans le transfert du contrôle, la seule condition étant la clause du « seuil de propriété minimal ». Suivant la logique de notre prise de position sur les avantages économiques et sociaux associés aux entreprises contrôlées par des familles, l'IGOPP *favorise une grande marge de manœuvre en ce qui a trait au transfert du contrôle à des membres de la famille*. Tout arrangement en ce sens devrait tenir compte de l'éventualité qu'un évènement tragique survienne avant qu'un membre de la famille ou un héritier ne soit prêt à prendre les commandes. Dans des circonstances normales, le contrôle peut être transféré aux héritiers ayant une capacité de jouer un rôle important dans la direction ou la gouvernance de la société.

De même, le fait indéniable que les actions ayant des droits supérieurs agissent comme un rempart contre le court-termisme de certains fonds et leurs tentatives d'intimidation conforte notre recommandation à l'effet que le contrôle de ces sociétés puisse être transmis à une fiducie dirigée par une majorité de fiduciaires indépendants au bénéfice des héritiers du fondateur, mais assortie d'une clause de dilution. Notre position est ainsi conforme à la position défendue par la *Canadian Coalition for Good Governance* (CCGG, 2013).

Recommandations : anciennes, nouvelles et modifiées

En conclusion de ce long examen des sociétés à double classe d'actions, nous reprenons les recommandations formulées dans notre prise de position de 2006 afin de les reconduire, d'y apporter des modifications ou d'en proposer de nouvelles. À nouveau, nous réitérons, appuyés en cela par de nombreux travaux empiriques, que les sociétés ayant des ADVS et les entreprises familiales offrent beaucoup d'avantages, *à la condition que soient bien protégés les porteurs d'actions disposant de droits de vote inférieurs*.

1. La clause d'égalité de traitement (« coattail ») imposée depuis 1987 par la Bourse de Toronto, une caractéristique uniquement canadienne, doit être conservée pour les sociétés qui ont émis ou voudraient émettre des actions ayant différents droits de vote. Une composante importante des « bénéfices privés » dont pourrait, hypothétiquement, s'approprier l'actionnaire de contrôle d'une société se trouve éliminée par une telle clause. Éventuellement, cette clause pourrait faire partie des règlements des *Autorités canadiennes en valeurs mobilières*. Il serait approprié que les huit[29] sociétés canadiennes qui ont des ADVS, mais n'ont pas inclus une telle clause, en adoptent une.

2. Comme l'IGOPP l'a fait en 2006, il recommande à nouveau en 2018 que le ratio des droits de vote des ADVS soit plafonné à 4:1, ce qui signifie qu'il est nécessaire de détenir 20 % de la valeur des capitaux propres de la société pour en détenir le contrôle absolu (50 % des votes et plus). Des 23 sociétés ayant émis des ADVS lors de leur premier appel public à l'épargne depuis 2005, une seule a respecté notre recommandation de 2006 ! Comme le montre le tableau 9, ces nouvelles venues ont préféré un ratio de 10 :1. Quatre de ces sociétés ont même émis des actions sans droit de vote et trois d'entre elles ont osé émettre des actions avec des ratios de vote supérieur de 50:1 et de 100:1.

Bien que cette recommandation de l'IGOPP (ainsi que de la CCGG) n'ait pas été suivie, celle-ci est maintenue pour sa valeur en tant que principe ; elle communique un message clair et fort que les ratios plus élevés que 4:1 deviennent rapidement inacceptables, entre autres ceux excédant un ratio de droits de vote de 10:1.

Il convient de mentionner qu'un bon nombre d'études américaines[30] ont constaté qu'au-delà d'un certain écart entre la proportion des droits de vote et celle des capitaux propres détenues par l'actionnaire de contrôle, apparaissent des effets sur la qualité de la gouvernance, une augmentation des risques que les décisions soient prises davantage en faveur de l'actionnaire de contrôle et un certain fléchissement de la performance des sociétés. Pour un ratio de droits de vote de 4:1, l'écart maximal est de 30 % (proportion des droits de vote de l'actionnaire de contrôle [50 %] moins la proportion de capitaux propres qu'il détient [20 %]). Pour un ratio de 20:1, cet écart augmente à 45,2 % !

Enfin, il est important de rappeler que le désir légitime de l'entrepreneur et des sociétés familiales d'être protégés contre une prise de contrôle hostile de l'entreprise est atteint, dans la plupart des cas, si l'actionnaire de contrôle détient 33,3 % des votes.

