

Les actions multivotantes: quelques modestes propositions

Document de politique #1

**Institut sur la gouvernance des organisations
publiques et privées**

Octobre 2006

Avant-propos

Ce document de politique, le premier de l'Institut, a été rédigé par le professeur Yvan Allaire, président du conseil de l'Institut. Cette politique a reçu l'approbation formelle du conseil**. Les membres du conseil ont fait de nombreuses recommandations qui ont été adoptées. M. Stephen Jarislowsky, membre du conseil, a formulé nombre de commentaires judicieux qui ont fortement contribué au document dans sa forme finale.

D'autres membres de conseil, expérimentés en la matière ainsi que des universitaires ont été consultés et ont fourni des commentaires et des suggestions fort utiles.

Nous remercions toutes ces personnes pour leur apport à ce document.

** M. Pierre Bernier, vice-président exécutif de l'Autorité des marchés financiers du Québec et membre du conseil, s'est abstenu en raison des fonctions de réglementation de l'Autorité.

Veillez faire parvenir vos commentaires à : yallaire@igopp.org

ou au (514) 340-6398

Introduction

Au Canada, comme d'ailleurs partout où l'on trouve des marchés boursiers fonctionnels, le fait qu'au sein du capital d'une même société ouverte l'on trouve des catégories distinctes d'actions ayant des droits de vote différents, suscite la controverse. Le sujet provoque souvent une profonde division entre les catégories actionnaires, surtout lorsque les prises de position publiques des uns et des autres sont sans nuances. L'argumentation pour ou contre ce type de structure de capital prend un caractère trop souvent idéologique, insuffisamment appuyée sur les recherches empiriques.

Le présent texte a pour objectif de a) bien cerner les enjeux soulevés par les actions à droit de vote multiple, b) passer en revue les arguments du débat, c) présenter les résultats de recherches pertinentes, et d) proposer un encadrement et des balises qui protégeront les avantages de ce type de structure de capital et en minimiseront les aspects négatifs.

L'enjeu

Les doubles classes d'actions, les actions à droit de vote multiple (ou supérieur, car, dans plusieurs cas, une catégorie d'actions ne détient **aucun** droit de vote), ce qu'il est convenu d'appeler dans ce texte, un capital-actions à classe multiple, sont des situations assez fréquentes, mais en déclin relatif, au sein des sociétés ouvertes canadiennes.

En avril 2005 l'on dénombrait en effet **96** entreprises (soit 6,57 %) des 1 459 sociétés inscrites au TSX affichant une telle structure de capital (rapport NUPGE, 2005). De ces 96 sociétés, un tiers était domicilié au Québec, les deux tiers, hors Québec (voir Annexe B). L'annexe C montre que le taux de dilution des votes associé aux actions multivotantes varie énormément d'une entreprise à l'autre. Dans l'ensemble de ces 96 sociétés, la dilution médiane est de 4,38 fois, c'est à dire que l'actionnaire de contrôle (médián) détient **4,38** fois plus de votes que le pourcentage de l'avoir des actionnaires qu'il détient. Pour les entreprises domiciliées au Québec, cette dilution médiane est de **2,68** alors qu'elle se situe à **5,06** pour les entreprises hors Québec.

La fréquence des actions multivotantes a diminué de façon régulière depuis 1988, où l'on observait cette structure dans 177 sociétés, contre 164 en 1993, et 148 en 1998. (Amoako-Adu et Smith, 2001)

Le capital-actions à classe multiple ne se traduit pas systématiquement par un contrôle absolu (>50 % des votes) aux mains des détenteurs des actions à droit de vote supérieur. L'on constate d'ailleurs une certaine ambiguïté dans les statistiques publiées en ce qui touche à la notion même de contrôle. Ainsi, l'on voit parfois le terme « contrôle » se rapporter à n'importe quel actionnaire détenant disons 10 % des votes (Canada), 20 % (Europe, sauf R.-U.), ou 5 % (États-Unis). De fait, l'adoption d'une telle définition du « contrôle » augmente considérablement la prévalence du « contrôle » et des « entreprises familiales ».

Par exemple, Bozec et Laurin ont choisi le critère d'un actionnaire détenant plus de 10 % des votes pour définir le contrôle dans un échantillon de 500 entreprises (en dehors du secteur des services financiers) affichant une capitalisation boursière de plus de 10 millions de dollars. Ainsi défini, leur étude montre que 51 % de ces entreprises sont « sous contrôle familial », et que 24 % sont « contrôlées » par des entités non familiales (Parizeau, 2005), et ce, la plupart du temps sans recours à une catégorie d'actions comportant un droit de vote supérieur.

Il serait plus juste de qualifier ces actionnaires de « significatifs » ou de les désigner comme « détenteurs de blocs importants d'actions », que cette position soit attribuable à des actions à vote multiple ou autrement. Certaines des propositions présentées dans ce texte s'appliqueraient tout autant aux enjeux soulevés par ces détenteurs de blocs d'actions.

Allaire et Firsirotu (2003) ont étudié plus particulièrement les 177 entreprises canadiennes dont la capitalisation boursière était supérieure à 300 millions de dollars en février 2003. Dans **51** des cas (soit 29 %), une famille, une personne (ou quelques personnes non liées) ou une autre société détenait le contrôle **absolu** de l'entreprise (c'.-à-d. détenait plus de 50 % des droits de vote).

De ces 51 sociétés, le **contrôle absolu** exercé à l'égard de 36 d'entre elles était attribuable aux actions à vote multiple (ou actions à droit de vote supérieur, compte tenu du nombre de sociétés émettant des actions sans droit de vote).

Le tableau ci-dessous (Tableau 1) présente la répartition de ces 51 sociétés selon le type et la source du contrôle absolu :

TABLEAU 1
Source et type de contrôle absolu de sociétés d'une capitalisation > 300 M\$;
(février 2003; indice S&P/TSX); (Allaire et Firsirotu, 2003).

Source :	Type de contrôle			Total
	Familles	Individus	Autre société	
Actions à droit de vote supérieur	18	9	9	36
Actions ordinaires	4	1	10	15
Total	22	10	19	51

Bien sûr, sur les 126 sociétés où aucun actionnaire n'exerce de contrôle absolu, l'on a observé plusieurs cas d'actionnaires détenant un bloc important d'actions (c'.-à-d. >10 %), que ce soient des familles, des individus ou des fonds de placement.

Nous nous intéressons dans ce texte aux sociétés disposant d'un capital-actions avec différentes classes d'actions, et plus particulièrement aux entreprises dont le contrôle **absolu** est maintenu au moyen d'actions à droit de vote supérieur. Cependant, les questions que nous traiterons ici touchent toute société ouverte ayant un actionnaire de contrôle.

Les termes du débat

Les entrepreneurs à la recherche de capitaux pour financer la croissance de leur entreprise, c'est bien connu, n'auront recours aux *marchés publics du financement qu'en échange d'une certaine protection contre la perte de contrôle de leur entreprise.*

Que l'entrepreneur-fondateur conserve des actions à droit de vote supérieur pour maintenir le contrôle sur son entreprise a semblé, et semble encore, une solution raisonnable. De fait, en l'absence d'une telle protection, la plupart des entrepreneurs se tiendront à distance des marchés publics pour financer la croissance de leur entreprise. Ils préféreront réduire le rythme de croissance de leur entreprise ou trouveront d'autres sources, souvent moins efficaces, de financement. Les conséquences seraient négatives à plusieurs égards : le rythme d'innovation, les opportunités de placement, la croissance économique et même l'emploi en souffriraient. Même les plus farouches opposants aux actions multivotantes en conviennent, mais ils souhaiteraient réserver le « privilège des actions à vote multiple » aux petites entreprises, comme celles qui sont cotées à la Bourse de croissance TSX.

D'autres critiques en la matière n'ont rien contre cette prérogative entrepreneuriale, mais ils voudraient la voir soumise à une échéance, à une clause crépusculaire (« sunset clause »), qui commanderait l'élimination du capital-actions à multiple classe à une date précise ou à l'occasion d'un événement convenu, par exemple au moment de la retraite (ou du décès) de l'entrepreneur qui a fondé l'entreprise. Leur argument veut que s'il faut satisfaire les caprices des entrepreneurs fondateurs, fort bien, mais il n'y a pas de raison de prolonger cette forme de contrôle au-delà de l'entrepreneur-fondateur. Selon cette façon de voir, cette structure de capital n'a plus alors de raison d'être et fait courir d'importants risques aux autres actionnaires. Les études empiriques n'offrent que peu d'appui à cette position, comme nous le verrons plus avant.

Cependant, lorsqu'aucun membre compétent de la famille de l'actionnaire de contrôle n'est engagé activement dans la direction ou au sein du conseil d'administration de la société, le conseil devrait mettre au point avec l'actionnaire de contrôle un processus rigoureux de transition du capital de type classe multiple à une structure à classe unique. Dans ce cas, la notion d'une clause crépusculaire prenant effet à un moment convenu d'avance pourrait être appropriée.

Les opposants au capital de type multiple classe craignent que le contrôle d'une société par un actionnaire, que ce soit par le biais d'actions à droit de vote supérieur ou autrement, puisse donner lieu à des abus, au détriment des actionnaires minoritaires. Par exemple, les actionnaires de contrôle pourraient tirer des avantages indus,

s'approprient des « bénéfiques privés » considérables en raison de leur position dominante, comme, notamment, dans le choix des hauts dirigeants et de la relève.

Certains critiques affirment même que les actionnaires de contrôle seront tentés de choisir et d'élire des administrateurs complaisants et d'agir comme si l'entreprise était leur fief personnel. Il faut reconnaître que cela s'est vu; il n'y a qu'à se rappeler la saga d'Adelphi et de Hollinger International.¹

De plus, selon un courant de pensée hostile, les actionnaires de contrôle, bénéficiant d'avantages importants en vertu de leur position de contrôle et forts de leur immunité face aux prises de contrôle hostiles, pourraient donc être tentés de refuser des offres d'achat de l'entreprise même si celles-ci devaient être avantageuses pour les autres actionnaires.

En substance, cette situation entraînera une décote des actions de l'entreprise si le marché n'offre pas la possibilité d'acquérir une position de contrôle, car les investisseurs potentiels ne tiendront alors pas compte, dans leur évaluation des titres de la société, de la prime qui découlerait d'une éventuelle prise de contrôle.

