



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Entrée en bourse, un rêve du passé ?

Introductions en bourse par voie
de premier appel public à l'épargne
et développements récents au sujet
des structures avec actions à droits
de vote multiples

Par

François Dauphin, MBA, CPA
Président-directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 3910, Montréal (Québec) H3B 4W5

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

Dépôt légal – 5 juillet 2024

Bibliothèque et Archives nationales du Québec

ISBN 978-2-924055-60-1 (version française – numérique)

Entrée en bourse, un rêve du passé ?

Design par Karine Bellerive

Droits d'auteur © IGOPP / 2024

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.

Entrée en bourse, un rêve du passé ?

Introductions en bourse par voie
de premier appel public à l'épargne
et développements récents au sujet
des structures avec actions à droits
de vote multiples

Par

François Dauphin, MBA, CPA
Président-directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)

Juillet 2024

Table des matières

Introduction	5
Données sur les PAPE, ici et ailleurs	7
La réaction des régulateurs ailleurs dans le monde	13
En résumé	19
Références	20
À propos de l'IGOPP	22

Introduction

Au Canada, l'année 2023 fut famélique en matière de nouvelles sociétés procédant à un premier appel public à l'épargne (PAPE) sur le principal marché boursier, le TSX. En effet, une seule société, Lithium Royalty Corp., a procédé à une telle opération, levant ainsi environ 150 M \$ en mars 2023. Plus d'un an plus tard, au terme du mois de juin 2024, aucune nouvelle société conventionnelle¹ n'a depuis été introduite par voie de PAPE sur le TSX. Il s'agit d'une période anormalement longue, voire historique.

« Les marchés publics sont un grand facteur d'égalisation économique, ce qui permet aux petits épargnants, soutenus par des protections appropriées pour les investisseurs, de participer directement à la croissance de l'économie » (Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers, 2021). Des études montrent que la taille du marché des capitaux d'un pays est positivement corrélée à son développement économique (mesuré par le taux de croissance réel à long terme du PIB par habitant), et que, dans le cas des marchés boursiers, la relation est estimée à 1 pour 1 (Kaserer et Rapp, 2014). Des marchés en santé et attrayants sont essentiels, car ils favorisent également l'innovation, la diversification de l'économie, un plus grand partage de la richesse créée tout en rendant l'économie d'un pays plus robuste aux chocs (European IPO Task Force, 2020).

Pour les entrepreneurs, les avantages d'une introduction en bourse sont nombreux. Il s'agit bien sûr d'abord d'un moyen de financer la croissance, mais aussi d'améliorer la notoriété de la marque et la réputation (Pešterac, 2020). Les exigences de conformité imposées par les régulateurs et les opérateurs boursiers confèrent une forte crédibilité aux entreprises, ce qui facilite grandement le recrutement et la rétention des employés et dirigeants. C'est aussi un avantage indéniable lors de la négociation auprès de fournisseurs locaux et étrangers.

Bien sûr, une introduction en bourse s'accompagne inévitablement de coûts additionnels liés aux exigences associées à la divulgation publique de renseignements et autres obligations de conformité, sans compter les risques associés aux tentatives hostiles de prise de contrôle ou encore de devoir composer avec une attaque d'un actionnaire activiste. Le Tableau 1 reprend certains des arguments favorables et défavorables les plus fréquemment soulevés pour justifier une introduction – ou non – en bourse.

¹ Une société conventionnelle fait référence à une société ayant des activités commerciales traditionnelles (fabrication de produits, prestation de services, commerce au détail, services financiers et bancaires, etc.), ce qui exclut les véhicules financiers comme les fonds négociés en bourse, les sociétés d'acquisition à vocation spécifique, les fonds mutuels, les sociétés à actions scindées, les fiducies d'investissement à capital fixe, etc.

Tableau 1

Certains avantages et inconvénients fréquemment associés au fait d'introduire une société en bourse

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • Levée de capitaux importants pour l'atteinte d'objectifs de développement à long terme • Réduction du ratio d'endettement, meilleure flexibilité pour une utilisation optimale du levier financier • Détermination d'une valeur marchande pour la société tout en rendant les actions plus liquides • Rétention d'employés clés facilitée par le recours possible à des régimes de rémunération incitatifs fondés sur le prix de l'action • Prestige, reconnaissance et visibilité de la société – augmentation du pouvoir de négociation auprès de fournisseurs, meilleur attrait auprès de certains clients • Expansion internationale plus facile • Gouvernance répondant aux standards les plus élevés, transparence accrue • Diversité actionnariale, plus grande dispersion 	<ul style="list-style-type: none"> • Risque que la société soit la cible d'une offre publique d'achat hostile • Risque que la société soit sous-évaluée • Coûts importants associés au processus d'introduction en bourse • Coûts récurrents associés aux obligations de conformité • Pression accrue pour livrer des résultats à court terme • Divulgence d'information que la société préférerait conserver confidentielle • Risque que la société soit la cible d'actionnaires activistes • Risque de se voir soumettre des propositions d'actionnaires par différents groupes de pression, sur des sujets très variés, auxquelles il faudra répondre • Risque que certaines contraintes ou réglementations ne s'appliquent qu'aux sociétés inscrites en bourse, rendant la société moins concurrentielle face à des joueurs privés