Avec un ratio 4:1, cet objectif est atteint en détenant 11,1 % des capitaux propres. Le tableau 15 suivant présente la relation entre trois ratios de droits de vote et les niveaux de participation aux capitaux propres de la société de l'actionnaire de contrôle.

29 Il s'agit des huit sociétés suivantes : Société de Gestion AGF, Andrew Peller, Becker Milk Company, Corby Spiritueux et vins, Power Corporation du Canada, Reitmans (Canada), Rogers Communications et Groupe TVA inc.

30 Masulis, Wang, & Xie, 2009 ; P. A. Gompers, Ishii, & Metrick, 2010 ; Baran & Forst, 2015 ; Cremers, Lauterbach & Pajuste, 2018.

Tableau 15

Ratio des droits de vote et participation de l'actionnaire de contrôle aux capitaux propres

Ratio des droits de vote	% de participation pour le contrôle absolu (50 % des droits de vote et plus)	% de participation pour blocage (33,3 % des droits de vote)
4:1	20 %	11,1 %
6:1	14,3 %	7.7 %
10:1	9,09 %	4,8 %
20:1	4,8 %	2,4 %

Source : Compilation IGOPP, 2018.

Bien entendu, le contrôle absolu est rassurant en ce qu'il permet de choisir les personnes siégeant au conseil d'administration (néanmoins, avec 33,3 % des voix, l'entrepreneur peut faire élire un grand nombre de candidats de son choix). Mais l'argument principal en faveur des droits de vote supérieurs selon lequel une telle structure de capital donne à l'entrepreneur et à sa famille la capacité de planifier et de diriger l'entreprise dans une optique à long terme, sans devoir s'inquiéter de tentatives de prises de contrôle non souhaitées.

Toutefois, ce fait ne semble pas être bien compris ou suffisamment publicisé.

La Bourse de Toronto devrait envisager de plafonner le ratio des droits de vote multiples à 10:1.

3. Les actions sans droit de vote devraient être interdites. Depuis 2005, quatre des 23 nouvelles sociétés ayant des ADVS ont choisi d'émettre ce type d'actions. Nous réitérons notre objection à cette pratique. *Un moyen efficace pour décourager le recours aux actions sans droit de vote serait d'exclure ces sociétés des indices boursiers*.

Toutefois, certaines sociétés américaines à multiple classe d'actions ont commencé à offrir une troisième classe d'actions (sans droit de vote) uniquement pour leurs employés lors de l'exercice de leurs options d'achat d'actions ou si rémunérés sous forme d'actions. Notre recommandation ne s'applique pas à ces situations (non encore constatées à ce jour au Canada).

4. Nous recommandons de faire un décompte distinct des voix pour chaque classe d'actions et de rendre les résultats publics, que ce soit pour l'élection des membres du conseil d'administration ou pour toute autre proposition soumise au vote des actionnaires.

5. Les actionnaires disposant de droits de vote inférieurs devraient avoir le droit d'élire un tiers des membres du conseil d'administration, dont les candidatures seraient proposées par le conseil. Puisque, en vertu de notre recommandation 4, les résultats des votes seraient divulgués pour chaque classe d'actions, le conseil et la direction seraient bien avisés de choisir des candidats susceptibles de s'attirer les faveurs des actionnaires « minoritaires ». Évidemment tous les membres du conseil d'administration ne doivent agir que dans l'intérêt de la société.

6. En raison du nombre de sociétés ouvertes qui, aux États Unis, ont récemment adopté une structure du capital-actions ayant différents droits de vote, la question des « clauses crépusculaires » est devenue importante et controversée. C'est pour cette raison que nous avons inclus aux présentes une vue d'ensemble des différentes clauses ainsi que de leurs avantages et inconvénients.

Dans le contexte canadien, il est important, tout d'abord, de noter que sur les 100 sociétés qui avaient des ADVS en 2005, 54 ont changé de statut au cours des 13 ans qui ont suivi, et 16 d'entre elles ont converti leurs ADVS en action à droit de vote unique. Ainsi, même en l'absence relative de « clauses crépusculaires », cette catégorie de sociétés a connu passablement de changements.