Les investisseurs institutionnels opposés au capital-actions à classe multiple invoquent un autre argument. Même lorsqu'ils opposés à cette structure de capital, ils ne peuvent pas « boycotter » ces entreprises, puisqu'ils doivent acheter leurs titres pour leurs fonds indexés. En effet, si ces sociétés font partie des indices boursiers, le S&P/TSX par exemple, l'investisseur dont la stratégie de placement vise à reproduire l'indice devra acheter les titres de toutes les sociétés de cet indice, que leur structure du capital soit de type multicatégorie ou à catégorie unique.

Les défenseurs des actions à vote multiple rejettent toute cette logique argumentaire; ils citent d'éloquents exemples tels Warren Buffet de Berkshire-Hathaway (une société à double classe d'actions) et les deux jeunes fondateurs de Google, qui ont refusé de se plier à l'orthodoxie dominante en la matière aux États-Unis.

¹ Bien sûr, ce discours fait écho aux récriminations au sujet de chefs de la direction dominateurs et « charismatiques » de sociétés ayant un actionnariat diffus (c'.-à-d. sans actionnaire de contrôle ou « important »). Soulignons une fois de plus que les fiascos financiers les plus spectaculaires de la période 2001-2003 se sont produits au sein de sociétés dont on jugeait « impeccable » la structure de l'actionnariat.

Ces défenseurs du capital-actions à multiple classe soutiennent que si des « bénéfices privés substantiels » étaient vraiment accessibles aux détenteurs d'actions à droit de vote supérieur, ces actions se négocieraient à une forte prime par rapport aux autres catégories d'actions. Or, en vertu de la clause d'égalité de traitement (« coattail ») en vigueur au Canada depuis 1987, ce n'est généralement pas le cas ! [Comme nous le verrons plus loin, en l'absence d'une telle clause, ces actions se négocient effectivement à prime.]

En outre, si le népotisme était le lot de toutes les entreprises familiales, leurs résultats ne manqueraient pas d'en souffrir. Or, ce n'est pas le cas; les entreprises familiales ont tendance à mieux performer. Il y a certainement des exceptions, mais elles demeurent précisément cela, des exceptions.

Par ailleurs, les investisseurs qui achètent les actions d'une entreprise à capital-actions à multiple classe le font en toute connaissance de cause, et si escompte il y a, ils en ont bien profité à l'achat de leurs titres, comme le feront les acheteurs des titres qu'ils mettront en vente, et alors peut-on vraiment parler de perte ?

À moins, bien sûr, que le plan de match consiste à acheter ces actions à escompte, forcer l'élimination de la structure à double classe d'actions, puis espérer (ou provoquer ?) une prise de contrôle afin de tirer le meilleur gain possible de l'opération.

Le recours à une clause crépusculaire n'est considéré pertinent que dans des cas bien précis. Aussi des dispositions qui prévoiraient de tels mécanismes en fonction d'événements précis (le décès du fondateur, par exemple) ou d'une date convenue (p.ex. le 31 décembre 2009), ne pourraient être imposées de manière générale. Compte tenu de la diversité de contextes des entreprises, ce serait manquer de souplesse. En outre, de telles clauses pourraient inciter l'actionnaire de contrôle à mettre en branle des mesures préventives avant la date ou l'événement prévu, celles-ci n'étant pas nécessairement dans l'intérêt de tous les actionnaires.

De fait, depuis 1995, 14 sociétés inscrites au TSX ont adopté des mesures visant l'élimination de leurs actions à droit de vote supérieur. Dans six de ces cas, une prime a

été versée aux actionnaires. Dans les autres cas, la modification de la structure du capital était attribuable à des raisons diverses qui écartaient la possibilité de verser une prime (p.ex. en période de difficultés financières, au moment de lever des capitaux supplémentaires, etc.) (Lortie, 2006). Il y a néanmoins des cas où les structures à multiple classe d'actions ont été abandonnées sans qu'une compensation soit offerte aux détenteurs d'actions à droit de vote supérieur.

L'argument voulant que certains investisseurs doivent, que cela leur plaise ou non, acheter des actions d'entreprises à structure multiple à des fins d'indexation, n'attire guère la sympathie des tenants de ce type de structure. Selon eux, les investisseurs qui croient sincèrement que les sociétés ayant de multiples classes d'actions ne peuvent produire que de piètres résultats n'ont qu'à vendre ces titres **à découvert** et à cueillir les fruits d'une telle stratégie, un excellent moyen de battre les indices. (Voir Gompers, Ishii et Metrick, 2003). Comme la plupart des fonds ne gèrent habituellement pas que des fonds indexés, cette stratégie de placement devrait produire un rendement global supérieur.

Les défenseurs des actions multivotantes reconnaissent, c'est en fait leur raison d'être, que les actions à droit de vote supérieur constituent une forme de défense contre les prises de contrôle non souhaitées. Mais ils ajouteront que c'est là une forme bénigne de défense comparée aux mesures de protection visant essentiellement à protéger les **dirigeants** de sociétés aux Etats-Unis et ailleurs (dragées toxiques, conseils d'administration dont les mandats des membres sont renouvelables par tranches, parachutes dorés, « green mail », etc.). Les mesures anti-prises de contrôle adoptées par la haute direction sont des moyens efficaces pour neutraliser les tentatives de prises de contrôle, mais en contrepartie elles causent souvent des litiges acerbés et interminables qui font grand tort aux entreprises.

De plus, et bien que les investisseurs et les marchés financiers estiment qu'un marché « libre » pour les prises de contrôle des entreprises soit éminemment souhaitable, d'un point de vue du « marché politique » et des politiques publiques, une telle « liberté » pourrait bien devenir insoutenable et inacceptable. Une abondance effrénée de prises de contrôle d'entreprises canadiennes, surtout par des entités étrangères, pourrait entraîner une intervention des instances politiques et gouvernementales, ce qui ne serait

guère une amélioration par rapport à la situation actuelle. D'ailleurs, l'on observe déjà des signes avant-coureurs d'une résistance du politique à un marché ouvert des entreprises en Europe, mais également aux États-Unis **dans certains états** (Gompers, Ishii et Metrick, 2003) et chaque fois que la question de la sécurité nationale est évoquée. Le Canada a toujours protégé ses secteurs névralgiques (banques, télécommunications, radio et télévision, média) contre les prises de contrôle étrangères. Les événements récents pourraient amplifier ce mouvement.

Mais, un argument plus fondamental est souvent invoqué par ceux qui sont opposés aux actions à droit de vote supérieur : c'est le principe si attrayant d' « une action, un vote », au regard duquel la structure à double classe d'actions semble constituer un affront au principe démocratique de l'égalité des votes.

Évidemment, il arrive que, même dans « la plus grande démocratie du monde », des citoyens, par exemple ceux du Vermont, bénéficient d'un vote supérieur - équivalent à quelque 100 votes, par comparaison aux citoyens de la Californie – lorsqu'il s'agit d'élire les membres du sénat américain. Mais ce ne sont là que balivernes.

Il faut être prudent lorsque l'on établit un parallèle entre la citoyenneté (une personne, un vote) et la détention d'actions dans une entreprise.

En effet, aucun nouvel arrivant dans un pays n'obtient d'emblée le droit d'y voter; ce n'est qu'après une période de trois à cinq ans, après avoir prêté allégeance et, dans bien des cas, avoir renoncé à sa citoyenneté d'origine, que le nouveau-venu pourra exercer son droit de vote dans son pays d'adoption.

Ainsi l'argument démocratique pourrait-il contribuer à une remise en question fondamentale du fonctionnement de l'actionnariat qui a cours de nos jours, notamment :

- Exiger qu'un actionnaire détienne ses titres pendant une période prédéterminée avant qu'il ne puisse exercer son droit de vote, ce qui est en soi une proposition intéressante.

- Fixer un plafond au nombre de votes qu'un même actionnaire peut exercer, de manière que tous les actionnaires puissent peser de manière plus équitable dans le processus décisionnel, nonobstant le nombre d'actions détenues.
- Ouvrir la porte de la « démocratie » à la représentation au conseil des parties, autres que les actionnaires, étroitement intéressées par la rentabilité et le rendement de l'entreprise, les employés par exemple. (Porter, 1992) [Voir Faleye, Mehrotra et Morck (2005), qui présentent une étude intéressante sur la voix des employés syndiqués en matière de gouvernance.]

Tous ces concepts sont fort éloignés des pratiques actuelles en Amérique du Nord, mais elles sont monnaie courante dans d'autres régions du monde.

Résultats de recherche

L'on voudrait bien que la « science » arrive à trancher le nœud gordien, à résoudre la question une bonne fois pour toutes. Cependant, la recherche empirique sur le sujet donne une impression, fautive par ailleurs, d'abondance. Nombre d'études en effet couvrent une période si éloignée qu'elles perdent en pertinence lorsqu'on les place dans le contexte actuel, alors que d'autres se sont intéressées à des pays dont le cadre législatif est si différent du nôtre, et parfois bien plus faible, qu'il est difficile d'en tirer des éléments pertinents à notre propos. En conclusion, comme c'est souvent le cas lorsqu'on s'intéresse à des sujets controversés, **la recherche universitaire nous éclaire, mais elle n'apporte pas de réponses définitives!**

Mais elle nous éclaire sur bon nombre de sujets :

- **Sur les « avantages particuliers » des actionnaires de contrôle**

C'est un principe des marchés efficients que la capacité des détenteurs d'actions à droit de vote supérieur de retirer des avantages particuliers se traduira par une prime sur les actions à vote multiple lorsque les deux catégories d'actions se négocient activement sur le parquet d'une bourse.

Un « avantage particulier » de poids peut être retiré de l'appropriation, aux dépens des actionnaires minoritaires, de la prime de contrôle qu'un acquéreur éventuel sera disposé à payer pour acquérir une position de contrôle dans une entreprise.

En 1987, et faisant ainsi école, la Bourse de Toronto décrétait que désormais, toute société émettant une catégorie d'actions comportant un droit de vote supérieur devrait prévoir une disposition stipulant qu'aucune offre d'achat visant la catégorie des actions « de contrôle » ne serait considérée valide que si l'acquéreur éventuel faisait concurremment une offre aux mêmes conditions aux actionnaires détenant des titres d'autres classes d'actions.

Comme d'un coup de baguette, cette mesure a éliminé une importante source d'abus potentiels ou, dans le jargon universitaire, d'« avantages particuliers » découlant du contrôle, soit la possibilité pour un actionnaire de contrôle (via ses actions à droit de vote supérieur) de vendre le contrôle d'une entreprise et d'empocher la prime élevée qui vient habituellement avec, tandis que les actionnaires minoritaires ne retirent aucun avantage de l'opération².

