

OPINIONS & DÉBATS

N°26 - Octobre 2022

Introductions en Bourse : les droits de vote multiple sont-ils nécessaires à l'attractivité d'une place financière ?

IPOs: are dual-class share structures required to make a financial centre attractive?

François Belot & Edith Ginglinger



SOMMAIRE

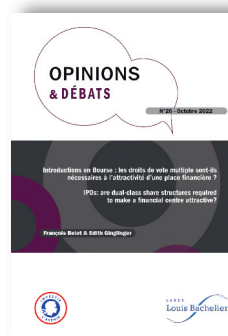
Résumé	7
I. Introduction	8
II. Les actions à DVM : un renouveau sur la dernière décennie sous l'effet de la croissance du private equity et des changements technologiques	10
2.1 L'abondance de fonds de <i>private equity</i>	10
2.2 L'effet des changements technologiques	10
2.3 La concurrence entre places financières	12
III. Accroître les pouvoirs du fondateur, pour quels résultats ?	12
3.1 Des DVM créateurs de valeur	12
3.2 Des DVM au détriment des actionnaires minoritaires	16
IV. Les études empiriques consacrées aux DVM	22
4.1 Anatomie de l'entreprise avec actions à DVM introduite en Bourse	22
4.2 La performance des entreprises à droits de vote multiple	25
V. Introduire des classes d'actions multiples tout en protégeant les actionnaires minoritaires : intérêt économique significatif des fondateurs, clauses d'extinction et clauses d'organisation de la gouvernance	28
5.1 Garantir un intérêt économique significatif des fondateurs	29
5.2 Les clauses d'extinction à date fixe	30
5.3 Les clauses d'extinction conditionnelle	32
5.4 Clauses d'organisation de la gouvernance et autres clauses	33
VI. L'utilisation de structure de vote renforcé dans les différents pays	35
6.1 Les actions de fidélité : le cas français	35
6.2 Les actions à droit de vote multiple dans le monde	36
VII. En conclusion : nos recommandations	40
7.1 L'opportunité d'introduire des actions à DVM	40
7.2 Les caractéristiques à privilégier si l'option droit de vote multiple était envisagée	40
7.3 Une alternative aux classes d'actions à droit de vote multiple : des actions de fidélité revisitées	42
Notes	43
Annexes	46
Références	87

CONTENTS

Abstract	48
I. Introduction	49
II. MVR shares: a revival over the last decade due to the growth of private equity and technological change	51
2.1 An abundance of private equity funds	51
2.2 The impact of technological change	51
2.3 Competition between financial centres	52
III. What are the effects of increasing the founder's powers?	53
3.1 MVRs as value-enhancing mechanisms	53
3.2 MVRs to the detriment of minority shareholders	57
IV. Empirical studies on MVRs	63
4.1 Anatomy of the company going public with dual-class structures	63
4.2 The performance of companies with MVRs	65
V. Introducing multiple share classes while protecting minority shareholders: significant economic interest of founders, sunset clauses and governance clauses	68
5.1 Ensuring founders have a significant economic interest	68
5.2 Fixed-time sunset clauses	70
5.3 Conditional sunset clauses	71
5.4 Governance and other clauses	72
VI. The use of reinforced voting structures in different countries	74
6.1 Loyalty shares: the French case	74
6.2 MVR shares around the world	75
VII. Conclusion: our recommendations	79
7.1 The appropriateness of introducing MVR shares	79
7.2 Preferred features if the MVR option is envisaged	79
7.3 An alternative to MVR share classes: loyalty shares revisited	80
Notes	82
Appendices	85
Références	87

Les articles publiés dans la série "Opinions & Débats" offrent aux spécialistes, aux universitaires et aux décideurs économiques un accès aux travaux de recherche les plus récents. Ils abordent les principales questions d'actualité économique et financière et fournissent des recommandations en termes de politiques publiques.

The Opinions and Debates series sheds scientific light on current topics in economics and finance. Bringing together several types of expertise (from mathematicians, statisticians, economists, lawyers, etc.) this publication makes recommendations in the formulation and implementation of public economic policy.





Jean-Michel Beacco

*Délégué général
de l'Institut Louis Bachelier*

Comment inciter les entreprises, en particulier les licornes, présentes ou futures, du secteur technologique, à s'introduire en Bourse sur une place financière donnée ? Quels sont les critères d'attractivité et de compétitivité d'une place financière ? Sur cette dernière question, il y a classiquement la taille du secteur financier local, son degré d'internationalisation ou encore ses volumes de transactions.

Mais ce n'est pas tout, l'aspect réglementaire constitue aussi un facteur très important. Et dans ce domaine, l'assouplissement des règles de cotation permettant d'octroyer des droits de vote multiple à un certain type d'actions est devenu un critère d'attractivité essentiel. En témoignent, les réflexions sur ce sujet au sein de la Place de Paris qui envisagerait de les instaurer pour éviter que des sociétés

françaises à fort potentiel aillent s'introduire à l'étranger, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni, où le dispositif des droits de vote multiple est en vigueur sur certains segments de marché.

Il faut dire que les actions à droit de vote multiple sont de plus en plus prisées par les fondateurs de sociétés, notamment celles évoluant dans le secteur de la "tech". Les raisons ? Elles leur permettent de lever des capitaux tout en gardant le contrôle à minima de leur entreprise, à l'image des grands patrons de sociétés américaines (Facebook, Amazon...). En clair, avec ces instruments financiers, un fondateur peut avoir des droits de vote majoritaires (ou droit de veto) sans pour autant détenir la majorité du capital de sa société.

Toutefois, ces actions à droits de vote multiple suscitent plusieurs interrogations. Comment éviter qu'un fondateur ayant des droits de votes majoritaires ne privilégie ses intérêts privés ? Comment garantir les droits des actionnaires minoritaires ? Quels types de garde-fous peuvent-ils être mis en place ?

Dans ce nouveau numéro de la collection *Opinions & Débats*, rédigé par Edith Ginglinger et François Belot, vous trouverez des réponses à ces problématiques de gouvernance.

Enfin, l'Institut Louis Bachelier (ILB), via son Data Lab, est sur le point de proposer un nouvel algorithme de classement de l'attractivité objective des places financières par thématiques, à partir de données publiques auditées, le tout en mode "open source". Cet outil permettra à chacun des utilisateurs de fabriquer de manière explicable le classement qui l'intéresse. À retrouver bientôt sur le site web de l'ILB.

Bonne lecture !

How can companies, especially present and future unicorns in the technology sector, be encouraged to list on a given stock exchange? What are the criteria for the attractiveness and competitiveness of a stock exchange? With regard to this last question, the standard answers are the size of the local financial sector, its degree of internationalisation and its transaction volumes.

But more than that, the regulatory aspect is also a very important factor. And in this area, the relaxation of listing rules allowing dual class share structures for a certain type of shares has become a key criterion. For example, the Paris stock exchange is considering introducing such rules to prevent high-potential French companies from listing abroad, particularly in the US and UK, where dual class share structures are in force in certain market segments.