Puis, il faut évaluer l'efficacité des différentes clauses crépusculaires. Trois modèles de clauses sont proposés, chacun ayant ses propres caractéristiques :

- La clause crépusculaire dite temporelle. Adoptée au moment du premier appel public à l'épargne, celle-ci prévoit la conversion des actions à droit de vote supérieur après un certain nombre d'années. Manifestement, cette clause présuppose qu'au moment du premier appel public à l'épargne, l'on puisse déterminer quand (dans 5, 7, 10, 12 ou 15 ans) les avantages qui découlent du contrôle détenu par le fondateur ou l'entrepreneur auront été pleinement réalisés. Si une clause crépusculaire déclenchant une conversion des ADVS 10 ans après un PAPE avait jadis été adoptée comme norme, CGI aurait pu faire l'objet d'une prise de contrôle dès 1996 ; Alimentation Couche Tard dès 2005 et Bombardier serait devenue une société ayant des actions à droit de vote unique vulnérable aux prises de contrôle dès 1979 (!) et ainsi de suite. Cela aurait eu pour effet que ces sociétés ne réalisent jamais leur plein potentiel. L'IGOPP *s'oppose résolument à l'imposition de clauses crépusculaires temporelles pour les sociétés ayant des ADVS au moment de leur PAPE*.
- Une clause crépusculaire déclenchée par un évènement précis. Au moment du premier appel public à l'épargne, une liste d'évènements spécifiques sont identifiés (par exemple, la mort ou l'invalidité de l'entrepreneur, l'âge du fondateur) et donneront lieu à la conversion des actions à droit de vote supérieur. Ce type de clause présuppose une rare clairvoyance quant à la situation de la société au moment où l'évènement se produirait. Par exemple, avec une telle clause, une société ayant des ADVS pourrait se retrouver vulnérable si l'entrepreneur mourait deux ans après le PAPE, cela bien que des successeurs compétents sont disponibles pour poursuivre la vision du fondateur. *Nous déconseillons le recours aux clauses crépusculaires déclenchées*

par un évènement, de même qu'aux clauses crépusculaires déclenchées en fonction de l'âge du fondateur/entrepreneur/actionnaire de contrôle.

- La clause crépusculaire basée sur un seuil de propriété minimal (ou clause dite de « dilution »). Ce type de clause vise à imposer aux actionnaires de contrôle une participation minimale au capital de la société. Si cette participation tombe en deçà de ce minimum, leurs ADVS seront converties en actions à droit de vote unique. De toute évidence, une telle clause vise à empêcher l'actionnaire de contrôle de vendre une partie importante de sa participation tout en gardant le contrôle sur la société. Cette clause est la seule que l'on trouve avec une certaine fréquence chez les sociétés canadiennes qui ont des ADVS. L'IGOPP *recommande qu'à l'avenir une clause crépusculaire basée sur un seuil de propriété soit prévue dans le cadre des premiers appels publics à l'épargne*, mais que celle-ci ne soit déclenchée que lorsque les droits de vote de l'actionnaire de contrôle deviennent inférieurs au seuil qui lui assure une minorité de blocage (11,1 % pour un ratio de droits de vote de 4:1, consulter le tableau 15).
- Le transfert du contrôle. Même s'il ne s'agit pas, à proprement parler, d'une clause crépusculaire, la transmission, assortie ou non de conditions, des actions détenues par l'actionnaire de contrôle de la société fait l'objet de beaucoup d'attention. Quelques sociétés ont adopté des clauses qui excluent le transfert du contrôle à des membres de la famille. En général, une grande latitude prévaut dans le transfert du contrôle, la seule condition étant la clause du « seuil de propriété minimal ». Suivant la logique de notre prise de position sur les avantages économiques et sociaux associés aux entreprises contrôlées par des familles, l'IGOPP favorise une grande marge de manœuvre en ce qui a trait au transfert du contrôle à des membres de la famille. Tout arrangement en ce sens devrait tenir compte de l'éventualité qu'un évènement tragique survienne avant qu'un membre de la famille ou un héritier ne soit prêt à prendre les commandes. Dans des circonstances normales, le contrôle peut être transféré aux héritiers ayant une capacité de jouer un rôle important dans la direction ou la gouvernance de la société.
- De même, le fait indéniable que les actions ayant des droits supérieurs agissent comme un rempart contre le court-termisme de certains fonds et leurs tentatives d'intimidation conforte notre recommandation à l'effet que le contrôle de ces sociétés puisse être transmis à une fiducie dirigée par une majorité de fiduciaires indépendants au bénéfice des héritiers du fondateur, mais assortie d'une clause de dilution.

  Cette position de l'IGOPP est compatible avec celle recommandée par la *Coalition Canadienne pour la bonne gouvernance* (CCGG, 2013) : les actions de contrôle peuvent être transmises aux membres de la famille du fondateur ou à des fiducies créées au bénéfice des membres de la famille du fondateur ; cette transmission est assujettie à une clause crépusculaire déclenchée si le seuil de propriété de l'actionnaire de contrôle passe en dessous d'un certain pourcentage.