Par conséquent, lorsqu'une clause d'égalité de traitement (*coattail*) est en place, les prises de contrôle de sociétés canadiennes avec des actions multivotantes ne procurent à toutes fins pratiques aucun avantage lié au contrôle aux détenteurs des actions à droits de vote supérieur par rapport aux détenteurs d'autres catégories d'actions ordinaires. (Smith et Amoako-Adu, 1995; Clark, 2005; Nenova, 2003; Morck, Wolfenzon et Yeung, 2005)

Cette **particularité canadienne** a pour effet de limiter la pertinence des conclusions tirées d'études sur les structures de type multi-classe menées dans d'autres pays ainsi que d'études canadiennes menées avant que ne se fasse sentir tout l'effet de la disposition de 1987. Le tableau 2 ci-après présente un relevé inclus dans l'étude de Morck (2005) sur les « avantages particuliers du contrôle » dans plusieurs pays. Ce tableau démontre que les « avantages particuliers » rattachés aux entreprises canadiennes figurent parmi les plus faibles, se situant près des avantages constatés aux

² Il semble néanmoins qu'il y ait là une faille à combler; nous y reviendrons.

États-Unis, et devant ceux du Royaume-Uni en termes « d'avantages particuliers dégagés ».

TABLEAU 2

Avantages particuliers estimatifs tirés du contrôle dans divers pays, mesurés en termes de primes de bloc de contrôle et de vote, et exprimés en pourcentage de la prime sur la valeur marchande

Country	Block Premium ^a	Voting Premium ^b	Country	Block Premium ^a	Voting Premium ^b
Argentina	27		Netherlands	2	
Australia	2	23	New Zealand	3	
Austria	38		Norway	1	6
Brazil	65	23	Peru	14	
Canada	1	3	Philippines	13	
Chile	15	23	Poland	11	
Colombia	27		Portugal	20	
Czech Republic	58		Singapore	3	
Denmark	8	1	South Africa	2	7
Egypt	4		South Korea	16	29
Finland	2	-5	Spain	4	
France	2	28	Sweden	6	1
Germany	10	10	Switzerland	6	5
Hong Kong	1	-3	Taiwan (China)	0	
Indonesia	7		Thailand	12	
Israel	27		Turkey	30	
Italy	37	29	United Kingdom	2	10
Japan	-4		United States	2	2
Malaysia	7		Venezuela	27	
Mexico	37	36			

a. Block premium is average across control transactions of the difference between the price per share paid for the control block and the exchange price two days after the announcement of the control transaction, dividing it by the exchange price two days after the announcement and multiplying the ratio by the proportion of cash flow rights represented in the controlling block and expressed as a percentage premium. See Dyck and Zingales (2003), Table 2, for details.

b. Voting premium is average of estimated total vote value as a percent of firm value. See Nenova (2003), Table 5, for details.

Source : Morck *et al* (2005)

Diverses études ont démontré que les actions à droit de vote supérieur de sociétés canadiennes se négocient effectivement à une *légère* prime par rapport aux autres actions cotées des mêmes sociétés, ce qui reflète bien le contexte canadien ainsi que la clause d'égalité de traitement.

Smith et Amoaka-Adu (1995) ont fixé la prime médiane estimative à 6,37 % pour la période 1988-1992; Doidge (2004) pour sa part, a dégagé de ses calculs une prime médiane de 11,9 % pour la période 1994-2001. Enfin, Nenova (2000, 2003), chercheure

de Harvard qui est maintenant à la Banque mondiale, a mené l'étude transnationale la plus exhaustive sur le sujet en se basant sur les données de 1997. Son estimation de la prime de contrôle sur les actions à droit de vote supérieur au Canada varie entre 2 % et 4 %. Les graphiques 1 et 2 ci-après, tirés de son étude, présentent la prime sur actions à droit de vote supérieur (qu'elle définit comme « le rapport du vote total à la valeur de l'entreprise) dans divers pays, en fonction de « l'efficacité de l'application des lois » et de la « protection des investisseurs ».

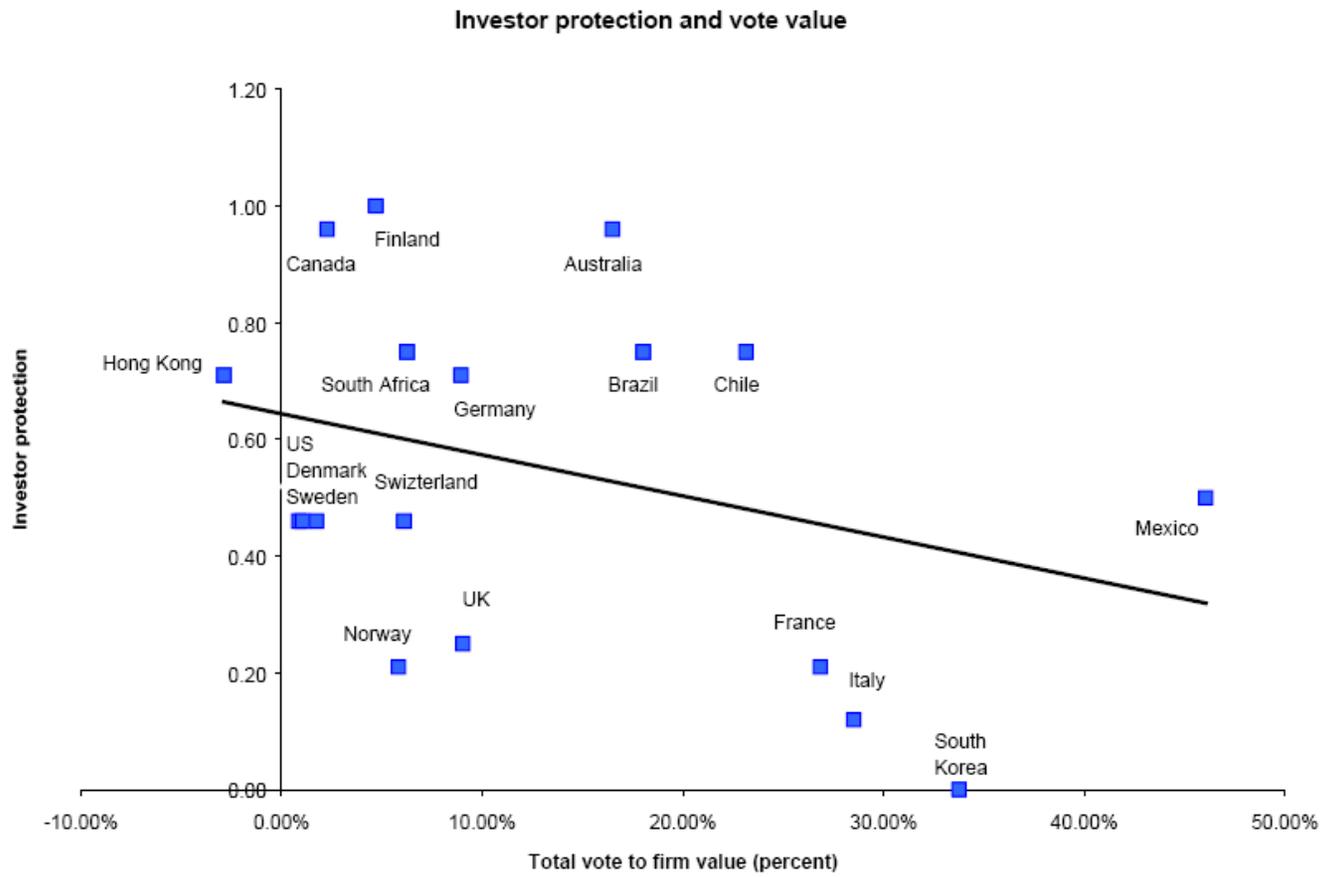


Figure 2

Source : Nenova (2000, 2003)

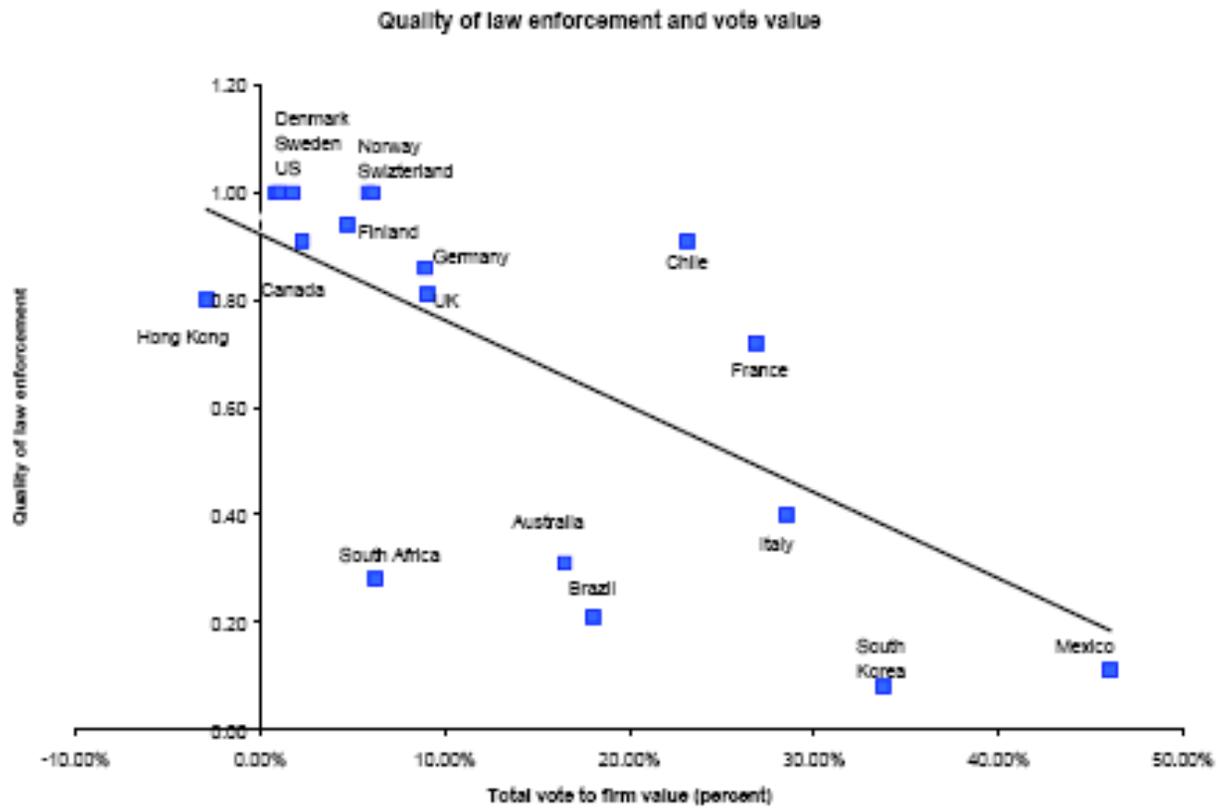


Figure 1

Source : Nenova (2000, 2003)

La conclusion la plus frappante de cette étude – et d'autres similaires – est bien l'importance cruciale d'un cadre juridique assurant la protection des actionnaires minoritaires. L'on a observé que là où les actionnaires minoritaires ne sont que faiblement protégés, les actionnaires de contrôle disposent, eux, d'avantages particuliers considérables (p. ex. au Mexique, et en Italie où des mesures ont été adoptées depuis pour donner plus de dents au cadre juridique protégeant les actionnaires minoritaires). Par contre, là où les actionnaires minoritaires bénéficient d'une protection effective, les actionnaires de contrôle ne pourront retirer de leur position dominante que des avantages particuliers de faible ampleur.