Indeed, dual class share structures are becoming increasingly favoured by company founders, especially in the tech sector. The reason for this is that such share structures allow them to raise capital while retaining control over their company, as exemplified by the heads of US companies such as Facebook and Amazon. In short, with these financial instruments, a founder can have controlling voting rights (or veto rights) without holding a majority of the company's capital.

Nevertheless, these dual class share structures give rise to a number of questions. How can a founder with majority voting rights be prevented from prioritising his or her own interests? How can the rights of minority shareholders be guaranteed? What kind of safeguards can be put in place?

In this new issue of *Opinions & Débats*, written by Edith Ginglinger and François Belot, you will find answers to these governance issues.

Finally, the Institut Louis Bachelier (ILB), through its Data Lab, is about to propose a new algorithm for ranking the objective attractiveness of financial centers by theme, based on audited public data, all in “open source” mode. This tool will allow each user to build the ranking that interests him/her in an explicable way. To be found soon on the ILB website.

Enjoy your reading!

Jean-Michel Beacco
Delegate General of the Institut Louis Bachelier

BIOGRAPHIE



François Belot

François Belot est professeur de finance d'entreprise à CY Cergy Paris Université et membre du laboratoire Thema. Ses travaux s'inscrivent dans le champ du gouvernement d'entreprise et portent sur les conseils d'administration, l'implication des salariés dans la gouvernance, la séparation de la propriété et du contrôle et les formes d'actionnariat, en particulier le contrôle familial. Ils ont été publiés dans diverses revues académiques, notamment *Journal of Financial Economics*, *Journal of Business Ethics*, *International Review of Law and Economics*, *Finance*. Il est actuellement directeur adjoint de l'Institut d'économie et gestion de CY Cergy Paris Université et co-responsable du CMI "Ingénierie financière".

François Belot is Professor of Corporate Finance at CY Cergy Paris University and a member of the Thema research team. He works in the areas of corporate governance, with the focus on boards of directors, employee involvement in governance, separation of ownership and control and forms of shareholding, in particular family control. His work has been published in various academic journals, including the *Journal of Financial Economics*, the *Journal of Business Ethics*, the *International Review of Law and Economics*, and *Finance*. He is currently deputy director of the Institute of Economics and Management at CY Cergy Paris University and co-director of the Master in financial engineering (CMI IF).

Edith Ginglinger est professeur à l'Université Paris-Dauphine, chercheur associé à l'European Corporate Governance Institute (ECGI), et Louis Bachelier Fellow. Ses enseignements et ses travaux de recherche s'inscrivent dans les domaines de la finance d'entreprise, de la finance climatique et des questions de responsabilité sociale des entreprises, ainsi que de la gouvernance des entreprises. Elle est l'auteur de plusieurs ouvrages, ainsi que de nombreux articles dans des revues académiques, en particulier *Journal of Financial Economics*, *Review of Finance*, *Journal of Corporate Finance*, *Journal of Banking and Finance*. Elle a co-dirigé la chaire de recherche FBF-Dauphine-HEC "Finance d'entreprise" et a été membre du conseil scientifique de l'AMF. Elle a présidé le jury du concours national d'agrégation pour le recrutement de professeurs des universités en Sciences de gestion en 2014-2015 et a été Vice-doyenne de la recherche de l'Université PSL en 2016-2017.



Edith Ginglinger

Edith Ginglinger is a professor at the University of Paris-Dauphine, a research associate at the European Corporate Governance Institute (ECGI), and a Louis Bachelier Fellow. Her teaching and research interests are in the areas of corporate finance, climate finance, corporate social responsibility issues, and corporate governance. She is the author of several books, as well as numerous articles in academic journals, in particular the *Journal of Financial Economics*, the *Review of Finance*, the *Journal of Corporate Finance*, and the *Journal of Banking and Finance*. She has co-directed the FBF-Dauphine-HEC research chair on corporate finance and has been a member of the scientific council of the AMF. She chaired the jury of the national aggregation competition for the recruitment of university professors in Management Sciences in 2014-2015 and was Vice-Dean of Research at PSL University in 2016-2017.

Introductions en Bourse :

les droits de vote multiple sont-ils nécessaires à l'attractivité d'une place financière ?

François Belot

Professeur des Universités

CY Cergy Paris Université, CNRS, THEMA, F-95000 Cergy, France

Edith Ginglinger

Professeur des Universités

Université Paris-Dauphine, PSL, CNRS, DRM, 75016 Paris, France

Résumé

On assiste ces dernières années à un retour en grâce des actions à droits de vote multiple. De nombreuses places financières ont récemment modifié leurs règles de cotation et, à ce jour, neuf des dix plus grands opérateurs boursiers mondiaux permettent aux entreprises de faire appel au marché en émettant des titres ne respectant pas le principe “une action – une voix”. Aux États-Unis, en 2021, près d'un tiers des entreprises s'introduisant en Bourse recourent à des actions à droits de vote multiple. Cet article propose une synthèse des travaux éclairant les choix des entrepreneurs et des places financières.

Les titres disposant de droits de vote supérieurs garantissent aux fondateurs visionnaires de garder le contrôle de leur entreprise afin de mettre en œuvre leur stratégie à long terme. Les actionnaires minoritaires se contentent d'un pouvoir réduit en contrepartie d'une espérance de création de valeur importante. À mesure que le temps passe, la valeur de la vision idiosyncratique du fondateur s'érode et de telles structurations du capital risquent de distordre les incitations de fondateurs plus enclins à extraire des bénéfices privés qu'à maximiser la valeur des actions de la société. C'est pourquoi des clauses restrictives protégeant les droits des actionnaires minoritaires peuvent être utilement associées aux classes d'actions à droits de vote multiple.

Le récent engouement pour les actions à droits de vote multiple semble être l'expression d'un rapport de force qui s'est déplacé en faveur des entrepreneurs dans un contexte d'abondance de capital et de concurrence entre places boursières. Un retournement de marché pourrait entraîner un reflux de ces structures d'actionnariat.

L'étude reflète les vues personnelles de leurs auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'Institut Louis Bachelier et du Laboratoire d'Excellence Louis Bachelier Finance et croissance durable.

I. Introduction

La règle d'un droit de vote pour une action est défendue par la quasi-totalité des investisseurs institutionnels¹ qui en font une condition de bonne gouvernance, permettant de réduire les coûts d'agence de la délégation de pouvoir. À l'opposé de cette approche, les fondateurs d'entreprises technologiques affichent une forte préférence pour des actions à droits de vote supérieur leur laissant la possibilité de mettre en œuvre la stratégie qu'ils estiment la plus créatrice de valeur. La structure de contrôle finalement retenue lors de l'introduction en Bourse dépend du pouvoir de négociation des investisseurs et des fondateurs qui, durant la période récente, s'est modifié en faveur de ces derniers. Ainsi, aux États-Unis, les droits de vote multiple² (DVM) sont aujourd'hui plébiscités par les entreprises de la "Tech" (Google a ouvert le bal en 2004, suivie par Facebook, LinkedIn, Snap ou Dropbox pour ne citer que les plus connues – voir l'*encadré 1* pour une illustration des structurations du capital retenues).