7. Lorsqu'un parent ou un descendant de l'actionnaire de contrôle se porte candidat au poste de chef de la direction, les administrateurs indépendants, conseillés adéquatement, devraient discuter des mérites des divers candidats avec l'actionnaire de contrôle et faire rapport de la démarche adoptée par le conseil pour arrêter son choix, à l'assemblée annuelle des actionnaires suivant l'entrée en fonction d'un nouveau chef de la direction.

Les annales du monde des affaires contiennent de nombreux exemples de sociétés prospères dirigées par des générations successives de leaders d'une même famille. Les *Mittelstand* allemands viennent immédiatement à l'esprit, mais aussi de nombreuses entreprises familiales au Canada et aux États Unis, comme constaté ci dessus.

8. L'IGOPP est favorable à l'adoption d'une forme d'ADVS comportant des droits de vote supérieurs qui ne s'appliquent qu'à l'élection de la majorité (ou la totalité) des membres du conseil. Aux États Unis, où les prises de contrôle non souhaitées peuvent être contrecarrées par le conseil d'administration, qui dispose généralement du pouvoir de dire simplement « non », cette mesure croît en popularité.

Au Canada, cette forme d'ADVS n'assure pas une protection contre les prises de contrôle non souhaitées, mais pourrait donner lieu à des situations délicates dans les cas où l'acquéreur n'achèterait pas toutes les actions en circulation et ne retirerait pas la société de la bourse[31].

À l'avenir, les termes précis des structures de capital comportant des actions avec droits de vote inégaux devront répondre aux objectifs de l'entrepreneur ou fondateur de même qu'aux attentes légitimes des actionnaires « minoritaires ».

31 En effet, au Canada, l'acquéreur pourrait obtenir plus des deux tiers des voix sans que les porteurs des actions à droit de vote supérieur déposent leurs actions en réponse à son offre. Le conseil d'administration, dont la majorité (ou la totalité) des membres aurait été élue par des actionnaires disposant de droits de vote supérieurs et qui pourrait bien s'être opposé à l'opération, siégerait toujours au conseil. Ce conseil pourrait mettre des bâtons dans les roues de l'acquéreur. Il n'est pas évident que la clause d'« évincement-squeeze out » s'appliquerait à cette catégorie différente d'actionnaires. D'autre part, il n'est pas évident non plus si ces types de sociétés à capital actions ayant différents droits de vote doivent adopter une clause d'égalité de traitement. Par conséquent, les porteurs d'actions à droit de vote supérieur pourraient-ils vendre leurs actions et donc le droit d'élire la majorité (ou la totalité) des membres du conseil d'administration sans offre d'achat à l'autre classe d'actions ?

Conclusions

Cet examen approfondi des arguments et des controverses à propos d'actions multivotantes nous mène à la conclusion que les avantages de cette structure l'emportent haut la main sur ses inconvénients.

Non seulement de plus en plus d'études confortent leur performance économique, mais le fait de combiner la propriété familiale et les actions à droit de vote supérieur résulte en une plus grande longévité de l'entreprise, à une meilleure intégration dans les collectivités hôtes, à moins de vulnérabilité aux pressions des actionnaires de court terme et à moins de susceptibilité aux « modes » stratégiques et financières.

Cette précieuse forme de propriété doit être assortie de mesures assurant le respect et la protection des droits des actionnaires minoritaires. Nous avons formulé un certain nombre de recommandations à cette fin. Nous encourageons les sociétés ayant présentement des ADVS et les entrepreneurs qui souhaiteront demain inscrire une société en bourse et émettre des ADVS à adopter nos recommandations.

Annexe

Liste des entreprises canadiennes cotées au TSX détenant des actions à droit de vote supérieur, 2018