C'est le cas du Canada, où l'on observe dans l'ensemble une prime peu élevée sur les actions à droit de vote multiple de sociétés canadiennes, ce qu'expliquent des données empiriques. Ainsi, lorsque le TSX a adopté la clause d'égalité de traitement en 1987, il a permis aux sociétés qui s'étaient dotées auparavant de double classe d'actions de conserver une telle structure de capital sans clause d'égalité de traitement. Le TSX n'a pas imposé de période de transition, et voilà pourquoi nous observons la situation suivante 20 ans plus tard :

- Au moins 13 des 96 sociétés à double classe d'actions n'ont toujours pas de clause d'égalité de traitement.
- De ces 96 sociétés, 71 n'inscrivent pas à la cote boursière leurs actions à droit de vote supérieur.
- Des 25 sociétés dont ces actions sont inscrites, 8 ont en place une clause d'égalité de traitement ainsi qu'un flottant appréciable; la prime sur ces actions varie **de nulle à moins de 3 %**.
- Dans le cas de 12 de ces 25 sociétés, les actions à droit de vote supérieur cotées se caractérisent par un faible flottant et un volume de négociation négligeable, étant donné que la plupart de ces actions sont détenues par les actionnaires de contrôle; il apparaît alors que l'inscription à la cote de ces actions sert essentiellement à donner aux actionnaires de contrôle la possibilité de fixer à leur gré le prix de leurs actions à droit de vote supérieur.
- Des 25 sociétés, 5 n'ont pas de **clause d'égalité de traitement**, mais un volume raisonnable d'opérations; la prime sur les actions à droit de vote

supérieur de ces sociétés est appréciable, **variant entre 4 % et 15 %** sur une période de 30 jours.

Les faits entourant les actions à droit de vote supérieur, les primes de contrôle et l'égalité de traitement sont clairs:

- Lorsque les actions multivotantes sont accompagnées d'une clause d'égalité de traitement, aucune prime n'est attendue, ni versée aux actionnaires de contrôle lors de la vente de l'entreprise.
- L'absence de clause d'égalité de traitement dans au moins 13 cas, 20 ans après l'adoption de cette mesure par le TSX, est une anomalie qui devrait être corrigée.
- Lorsque des actions à droit de vote supérieur sont cotées mais peu négociées, il ne faudrait pas supposer que le prix de ces actions reflète l'évaluation sur le marché de la juste valeur du contrôle; aussi est-il faux d'affirmer que les actionnaires qui ont acheté les actions avec droit de vote subalterne étaient au courant de la prime du marché rattachée aux actions comportant droit de vote.
- Par contre, il est vrai que les acheteurs des actions sans droit de vote sont bien informés de l'absence d'une clause d'égalité de traitement. Les circulaires d'information de ces sociétés stipulent généralement, et en caractères gras, que « **les détenteurs d'actions de catégorie B ... ne pourront participer à aucune offre d'achat portant sur les actions ordinaires de la société** ». En principe, les détenteurs des actions de contrôle pourraient alors vendre le contrôle de l'entreprise sans que l'acheteur soit tenu de présenter une offre aux porteurs des actions d'autres catégories.
- Il est également avéré que les sociétés qui n'ont pas de clause d'égalité de traitement (et un flottant suffisant) tendent à afficher une prime de marché élevée sur leurs actions à droit de vote supérieur.

En l'absence d'une clause d'égalité de traitement, il est conforme aux pratiques des marchés financiers que l'actionnaire de contrôle reçoive une prime « de contrôle » lors de la vente du contrôle. Mais cette pratique est-elle pour autant équitable ? Est-il juste que les actionnaires de contrôle obtiennent une prime à laquelle ils n'auraient pas droit si la société avait inscrit en bourse ses actions à droit de vote supérieur après 1987, ou si les organismes de réglementation avaient instauré un processus prévoyant

l'application d'une clause d'égalité de traitement après une période de temps raisonnable ?

Dans l'ensemble, les résultats de recherche convergent, et ils sont persuasifs. Dans le contexte législatif et réglementaire canadien, ***là où une clause d'égalité de traitement est effective***, la prime du marché sur les actions à droit de vote supérieur varie de faible à nulle, et les « avantages particuliers » dégagés sont négligeables.³

- **Sur les avantages des entreprises familiales**

Une vaste documentation traite des enjeux et défis des entreprises familiales dont on peut dégager les conditions d'une gestion efficiente et rentable à long terme pour ce type d'entreprise. (Voir entre autres l'excellent travail de Miller et Le Breton-Miller (2006)).

Deux études récentes sont d'un intérêt particulier pour notre propos; elles ont été publiées récemment, elles ont été dressées de manière rigoureuse, et enfin, elles se fondent sur des données colligées aux États-Unis, dont le marché financier et le cadre juridique offrent beaucoup de similarités avec ceux du Canada.

L'étude d'Anderson et Reeb

L'étude menée par Anderson et Reeb (2003, 2004) s'est intéressée aux sociétés du S&P500 (à l'exclusion des sociétés de services publics et de services financiers) pendant la période 1992-1999, et a révélé que les familles sont présentes (c'.-à-d. qu'elles détiennent plus de 5 % des actions) dans le tiers des cas, et comptent pour 18 % des actions en circulation. Les auteurs déclarent ce qui suit :

« Contrairement à notre hypothèse, nous constatons que les entreprises familiales obtiennent de meilleurs résultats que les entreprises non familiales... Globalement, nos résultats ne correspondent pas à l'hypothèse voulant que les actionnaires minoritaires

³ Bien sûr, le contrôle peut donner droit également à des avantages « non pécuniaires » - prestige, statut social, influence – mais ces avantages n'enlèvent rien aux autres actionnaires sur le plan financier (voir Gilson, 2006)

soient désavantagés par la propriété familiale, ce qui suggère que ce type de propriété constitue une forme d'entreprise efficiente. » (2003, p-1301)

Les auteurs soulignent également que : « cependant, ce résultat semble essentiellement attribuable aux entreprises familiales **dont le conseil d'administration affiche une plus grande indépendance** par rapport aux entreprises familiales comptant moins d'administrateurs indépendants ». (2004, p.27, souligné par l'auteur)

« Nos résultats révèlent que l'entreprise détenue par la famille qui l'a fondée, lorsque le contrôle est tempéré et équilibré par la présence d'administrateurs indépendants, apparaît comme une forme organisationnelle efficace. » (2004, p.27, souligné par l'auteur)

L'étude Villalonga et Amit (2005)

L'étude de Villalonga et Amit s'est intéressée pour sa part aux entreprises qui, à un moment ou à un autre au cours de la période 1994-2000, ont figuré sur la liste de Fortune 500. L'on définit ici l'entreprise familiale comme une « *entreprise dont le fondateur ou un membre de la famille, direct ou par alliance, occupe un poste de direction, siège au conseil d'administration, ou détient au moins cinq pour cent des capitaux propres de l'entreprise* ». (2005; p.35).

Ces entreprises familiales comptent pour quelque 36 % de l'échantillonnage de Fortune 500 utilisé dans le cadre de cette étude. Les actionnaires « familiaux » y détiennent en moyenne 16 % des capitaux propres, et bénéficient de mécanismes de renforcement du contrôle (dans la moitié des cas) qui font passer à 33 % en moyenne leur part du vote. De fait, dans le cas de 12 % de ces très grandes « entreprises familiales », la famille demeure le principal actionnaire, et détient au moins 20 % du vote.

Cette étude présente des conclusions pointues et intéressantes.

« Les données recueillies suggèrent que les entreprises familiales fonctionnent mieux que les entreprises non familiales, ce qui rejoint les conclusions d'Anderson et Reeb (2004) ». (2005, p11, souligné par l'auteur)

Cependant, la propriété par la famille crée une valeur maximale... « lorsqu'elle est combinée à certaines formes de gestion et de contrôle par la famille. La gestion familiale ajoute de la valeur aussi longtemps que le fondateur assure les fonctions de chef de la direction de l'entreprise familiale, ou celle de président du conseil si le chef de la direction n'est pas un membre de la famille ». (2005, p.29)

Les auteurs de l'étude cherchent également à répondre à une question importante en matière de structure organisationnelle :

« Lequel des deux coûts de mandat (agency costs) sera le plus lourd, le coût de mandat associé au conflit d'intérêt potentiel entre propriétaires et dirigeants (Coût de mandat I – CM I) ou les coûts de mandat associés au conflit entre les grands et les petits actionnaires (Coût de mandat II –CMR II)? »

Les auteurs ont divisé leur échantillon d'entreprises en quatre groupes, comme suit :

- Type I : entreprises familiales avec mécanismes de renforcement du contrôle (actions multi-votantes, pyramides, participations croisées, ou ententes de vote) et un chef de la direction issu de la famille. Ces entreprises pourraient connaître le CM II mais sans doute pas le CM I.
- Type II : entreprises familiales avec mécanismes de renforcement du contrôle mais dont le chef de la direction n'est pas un membre de la famille. Ces entreprises peuvent être confrontées aux deux types de coûts de mandat.
- Type III : entreprises familiales avec un chef de la direction issu de la famille mais **sans** de mécanismes de renforcement du contrôle. Ces entreprises ne devraient connaître ni l'un ni l'autre des coûts de mandat.
- Type IV : entreprises non familiales, qui pourraient se trouver confrontées au CM I mais pas au CM II.