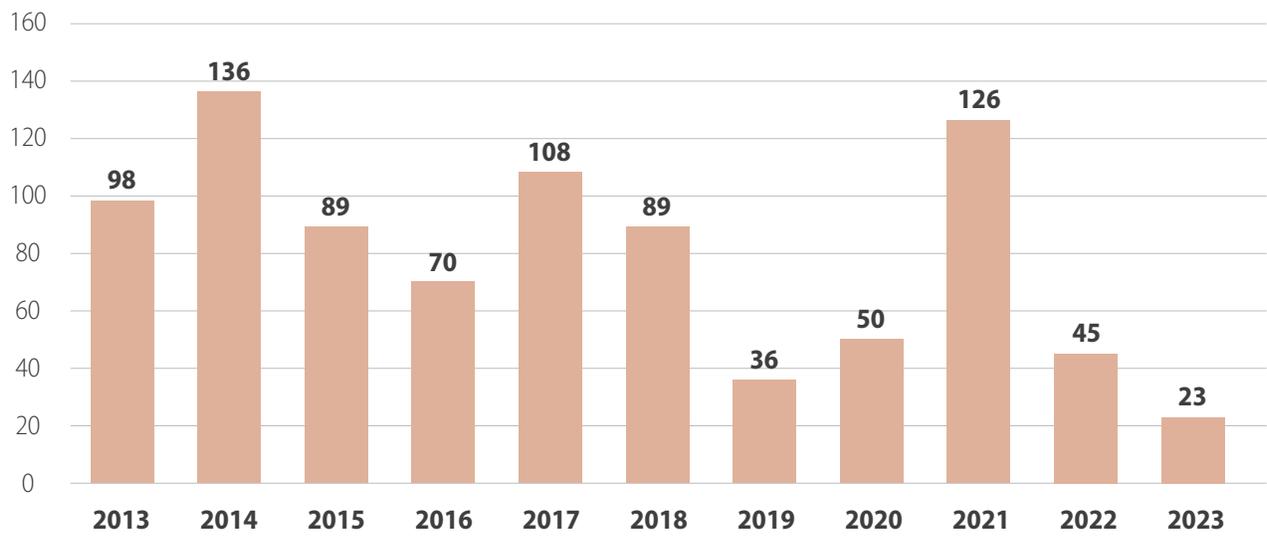
Source : compilation par l'IGOPP, 2024

L'incertitude économique est certes un facteur déterminant et défavorable qui a une incidence reconnue sur le nombre et la valeur des PAPE (Demir & al., 2023). Cette incertitude aurait pu justifier en partie le faible nombre de PAPE en 2022, et même en 2023, mais ces deux années s'inscrivent dans ce qui semble davantage s'affirmer comme une tendance à long terme et qui revêt des enjeux plus profonds.

Données sur les PAPE, ici et ailleurs

Le Canada n'est pas le seul pays à vivre un déclin continu du nombre de PAPE. Au Royaume-Uni, la diminution des introductions en bourse constitue d'ailleurs une préoccupation importante. En effet, comme on peut le constater à la **Figure 1**, le nombre de nouvelles introductions à la Bourse de Londres a chuté de moitié entre 2022 et 2023 (après une poussée post-pandémique hors de la norme en 2021), et ce, malgré d'importantes mesures adoptées par le Financial Conduct Authority (FCA – le régulateur des marchés financiers au Royaume-Uni) depuis quelques années avec l'espoir de stimuler les PAPE sur ses marchés.

Figure 1
Nombre total d'introductions en bourse (PAPE)
à la Bourse de Londres (LSE) au Royaume-Uni de 2013 à 2023



Source: adapté de Statista Research Department, 2024

Données sur les PAPE, ici et ailleurs

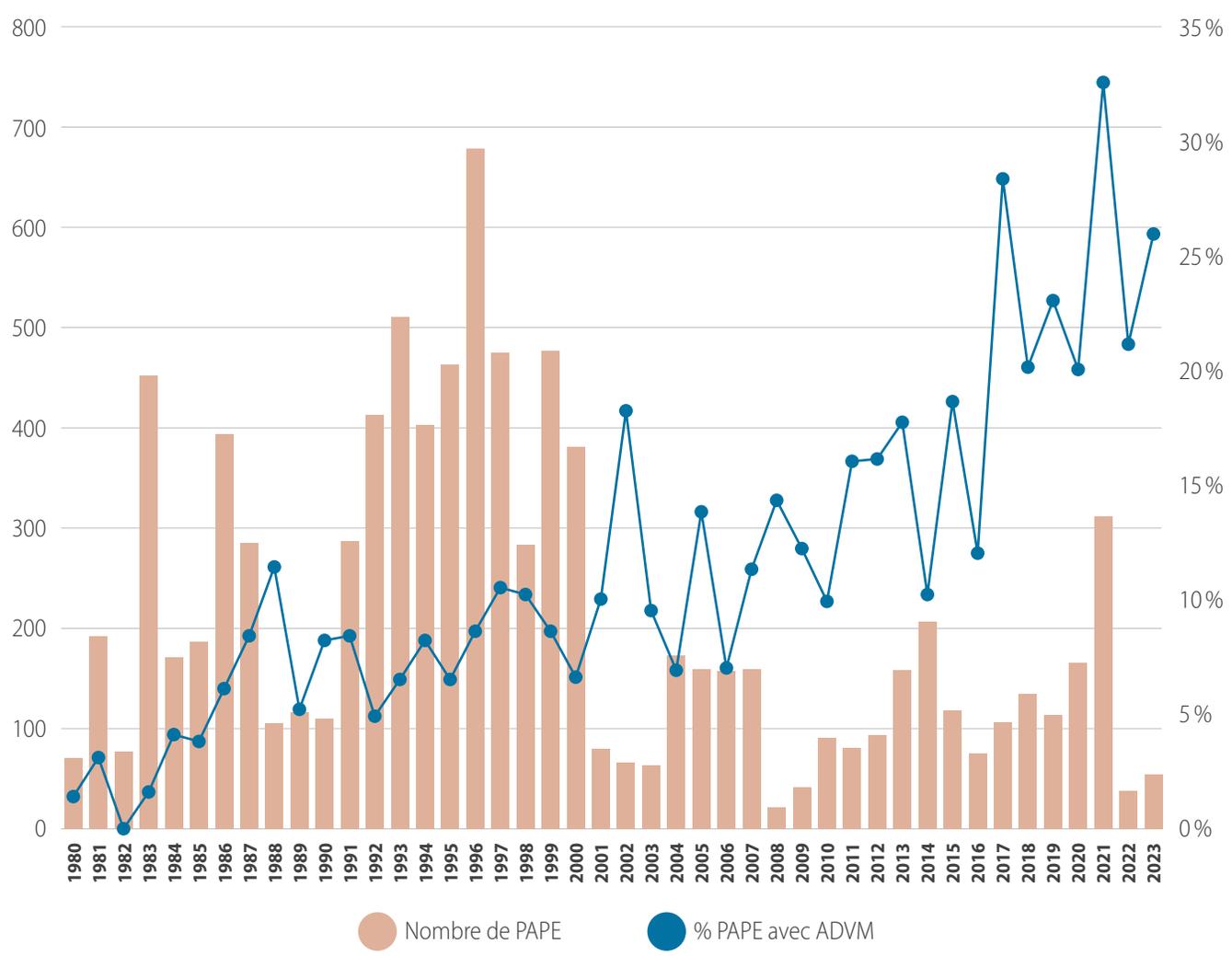
Les rencontres et consultations effectuées auprès de nouveaux émetteurs potentiels par diverses autorités publiques dans le monde montrent que les inconvénients présentés au **Tableau 1** semblent désormais surpasser les avantages dans l'esprit de nombreux entrepreneurs. En effet, on observe entre autres que :