1	ADF Group Inc.	36	Fairfax India Holdings Corporation
2	AGF Management Limited	37	Fiera Capital Corporation
3	Akita Drilling Ltd.	38	FirstService Corporation
4	Alignvest Acquisition II Corporation	39	Freshii Inc.
5	Alimentation Couche-Tard Inc.	40	GDI Integrated Facility Services Inc.
6	Andrew Peller Limited/Andrew Peller Limitee	41	Guardian Capital Group Limited
7	Aritzia Inc.	42	GVIC Communications Corp.
8	Atco Ltd.	43	Hammond Manufacturing Company Limited
9	Becker Milk Company Ltd. (The)	44	Hammond Power Solutions Inc.
10	Bombardier Inc.	45	INSCAPE Corporation
11	Brampton Brick Limited	46	Jean Coutu Group (PJC) Inc. (The)
12	Brookfield Asset Management Inc.	47	Lassonde Industries Inc.
13	Brookfield Real Estate Services Inc.	48	Logistec Corporation
14	Brookfield Renewable Partners L.P.	49	Madison Pacific Properties Inc.
15	BRP Inc.	50	Molson Coors Canada Inc.
16	Canaccord Genuity Acquisition Corp.	51	Newfoundland Capital Corporation Limited
17	Canada Goose Holdings Inc.	52	ONEX Corporation
18	Canadian Tire Corporation Limited	53	Power Corporation Of Canada
19	Canadian Utilities Limited	54	Quebecor Inc.
20	Cara Operations Limited	55	Redknee Solutions Inc.
21	CCL Industries Inc.	56	Reitmans (Canada) Limited
22	Celestica Inc.	57	Rogers Communications Inc.
23	CGI Group Inc.	58	Shaw Communications Inc.
24	Cogeco Communications Inc.	59	Shopify Inc.
25	Cogeco Inc.	60	SmartCentres Real Estate Investment Trust
26	Colliers International Group Inc.	61	Spin Master Corp.
27	Corby Spirit and Wine Limited	62	Stingray Digital Group Inc.
28	Corus Entertainment Inc.	63	Teck Resources Limited
29	Dorel Industries Inc.	64	Transcontinental Inc.
30	DREAM Unlimited Corp.	65	TriMetals Mining Inc.
31	Dundee Corporation	66	TVA Group Inc.
32	Empire Company Limited	67	Urbana Corporation
33	EXFO Inc.	68	Velan Inc.
34	Fairfax Africa Holdings Corporation	69	Wilmington Capital Management Inc.
35	Fairfax Financial Holdings Limited		

Sources : Données du TMX en date du 5 avril 2018; compilation IGOPP, 2018.

Bibliographie

- Adams, R., & Ferreira, D. (2007). One Share-One Vote: The Empirical Evidence. Review of Finance, 12 (1), 51 91.
- Adams, Renée, Almeida, H., & Ferreira, D. (2009). Understanding the relationship between founder—CEOs and firm performance. Journal of Empirical Finance, 16 (1), 136 150.
- Adhikari, H. P., Nguyen, T. T., & Sutton, N. K. (2018). The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms. Review of Quantitative Finance and Accounting, 51 (1), 113 138.
- Allaire, Y. (2006). Les actions multivotantes : quelques modestes propositions Document de politique #1. IGOPP.
- Allaire, Y., & Dauphin, F. (2016a). "Good" Governance and Stock Market Performance. IGOPP.
- Allaire, Y., & Dauphin, F. (2016b). Two flawed studies about controlled corporations by ISS and IRRCI. IGOPP.
- Allaire, Y., & Firsirotu, M. (2011). A Capitalism of Owners. Montreal: IGOPP.
- Amoako-Adu, B., Baulkaran, V., & Smith, B. F. (2011). Executive compensation in firms with concentrated control: The impact of dual class structure and family management. Journal of Corporate Finance, 17 (5), 1580 1594.
- Amoako-Adu, B., Baulkaran, V., & Smith, B. F. (2013). Dual Class Discount, and the Channels of Extraction of Private Benefits. Dans Advances in Financial Economics (Vol. 16, p. 165 218). Emerald Group Publishing Limited.
- Amoako-Adu, B., Baulkaran, V., & Smith, B. F. (2014). Analysis of dividend policy of dual and single class U.S corporations. Journal of Economics and Business, 72, 1 29.
- Anand, A. (2018). Governance in Dual Class Share Firms / Governance Complexities in Firms with Dual Class Shares (SSRN Scholarly Paper No. ID 3104712). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Anderson, R. C., Ottolenghi, E., & Reeb, D. M. (2017). The Dual Class Premium: A Family Affair (SSRN Scholarly Paper No. ID 3006669). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. The Journal of Finance, 58 (3), 1301 1328.
- Arugaslan, O., Cook, D. O., & Kieschnick, R. (2010). On the decision to go public with dual class stock. Journal of Corporate Finance, 16 (2), 170 181.
- Baran, L., & Forst, A. (2015). Disproportionate insider control and board of director characteristics. Journal of Corporate Finance, 35, 62 80.
- Baran, L., Forst, A., & Via, T. (2018). Dual Class Share Structure and Innovation.
- Bartlett, R., & Partnoy, F. (2018). The Misuse of Tobin's Q.
- Baulkaran, V. (2014). Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. The Quarterly Review of Economics and Finance, 54 (1), 70 81.