Comme l'illustre le tableau 3 ci-après, les entreprises familiales de type III, dont le chef de direction est issu de la famille mais où il n'y a pas de mécanismes de renforcement du contrôle, bénéficient d'un avantage positif considérable. Soulignons que dans tous les cas, ces entreprises familiales fonctionnent aussi bien, sinon mieux, que les entreprises non familiales.

TABEAU 3

Impact des problèmes de représentation sur la valeur de l'entreprise*

		Conflit d'intérêts entre propriétaires et dirigeants (CM I)	
		Non	Oui
Conflit d'intérêts entre les grands et les petits actionnaires (CM II)	Oui	Type I 1,93	Type II 1,94
	Non	Type III 2,66	Type IV 1,97

Source : Villalonga et Amit (2005) Tableau 4, p.38

* Mesurée selon le ratio q de Tobin, soit essentiellement une mesure de la valeur marchande des actifs divisée par leur valeur comptable.

Dans un deuxième article (Villalonga et Amit, 2006), les auteurs explorent plus en profondeur les données recueillies afin d'évaluer l'impact de diverses mesures de renforcement du contrôle sur la valeur de l'entreprise, et concluent que la structure à double classe d'actions a une incidence négative sur la valeur pour la première génération de propriétaires, et un effet non significatif la deuxième génération et les suivantes. Les auteurs ont aussi relevé un *effet positif* sur la valeur de l'entreprise de structures pyramidales ou d'ententes de participations croisées.

• Sur la transparence comptable des entreprises familiales

Les chercheurs se sont également penchés sur un autre argument qui est souvent présenté en défaveur des entreprises familiales. Du fait que les avoirs des actionnaires familiaux ne sont pas diversifiés, et en raison de l'avantage qu'ils ont sur les autres actionnaires au chapitre de l'information sur la compagnie, les entreprises familiales pourraient être fortement tentées de gérer les revenus de manière opportuniste. Selon un autre point de vue, il y aurait au contraire une correspondance étroite entre les actionnaires familiaux et les autres actionnaires, et celle-ci aurait pour effet d'assurer une meilleure surveillance de la gestion de l'entreprise et un contrôle plus serré des investissements; elle favoriserait un processus accéléré de nomination aux postes de direction, ainsi qu'un engagement envers la création de richesse à long terme.

Wang (2005) a mené une étude exhaustive de ces deux positions opposées à l'égard des entreprises familiales. Ses conclusions sont éloquentes :

« Les résultats empiriques démontrent qu'en moyenne, **l'entreprise familiale présente des résultats financiers de meilleure qualité**. Plus précisément, nous avons trouvé que l'entreprise dont le contrôle est détenu par une famille présente moins de réserves anormales, une information plus juste sur les bénéfices, et une moindre fréquence d'éléments de pertes de nature transitoire. « (p.1, souligné par l'auteur).

Ce type de recherche conforte également la notion, appuyée par de nombreuses recherches empiriques, que la gouvernance d'une entreprise bénéficie de compter au conseil des actionnaires importants de l'entreprise. (Yermack, 1996; Agrawal et Knoeber, 1996; Klein, 1998; Hambrick et Jackson, 2000; Bhagat et Black, 1999, 2001; Baghat, Carey, et Elson, 1999; Joyce, Nohria, et Roberson, 2003).

Certains chercheurs soutiennent par contre que le contrôle des grandes entreprises par un nombre restreint de familles pourrait mener à des inefficiences sur le plan économique (Morck et Yeung, 2004). Or, cet argument vise la structure globale de propriété des entreprises dans une société civile, et n'a guère de pertinence en ce qui a trait au rôle et à la valeur d'une entreprise familiale donnée.

- **Sur la valeur de l'entreprise**

L'argument habituel veut que les entreprises avec une double classe d'actions se verront attribuer une valeur marchande moindre en raison des problèmes de rendement anticipés avec cette structure même (c'.-à-d. les coûts de mandat). Amoako-Adu et Smith (2005) ont soumis cette hypothèse à examen empirique dans un article récent, et n'ont trouvé, dans le contexte canadien, aucun lien entre la valeur marchande d'une entreprise (calculée selon le ratio q de Tobin) et la structure de son capital social, qu'il s'agisse d'un type avec actions multi-votantes, une classe unique avec un actionnariat concentré, ou une classe unique avec un actionnariat dispersé. Allaire et Firsirotu (2003) ont obtenu des résultats similaires à l'égard des 177 grandes entreprises (selon la valeur marchande) cotées à la Bourse de Toronto. Comme nous l'avons souligné plus haut, Villalonga et Amit (2006) ont pour leur part relevé, aux États-Unis, un effet négatif de la

structure de capital avec actions multi-votantes pour la première génération d'une entreprise familiale mais non pour les suivantes. Zhang (2006) conclut son étude sur le même sujet par l'affirmation que « Dans l'ensemble, les conclusions suggèrent que la structure de capital avec actions multi-votantes n'est pas **inefficace** aux États-Unis » (p.23).

Contexte et recommandations

Les actions multivotantes soulèvent des enjeux sur le plan juridique, social et des affaires. Dans une perspective stricte de création de valeur pour les actionnaires, il est probable que le **retrait** des mesures mises en place pour protéger les **membres de la direction** contre des prises de contrôle hostiles aurait un effet positif sur la valeur de l'entreprise. Dans le cas des entreprises avec actions multivotantes, la situation est très différente puisque les avantages des mesure de protection du contrôle visent une catégorie d'actionnaires, et non les membres de la direction. **Pour autant que le cadre juridique assure une protection adéquate aux intérêts des actionnaires minoritaires, ces derniers tireront des avantages réels de la surveillance exercée par l'actionnaire de contrôle sur la direction de l'entreprise.**

La clause d'égalité de traitement

Il ne fait aucun doute qu'en raison de la clause d'égalité de traitement, des règles plus strictes de gouvernance adoptées au cours des dix dernières années, ainsi que du cadre juridique de protection des droits des actionnaires minoritaires, la plupart, sinon la totalité, des éléments conducteurs de prime sur actions et d'avantages particuliers rattachés aux actions multivotantes au Canada, ont été éliminé. Néanmoins, il demeure qu'un petit nombre d'entreprises (au moins 13), bénéficient du statut quo et n'ont toujours pas de clause d'égalité de traitement. Aussi les actionnaires de contrôle de ces entreprises pourraient-ils vendre, et ce serait parfaitement légal, le contrôle de l'entreprise et empêcher la prime versée par l'acquéreur, sans que les actionnaires minoritaires ne se fassent présenter une offre semblable.

Il appert de surcroît qu'un resserrement de la clause d'égalité de traitement pourrait être nécessaire pour refermer certaines failles, notamment celle qui permet de vendre les

actions « de contrôle » dans une entreprise à deux parties dont aucune ne détient le contrôle à elle seule, mais qui détiendraient conjointement le contrôle effectif. Il semble que de telles opérations **ne déclenchent pas** l'application de la clause d'égalité de traitement exigeant que tous les actionnaires reçoivent la même offre.⁴

Première recommandation

Resserrer la clause d'égalité de traitement de manière que toute offre d'achat sur un bloc de contrôle déposée à un actionnaire de contrôle soit étendue afin d'inclure une offre aux mêmes conditions à tous les autres actionnaires.

Tout le monde s'entend pour dire qu'au-delà du capital financier, les fondateurs et entrepreneurs apportent à leur société idées, innovation et talent. Ainsi les actions à vote multiple ne les protègent-elles pas seulement des prises de contrôle indésirables, mais elles sont une forme de reconnaissance de cette contribution au succès de l'entreprise.

Le fait que le fondateur d'une entreprise puisse en détenir le contrôle absolu même si sa participation au capital est inférieure à 50 % confirme bien la valeur de l'entrepreneurship et des entreprises familiales. La question est donc de fournir des lignes directrices aux entrepreneurs qui pourraient vouloir un jour faire un appel à l'épargne public pour financer la croissance de leur entreprise.

Les données ci-après montrent le lien entre le ratio des droits de vote multiple et le pourcentage de participation au capital-actions pour le contrôle **absolu** d'une entreprise par un actionnaire (ou des actionnaires reliés) qui détiennent toutes les actions multivotantes⁵.

⁶ Se reporter, à titre d'exemple, à la bataille menée pour le contrôle de WIC International Communications Ltd.; cette faille y avait joué un rôle prépondérant.

⁷ La formule générale est la suivante : capital minimum = $(k/1+k)$ où k est exprimé comme l'inverse du nombre de votes: c'.-à-d.. 4:1 devient $k = .25$ ou 25 % le capital minimum devient= $25/125$ ou 20 %. Évidemment, cette formule suppose qu'un actionnaire détient **toutes** les actions multivotantes. Si un actionnaire de contrôle ne devait détenir que, disons, 80,0% des actions à quatre votes, alors cette classe d'actions devrait représenter 30,0% du capital-actions votant de l'entreprise pour que cet actionnaire puisse détenir le contrôle absolu.

Ratio du droit de vote	Pourcentage de participation donnant le contrôle
20 pour 1	4,8 %
10 pour 1	9,1 %
5 pour 1	16,7 %
4 pour 1	20,0 %

Bon nombre de raisons militent en faveur de l'adoption d'un seuil de participation de 20 % pour exercer un contrôle absolu sur une entreprise. De fait, c'est le seuil à partir duquel l'acheteur d'un bloc d'actions doit obligatoirement déposer une offre à tous les autres actionnaires, et c'est également le seuil de propriété à compter duquel les dividendes inter-sociétés sont exonérés d'impôt et la consolidation des filiales devient effective.

Aussi, nous proposons qu'à l'avenir, un **plafond de 4 votes par action** soit adopté pour les actions multivotantes. [À l'avenir, les sociétés ouvertes ne devraient pas être autorisées à émettre des actions sans droit de vote.] Cette disposition ferait en sorte qu'un actionnaire devrait détenir une participation d'au moins **20 %** dans le capital social total d'une entreprise pour conserver le contrôle absolu de l'entreprise. Ce taux minimum de participation semble raisonnable pour exercer le contrôle sur une société ouverte, car il offre aux entrepreneurs bien de la latitude pour assurer la croissance de l'entreprise avant que leur pouvoir de vote ne se retrouve sous le seuil de 50 % (et même alors leur contrôle effectif demeurera considérable). Cette ligne directrice signifie qu'un entrepreneur peut <vendre> 80% de son entreprise au public investisseur et en conserver le contrôle absolu.

Deuxième recommandation

Comme ligne directrice pour l'avenir, les actions à vote multiple devraient être limitées à un ratio maximum de 4 :1. Les actions sans droit de vote devraient être éliminées.