- quelques investisseurs institutionnels, par la taille de leurs actifs sous gestion – sous forme de fonds indiciels notamment –, exercent un pouvoir de vote considérable (près du quart des votes enregistrés selon certaines études [e.g. Bebchuk & Hirst, 2019]) et peuvent ainsi influencer grandement les politiques et les grandes orientations des sociétés inscrites en bourse ;
- les analystes financiers attendent les résultats trimestriels avec impatience et divulguent leurs attentes publiquement, insufflant une pression constante pour livrer des résultats satisfaisants à court terme ;
- des actionnaires activistes peuvent intervenir à tout moment – particulièrement durant des périodes plus difficiles ou lorsque des résultats à court terme ne rencontrent pas les attentes des analystes – avec des demandes de diverses natures, comme d'exiger des rachats d'actions, le versement d'un dividende extraordinaire, la nomination de membres au conseil d'administration ou encore des changements stratégiques majeurs ;
- des vendeurs à découvert peuvent diffuser sans avertissement des rapports incendiaires et alarmistes – avec ou sans fondements – au sujet de la société, avec le potentiel de générer une importante crise réputationnelle en plus de créer de l'incertitude pour les employés, clients, fournisseurs et actionnaires ;
- des groupes de pression peuvent soumettre des propositions d'actionnaires sur des sujets très variés auxquelles il faudra répondre ou encore exiger que la direction se prononce sur des enjeux politiques ou sociaux ;
- le risque de se voir soumettre une offre d'achat non sollicitée est bien réel ;
- les médias surveillent avec attention chaque nouvelle divulgation publique ;
- les obligations en matière de divulgation et les obligations de conformité augmentent constamment, accaparant ainsi de plus en plus de ressources.

Le contrôle de la société demeure dans bien des situations la seule voie permettant de garder le cap sur une vision à long terme sans laisser ces tumultes potentiels prendre le dessus au quotidien.

C'est la raison pour laquelle, aux États-Unis, au moins une société sur cinq a opté pour une structure avec deux classes d'actions (l'une d'elle conférant un multiple de vote supérieur – action à droit de vote multiple [ADVM]) depuis 2017. Cette proportion a même atteint 32,5 % en 2021, et semble toujours maintenir une tendance à la hausse. À la Figure 2, on peut constater à la fois la diminution du nombre d'introductions en bourse au fil des années aux États-Unis et la hausse de la proportion de celles-ci réalisées à l'aide de structures ADVM.

Figure 2
PAPE aux États-Unis^a entre 1980-2023,
et pourcentage des sociétés ayant opté pour une structure avec ADVM



^a Incluant toutes les introductions sur les bourses Amex, NYSE, et NASDAQ
Source: adapté des données de Ritter, 2024

Au Canada, la proportion des sociétés optant pour une structure avec ADVM sur le TSX oscille aussi habituellement autour de 20%. La proportion a atteint 36,1 % en 2021, mais le nombre d'introductions étant très faible depuis deux ans, cette statistique est peu significative. Le caractère famélique des nouvelles introductions en bourse par voie de PAPE mentionné en introduction à ce document est très apparent à la lumière des données présentées au **Tableau 2**.

Tableau 2

Nombre de PAPE entre 2021 et 2023 au Canada et nombre de sociétés ayant opté pour des actions à droit de vote multiple lors de leur PAPE sur le TSX

	2021	2022	2023
PAPE au Canada	170	120	51
Moins : REIT, FNB et fonds mutuels, SPAC ^a	(85)	(69)	(29)
SOUS-TOTAL	85	51	22
Moins : PAPE sur TSXV, CSE et NEO/Cboe	(49)	(49)	(21)
PAPE sur TSX	36	2	1
PAPE avec ADVM sur TSX	13	0	0

^a REIT: Fiducies de placement immobilier; FNB: Fonds négociés en bourse; SPAC: sociétés d'acquisition à vocation spécifique. Sont aussi retranchées les fiducies d'investissement à capital fixe et autres véhicules financiers.