- Bebchuk, L. A., & Kastiel, K. (2017). The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (SSRN Scholarly Paper No. ID 2954630). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Bebchuk, L. A., & Kastiel, K. (2018). The Perils of Small-Minority Controllers (SSRN Scholarly Paper No. ID 3128375). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Belot, F. (2014). Excess Control Rights and Corporate Acquisitions (SSRN Scholarly Paper No. ID 1695061). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance. The Quarterly Journal of Economics, 122 (2), 647 691.
- Boards Games, Globe & Mail. (2018). Board Games Reports 2018. Globe & Mail.
- Bordonaro, A. (2017). As a Family Business, How Do You Grow? Columbia Business School News.
- Bozec, Y., & Laurin, C. (2008). Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada. Journal of Business Finance & Accounting, 35 (1 2), 25 49.
- Canadian Coalition for Good Governance (CCGG). (2013). CCGG Publication Dual-Class Share Policy.
- Carpentier, C., & Suret, J.-M. (2018). Three Decades of IPO Markets in Canada: Evolution, Risk and Return.
- CFA Institute. (2018). Dual-Class Shares: The Good, the Bad, and the Ugly.
- Council of Institutional Investors (CII). (2018). Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2018 Statistics.
- Cremers, M., Lauterbach, B., & Pajuste, A. (2018). The Life-Cycle of Dual Class Firms (SSRN Scholarly Paper No. ID 3062895). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Croci, E. (2018). Controlling-Enhancing Mechanisms: Loyalty Shares and Multiple-Voting Shares in Italy, 14.
- Fichtner, J., Heemskerk, E. M., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. Business and Politics, 19 (02), 298 326.
- Financial Post Magazine. (2018, juin 7). FP500—The Premier Ranking of Corporate Canada.
- Fournier, P., & Katsoras, A. (2015). The Sustainable Outperformance of Canadian Family-Controlled Public Companies.
- Fullbrook, M. (2018, avril). The Long-Term Survival of Family Business Clarkson Centre for Board Effectiveness. Rotman School of Management—University of Toronto.

- Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A. (2010). Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. The Review of Financial Studies, 23 (3), 1051 1088.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices.
- Govindarajan, V., & Srivastava, A. (2018). Reexamining dual-class stock. Business Horizons, 61 (3), 461 466.
- Hoi, C.-K., & Robin, A. (2010). Agency Conflicts, Controlling Owner Proximity, and Firm Value: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. Corporate Governance: An International Review, 18 (2), 124 135.
- Hong, H. A., Kim, J.-B., & Welker, M. (2017). Divergence of Cash Flow and Voting Rights, Opacity, and Stock Price Crash Risk: International Evidence: Divergence of cash flow rights from voting rights. Journal of Accounting Research, 55 (5), 1167 1212.
- Hossain, A. T. (2014). Dual v. Single Class Firms: An Acquisition Perspective.
- Howell, J. W. (2017). The survival of the U.S. dual class share structure. Journal of Corporate Finance, 44, 440 450.
- Humphery Jenner, M. (2014). Takeover defenses, innovation, and value creation: Evidence from acquisition decisions. Strategic Management Journal, 35 (5), 668 690.
- Hyunseob, K., & Michaely, R. (2018). Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures.
- Institute for Competitiveness and Prosperity (ICP). (2008). Flourishing in the global competitiveness game. Institute for Competitiveness and Prosperity.
- Investor Responsability Research Center Institute (IRRC). (2012). Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review. IRRCI Institute.
- Isakov, D., & Weisskopf, J.-P. (2014). Are founding families special blockholders? An investigation of controlling shareholder influence on firm performance. Journal of Banking & Finance, 41, 1 16.
- Jackson, R. J. (2018, février). Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty. Speech, US Security and exchange commission.
- Jackson, R. J. (2018). Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty—Annexe (p. 10). Council of Institutional Investors II.
- Jensen, M. R. H., Marshall, B. B., & Jahera, J. S. (2014). Retaining Majority Ownership and Control After the IPO. Journal of Corporate Accounting & Finance, 25 (2), 57 65.
- Jog, V., Zhu, P., & Dutta, S. (s. d.). Impact of Restricted Voting Share Structure on Firm Value and Performance. Corporate Governance: An International Review, 18 (5), 415 437.
- Jordan, B. D., Kim, S., & Liu, M. H. (2016). Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure. Journal of Corporate Finance, 41, 304 328.
- Jordan, B. D., Liu, M. H., & Wu, Q. (2014). Corporate payout policy in dual-class firms. Journal of Corporate Finance, 26, 1 19.