Encadré 1 : Exemples d'entreprises à droit de vote multiple

META (ex-FACEBOOK) (États-Unis, deux classes d'actions)

Au 31 mars 2022, le capital de la société se compose de 2302 millions d'actions de classe A (chaque porteur d'une action de classe A dispose d'un droit de vote) et 413 millions d'actions de classe B (10 droits de vote sont attachés à chaque titre). Les droits au dividende des deux classes sont identiques. Mark Zuckerberg possède 0,8 million d'actions de classe A et 350 millions d'actions de classe B. **Il contrôle META avec 54,4 % des droits de vote ; le pourcentage du capital qu'il détient s'élève à 12,9 %.**

SNAP INC (États-Unis, trois classes d'actions)

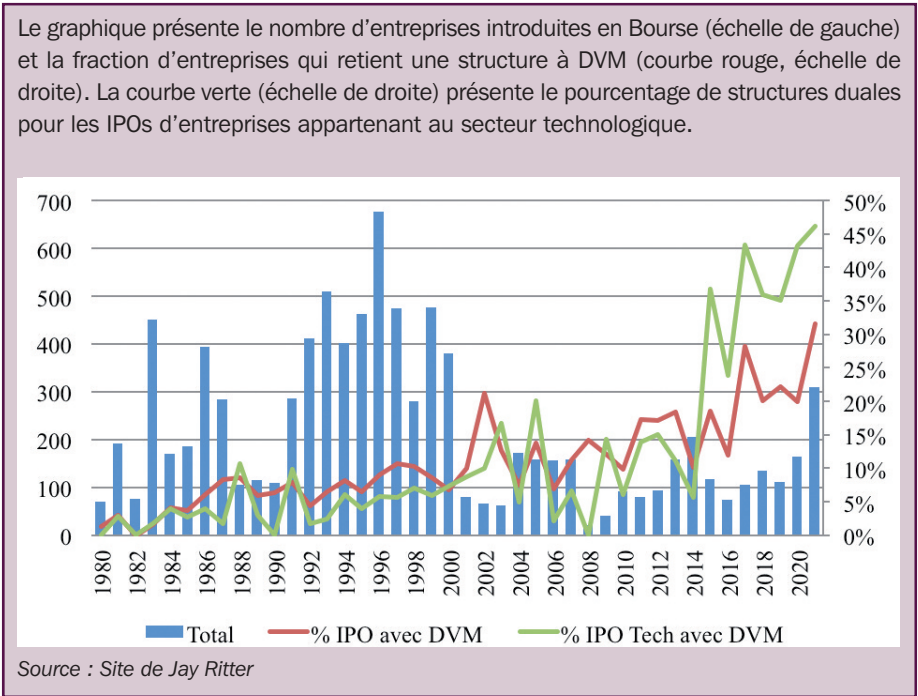
Au 1^{er} février 2022, le capital de la société se compose de 1 370 millions d'actions de classe A (privées de droit de vote), 23 millions d'actions de classe B (un droit de vote est attaché à chaque titre) et 232 millions d'actions de classe C (10 droits de vote sont attachés à chaque titre). Les droits au dividende des trois classes sont identiques. Lors de l'introduction en Bourse de Snap en 2017, seuls des titres de classe A ont été proposés aux investisseurs. Les deux fondateurs de l'entreprise, Evan Spiegel et Robert Murphy, détiennent l'intégralité des actions de classe C, 51,5 % des actions de classe B et 9 % des actions de classe A. **Au final, ils contrôlent 99,5 % des droits de vote alors que la fraction du capital qu'ils détiennent est de 22,5 %.**

VOLVO (Suède, deux classes d'actions)

Au 31 mars 2022, le capital de la société se compose de 445 millions d'actions de classe A (qui disposent chacune d'un droit de vote) et de 1 588 millions d'actions de classe B (qui disposent chacune d'1/10^{ème} de droit de vote). Les droits au dividende des deux classes sont identiques. **Le principal actionnaire de la société, le holding d'investissement Industrivärden, possède 167 millions (12 millions) d'actions de classe A (classe B) et contrôle ainsi 27,8 % (8,8 %) des votes (du capital).**

En 2021, pas moins de 46 % des firmes technologiques s'introduisant en Bourse aux États-Unis retiennent une structuration du capital impliquant différentes classes de titres aux droits différenciés (dont au moins une classe à droits de vote supérieurs). Au-delà des IPOs³ technologiques, les actions à DVM sont généralement prisées des entreprises qui accèdent à la cotation ces dernières années : alors qu'en moyenne de 1980 à 2010, seulement 8 % des IPOs prévoyaient l'émission de titres à droits de vote différenciés, elles sont passées à 32 %⁴ en 2021 (voir encadré 2).

Encadré 2. Le recours aux actions à DVM lors des introductions en Bourse aux États-Unis de 1980 à 2021.



Si les DVM sont la condition pour que des entrepreneurs acceptent d'ouvrir le capital de leur entreprise en se finançant sur le marché, les investisseurs sont-ils prêts à renoncer au principe une action / un droit de vote pour préserver l'attractivité des places financières⁵ ? Cette question a été discutée dans plusieurs pays, conduisant souvent à une autorisation des DVM. Ainsi, les places de Hong-Kong, Shanghai et Singapour ont récemment introduit de tels droits de vote. Depuis décembre 2021, le marché principal de Londres permet également le recours aux DVM.

Après une présentation des enjeux et des raisons pour lesquelles les DVM reviennent sur le devant de la scène, cet article recense leurs aspects positifs et négatifs pour les actionnaires, ainsi que leur impact sur la valeur de la firme. À partir de ces résultats, nous examinons la structuration des DVM permettant de préserver les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, et analysons notamment les clauses de protection des investisseurs minoritaires qui accompagnent le financement de la croissance de l'entreprise. Enfin, nous proposons un tour d'horizon des choix réalisés par les différentes places financières dans ce domaine. Pour conclure, nous avançons quelques recommandations en matière de recours aux DVM.

II. Les actions à DVM : un renouveau sur la dernière décennie sous l'effet de la croissance du private equity et des changements technologiques

Pour que des sociétés puissent s'introduire en Bourse avec des classes d'actions multiples, il faut tout à la fois que le droit des sociétés du pays de leur siège social les prévoit, et que les Bourses les accueillant les autorisent. Ainsi, en 2022, les sociétés françaises ne peuvent être cotées avec des classes d'actions multiples (parce que le droit français ne les y autorise pas), tandis que les actions de sociétés hollandaises à DVM peuvent être cotées à Paris (Euronext les accepte dès lors qu'elles sont autorisées dans le droit du pays d'origine). Les actions à droit de vote multiple existent de longue date dans de nombreux pays notamment aux États-Unis où de très grandes entreprises (Berkshire Hathaway, Ford, Estée Lauder, Nike, etc.) y ont eu historiquement recours (Howell, 2017). Les États-Unis sont caractérisés par des allers-retours dans le temps sur cette question. En effet, des classes duales sont apparues vers 1898, puis ont été interdites dans les faits à partir de 1926 (formellement à partir de 1940). À partir de 1976, les introductions en Bourse d'entreprises à classe duale ont à nouveau été autorisées sur l'American stock exchange (AMEX), au cas par cas, amenant le New-York Stock Exchange (NYSE) à reconsidérer sa position à partir du milieu des années 1980, entraînant à sa suite le NASDAQ. Mais c'est sur la dernière décennie que l'on a vu s'accroître considérablement le recours aux classes d'actions à droit de vote multiple. L'une des raisons en est l'évolution des rapports de force entre fondateurs d'entreprises et investisseurs, en faveur des premiers : lorsque le capital est rare et cher, les investisseurs sont plus à même de faire valoir leurs préférences en termes de structure de contrôle, tandis que dans des situations de capital abondant, les fondateurs peuvent imposer leur point de vue.