Source: compilation IGOPP, données brutes provenant de <https://www.investcom.com/>

Comme on peut le constater au **Tableau 3**, la situation ne semble pas se redresser durant la première moitié de l'année 2024 alors qu'aucun PAPE (par une entreprise conventionnelle) n'a été recensé sur le TSX durant cette période.

Tableau 3

Nombre de PAPE par trimestre en 2024 au Canada et nombre de sociétés ayant opté pour des actions à droit de vote multiple lors de leur PAPE sur le TSX

	T1 2024	T2 2024	6 mois 2024
PAPE au Canada	9	6	15
Moins : REIT, FNB et fonds mutuels, SPAC ^a	(6)	(3)	(9)
SOUS-TOTAL	3	3	6
Moins : PAPE sur TSXV, CSE et NEO/Cboe	(3)	(3)	(6)
PAPE sur TSX	0	0	0
PAPE avec ADVM sur TSX	0	0	0

^a REIT: Fiducies de placement immobilier; FNB: Fonds négociés en bourse; SPAC: sociétés d'acquisition à vocation spécifique. Sont aussi retranchées les fiducies d'investissement à capital fixe et autres véhicules financiers.

Source: compilation IGOPP, données brutes provenant de <https://www.investcom.com/>

Si les entrepreneurs souhaitent maintenir le contrôle de leur société après son introduction en bourse, la pression exercée pour les en dissuader est très forte. En effet, de nombreux investisseurs institutionnels et d'autres intervenants comme les agences de conseil en vote soutiennent qu'il faut à tout prix éviter de déroger à la règle de «une action, un vote». Si les preuves s'accumulent – du moins au Canada – pour démontrer le rendement supérieur à long terme des sociétés contrôlées (par des mécanismes comme des classes d'actions comportant des droits de votes multiples ou encore par la détention directe d'une participation importante conférant le contrôle de fait), ces mêmes intervenants accentuent encore aujourd'hui cette pression pour éliminer tous les mécanismes conférant des droits de vote inégaux.

Ainsi, en raison de ces pressions, des conseillers juridiques et d'autres intervenants recommandent fortement aux nouveaux émetteurs canadiens d'introduire dès le départ des clauses crépusculaires temporelles, soit des clauses assurant la conversion automatique des actions comportant des droits supérieurs en actions ne comportant qu'un seul vote (une seule et même catégorie d'actions) après l'écoulement d'une période de temps prédéterminée. Selon les lignes directrices habituelles (entre autres chez ISS ou Glass Lewis), cette période est fixée de façon arbitraire à 5 ou 7 ans.

Pour convaincre les entrepreneurs d'éviter les actions multivotantes, on leur fait souvent craindre que l'émission risque de ne pas atteindre son plein potentiel, que les investisseurs souhaiteront escompter le prix de l'action en raison de la présence d'une catégorie d'actions subalternes. Si les recherches académiques sur le sujet sont souvent peu concluantes, les données agrégées entre 1980 et 2022 sur la totalité des introductions en bourse aux États-Unis ne montrent assurément pas qu'un escompte automatique soit associé au choix d'une structure ADVM, comme on peut le constater au **Tableau 4**.

Tableau 4
**Recours aux ADVM lors de PAPE aux États-Unis^a,
rendement moyen le jour de l'introduction et sur 3 ans, entre 1980-2022**

	Nombre de PAPE	Rendement moyen jour 1	Rendement moyen 3 ans
ADVM	891	20,0%	30,6%
Une action, un vote	8236	18,9%	18,4%
1980-2022	9127	19,0%	19,6%

^a Incluant toutes les introductions sur les bourses Amex, NYSE, et NASDAQ

Source: Ritter, 2024

Sans égard aux questions de structure, le recours aux marchés privés et à de nombreuses nouvelles sources de capitaux ont convaincu nombre d'entrepreneurs d'éviter le financement par voie de PAPE, et ainsi se soustraire à tous les risques identifiés précédemment, de même qu'aux diverses obligations associées au fait d'être une société publique.

Souhaitant moderniser les marchés financiers de l'Ontario et ainsi freiner la diminution du nombre de nouveaux émetteurs, le gouvernement de cette province a créé en février 2020 le *Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers*, lequel a publié son rapport final en janvier 2021. Dans son message d'introduction, Walied Soliman, le président du Groupe de travail, soulignait l'importance de la démarche :

La baisse du nombre de nouveaux émetteurs et de premiers appels publics à l'épargne en Ontario est alarmante. Les conséquences réelles de cette tendance sont la diminution du nombre de sièges sociaux, du nombre d'entrepreneurs et des occasions d'investissement dans la croissance, ce qui pourrait pousser l'Ontario à devenir une économie de « succursales ».

Formulant 74 recommandations, le Groupe de travail appelle à une réforme importante. Certaines d'entre elles ont été adoptées, mais plusieurs demeurent encore à ce jour sur la table de travail.

La réaction des régulateurs ailleurs dans le monde

Au Canada, la législation et la réglementation en vigueur ne sont pas un frein à l'adoption de mécanismes favorisant le maintien du contrôle. Ce frein est plutôt appliqué indirectement, par la pression exercée par certains preneurs fermes ou encore par le discours des conseillers externes qui font craindre une perte potentielle de valorisation tel que soulevé précédemment. Plusieurs nouveaux émetteurs ont ainsi fléchi et consenti à ajouter une clause crépusculaire temporelle en croyant qu'il s'agissait-là d'une voie incontournable.