- Kamonjoh, E. (2016). Controlled Companies 2015 - in the S&P 1500 - A follow-up Review of performance & risks USA (ISS-IRRC).
- Katsoras, A., Joli-Coeur, V., & Lefebvre Duquette, P. (2018). The Family Advantage - The Sustainable Outperformance of Canadian Family-Controlled Public Companies - Étude Banque nationale.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. Journal of Banking & Finance, 32 (11), 2423 2432.
- Lam, E. (2016, avril 28). Bombardier aside, Canada's dual class shares are top gainers. Globe and mail.
- Lauterbach, B., & Pajuste, A. (2015). The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications. Journal of Corporate Finance, 31, 171 185.
- Li, K., Ortiz-Molina, H., & Zhao, X. (sp r i n g 2 0 0 9). Voting with their feet Institutional investors shy away from dual-class firms. Canadian Investment Review.
- Li, T., & Zaiats, N. (2017). Corporate governance and firm value at dual class firms. Review of Financial Economics.
- Li, T., & Zaiats, N. S. (2016). Information Environment and Earnings Management of Dual Class Firms around the World (SSRN Scholarly Paper No. ID 2968563). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Marowits, R. (2018). Canadian IPOs rebound in 2017 and set stage for "blockbuster" 2018, PwC says.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency Problems at Dual-Class Companies. The Journal of Finance, 64 (4), 1697 1727.
- McKinnon, C. C. (2015). Dual-Class Capital Structures: A Legal, Theoretical & Empirical Buy-Side Analysis Comments. Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, 5, 81 98.
- Melas, D. (2018). Putting the spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed? MSCI.
- Modesto, R. (2017, juin 19). The case for investing in companies with dual-class shares. The Globe and mail.
- Morey, G., & McGibney, D. (2017). Multi-Class Stock and Firm Value, Does Multi-Class Stock Enhance Firm Performance? A Regression Analysis. Council of Institutional Investors.
- Nguyen, V. T., & Xu, L. (2010). The Impact of Dual Class Structure on Earnings Management Activities. Journal of Business Finance & Accounting, 37 (3 4), 456 485.
- Nüesch, S. (2016). Dual-class shares, external financing needs, and firm performance. Journal of Management & Governance, 20 (3), 525 551.
- PWC. (2018). First half IPO market is "slow and steady": PwC Canada survey.
- Ritter, J. R. (2017). IPOs from 1980 – 2016 with Multiple Share Classes Outstanding.

- SEDAR. (2018). Site Web SEDAR.
- Sekerci, N. (2018). Factors Associated with Strategic Corporate Decisions in Family Firms: Evidence from Sweden. International Review of Finance, 0 (0).
- SharkRepellent. (2018). Site Web SharkRepellent.
- Smart, S. B., Thirumalai, R. S., & Zutter, C. J. (2008). What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values. Journal of Accounting and Economics, 45 (1), 94 115.
- Smith, B. F., Amoako-Adu, B., & Kalimipalli, M. (2009). Concentrated control and corporate value: a comparative analysis of single and dual class structures in Canada. Applied Financial Economics, 19 (12), 955 974.
- Spizzirri, A., & Fullbrook, M. (2013). The Impact of Family Control on the Share Price Performance of Large Canadian Publicly-Listed Firms (1998-2012). Clarkson Centre for Board Effectiveness.
- Valsan, C. (2010). 2007: A Canadian Corporate Ownership Survey. SSRN Electronic Journal.
- Van Essen, M. van, Carney, M., Gedajlovic, E. R., & Heugens, P. P. M. A. R. (2015). How does Family Control Influence Firm Strategy and Performance? A Meta-Analysis of US Publicly Listed Firms. Corporate Governance: An International Review, 23 (1), 3 24.
- Villalonga, Belen, & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? Journal of Financial Economics, 80 (2), 385 417.
- Villalonga, Belén, & Amit, R. (2009). How Are U.S. Family Firms Controlled? Review of Financial Studies, 22 (8), 3047 3091.
- Wagner, D., Block, J. H., Miller, D., Schwens, C., & Xi, G. (2015). A meta-analysis of the financial performance of family firms: Another attempt. Journal of Family Business Strategy, 6 (1), 3 13.
- WilmerHale. (2017). 2017 IPO Report. Consulté à l'adresse
- Winden, A. (2017). Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures (SSRN Scholarly Paper No. ID 3001574). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Winden, A., & Baker, A. C. (2018). Dual-Class Index Exclusion (SSRN Scholarly Paper No. ID 3201578). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Xu, T. (2016). Do Excess Control Rights Benefit Creditors? Evidence from Dual-Class Firms (SSRN Scholarly Paper No. ID 2356809). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- YCharts. (2018). Site web YCharts.
- Zerni, M., Kallunki, J.-P., & Nilsson, H. (2010). The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms, and Firm Value*. Contemporary Accounting Research, 27 (4), 1169 1206.