2.1. L'abondance de fonds de *private equity*

La période récente est caractérisée par la faiblesse des taux d'intérêt, l'abondance de capitaux en raison des politiques accommodantes des banques centrales, et une montée en puissance du *private equity*. Ce dernier a connu une croissance des montants totaux, des montants non utilisés (communément appelés *dry powder*) et des valorisations. Les entrepreneurs ont ainsi beaucoup plus de facilité à financer leur entreprise par des fonds privés et sont plus à même de poser leurs conditions pour accepter une introduction en Bourse, comme l'avancent Aggarwal et al. (2022). L'encadré 3 illustre la corrélation entre fonds de *private equity* disponibles (*dry powder*) et proportion des introductions en Bourse recourant à des classes d'actions duales.

2.2 L'effet des changements technologiques

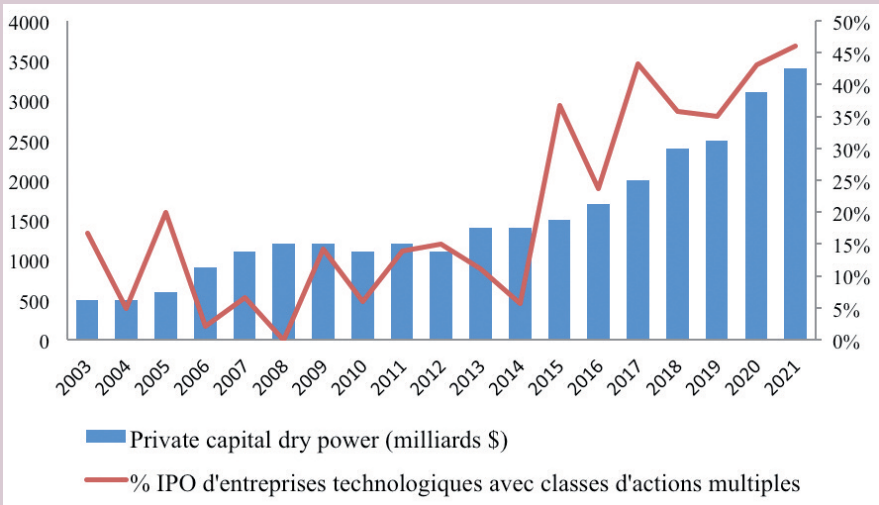
Les changements technologiques récents, en particulier le *cloud computing*, réduisent les besoins de fonds externes pour les entreprises de croissance. Ewens et al. (2018) montrent

que le modèle de financement par capital risque a, de ce fait, beaucoup évolué durant la dernière décennie, notamment pour le financement des logiciels et des services. Les fonds ont adopté une stratégie d'arrosage, en finançant un grand nombre de projets avec une implication limitée dans la gouvernance des entreprises. Ce choix résulte de changements technologiques qui combinent des résultats très asymétriques (un tout petit nombre d'entreprises génèrent des résultats très importants) et de la difficulté de prédire *ex ante* quels seront les projets qui réussiront le mieux. Beaucoup d'entrepreneurs ont pu croître avec des entrées de fonds externes limitées. De plus, à partir du moment où les fonds de capital risque ont décidé de ne pas s'impliquer dans la gouvernance des entreprises financées, la structure de pouvoir devient moins stratégique et les classes d'actions à droit de vote multiple sont plus facilement acceptées par les fonds. Les entrepreneurs ayant mis en place ces structures avant l'IPO ont donc souhaité les maintenir au moment de leur introduction en Bourse. Aggarwal et al. (2022) montrent ainsi que les entrepreneurs de la Tech ont une probabilité d'utiliser des classes d'actions duales de 10,5 % supérieure à ceux qui opèrent dans d'autres secteurs.

Encadré 3. Un changement des rapports de force entre fondateurs et investisseurs au cours des 10 dernières années

Durant la dernière décennie, l'abondance des capitaux disponibles, la montée en puissance des fonds de *private equity*, les changements technologiques et en particulier le *cloud computing*, ont augmenté le pouvoir de négociation des fondateurs d'entreprises, qui ont pu imposer plus aisément le recours aux classes d'actions multiples. Mais cela signifie qu'un retournement de marché en faveur des investisseurs pourrait tout à fait faire refluer le recours aux classes d'actions multiples.

Le graphique met en relation la disponibilité de fonds de *private equity* (*dry powder*) et le pourcentage d'introductions en Bourse d'entreprises technologiques avec des classes d'actions multiples entre 2003 et 2021 aux États-Unis.



Source : Site de Jay Ritter pour les IPOs, Rapport "private equity 2022", Bain et Company.

2.3. La concurrence entre places financières

La concurrence entre places financières pour attirer les firmes technologiques est également un facteur qui confère du pouvoir aux fondateurs et leur permet d'imposer des structures d'actions duales. Les rentabilités des entreprises technologiques sont très asymétriques. Dans les modèles d'affaires fondés sur internet, les gagnants remportent la mise ("*winner takes all*", voir Noe et Parker, 2005). Un très petit nombre de firmes réussissent extrêmement bien, et la plupart échouent et ne valent rien (Hall et Woodward, 2010 ; Kerr *et al.* 2014). Or ce sont les premières qui tirent le marché et qu'il convient d'attirer⁶, même s'il est nécessaire pour y parvenir d'accepter des classes d'actions duales.

III. Accroître les pouvoirs du fondateur, pour quels résultats ?⁷

D'un côté, les DVM permettent l'implémentation d'une stratégie créatrice de valeur par des fondateurs visionnaires, mais de l'autre côté, le temps passant, les risques d'enracinement et de prélèvements de bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires s'accroissent.

3.1. Des DVM créateurs de valeur

3.1.1. La protection de la vision stratégique des fondateurs

3.1.1.1. Garantir l'investissement en capital humain des dirigeants

Les récentes IPOs technologiques montrent à quel point la réussite d'une entreprise est indissociable de la personnalité de son (ses) fondateur(s). Mark Zuckerberg (Facebook), Larry Page et Sergey Brin (Google) ou encore Jack Ma (Alibaba) font aujourd'hui partie des personnalités connues du grand public et louées par la presse économique pour leur stratégie visionnaire. Le contrôle permis par les DVM est alors un moyen, pour un fondateur, de poursuivre sa propre stratégie (une "vision idiosyncratique" supposée créatrice de surprofits opérationnels) comme il l'entend (Goshen et Hamdani, 2016). Il garantit également que les fondateurs-dirigeants déploieront pleinement leur investissement en capital humain spécifique à leur entreprise. Par rapport au capital humain générique (au sens de Becker, 1962), ce capital humain est idiosyncratique et donc non transférable à une autre position managériale. En l'absence de DVM, se sachant menacé par des prises de contrôle hostiles, le dirigeant n'est pas incité à fournir le niveau d'implication optimal.