Dans de nombreux pays toutefois, le recours à des structures ADVM était interdit jusqu'à tout récemment.

Tout comme l'Ontario avec la mise sur pied d'un groupe de travail dédié à ce sujet, la plupart des pays qui constatent le déclin de l'intérêt pour les marchés financiers cherchent des solutions.

Bien des ajustements ont été proposés et sont entrés en vigueur, tous dans l'espoir de faire renaître cet attrait auprès des entrepreneurs-fondateurs. Pour leur conférer le maintien du contrôle, des pays jusque-là farouchement opposés à toute forme d'écart au principe d'une action-un vote ont décidé d'ouvrir une porte.

La section qui suit souligne ainsi les plus récents développements dans le monde à ce sujet.

NOUVEAUX DÉVELOPPEMENTS AU ROYAUME-UNI, EN CORÉE DU SUD, EN ALLEMAGNE, EN FRANCE, EN ITALIE ET EN EUROPE PLUS LARGEMENT.

Royaume-Uni

C'est en décembre 2021 que le régulateur britannique (*Financial Conduct Authority* [FCA]) a permis l'introduction de sociétés utilisant des classes d'actions à droit de vote multiple sur le segment premium (principale bourse). Cependant, l'utilisation de structures ADVM s'accompagnait de contraintes très sévères, et les effets de cette nouvelle réglementation auront été finalement bien limités puisque très peu de sociétés se sont inscrites sous cette nouvelle formule. En mai 2023, la FCA a donc entamé une démarche de consultation, toujours dans l'objectif de rendre les marchés boursiers attrayants pour de nouveaux émetteurs et ainsi appuyer la croissance économique et l'innovation. La FCA précisait par ailleurs que « [l']accès à un éventail potentiellement plus large de sociétés cotées offrira de plus grandes opportunités aux investisseurs sur les marchés britanniques et contribuera à créer des emplois et de la croissance. »

La réaction des régulateurs ailleurs dans le monde

Un des objectifs de cette consultation consiste à assouplir les règles entourant l'utilisation d'actions à droit de vote multiple par de nouveaux émetteurs. Les propositions soumises à la consultation de mai 2023, au sujet des ADVM, se résument ainsi :

- Assouplir la clause crépusculaire obligatoire (la faire passer de 5 ans à 10 ans)
- Éliminer le ratio² maximum de 20:1
- Modification des conditions associées à la détention et au transfert

Quelques mois plus tard, en décembre 2023, les résultats de la consultation ont été publiés. La FCA mentionne que 42 réponses et mémoires ont été déposés dont 20 se montraient en faveur des assouplissements proposés, 14 se prononçaient contre toute forme d'assouplissement, et 8 affichaient des commentaires partagés.

Les extraits³ ci-dessous résument l'évaluation de la FCA à la suite de la prise en compte des réponses reçues lors de la consultation publique.

« Il y avait des opinions bien arrêtées, en particulier de la part des répondants du côté des 'investisseurs institutionnels', selon lesquels encourager des modèles ADVM plus permissifs pourrait nuire à la capacité des investisseurs à discuter avec la direction d'un émetteur et réduire la valeur de l'entreprise à long terme.

[...] D'autres opinions, principalement du côté des 'émetteurs', préconisaient un régime fondé sur la divulgation, arguant que les limites actuelles étaient considérées comme le principal obstacle pour s'inscrire à la bourse au Royaume-Uni dans l'esprit de nombreux fondateurs. Ces points de vue suggéraient le retrait de toute restriction.

[...] Dans l'ensemble, **nous avons été convaincus par les arguments avancés par ceux qui préconisaient une approche plus flexible des ADVM**. Plus précisément, nous convenons que la période d'extinction maximale de 10 ans que nous avons proposée dans le CP23/10 peut encore être arbitraire et risque de dissuader certaines entreprises qui peuvent avoir des raisons spécifiques à leur cas d'envisager des périodes plus longues. [...] Nous reconnaissons également que, bien que prises en compte lors de l'établissement de nos règles actuelles, **les preuves académiques ne sont pas concluantes dans ce domaine.** »

Cette démarche a ainsi conduit à de nouvelles propositions, soumises à nouveau à une consultation publique lancée en décembre 2023. Cette fois, les propositions sont beaucoup plus permissives et la majorité des contraintes associées aux ADVM sont maintenant levées. En résumé, on prévoit :

- éliminer la nécessité d'inclure une clause crépusculaire temporelle ;
- modifier les conditions associées à la détention, soit que les ADVM ne peuvent être émises qu'à :
 - des administrateurs de l'émetteur ;
 - des personnes physiques qui sont des investisseurs ou des actionnaires de l'émetteur ;
 - des employés de l'émetteur, ou ;
 - des personnes morales établies pour le seul bénéfice de, ou détenues et contrôlées uniquement par une personne en (i), (ii) ou (iii) ci-dessus ;
- permettre que les droits de vote supérieurs ne puissent être exercés que par la personne physique à laquelle les actions ont été émises lors de la première demande.

2 Dans ses recommandations formulées en 2019, l'IGOPP proposait que le ratio des droits de vote soit plafonné à 10:1, avec un ratio recommandé de 4:1. En effet, avec un ratio de 4:1, il est nécessaire de détenir 20 % de la valeur des capitaux propres de la société pour en détenir le contrôle absolu (contre 9,09% avec un ratio 10:1). L'IGOPP s'oppose par ailleurs résolument à l'imposition de clauses crépusculaires temporelles ou de toute forme de clause événementielle, mais se montre favorable à des clauses rattachées au seuil de propriété notamment 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. Finalement, l'IGOPP est favorable à une grande latitude de transférabilité du contrôle aux membres de la famille du fondateur.