Conseils d'administration

Peu importe l'angle adopté pour analyser les données empiriques, l'on ne peut que constater le soutien généralisé accordé au rôle de créateur de valeur des fondateurs d'entreprises agissant en qualité de chef de la direction, président du conseil d'administration et actionnaire de contrôle. Les avantages des conseils d'administration dont les membres détiennent une forte participation au capital de l'entreprise ne sont plus à démontrer. En outre, ces avantages se multiplient lorsque la société peut compter sur des administrateurs indépendants, conscients de leur rôle **d'arbitre** entre les intérêts des actionnaires majoritaires et minoritaires. Ces administrateurs doivent veiller à ce que les actionnaires de contrôle ne s'arrogent pas d'avantages particuliers.

De fait, l'argument est souvent avancé qu'un conseil d'administration composé essentiellement de membres « indépendants » n'ayant qu'une petite partie de leurs avoirs en jeu ne sera pas à même d'assurer une surveillance efficace de la direction de l'entreprise. L'approche générale, l'esprit même, **de la loi Sarbanes-Oxley** et autres réglementations semblables visant les sociétés à l'actionnariat dispersé, consiste à forcer les entreprises à divulguer suffisamment d'information pour que les marchés financiers (et leurs gardiens) puissent exercer une surveillance efficace de la direction, que le conseil d'administration mette ou non la main à la pâte. (Si l'on pousse ce raisonnement à l'extrême, on peut même affirmer que **si les marchés disposent de suffisamment d'information, le conseil d'administration devient, à toute fin pratique, inutile ou redondant.** (Gordon, 2003))

Mais la situation est fort différente dans le cas des entreprises qui ont un actionnaire de contrôle. Les marchés financiers ne peuvent imposer leur point de vue à l'actionnaire de contrôle ni ne peuvent mettre au point une opération de prise de contrôle de la société. La légitimité et l'indépendance du conseil d'administration sont donc extrêmement importantes dans les entreprises dont le contrôle est exercé par un seul actionnaire ou un petit groupe d'actionnaires œuvrant de concert.

Troisième recommandation

Le pouvoir des actionnaires de contrôle de nommer des administrateurs doit être limité au pro rata de leur pourcentage du total des droits de vote, avec un plafond des deux tiers des membres du conseil nommés par un actionnaire de contrôle. Les autres membres du conseil seraient élus exclusivement par les actionnaires minoritaires.

Il reviendrait au comité de gouvernance et au conseil de proposer des candidats aux postes d'administrateurs qui obtiendraient vraisemblablement l'appui d'une forte majorité des actionnaires minoritaires. Évidemment, une fois élus, les membres du conseil doivent exercer leur responsabilité de fiduciaire envers tous les actionnaires. Le comité de gouvernance dressera le profil souhaité du conseil, en termes d'expérience et de compétences, et la composition du conseil reflétera les critères d'indépendance fixés par les organismes de réglementation ou les bourses concernées.

Autrement dit, le contrôle exercé par le biais des actions à droit de vote supérieur imposerait un **plafond** des deux tiers des membres du conseil pouvant être nommés par un actionnaire de contrôle. Quant aux actionnaires « sans contrôle » (y compris les actionnaires sans droit de vote), ils éliraient la fraction restante des membres du conseil, soit, en tout temps, un minimum du tiers des membres du conseil. (Rousseau, 2005)

Une autre option serait d'accorder aux **détenteurs d'actions à droit de vote inférieur** d'élire au moins un tiers des administrateurs (ou plus si cette catégorie d'actions compte pour un pourcentage supérieur du total des votes). Par exemple, les détenteurs d'actions de catégorie B comportant un droit de vote chacune éliraient au moins un tiers des administrateurs, tandis que les détenteurs d'actions de catégorie A comportant supposons quatre votes chacune, éliraient pas plus des deux tiers des administrateurs.

Évidemment, la proposition qui fait présentement l'objet de débats au Canada voulant que les actionnaires votent pour chaque administrateur **individuellement** est **quasiment une condition préalable à l'application de cette recommandation**. Si le

système de vote est modifié pour y inclure le vote individuel, le résultat de celui-ci ne devrait pas être rendu public; le comité de gouvernance du conseil informera alors les actionnaires si tous les candidats aux postes d'administrateurs ont obtenu une majorité des votes, et tout administrateur n'ayant pas obtenu cette majorité sera tenu de démissionner. Le comité de gouvernance et le conseil se pencheront sur le cas d'un membre du conseil qui n'aurait obtenu qu'une faible majorité des votes.

Le concept de vote cumulatif pourrait être intégré à ce système, mais peut-être n'aura-t-il pas grand-chose de plus à offrir si les recommandations ci-dessus sont adoptées.

La relève dans les entreprises familiales

Les recherches montrent clairement à quelles conditions le contrôle familial de l'entreprise après le départ du fondateur continue de bénéficier à tous les actionnaires. Ces bénéfices tendent à atteindre leur niveau maximal à la deuxième génération, voire la troisième, lorsque des membres de la famille jouent un rôle actif au sein du conseil d'administration mais confient la gestion à un professionnel occupant le poste de chef de la direction. Cette conclusion comporte toutefois de nombreuses exceptions. L'histoire des entreprises regorge d'exemples d'entreprises exceptionnelles qui ont, de fait, été bâties par les enfants des fondateurs. Ainsi IBM, dont la réussite des années 60 et 70 est l'œuvre de Thomas Watson Jr., et Johnson & Johnson qui a pris tout son essor lorsque le fils du fondateur a pris les rênes de l'entreprise. *Soulignons ici que si les parents souffrent parfois d'un manque d'objectivité dans leur évaluation des compétences et des talents de leurs rejetons, nombre d'entre eux portent sur leurs descendants un jugement sobre, et parfois dur, particulièrement quand la fortune familiale est en jeu.*

En somme, il est parfaitement justifié que les actionnaires minoritaires se préoccupent de la relève de la direction des entreprises familiales. Par ailleurs, personne ne prétend que les descendants du fondateur d'une entreprise doivent être rayés de la liste de relève **simplement parce qu'ils sont les descendants du fondateur**. Pas plus que le fondateur ne devrait avoir le droit absolu de choisir seul un de ses descendants comme successeur si l'entreprise est une société ouverte comptant un grand nombre d'actionnaires.

Le défi consiste donc à instaurer un processus de relève donnant à toutes les parties concernées l'assurance d'une démarche équitable. Voyons quelques faits utiles en matière de relève à la direction des entreprises.

- Le choix du chef de la direction et, plus largement, la planification de la relève et son développement, figurent parmi les fonctions les plus créatrices de valeur que puisse assumer un conseil d'administration; or, les administrateurs nord-américains déclarent ne pas accorder suffisamment de temps à cette importante tâche, surtout depuis l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley et autres réglementations semblables, dont les exigences sont dominantes aux agendas des conseils. En effet, tout juste 21 % des administrateurs interrogés se sont déclarés satisfaits de leur degré d'engagement à la préparation de candidats internes aux postes de haute direction (Charan, 2005).
- Le processus de sélection du chef de la direction comporte beaucoup d'aléas (Conger et Nadler, 2004). Bien que les statistiques fiables soient plutôt rares, diverses sources fixent entre 14 % et 24 % le taux d'échec des candidats internes, et entre 22 % et 34 % celui des candidats externes (Byban and Bernthal, 2002); Charan (2005) fait état d'une étude de Booz Allen démontrant que 55 % des chefs de la direction « externes » qui ont quitté leur poste en 2003 ont été forcés de démissionner par leur conseil d'administration, contre 34 % pour les chefs de la direction choisis à l'interne.
- Certains résultats démontrent clairement que le processus optimal de relève du premier poste de direction, que d'aucuns appellent la succession « à relais », consiste à nommer un successeur et de le préparer à la tâche (Wei et Cannella, 2003; Rajagopalan et Zhang, 2004).
- Au vu de la tendance croissante à choisir un candidat de l'extérieur de l'entreprise pour occuper le poste de chef de la direction, de nombreuses études ont jeté un doute sur la sagesse d'une telle démarche; dans son ouvrage **Good to Great** (2001), Collins souligne que des 44 chefs de la direction de son échantillon d'entreprises excellentes, 40 sortaient des rangs de l'entreprise; dans son échantillon de sociétés « de comparaison directe » (c'.-à-d. de médiocres équivalents) 20 des 65 chefs de la

direction provenaient de l'extérieur de l'entreprise. Khurana (2002) a également mené une charge à fond contre le « sauveur » venu d'ailleurs.

- Il semble évident que les descendants du fondateur, après avoir passé plusieurs années au sein de l'entreprise et avoir fait leurs preuves en y occupant des fonctions diverses, se présentent comme des prétendants **internes** légitimes, les porteurs des valeurs et traditions qui ont façonné l'entreprise.
- Compte tenu des intérêts en jeu, des droits des diverses parties et du risque perçu de népotisme, la sélection d'un descendant du fondateur pour prendre les rênes de l'entreprise doit reposer sur un processus rigoureux respectant l'esprit de notre quatrième recommandation.

Lorsqu'un descendant du fondateur et actionnaire de contrôle est candidat au poste de chef de la direction, l'actionnaire de contrôle a bien évidemment un intérêt affectif tout autant que financier en jeu dans le processus de sélection. Idéalement, il déclarera son conflit d'intérêts et le conseil d'administration prendra en main le processus décisionnel, traitant la question *comme s'il s'agissait d'une opération entre apparentés*.

Mais le poste de chef de la direction saurait-il vraiment intéresser un haut dirigeant de premier plan une fois l'actionnaire de contrôle écarté du processus (si tant est qu'un tel scénario soit plausible)? Tout candidat un tant soit peu avisé mesurera très bien la haute probabilité d'échec, le risque de conflits permanents entre le nouveaux chef de la direction et l'actionnaire de contrôle qui n'aurait pas participé à sa nomination, et à plus forte raison s'il est en désaccord avec le choix opéré sans lui!

Quatrième recommandation

Nous recommandons, dans les cas où un descendant ou autre parent de l'actionnaire de contrôle est candidat au poste de chef de la direction, que les membres indépendants du conseil, assistés de conseillers externes, le cas échéant, dressent le profil des qualités personnelles, de l'expérience et des compétences recherchées chez le prochain chef de la direction. *Les membres du comité et du conseil devront étudier attentivement, et avec l'actionnaire de contrôle, les mérites des divers candidats.* Le président du comité fera rapport à

l'assemblée annuelle des actionnaires suivant l'entrée en fonction d'un nouveau chef de la direction, du processus suivi pour la sélection de ce dernier.