3.1.1.2. Des DVM utiles en présence d'une forte asymétrie d'information

La capacité de résistance à des prises de contrôle hostiles ou à des campagnes d'activistes qu'offrent les DVM paraît particulièrement légitime dans des situations de forte asymétrie d'information ou lorsqu'il existe des divergences d'opinion entre fondateurs et petits investisseurs, comme le soutiennent, Goshen et Hamdani (2016). En effet, une forte asymétrie

d'information relative aux projets de l'entreprise (dont les résultats sont difficilement observables/vérifiables) implique un risque d'inefficience du marché des prises de contrôle. Imaginons qu'une entreprise concurrente souhaite acquérir une firme et que les petits actionnaires de cette dernière ne sont pas en mesure d'appréhender correctement la réelle qualité de l'équipe de management en place et/ou la création ou destruction de richesse induite par la cession. Sous la pression d'actionnaires mal informés, une équipe de direction efficace peut être remplacée par une équipe rivale aux qualités managériales moindres. La détention de droits de vote supérieurs protège les dirigeants et évite ainsi les transferts de contrôle sous-optimaux (DeAngelo et DeAngelo, 1985)⁸. Par ailleurs, les situations de forte asymétrie d'information contraignent parfois les dirigeants à réaliser des investissements qui enverront un signal rassurant (au sens où ils généreront des flux plus facilement prévisibles) aux investisseurs mais qui ne sont pas les meilleurs possibles. Le contrôle offert par les droits de vote supérieurs évite à l'entreprise de supporter les coûts d'opportunité induits par de tels investissements.

Le raisonnement peut d'ailleurs être dupliqué aux relations des dirigeants avec le conseil d'administration. Adams et Ferreira (2007) rappellent que l'efficacité du conseil dépend crucialement de l'information que le dirigeant veut bien partager avec les administrateurs. La présence d'un conseil d'administration "hostile" peut s'avérer contre-productive puisqu'elle va conduire le dirigeant à moins communiquer, ce qui pourra être particulièrement dommageable dans un contexte de forte asymétrie informationnelle. En offrant un fort pouvoir au fondateur, les actions à DVM lui permettent de contrôler la composition de son conseil et d'éviter ainsi l'opposition d'administrateurs (mal informés) sur des projets d'investissement difficiles à évaluer (DeAngelo et DeAngelo, 1985). Cet argument a été mis en avant par Snap lors de son IPO (voir encadré 4). L'exemple de l'acquisition d'Instagram par Facebook en 2012 est particulièrement éclairant : Mark Zuckerberg – alors détenteur de 28 % du capital et 57 % des droits de vote – aurait négocié directement avec Kevin Systrom (CEO d'Instagram) l'acquisition pour un montant d'un milliard de dollars. Le conseil aurait été mis devant le fait accompli et aurait validé l'opération avec un vote purement symbolique. Cette gouvernance donnant les pleins pouvoirs aux fondateurs trouve des partisans dans un contexte de technologies évoluant rapidement⁹.

3.1.2. La protection d'une orientation à long-terme

3.1.2.1. Résister au court-termisme des marchés

Une enquête réalisée auprès de plus de 300 directeurs financiers de grandes entreprises américaines cotées en Bourse révèle que presque 80 % des répondants sont prêts à diminuer des dépenses dites "discrétionnaires" (en particulier de recherche et développement) pour atteindre le résultat anticipé par les analystes financiers qui suivent l'action de l'entreprise (Graham et al. 2005). Dans sa lettre annuelle adressée en 2016 aux CEOs des grandes entreprises américaines, Larry Fink (CEO de BlackRock, plus gros gestionnaire d'actifs mondial), appelait les dirigeants d'entreprises à résister aux forces du court-termisme¹⁰. Les DVM, qui assoient le contrôle du fondateur, apparaissent comme un moyen efficace de lutter contre une telle "myopie managériale" et de favoriser la meilleure prise en compte du long-terme.

3.1.2.2. Préserver les relations de confiance avec les parties prenantes

Cette orientation à long terme concerne l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. Shleifer et Summers (1988) rappellent qu'une grande partie des relations entre la firme et

ses salariés ou fournisseurs ne font pas l'objet d'un contrat complet et peuvent être considérées comme régies par des contrats dits "implicites". Pour les salariés par exemple, il n'y aura d'intérêt à développer un capital humain spécifique à l'entreprise que s'il existe un engagement tacite de maintien de leur emploi. Pour Shleifer et Summers (1988), les prises de contrôle hostiles sont susceptibles de briser la confiance mutuelle qui s'est établie entre la firme et ses parties prenantes et il existe un risque de *hold-up* (le repreneur peut tout à fait, par exemple, appliquer une politique salariale moins généreuse). L'existence d'une structure duale protège l'équipe de direction en place, garant crédible des contrats implicites. Ceci incitera en retour les parties prenantes à développer du capital spécifique à l'entreprise.

3.1.2.3. Favoriser l'innovation

Les activités innovantes, matérialisées par les dépenses de R&D, peuvent être perçues comme un marqueur de l'orientation de long-terme d'une entreprise (Bushee, 1998). L'innovation se caractérise également par une forte asymétrie d'information entre fondateurs et minoritaires, les premiers disposant d'un avantage informationnel sur les seconds : les petits actionnaires ne sont pas toujours en mesure d'observer et vérifier la pertinence d'une innovation, ne serait-ce que parce la simple révélation de son existence serait susceptible de détruire sa valeur dans le cas où des concurrents la copieraient (Goshen et Hamdani, 2016). En d'autres termes, les firmes les plus innovantes sont susceptibles de bénéficier de mécanismes (dont les actions à DVM) les protégeant des prises de contrôle hostiles. On pourra donc s'attendre à une relation positive entre structure duale et efforts d'innovation.

Chemmanur et Tian (2018) analysent non pas l'effort de R&D mais plus finement la quantité (à travers le nombre de brevets déposés) et la qualité (à travers le nombre de citations des brevets) de l'innovation¹¹. L'étude montre que les firmes qui disposent d'un grand nombre de protections anti-OPA sont plus innovantes ; cet effet positif est d'autant plus significatif que la firme est caractérisée par une forte asymétrie d'information et opère dans un environnement compétitif susceptible de faire peser une pression court-termiste sur les dirigeants de l'entreprise. Baran *et al.* (2020) montrent que l'existence d'actions à DVM permet à l'entreprise d'être plus innovante. Une augmentation d'un écart-type du contrôle par les fondateurs est associée à une augmentation de 20 % des mesures d'innovation (nombre de brevets, citations) et de l'efficacité des dépenses de R&D (brevets et citations rapportés aux montants dépensés en R&D). Pour partie, les innovations résultent de brevets qui sont déposés en leur nom par les fondateurs de l'entreprise. L'effet positif des structures duales sur l'innovation est présent surtout dans les secteurs les plus concurrentiels. Cao *et al.* (2020) confirment ces résultats pour les secteurs technologiques et les entreprises très dépendantes des financements externes. Ils établissent également que les structures duales conduisent à des innovations de meilleure qualité.