3 Traduction libre. À noter que les caractères gras ont été ajoutés dans le cadre du présent texte et ne se retrouvent pas dans le texte original de la FCA.

Ainsi, on élimine essentiellement toute contrainte, même au niveau de la clause crépusculaire temporelle, en confirmant l'absence de preuves académiques concluantes sur la question. Par ailleurs, l'obligation d'exercice des droits de vote par la personne physique à laquelle les actions ont été initialement émises crée en quelque sorte une clause crépusculaire événementielle, soit en cas de décès ou d'invalidité de la personne physique en question ou encore en cas de vente ou transfert des actions. Le transfert intergénérationnel du contrôle par l'entremise des ADVM est donc impossible sous cette nouvelle formule, qui demeure malgré tout beaucoup plus permissive que sa version d'introduction en 2021.

Les réponses à cette nouvelle consultation seront analysées et devraient vraisemblablement se matérialiser par une nouvelle réglementation qui entrerait en vigueur au cours de 2024.

Corée du Sud

En 2021, la direction de Coupang, une entreprise coréenne prometteuse, a décidé de faire son PAPE sur le NASDAQ, aux États-Unis, en utilisant une structure ADVM puisqu'une telle structure était interdite en Corée du Sud. Cette situation a provoqué une sortie du premier dirigeant de la bourse de Séoul (KRX), celui-ci réclamant une législation plus favorable permettant d'attirer les jeunes entreprises coréennes à s'inscrire en bourse localement.

Le débat a éventuellement poussé le gouvernement à prendre des actions en ce sens. En effet, Young Lee – le ministre coréen des PME et des startups – a souligné l'importance d'une nouvelle législation favorisant un environnement dans lequel les sociétés de capital-risque à forte croissance peuvent tirer parti de la puissance du marché des capitaux sud-coréen, et a notamment insisté sur le fait que les actions à droit de vote multiple constituent un système activement utilisé aux États-Unis, ainsi qu'en Chine et en Inde.

C'est ainsi que le 17 novembre 2023 est entrée en vigueur une loi (*Amended Act on Special Measures for the Promotion of Venture Businesses*) autorisant désormais une exception à la règle de "une-action-un-vote" prévue dans le *Korean Commercial Code*, une exception qui s'accompagne toutefois de plusieurs contraintes :

- Ratio maximum de 10:1 pour les votes associés à la catégorie d'actions multivotantes ;
- Clause de conversion automatique lors du transfert des actions (non permis) ou lors de la démission du fondateur ;
- Clause crépusculaire temporelle obligatoire (maximum 10 ans), et réduite à 3 ans pour les sociétés inscrites en bourse.

La Corée du Sud s'ajoute ainsi à la liste des nombreux pays d'Asie qui ont décidé de permettre les structures ADVM depuis quelques années.

Allemagne

Le 31 mai 2003, la loi allemande sur les sociétés par actions a établi le principe du « droit de vote proportionnel », selon lequel chaque action ordinaire confère un droit de vote. Les ADVM étaient donc proscrites à compter de ce moment.

Cependant, la concurrence d'autres marchés pour attirer de nouveaux émetteurs faisait craindre les autorités qu'il en résulte une perte d'introductions en bourse en Allemagne, une économie reconnue pour la force de ses petites et moyennes entreprises.

La réaction des régulateurs ailleurs dans le monde

Le gouvernement de coalition en place depuis la fin de 2021 a donc développé une stratégie globale visant à soutenir les entreprises en démarrage, leurs fondateurs et l'innovation. La réintroduction des structures ADVM faisait partie des éléments au cœur de cette stratégie, et un premier projet de loi en ce sens a été déposé en avril 2023. Souhaitant agir promptement avec ce dossier, le projet de loi a été adopté dans les mois qui ont suivi et, depuis le 15 décembre 2023, les ADVM sont maintenant autorisées en Allemagne après l'adoption du *Financing for the Future Act* (Zukunftsförderungsgesetz).

En partie inspirée de la première mouture proposée au Royaume-Uni, la loi permettant les ADVM contient des restrictions :

- Ratio maximum de 10:1 pour les votes associés à la catégorie d'actions multivotantes ;
- Clause de conversion automatique (le transfert des actions multivotantes n'est pas permis) ;
- Clause crépusculaire temporelle obligatoire (maximum 10 ans à compter de l'introduction en bourse), avec la possibilité d'ajouter dix années supplémentaires avec l'approbation de 75 % des actionnaires.

Tous les segments des marchés financiers sont admissibles à l'introduction des ADVM (incluant les sociétés composant le DAX).

Europe

Au début de l'année 2024 est survenu un accord provisoire entre le Conseil de l'Union européenne et le Parlement européen sur la directive sur les structures avec actions à votes multiples. Souhaitant rendre les marchés publics de croissance plus attrayants, cet accord vise à ce que tous les pays membres se dotent d'un environnement juridique et réglementaire permettant les structures ADVM. Voici quelques extraits du communiqué émis à cet effet le 1^{er} février 2024 :

«La directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et le règlement concernant les marchés d'instruments financiers (MiFIR) ont permis la création de "marchés de croissance des PME", des plateformes de négociation facilitant l'accès des PME aux capitaux. Toutefois, de nombreux entrepreneurs n'introduisent pas leurs entreprises sur ces marchés par crainte d'en perdre le contrôle en raison de l'arrivée de nouveaux actionnaires.

La structure avec actions à votes multiples est un instrument destiné à éviter une telle situation, en ce qu'elle permet aux actionnaires majoritaires (à savoir les fondateurs de l'entreprise) de disposer de davantage de votes par action que les nouveaux investisseurs.