Transition vers un capital-actions à catégorie unique

Dans les cas où aucun membre de la famille de la personne exerçant le contrôle sur une société ouverte au moyen de ses actions à droit de vote supérieur n'est appelé à jouer un rôle actif dans la direction de l'entreprise ou au sein de son conseil d'administration, l'actionnaire de contrôle devrait envisager avec les membres du conseil d'administration le processus de transition de la structure du capital.

Cinquième recommandation

Lorsque l'actionnaire de contrôle ne compte aucun membre de sa famille compétent pour assurer la relève de l'entreprise, au sein de la haute direction ou au sein du conseil d'administration, l'actionnaire de contrôle devrait prévoir une transition de la structure du capital afin d'instaurer une structure à classe unique en vue de son retrait de la direction active ou de sa participation au conseil. La méthode utilisée, qu'il s'agisse d'une clause crépusculaire ou autre, importe peu.

Les données empiriques sont légion qui démontrent qu'à cette étape, l'actionnaire de contrôle maximisera la valeur de sa participation en procédant à une transition en douceur vers une gestion assurée par des professionnels, et une structure avec une seule classe d'actions.

La pratique selon laquelle une société ouverte assure le contrôle d'une autre société ouverte **par le biais d'actions à droit de vote supérieur** (voir le Tableau 1, qui présente la fréquence de telles situations) devrait être interdite dorénavant.

Conclusions

La continuité et l'assurance d'un contrôle exercé par l'entrepreneur-fondateur et (ou) ses héritiers comporte des avantages certains particulièrement dans un monde d' « investisseurs » transitoires ne se préoccupant guère de la vigueur et des résultats à

long terme des entreprises. Néanmoins, il a y un risque que des mesures ou des décisions prises par les actionnaires de contrôle ne servent pas les intérêts des autres actionnaires, ou soient perçues comme telles. Aussi les propositions présentées ici cherchent-elles le juste équilibre entre les avantages et les inconvénients des actions multivotantes

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. Répandue au Canada, cette clause élimine la principale source d'avantages particuliers potentiels à un actionnaire de contrôle, soit l'appropriation d'une plus grande part, voire de la totalité, de la prime de contrôle versée par un acquéreur.
2. Il est recommandé qu'à l'avenir, le ratio des droits de vote rattachés aux actions à vote multiple n'excèdent pas 4 pour 1; autrement dit aucun détenteur d'actions à droit de vote supérieur ne pourra conserver le contrôle absolu à moins de détenir au moins 20 % de la totalité des capitaux propres.
4. Un net renforcement des droits des actionnaires minoritaires par leur élection d'un nombre donné d'administrateurs indépendants mis en nomination par le conseil. La proportion des membres du conseil élus ainsi devrait correspondre à la proportion du total des votes détenus par les actionnaires minoritaires, et n'être jamais inférieure au tiers des membres du conseil. Une fois élus, les membres du conseil doivent exercer leur responsabilité de fiduciaire envers tous les actionnaires. Le comité de gouvernance dressera le profil souhaité du conseil, en termes d'expérience et de compétences, et la composition du conseil reflétera les critères d'indépendance établis par les organismes de réglementation ou les bourses concernées.
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, à l'assemblée annuelle des actionnaires suivante, du procédé utilisé par le conseil pour arrêter son choix.

6. Lorsqu'aucun membre de la famille de l'actionnaire de contrôle n'est susceptible de jouer dans le futur un rôle important au sein de la direction ou du conseil de la société, l'actionnaire de contrôle devrait envisager avec le conseil d'administration un processus qui assurera l'abandon progressif et ordonné de la double classe d'actions.

Ces recommandations ont pour objectif global de donner plus de poids aux avantages dont jouissent **tous** les actionnaires des entreprises à capital de type multi-classes. En effet, le meilleur indicateur d'un régime efficace de protection des droits des actionnaires minoritaires vient de la faible prime rattachée aux actions à droit de vote supérieur, **comme c'est le cas au Canada**. Dans un tel contexte juridique, les actionnaires de contrôle assument efficacement le rôle de surveillance dont bénéficiera l'ensemble des actionnaires de l'entreprise (Gilson, 2006). Les actionnaires de contrôle doivent bien sûr peser avec soin le pour et le contre du maintien de telles structures au sein de leur entreprise, mais avec un cadre de protection adéquat des actionnaires minoritaires, ces avantages sont de nature à servir les intérêts de tous les actionnaires : actionnaires de contrôle engagés assurant une surveillance étroite de la gestion de l'entreprise, combinaison d'administrateurs indépendants et d'administrateurs dont la réputation aussi bien que les avoirs sont en jeu, perspectives et stratégies à long terme, et conservation et transmission de valeurs, loyauté et stabilité d'effectifs compétents.

Annexe A Bibliographie

- Agrawal, Anup & Charles R. Knoeber, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 31, 377, 1996.
- Allaire, Y. and M. Firsirotu. « Changing the Nature of Governance to Create Value », *Institut C.D. Howe 189*, November 2003.
- Amoako-Adu, Ben, Brian F. Smith, and Kalimipalli Madhu, "Concentrated and Dispersed Ownership Structures and Q Ratio: Dual and Single Class Shares", Working Paper, *Wilfrid Laurier University School of Business and Economics*, September 30, 2005.
- Amit, Raphael and Belen Villalonga. "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Anderson, Ronald C. and David M. Reeb. "Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 firms", *Journal of Economic Literature*, August 2004.
- Anderson, Ronald C. and David M. Reeb. "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, vol. LVIII, no. 3, June 2003.
- Attig, Najah and Randall Morck. "Boards and Corporate Governance in a Typical Country", *CEA 39th Annual Meeting*, McMaster University, Hamilton, Ont., May 2005.
- Barontini, Roberta and Lorenzo Caprio. "Family Control and Firm Value". *ECGI Working Paper*, June 2005.
- Belcredi Massimo and Caprio Lorenzo, "Separation of cash-flow and control rights: Should it be prohibited?", *International Journal of Disclosure and Governance*, March 2004; 1,2; ABI/INFORM Global, pg. 171.
- Bebchuk, Lucian and Oliver Hart. "A Threat to Dual-Class Shares: Viewpoint", *Financial Times*, May 31st, 2002.
- Ben-Amar Walid and André Paul, "Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada", *Working Paper*, University of Ottawa, May 17, 2005.
- Bennedseny, Morten and Kasper Meisner N., "Separating the Impact of Dual Class Shares, Pyramids and Cross-ownership on Firm Value across Legal Regimes in Western Europe", *Working Paper SSRN*, November 2004.
- Beos, Evangelos and Michael S. Weisback, "Private Benefits and Cross-Listings in the United States", *Emerging Markets Review*, University of Illinois, USA, 2004.

- Berthal, Paul R. and William Byham. "The Case for Internal Promotions", *Development Dimensions International*, White Paper, 2002.
- Bhagat, Sanjai, Dennis C. Carey & Charles M. Elson, "Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover", *Business Law*, 54, 885, 1999.
- Bhagat, Sanjai and Bernard Black, "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance", *Business Lawyer*, 54, 1999.
- Bhagat, Sanjai, and Bernard Black, "The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, Pp. 231-273, 2001.
- Bohren, Oyvind and Bernt Arne Odegaard. "Governance and Performance Revisited", *ECGI-Finance Working Paper No.28*, February 2004.
- Brennan, David M. "Fiduciary Capitalism, the Political Model of Corporate Governance, and the Prospect of Stakeholder Capitalism in the United States", *Review of Radical Political Economics*, Winter 2005
- Brin, Sergey and Larry Page. "Letter from the Founders- An Owner's Manual For Google's Shareholders", SEC filing, Form S-1, April 29, 2004.
- Burgundy Asset Management Ltd., "No good deed goes unpunished" September 2005.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi and Andrei Shleifer. "Family Firms", *The Journal of Finance*, vol. LVIII, no. 5, October 2003.
- Bushee, Brian. "Identifying and Attracting the "Right" Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, No. 4, Fall 2004.
- Carney, Michael. "Corporate Governance and Competitive Advantage in Family Controlled Firms", *Entrepreneurships Theory and Practice*, vol. 29, no 3, May 2005.
- Charan, Ram. "Ending the CEO Succession Crisis". *Harvard Business Review*, February 2005.
- Clark, Robert C. « Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too », *Harvard Law and Economics*, Discussion Paper No. 525, December 2005.
- Collins, Jim. *Good to Great Why Some Companies Make the Leap... and Others Don't*. Harper, Collins, 2001.
- Conger, Jay and David. A. Nadler. "When CEOs step up to fail", *MIT Sloan Management*, Winter 2005, 46 (2).

- Cronqvist, Henrik and Mattias, Nilsson. "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, no. 4, December 2003.
- Dimitrov, Valentin and Prem Jain. « Dual Class Recapitalization and Managerial Commitment: Long-run Stock Market and Operating Performance», *Journal of Corporate Finance*, 2005.
- Doidge, Craig. "U.S. Cross-Listing and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-Class Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 72, 2004.
- Dunlavy, Colleen, "From Citizens to Plutocrats: Nineteenth Century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation", *SSRH Paper*, 2004
- Dyck, Alexander and Luigi Zingales. "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, vol. LIX, no. 2, 2004.
- Edgecliffe-Johnson, Andrew and Aline Van Duyn. "Murdoch Weathers Investor Protest", *Financial Times*, October 21st, 2005.
- Faccio, Mara and Larry H.P. Lang. "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, 2002.
- Faleye, O., V. Mehrothra and R. Morck. "When Labor has a Voice in Corporate Governance", *NBER Paper*, March 2005.
- Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick. "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, February 2003.
- Gompers, Paul, Joy Ishii and Andrew Metrick. "Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies", *The Rodney L. White Center for Financial Research*, Working Paper, December 2004.
- Gordon, Jeffrey N. "Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley", *SSRN Paper*, March 2003.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey, and Shiva Rajgopal. "The Economic Implications of Corporate Reporting", *SSRN Paper*, January 2005
- Gry, Tara, "Dual-Class Share Structures and Best Practices in Corporate Governance", *Economics Division*, Library of Parliament, August 18, 2005.
- Joyce, William, Nithin Nohria, and Bruce Roberson. *What really works: the 4+2 formula for sustained business success*, HarperBusiness, 2003.
- Khurana, Rakesh, *Searching for a Corporate Saviour*, Princeton University Press, 2002.
- Klein, April, "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law & Economics*, 41, 275 (1998).