Ces arguments d'orientation à long-terme et de stabilité sont mis en avant par Google ou Snap pour justifier le recours aux DVM (voir *encadré 4*). Google insiste en particulier sur l'investissement humain de ses collaborateurs et les deux entreprises soulignent la nécessité de protéger l'innovation.

Encadré 4 : Les explications des entreprises pour justifier le recours aux DVM

SNAP INC (<https://investor.snap.com/financials/sec-filings/>)

“These provisions, including the tri-class structure of our common stock, are intended to preserve our existing founder control structure after completion of our initial public offering, **facilitate our continued product innovation and the risk-taking that it requires**, permit us to continue to **prioritize our long-term goals rather than short-term results**, enhance the likelihood of **continued stability in the composition of our board of directors** and its policies and to **discourage certain types of transactions that may involve an actual or threatened acquisition of us**. These provisions are also designed to reduce our vulnerability to an unsolicited acquisition proposal [...]. However, such provisions could have the effect of **discouraging others from making tender offers for our shares** and may have the effect of **detering hostile takeovers or delaying changes in our control or management**.”

GOOGLE (<https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004-ipo-letter/>)

“[T]he standard structure of public ownership may jeopardize the independence and focused objectivity that have been most important in Google’s past success and that we consider most fundamental for its future. Therefore, we have implemented a corporate structure that is designed **to protect Google’s ability to innovate and retain its most distinctive characteristics**. [...] We believe the stability afforded by the dual class structure will enable us to retain our unique culture and **continue to attract and retain talented people** who are Google’s life blood. Our colleagues will be able to trust that they themselves and their labors of hard work, love and creativity will be well cared for by a company focused on **stability and the long term**”.

“Some academic studies have shown that from a purely economic point of view, **dual class structures have not harmed the share price of companies**. Other studies have concluded that dual class structures have negatively affected share prices, and we cannot assure you that this will not be the case with Google. [...] We understand some investors do not favor dual class structures. **Some may believe that our dual class structure will give us the ability to take actions that benefit us**, but not Google’s shareholders as a whole. [...] We are convinced that everyone associated with Google—including new investors—will benefit from this structure. However, you should be aware that Google and its shareholders may not realize these intended benefits.”

3.1.3. Les autres aspects positifs des DVM

3.1.3.1 Éviter une diversification sous-optimale

Une famille fondatrice a une large part – si ce n’est l’intégralité – de sa richesse investie en actions de l’entreprise et détient donc un portefeuille peu diversifié. En cas de difficultés financières de l’entreprise, un dirigeant-actionnaire risque de voir ses revenus futurs et la valorisation de ses titres s’amincir, sa valeur sur le marché des dirigeants diminuer, et ultimement (en cas de faillite) perdre son investissement en capital humain spécifique (Agrawal et Mandelker, 1987). Dans ce contexte, il peut être tenté de retenir les projets d’investissement

les moins susceptibles de mettre en péril ses investissements idiosyncratiques. Pour Amihud et Lev (1981), cette situation est génératrice d'un conflit d'agence entre le manager-actionnaire et les actionnaires minoritaires qui, par définition, ont toute latitude pour diversifier leur portefeuille.

Les actions à DVM apportent une réponse à cette problématique. Elles permettent à l'actionnaire-dirigeant de garder le contrôle sur son entreprise, d'y insuffler sa vision stratégique tout en limitant son investissement financier. L'étude de Bauguess *et al.* (2012) apporte un éclairage intéressant sur cette question. Les auteurs construisent un échantillon de 142 firmes américaines ayant choisi de se recapitaliser avec une structure duale sur la période 1978-1998. La détention moyenne de capital avant l'opération de recapitalisation est de 47,1 %. Après l'opération, le pourcentage du capital (des votes) détenu par l'actionnaire de référence est de 42,4 % (59,9 %). Est ensuite identifié un sous-échantillon d'entreprises dont l'actionnaire profite de la recapitalisation pour céder une fraction significative de ses titres (en moyenne 9 % du capital). Ce ne sont ainsi pas moins de 33 millions de dollars qui sont récupérés et qui pourront être réinvestis dans d'autres actifs à titre personnel. Il apparaît également que ces entreprises vont plus fréquemment se recentrer sur leur cœur de métier en cédant des branches d'activités annexes. Le passage à la structure duale permet ainsi de réduire les coûts induits par une diversification sous-optimale de l'actionnaire contrôlant et de limiter le conflit d'agence découlant d'une prise de risque insuffisante.

3.1.3.2. Accroître la liquidité du marché de l'action

Un des avantages des structures comportant des actions à DVM est qu'elles permettent à un actionnaire d'exercer un contrôle significatif sans pour autant réduire drastiquement la part flottante du capital. Au-delà du flottant, l'existence de titres à DVM peut dissuader les transactions informées sur le marché et ainsi limiter l'asymétrie d'information, ce qui conduit à une amélioration de la liquidité. Cet argument est développé par Ginglinger et Hamon (2012) dans le contexte spécifique des droits de vote double français, où la cession des actions à droits de vote majoré fait perdre cet avantage. Il peut aussi être évoqué pour les structures duales dans le cas où il n'existe pas de marché pour les titres à droits de vote supérieurs et où leur cession implique une conversion en actions ordinaires (Boehmer *et al.* 2004).

3.2. Des DVM au détriment des actionnaires minoritaires

Au-delà des aspects créateurs de valeur pour l'entreprise, les actions à DVM peuvent également conduire dans certains cas à des situations défavorables pour les actionnaires minoritaires.

3.2.1. Un risque d'enracinement des dirigeants

L'article fondateur de Manne (1965) met en lumière le caractère disciplinaire du marché des prises de contrôle. Les firmes enregistrant des mauvaises performances boursières sont plus susceptibles de devenir les cibles d'offres publiques (Palepu, 1986). Le marché des prises de contrôle est ainsi perçu par Denis et McConnell (2003) comme un "juge de dernier ressort" décidant d'actifs qui ne sont pas utilisés à leur plein potentiel.

Pour Bebchuk et Kastiel (2017), les structures duales apparaissent comme un mécanisme d'enracinement des dirigeants : les DVM renforcent leurs pouvoirs et leur capacité de

résistance à une offre de contrôle hostile. La première vague d'émission d'actions à DVM dans les années 80 a d'ailleurs coïncidé avec une vague de prises de contrôle, comme le documentent Jarrell et Poulsen (1988) pour les États-Unis et Rydqvist (1992) pour la Suède. Jarrell et Poulsen (1988) constituent un échantillon d'entreprises américaines recapitalisées sous forme de structure duale dans les années 1980. Ils observent des rentabilités anormales négatives à l'annonce de l'opération d'une magnitude totalement similaire à celle observée lors de l'adoption de *pilules empoisonnées*. Ce résultat valide l'hypothèse de structures duales visant à une pure consolidation du contrôle génératrice d'enracinement.