À l'heure actuelle, certains États membres autorisent les structures avec actions à votes multiples, tandis que d'autres les interdisent. La directive vise à réduire les inégalités pour les sociétés qui souhaitent lever des fonds sur les marchés de croissance des PME en créant une harmonisation minimale sur le marché unique, qui supprime les entraves à l'accès des PME aux marchés de croissance qui découlent d'obstacles réglementaires.»

Selon l'accord provisoire, chaque État membre devra statuer sur différents aspects, notamment sur le ratio maximum de votes et sur l'intégration de mesures contraignantes supplémentaires, comme 1° des clauses crépusculaires ; 2° des clauses de conversion automatique, ou ; 3° des limitations quant aux détenteurs de telles catégories d'actions.

L'Allemagne, par l'adoption de sa loi en décembre 2023, agissait donc de façon préemptive.

Italie

Le gouvernement italien souhaitait adopter des mesures visant à stimuler la croissance du marché italien des capitaux, en favorisant l'accès et la permanence des entreprises aux marchés financiers. Le parlement a ainsi adopté le 27 février 2024 un projet de loi sur le capital (*DDL Capitali*), qui est entré en vigueur quelques jours plus tard, le 5 mars suivant. Depuis, les sociétés peuvent désormais procéder à un PAPE sur les marchés italiens avec une structure ADVN comportant un ratio maximum de 10 :1.

France

En septembre 2022, un groupe de travail mandaté par le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris a publié un imposant rapport portant sur l'utilisation des structures à droits de vote multiples dans plusieurs pays et la possibilité de les introduire en France. Dans sa conclusion, « [l]e groupe de travail estime, au vu notamment de la pratique qui tend à s'établir sur la plupart des places financières, qu'il serait opportun d'introduire dans le droit français des sociétés cotées la possibilité de l'attribution de droits de vote multiples à certaines actions. »

Donnant suite à ce rapport, et dans la foulée de l'accord provisoire conclu entre le Conseil de l'Union européenne et le Parlement européen sur la directive sur les structures avec actions à votes multiples, une proposition de *loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France* a été déposée à l'Assemblée nationale le 12 mars 2024. Dans l'exposé des motifs, on rapporte que « [p]rès de cinq ans après la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 (loi PACTE) relative à la croissance et la transformation des entreprises, cette proposition de loi vise [...] à permettre aux entreprises de poursuivre leur développement grâce à la mobilisation des capitaux des investisseurs, français, européens et internationaux. Pour que ce soit en France qu'elles accomplissent tous les stades de leur développement, les entreprises doivent disposer de conditions de financement semblables à celles auxquelles elles auraient accès dans les autres grands centres financiers mondiaux. »

Aussi, l'Article 1^{er} de cette proposition de loi « vise à faciliter les introductions en bourse. Il autorise les sociétés à s'introduire en bourse en se dotant d'actions de préférence donnant droit à plusieurs droits de vote pour une action [...], afin de donner aux émetteurs les mêmes facultés que celles offertes dans de nombreuses autres places financières. »

La version finale de la loi a finalement été adoptée et promulguée le 13 juin 2024. On confirme donc que « dans le cadre de la première admission aux négociations des actions de la société sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, il peut être créé des actions de préférence dont le droit de vote est aménagé », ouvrant donc la porte aux structures ADVN pour les nouvelles introductions en bourse.

Par ailleurs, la loi impose des contraintes, notamment au niveau du ratio maximum alors que « les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un système multilatéral de négociation, le ratio entre les droits de vote attachés à une action de préférence et ceux attachés à une action ordinaire ne peut excéder vingt-cinq pour un et doit être un nombre entier de votes ». Cette contrainte ne s'applique pas aux introductions sur un marché réglementé, et se limite donc essentiellement aux plus petites sociétés dont les titres seront transigés sur des bourses de croissance.

En sus, on retrouve également les restrictions suivantes :

- Clause de conversion automatique (le transfert des actions multivotantes n'est pas permis) ;
- Clause crépusculaire temporelle obligatoire (maximum 10 ans à compter de l'introduction en bourse), avec la possibilité d'ajouter cinq années supplémentaires à la suite d'un vote des actionnaires subalternes lors d'une assemblée générale extraordinaire.

En résumé

L'intérêt des entrepreneurs envers les marchés boursiers s'effrite au profit de sources de capitaux alternatifs, toutes privées, ce qui leur permet d'obtenir le financement souhaité sans les désagréments associés au fait d'être une société publique en plus de pouvoir obtenir dans certains cas une valorisation supérieure.

La tendance lourde amorcée il y a une dizaine d'années – et même davantage – qui a contribué à la raréfaction des premiers appels publics à l'épargne se poursuit. Le Canada n'échappe pas à cette réalité.

Les grandes et moins grandes économies du monde entier cherchent des solutions pour rendre leurs marchés financiers attrayants, au moins auprès de leurs propres entreprises locales. L'importance des marchés financiers pour la santé et la robustesse de l'économie est indéniable, et les gouvernements sont prêts à apporter des changements majeurs pour stimuler la croissance des jeunes entreprises et ainsi favoriser l'innovation et la productivité.

Ailleurs dans le monde, on constate l'intérêt croissant pour des structures qui permettent un maintien du contrôle. Ceci n'est pas fortuit. Dans le texte de proposition de directive du parlement européen et du conseil, on soulignait que « [l]es actions à votes multiples peuvent protéger une société contre une focalisation trop importante sur les intérêts à court terme, en donnant une voix plus forte aux fondateurs et aux actionnaires à long terme. ». Cette assertion reflète les [résultats de nombreuses recherches](#) sur le sujet et fait écho à la position historique de l'IGOPP qui, dès 2006, [prenait position](#) en faveur de telles structures avec des balises bien établies. Cette position a été renouvelée et [renforcée en 2019](#) par l'ajout d'analyses et recommandations, notamment au sujet des différentes clauses restrictives (crépusculaires) souvent associées aux structures à double classes d'actions.