- Klein, Peter, Daniel Shapiro, and Jeffrey Young. "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence". *Corporate Governance*, vol. 13, no. 6, November 2005.
- Kwak, Mary, "The Advantage of Family Ownership" *MIT Sloan Management Review*, Winter 2003.
- Lortie, Pierre, "The price of control", *National Post*, May 27th 2006
- Morck, Randall and Bernard Yeung. "Family Control and the Rent-Seeking Society", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Summer 2004.
- Morck, Randall, Daniel Wolfenzon and Bernard Yeung. "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth", *Journal of Economics Literature*, vol. 43, no. 3, September 2005.
- Morck, Randall. "The market and the closely held corporation in Canada: the implications of concentrated share ownership for corporate performance". *Canadian Investment Review*. Toronto: Spring 1996. Vo. 9, 1: pg. 49
- National Union of Public and General Employees. "The Disadvantages of Dual-Class Structures to Public Shareholders", 2005.
- Nenova, T., "The value of corporate voting rights and control: a cross country analysis", *Journal of Financial Economics* 68, 2003, 325-351.
- Nenova, T., "The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis". Working Paper, Harvard University, 2003.
- Pajuste, Anete. "Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares", *European Central Bank*, Working Paper no. 465, March 2005.
- Pajuste, Anete. "What Drives the Unification of Multiple Class Shares?", *European Financial Management Association Conference*, May 2005.
- Parizeau, Robert. "Multiple Voting Shares and Governance", *Director*, Issue 122, October 2005.
- Porter, Michael. "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 5, No. 2, Summer 1992.
- Rajagopalan, Nandini and Yan Zhang. "When The Known Devil Is Better Than An Unknown God", *Academy of Management Journal*, 47(4): 2004, 483-500.
- Robinson, Chris, John Rumsey and Alan White. "Market Efficiency in the Valuation of Corporate Control: Evidence from Dual Class Equity", *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, vol. 13, no. 3, September 1996.
- Romano, Roberta. "The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance". *Yale Law Journal*, vol. 114, 2005

- Rousseau, Henri-Paul. "Gouvernance : une religion mais plusieurs églises ? Le cas de la multiplication des votes », *Entretiens du Centre Jacques-Cartier*, Décembre, 2005.
- Shareholder Association for Research and Education. "Second Class Investors - The Use and Abuse of Subordinated Shares in Canada", April 2004.
- Smith, Brian and Ben Amoako-Adu. "Relative Prices of Dual Class Shares", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, No. 2, June 1995.
- Smith, Brian and Ben Amoako-Adu, "Management succession and financial performance of family controlled firms", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, Issue 4, December 1999, Pages 341-368.
- Smythe, Donald. "Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation", *NBER Working Paper*, May 2006.
- Stout, Lynn A. "Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post/Ex Ante Valuation Problem", *Stanford Law Review*. Vol. 55, Issue 3, 2002.
- Wang, Dechun, "Founding Family Ownership and Earnings Quality", *SSRN Paper*, November 2005.
- Wei, Shen and Albert A. Cannella Jr. "Will succession planning increase shareholder wealth?" *Strategic Management Journal*, Feb. 2003, 24 (2).
- Yermack, David. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 1996.

Annexe B

Sociétés à capital-actions multicatégorie inscrites au TSX

Source : Syndicat national des employés et employés généraux du secteur public.
 “The Disadvantages of Dual-Class Structures to Public Shareholders”, 2005.

ADF Group Inc.	Cossette Communication Group Inc.	MI Developments Inc.
AGF Management Ltd.	Danier Leather Inc.	Newfoundland Capital Corp.
Agricore United	Diaz Resources Ltd.	Onex Corporation
Akita Drilling Ltd.	Dorel Industries Inc.	Oppenheimer Holdings Inc.
Alimentation Couche Tard Inc.	Dundee Bancorp Inc.	Optimum General Inc.
Alliance Atlantis Communications Inc.	Electrohome Limited	Pan-Ocean Energy Corporation
Andres Wines Ltd.	Empire Company Ltd.	Power Corporation of Canada
Arbor Memorial Services Inc.	EXFO Electro-Optical Engineering Inc.	Premier Tech Ltee.
Astral Media Inc.	Extencare Inc.	Prometic Life Sciences Inc.
Atco Ltd.	Fairfax Financial Holdings Ltd.	Quebecor Inc.
Becker Milk Co. Ltd. (The)	FirstService Corporation	Quebecor World Inc.
BMTC Group Inc.	Four Seasons Hotels Inc.	Reitmans (Canada) Ltd.
Bombardier Inc.	GLP NT Corporation	Rogers Communications Inc.
Brampton Brick Ltd.	Graystone Corporation	Royal Group Technologies Limited
Caldwell Partners International Inc.	GSW Inc.	Shaw Communications Inc.
Call-Net Enterprises Inc.	Guardian Capital Group Ltd.	Shawcor Ltd.
Canadian Tire Corp. Ltd.	Hammond Manufacturing Co. Ltd.	Spectra Group of Great Restaurants
Canadian Utilities Ltd.	Hammond Power Solutions Inc.	Spectra Premium Industries Inc.
Canam Manac Group Inc. (The)	Inscape Corporation	St. Lawrence Cement Group Inc.
Canwest Global Communications Corp.	International Forest Products Ltd.	Stonington Capital Corporation
CCL Industries Inc.	Jean Coutu Group (PJC) Inc.	Teck Cominco Ltd.
Celestica Inc.	La Senza Corporation	Teknion Corporation
Central Fund of Canada Ltd.	Laperriere & Verreault Inc. (Groupe)	Telus Corporation
CGI Group Inc.	Lassonde Industries Inc.	Torstar Corporation
Chateau Inc. (Le)	Lindsey Morden Group Inc.	Transcontinental Inc.
CHC Helicopter Corp.	Logistec Corp.	Trizec Canada Inc.
Chum Ltd.	M8 Entertainment Inc.	TVA Group Inc.
Cogeco Cable Inc.	Magna Entertainment Corp.	Uniforet Inc.
Cogeco Inc.	Magna International Inc.	Van Houtte inc.
Coolbrands International inc.	MDC Partners Inc.	Velan Inc.
Corby Distilleries Ltd.	Metro Inc.	Viceroy Homes Ltd.
Corus Entertainment Inc.		Wescast Industries Inc.
		Zenon Eironmental Inc.

Annexe C
Dilution du droit de vote des sociétés à capital-actions multicatégorie
inscrites au TSX

Source : Syndicat national des employées et employés généraux du secteur public.
 “The Disadvantages of Dual-Class Structures to Public Shareholders”, 2005.

Company	VPD	Company	VPD
GLP NT Corporation.	212505.13	Laperriere & Verreault Inc. (Groupe).	4.27
Central Fund of Canada Ltd.	2358.41	Lindsey Morden Group Inc.	4.22
AGF Management Ltd.	1576.34	Arbor Memorial Services Inc.	4.20
Onex Corporation	834.69	Transcontinental Inc.	4.17
Astral Media Inc.	144.12	Chum Ltd.	4.07
Oppenheimer Holdings Inc.	134.40	Extendicare Inc.	3.91
Magna International Inc.	81.71	Danier Leather Inc.	3.87
MI Developments Inc.	74.98	Shawcor Ltd.	3.77
Teck Cominco Ltd.	30.38	Bombardier Inc.	3.62
Corus Entertainment Inc.	24.78	Stonington Capital Corporation	3.40
Canadian Tire Corp. Ltd.	23.80	Spectra Group of Great Restaurants	3.39
Shaw Communications Inc.	20.30	Becker Milk Co. Ltd. (The)	3.34
MDC Partners Inc.	19.96	Brampton Brick Ltd.	3.32
Dundee Corporation	19.58	Canam Manac Group Inc. (The)	3.28
Alliance Atlantis Communications Inc.	14.47	Canadian Utilities Ltd.	2.88
Metro Inc.	13.89	Alimentation Couche Tard Inc.	2.84
CCL Industries Inc.	13.31	Van Houtte inc.	2.52
Akita Drilling Ltd.	11.26	Quebecor Inc.	2.44
FirstService Corporation	10.85	BMTC Group Inc.	2.44
M8 Entertainment Inc.	9.58	Quebecor World Inc.	2.39
Atco Ltd.	8.58	Inscape Corporation.	2.39
Call-Net Enterprises Inc.	8.45	Hammond Manufacturing Co. Ltd.	2.30
International Forest Products Ltd.	8.42	Hammond Power Solutions Inc.	2.30
Pan-Ocean Energy Corporation	8.15	La Senza Corporation.	2.30
Torstar Corporation	7.87	Viceroy Homes Ltd.	2.22
TVA Group Inc.	7.07	Cossette Communication Group Inc.	2.22
Trizec Canada Inc.	6.99	Cogeco Cable Inc.	2.21
Guardian Capital Group Ltd.	6.87	Canwest Global Communications Corp.	2.04
Premier Tech Ltee.	6.79	Jean Coutu Group (PJC) Inc.	1.94
CHC Helicopter Corp.	6.62	Empire Company Ltd.	1.88
Cogeco Inc.	6.36	Telus Corporation.	1.88
Four Seasons Hotels Inc.	6.34	Magna Entertainment Corp.	1.76
Celestica Inc.	5.98	St. Lawrence Cement Group Inc.	1.74
CGI Group Inc.	5.94	ADF Group Inc.	1.72
Diaz Resources Ltd. *	5.65	Spectra Premium Industries Inc.	1.70
Fairfax Financial Holdings Ltd.	5.48	Lassonde Industries Inc.	1.68
Reitmans (Canada) Ltd.	5.18	EXFO Electro-Optical Engineering Inc.	1.67
Coolbrands International inc.	5.07	Logistec Corp.	1.66
Electrohome Limited	5.07	Chateau Inc. (Le)	1.63
Newfoundland Capital Corp.	5.06	Wescast Industries Inc.	1.54
Power Corporation of Canada	5.05	Teknion Corporation	1.51
Andres Wines Ltd.	4.95	Optimum General Inc.	1.34
Uniforet Inc.	4.93	Velan Inc.	1.32
Rogers Communications Inc.	4.89	Zenon Eironmental Inc.	1.23
Royal Group Technologies Limited *	4.72	Corby Distilleries Ltd.	1.17
Prometic Life Sciences Inc.	4.59	Agricore United	1.02
Caldwell Partners International Inc.	4.45		
GSW Inc.	4.40		
Dorel Industries Inc.	4.36		
Graystone Corporation.	4.30		

** Pending Management proposal on proxy to eliminate dual class structure.*