Pour autant, Arugaslan *et al.* (2004) et Arugaslan *et al.* (2010) pour les États-Unis, mais aussi Amoako-Adu et Smith (2001) pour les firmes canadiennes n'observent aucune corrélation significative entre le fait de s'introduire avec une structure duale et la probabilité de devenir ultérieurement la cible d'une offre publique. Comparant un échantillon d'entreprises recapitalisées sous formes de classe duale à un échantillon d'entreprises à classe d'actions unique, Bauguess *et al.* (2012) constatent que la probabilité que la firme soit sujette à un changement de contrôle n'est pas significativement différente (48,6 % vs 40,7 %) ¹². De façon intéressante, il apparaît que l'acquéreur paie une prime supérieure quand il acquiert une firme présentant plusieurs classes de titres et en particulier pour la classe avec droits de vote inférieurs. Ce dernier résultat était également observé par Smart et Zutter (2003) ¹³.

3.2.2. Une amplification du conflit entre actionnaire contrôlant et minoritaires

3.2.2.1. Les bénéfices privés

La littérature financière regroupe sous le vocable de “bénéfices privés” l'ensemble des avantages associés au contrôle de l'entreprise. Le terme “privés” met l'accent sur leur appropriation : seul l'individu / l'entité / la coalition d'actionnaires qui exerce un contrôle sur l'entreprise est en mesure d'extraire ces bénéfices, au contraire des “bénéfices publics” qui correspondent à la valeur actuelle des flux futurs dégagés par l'entreprise et qui appartiennent à la communauté actionnariale (Grossman et Hart, 1988).

Ces avantages peuvent être de nature pécuniaire (par exemple des salaires excessifs ou encore des cessions d'actifs dans des conditions préférentielles – on parle alors de “*tunneling*” (Johnson *et al.* 2000) ou non pécuniaire (fierté associée au contrôle d'une entreprise visible, réputation, capacité à perpétuer l'héritage familial, etc.). Différentes études se sont attachées à quantifier l'ampleur de ces bénéfices privés ¹⁴ et démontrent généralement que le phénomène est d'ampleur significative : pour Barclay et Holderness (1989), les bénéfices privés représenteraient environ 4 % de la capitalisation boursière aux États-Unis ; pour Zingales (1994), ce chiffre monterait à plus de 50 % dans les firmes italiennes. Dans une volonté de décomposition des formes de bénéfices privés, Hwang et Hu (2009) considèrent que les bénéfices privés non-pécuniaires représentent entre 18 et 29 % des bénéfices privés totaux.

3.2.2.2. Des droits de votes multiples qui induisent des distorsions dans les décisions

La détention d'actions à DVM est susceptible de modifier les choix de l'actionnaire de référence. Ce dernier, à l'heure de prendre une décision financière, réalise un arbitrage entre maximisation de la valeur de la firme et consommation de bénéfices privés. Comme

démontré par Bebchuk et al. (2000), les mécanismes de renforcement du contrôle (actions à droit de vote multiple, structures pyramidales, participations croisées) sont générateurs de problèmes de gouvernance puisqu'ils distordent les incitations des actionnaires de référence. Lorsque ses droits de vote sont significativement supérieurs à ses droits au capital, l'actionnaire contrôlant privilégiera l'extraction de bénéfices privés au détriment de la maximisation de la valeur des actions, agissant ainsi au détriment des petits investisseurs. On assiste alors à l'émergence d'un conflit entre majoritaire et minoritaires (situation que Villalonga et Amit (2006) qualifient de conflit d'agence de type II, par opposition au conflit de type I entre actionnaires et dirigeants). L'encadré 5 illustre ce phénomène.

Encadré 5 : Bénéfices privés et distorsions induites par une structure à DVM

Imaginons que M. X, actionnaire historique de la société Y avec 51 % des actions, envisage de remplacer l'actuel directeur général (DG) de la société par son propre fils. Ce dernier recevrait une rémunération identique à celle du DG actuel mais, ses qualités de management étant moindres, on peut craindre une diminution de la valeur des actions de 1 million d'euros. Imaginons que la rémunération offerte au nouveau DG est de 300 000 € supérieure à ce qu'il pourrait obtenir sur un marché des dirigeants concurrentiel. Le tableau suivant présente l'évolution de la richesse des actionnaires dans le cas où le fils de M. X deviendrait DG. Deux situations sont envisagées : (1) l'entreprise respecte le principe une action / une voix, (2) une structure à votes multiples dans laquelle M. X ne possède que 25 % du capital est mise en place.		
	Une action / Une voix 51 % des votes et du capital	Droits de vote multiple 51 % votes / 25 % capital
Evolution valeur entreprise	- 1000 000	- 1000 000
Evolution portefeuille M. X	- 510 000	- 250 000
Bénéfices privés M. X	300 000	300 000
Gain net M. X	-210 000	50 000
Décision retenue	Garder le dirigeant actuel	Nommer son fils
Evolution de la richesse des minoritaires	Pas de changement puisque le dirigeant actuel reste en place	- 750 000

Quelles sont les décisions financières qui sont susceptibles d'être contaminées par un comportement opportuniste de l'actionnaire contrôlant et enraciné ? L'étude de Masulis et al. (2009) apporte une réponse à partir d'un échantillon de firmes à classe duale américaines. Elle examine en premier lieu l'appréciation qu'ont les investisseurs des liquidités détenues par l'entreprise. Si une forte détention de cash peut être vue comme un gage de sécurité pour l'entreprise, elle peut aussi être crainte par les investisseurs puisque ces liquidités demeurent à la discrétion des dirigeants (coûts d'agence associés au free cash-flow de Jensen (1986)). Il apparaît qu'une hausse des liquidités de l'entreprise est moins appréciée par

les investisseurs en situation d'écart conséquent entre vote et capital. Dans un second temps, Masulis *et al.* (2009) démontrent que la rémunération du CEO s'accroît à mesure que la différence entre droits de vote et droits au capital de l'actionnaire de référence s'agrandit. Ce résultat est particulièrement significatif lorsque le CEO est affilié à l'actionnaire de référence (typiquement un dirigeant familial). L'étude propose également une analyse de la relation entre rentabilité de l'action de la société et dépenses d'investissement. La richesse créée par un dollar d'investissement est moindre lorsque l'actionnaire de référence jouit d'un sur-contrôle. Enfin, la qualité¹⁵ des acquisitions réalisées par l'entreprise s'amenuise en présence d'un écart vote / capital important. La conclusion de Masulis *et al.* (2009) est sans ambiguïté : les dirigeants ont tendance à utiliser le pouvoir que leur confère la structure duale pour prendre des décisions financières qui servent leurs propres intérêts, mais sont destructrices de valeurs pour les actionnaires minoritaires. Les petits investisseurs pourraient donc être particulièrement réticents à participer à l'introduction en Bourse de firmes à structure duale. Notons toutefois que ces résultats sont établis sur l'ensemble des entreprises ayant des actions à DVM, quel que soit le secteur et l'année d'introduction en Bourse. Ces aspects négatifs sont donc des moyennes, et ne permettent pas de conclure sur les seules entreprises technologiques de croissance candidates à l'IPO.