À propos de l'IGOPP

Créé en 2005 par deux établissements universitaires – HEC Montréal et l'Université Concordia-École de gestion John-Molson – ainsi que par l'Autorité des marchés financiers et la Fondation Stephen Jarislowsky, l'Institut sur la gouvernance (IGOPP) est devenu un centre d'excellence en matière de gouvernance.

De plus, l'IGOPP est unique en Amérique du Nord par ses activités de recherche, ses programmes de formation, ses prises de position et ses interventions dans les débats publics. L'IGOPP s'est affirmé comme référence incontournable pour tout sujet de gouvernance tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

NOTRE MISSION

- Renforcer la gouvernance fiduciaire dans le secteur public et privé ;
- Faire évoluer les sociétés d'une gouvernance strictement fiduciaire vers *une gouvernance créatrice de valeurs®;*
- Contribuer aux débats et à la solution de problèmes de gouvernance par des prises de position sur des enjeux importants ainsi que par une large diffusion des connaissances en gouvernance.

NOS ACTIVITÉS

L'Institut exerce son influence par les activités suivantes :

- *Les prises de position*
- *La recherche et les publications*
- *Des séminaires sur la gouvernance créatrice de valeurs®*
- *L'évaluation des conseils et des interventions sur des enjeux de gouvernance*

Membres du conseil d'administration

Présidé par le professeur Yvan Allaire, figure bien connue du monde des affaires, le conseil d'administration de l'Institut réunit des leaders provenant de différents milieux, soit des chefs de grandes et petites entreprises, d'investisseurs institutionnels, des dirigeants d'organismes publics et parapublics, des chercheurs universitaires et des experts en matière de réglementation.

Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil d'administration
Institut sur la gouvernance (IGOPP)
Professeur émérite de l'UQÀM

Mary Ann Bell, Ing, M.Sc, ASC
Administratrice de sociétés

Hélène Desmarais
Présidente du conseil et chef de la direction
Centre d'entreprises et d'innovation
de Montréal

Isabelle Courville, Ing.
Présidente du conseil d'administration
Banque Laurentienne

Robert Greenhill
Fondateur
Canada Global

Paule Doré
Administratrice de sociétés

Michel Magnan, Ph. D., MSRC, FCPA, FCA, ASC
Professeur et titulaire de la chaire de
gouvernance d'entreprise Stephen A. Jarislowsky
École de gestion John Molson, Université Concordia

Stephen Jarislowsky
Fondateur et président émérite du conseil
Jarislowsky Fraser Limitée

Claudine Mangen, Ph. D.
Professeure associée
École de Gestion John Molson,
Université Concordia

Andrew T. Molson
Président du conseil
RES PUBLICA

Louis Morisset
Président et directeur général
Autorité des marchés financiers

Michel Nadeau
Directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)

Robert Parizeau
Administrateur de sociétés

Guylaine Saucier
Administratrice de sociétés

Sebastian van Berkom
Président et chef de la direction
Van Berkom & Associés

Les prises de position de l'IGOPP

Les administrateurs sont indépendants, mais sont-ils légitimes et crédibles ?
2018

La rémunération des dirigeants : trancher le nœud gordien
2017

Qui devrait choisir les membres du conseil ?
accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires
2015

Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors ») :
quelques recommandations de politiques
2013

Payer pour la valeur ajoutée :
trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants
2012

Vote consultative sur la rémunération des dirigeants (« say on pay ») :
un pas en avant vers une meilleure gouvernance ?
2010

La place des femmes au sein des conseils d'administration :
pour faire bouger les choses
2009

L'indépendance des administrateurs : un enjeu de légitimité
2008

Droits de vote et citoyenneté dans l'entreprise ouverte : une proposition
2006

Les actions multivotantes : quelques modestes propositions
2006

Pour plus d'informations et pour les mises à jour, consultez notre site web :
www.igopp.org

Notes

Notes

Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue De la Gauchetière Ouest, bureau 1410, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301 | **Télécopieur** 514.439.9305 | **Courriel** info@igopp.org | **www.igopp.org**