Alors que de nombreux pays cherchent à introduire des structures ADVM pour rendre leurs marchés financiers plus attrayants, le Canada dispose déjà de tous les outils nécessaires. Pourtant, au contraire de tout ce qui se fait partout ailleurs, des pressions sont plutôt exercées pour qu'on abandonne ces précieux outils ou que nous les encadrions davantage par l'imposition de contraintes maintenant jugées comme arbitraires et pour la plupart sans fondements scientifiques (notamment selon le régulateur britannique).

Les entrepreneurs canadiens qui ressentent le besoin de maintenir le contrôle sur leur société pour mener à bien leur vision à long terme doivent opter pour la structure qui leur est optimale. Il faut cesser de considérer l'argumentaire appuyant un modèle unique de structure actionnariale. Toutes les sociétés sont différentes, et il faut leur permettre de choisir la structure qui leur convient le mieux en fonction de leurs impératifs stratégiques et leurs ambitions à long terme. Il est toujours possible d'abandonner une structure à double classe d'actions, mais il est impossible d'en adopter une si ce choix n'a pas été fait initialement. Cette décision est donc cruciale au moment du premier appel public à l'épargne.

Hormis les questions de structures actionnariales, les statistiques observées au sujet du déclin du nombre de premiers appels publics à l'épargne soulèvent des enjeux considérables. Avec une période de plus d'une année sans aucun PAPE au Canada par une entreprise conventionnelle sur son principal segment (TSX) – une période marquée au contraire par des fermetures de capital – il est essentiel d'ouvrir le débat sur la question et de trouver des solutions durables pour revigorer l'attrait pour nos marchés boursiers auprès de nos entrepreneurs.

Références

- Allaire, Y. « Les actions multivotantes : quelques modestes propositions ». *Prise de position #1*, IGOPP, 2006.
- Allaire, Y. « Prise de position en faveur des actions multivotantes ». *Prise de position #11*, IGOPP, 2019.
- Allaire, Y. et F. Dauphin « Les nouvelles sociétés procédant à un premier appel public à l'épargne : le choix des actions à droit de vote multiple ». *Commentaire #2*, IGOPP, 25 septembre 2020.
- Bebchuk, L. A. and S. Hirst. "The Specter of the Giant Three". *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper N° 608/2019, July 2019.
- Bentel, K. and G. Walter. "Dual Class Shares". *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*, Spring 2016,
- Dauphin, F. « La performance des sociétés canadiennes contrôlées inscrites au S&P/TSX », *Rapport de recherche*, IGOPP, Octobre 2023.
- Demir, E., C. D. García-Gomez, J.M. Díez-Esteban et J. B. Farinha. "How does uncertainty impact IPO activity? International evidence". *Finance Research Letters*, 2023, vol. 58.
- DLA Piper. "Approval of the Capital Law ("DDL Capitali"): main changes for the Italian capital market". *DLA Piper Finance Alert*, February 28, 2024.
- European IPO Task Force. "Recommendations to improve conditions for European IPO markets". *European IPO Report 2020*, 56p.
- Financial Conduct Authority. "Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to DP22/2 and proposed equity listing rule reforms". *Consultation Paper CP23/10*, May 2023.
- Financial Conduct Authority. "Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to CP23/10 and detailed proposals for listing rules reforms". *Consultation Paper CP23/31*, December 2023.
- Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers. *Rapport final*. Janvier 2021, 120p.
- Groupe de travail sur les droits de vote multiples. « Rapport sur les droits de vote multiples ». *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris*, 15 septembre 2022.
- Holroyd, A. et al. *Proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France*. Proposition de loi n° 2321, Assemblée nationale, 16^e législature, le mardi 12 mars 2024.
- Kaserer, C. et M. S. Rapp. "Capital Markets and Economic Growth: Long-Term Trends and Policy Challenges". AIMA, 2014.

-
- LOI n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, *Journal officiel de la République française*, 14 juin 2024.
 - Pešterac, A. "The Importance of Initial Public Offering for Capital Market Development in Developing Countries". *Economic Themes*, March 2020, Vol. 58, n° 1, pp.97-115
 - Ritter, J. R. *Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2023*. University of Florida, April 11, 2024.
 - Sant, A. « Rapport sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME », *Commission des affaires économiques et monétaires, Parlement européen*, Document de séance A9-0300/2023, 26 octobre 2023.
 - Schmolke, K. U. "Dual-class shares on the rise - Some remarks on the (re)introduction of multiple-voting rights in German stock corporation law". *European Company Case Law (forthcoming)*. December 14, 2023. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4664886>
 - Statista Research Department. *Number of IPOs on the LSE in the UK 2010-2024*. May 28, 2024. <https://www.statista.com/statistics/1229075/number-of-ipos-uk/>, consulté le 3 juin 2024.
 - Ye-eun, J. "Dual-class share system needed for unicorns' local IPOs: KRX chief". *The Korea Herald*, March 31, 2021.

À propos de l'IGOPP

LA RÉFÉRENCE EN GOUVERNANCE

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. 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;
- Assumer un leadership intellectuel dans le domaine de la gouvernance;
- 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

Les activités de l'Institut portent sur les quatre domaines suivants:

- **Prises de position**
- **Formation**
- **Recherche**
- **Diffusion des connaissances**



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 3910, Montréal (Québec) H3B 4W5

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