3.2.2.3. Les mécanismes de renforcement du contrôle : une méfiance des apporteurs de fonds

Une abondante littérature souligne l'importance du conflit entre majoritaire et minoritaires et son amplification par des mécanismes de renforcement du contrôle. À partir d'un échantillon de 1 301 entreprises cotées dans 8 pays asiatiques, Claessens *et al.* (2002) calculent l'écart entre droits de vote et droits au capital de l'actionnaire de référence, et démontrent qu'il est négativement corrélé à la valeur de l'entreprise. Lins (2003) – pour un échantillon de 1 433 entreprises issues de 18 marchés émergents – et Bennedsen et Nielsen (2010) – sur un échantillon de 4 096 entreprises d'Europe occidentale – aboutissent à des résultats comparables. L'interprétation est la suivante : se sachant confrontés à un risque d'expropriation, les petits investisseurs n'acceptent d'entrer au capital qu'à la condition que les titres qu'ils acquièrent soient décotés.

Au-delà des actionnaires, il semble que les créanciers soient également réticents à financer les entreprises contrôlées par un actionnaire disposant de droits de vote en excès de ses droits au capital. À partir d'un échantillon de 3 468 firmes immatriculées dans 22 pays différents sur la période 1996-2008, Lin *et al.* (2011) montrent que les taux d'intérêt qu'elles obtiennent sont supérieurs, une hausse d'un écart type de l'écart entre droits de vote et droits au capital se traduisant par une hausse du *spread* à hauteur de 35 points de base.

3.2.3. Les entreprises avec DVM ne bénéficient pas du contrôle des institutionnels

3.2.3.1. DVM et actionnariat institutionnel

Une critique souvent formulée à l'encontre des structures à votes multiples est qu'elles agiraient comme un repoussoir pour les investisseurs institutionnels traditionnellement attachés au principe une action / une voix. Or la présence et l'implication des investisseurs institutionnels peut s'avérer bénéfique pour la gouvernance de l'entreprise. L'étude de Harford *et al.* (2018) montre par exemple que les institutionnels présentant une stratégie d'investissement de long-terme sont associés à une moindre probabilité de comportements opportunistes des dirigeants sous forme de manipulation comptable ou de fraude financière.

L'étude de Li *et al.* (2008) menée sur les États-Unis montre que les institutionnels joignent les actes à la parole. Par comparaison avec les firmes respectant le principe une action / une voix, les firmes à structure duale ont un actionnariat institutionnel inférieur de 3,6 %. Cette différence est importante puisque, sur l'échantillon total, l'actionnariat institutionnel représente en moyenne 1/3 du capital. Dans une étude portant sur 45 pays, Kim *et al.* (2018) observent une corrélation significativement négative entre actionnariat institutionnel et structuration à votes multiples. Cette aversion pour les DVM est partagée tant par les investisseurs actifs que passifs (c.-à-d. basant leur stratégie d'investissement sur la réplique d'indices boursiers)¹⁶. Sur les marchés non-américains, il apparaît que les institutionnels domestiques ne sont pas rebutés par les structures à DVM, au contraire des institutionnels étrangers qui ont tendance à les éviter. Une explication potentielle avancée par Kim *et al.* (2018) est celle d'une moindre protection juridique des investisseurs étrangers. Dans un dernier volet de leur étude, Kim *et al.* (2018) examinent l'évolution de l'actionnariat institutionnel autour des opérations contraires d'unification (lorsqu'une firme multi-classe revient à la structure une action / une voix) et de multiplication (lorsqu'une firme passe d'une structure une action / une voix à une structure à DVM). Contrairement aux résultats avancés par Li *et al.* (2008), il apparaît que les unifications ne s'accompagnent pas de hausses significatives de l'actionnariat institutionnel. À l'inverse, les multiplications entraînent une forte diminution du poids des institutionnels (-9 % sur le marché américain, -3 % pour les entreprises non américaines).

Un moyen d'appréhender les préférences des institutionnels vis-à-vis de la structure duale est d'analyser leurs votes en assemblée générale. Field et Lowry (2022) étudient, sur le marché américain pour les firmes nouvellement introduites en Bourse, les stratégies de votes de fonds d'investissement face aux résolutions de nominations d'administrateurs. Une variable de contrôle importante est la recommandation (pour ou contre) formulée par ISS, principale entreprise de conseil en vote, auprès des plus grands investisseurs internationaux. Il apparaît que, lorsque la firme est structurée avec des DVM, (1) ISS se prononce plus fréquemment négativement et (2) les fonds d'investissement votent plus fréquemment contre la résolution. On peut donc penser que les investisseurs anticipent plus de conflits d'agence liés à des dysfonctionnements du conseil d'administration dans les firmes à structure duale.

Les enquêtes relatives à la perception par les investisseurs institutionnels des DVM produisent des résultats plus mitigés. L'étude ISS *et al.* (2007), commandée par la Commission Européenne (ISS *et al.* 2007) et réalisée auprès de grands investisseurs institutionnels (principalement européens), fait ressortir une perception certes négative des DVM, mais comparable à celle des structures pyramidales ou des participations croisées. En 2018, le CFA Institute demandait à ses membres de porter un jugement sur les votes multiples à la suite de leur autorisation sur les marchés de Hong-Kong et Singapour. Seuls 53 % des répondants affirment leur opposition. Un consensus émerge néanmoins : que leur opinion soit positive ou négative, 97 % des répondants affirment qu'il est nécessaire de mettre en place des mécanismes protecteurs des petits investisseurs (CFA Institute, 2018). Il semble donc que les institutionnels ne sont pas définitivement opposés aux votes multiples lorsqu'ils concernent des entreprises de croissance. Dans une note consacrée à l'introduction en Bourse de Facebook, ISS traduit bien le dilemme des institutionnels : leur objectif est avant tout la rentabilité de l'investissement et, même si l'entreprise présente une gouvernance jugée rétrograde, ils ne sauraient passer à côté de l'opportunité d'investir dans le plus beau *business-model* de l'ère Internet¹⁷.

3.2.3.2. La régulation par les fournisseurs d'indices boursiers

À la suite de la très controversée introduction en Bourse de Snapchat (l'entreprise n'a émis que des actions sans droits de vote, voir *encadré 1*), les investisseurs institutionnels ont sollicité les grands fournisseurs d'indices boursiers (FTSE Russell, MSCI et S&P Dow Jones Indices) pour qu'ils excluent de la composition des grands indices les entreprises qui dévièrent du principe une action / une voix. L'enjeu est de taille puisque les dernières décennies ont été marquées par la montée en puissance d'investisseurs institutionnels passifs, qui représentaient en 2014 plus du tiers des fonds sous gestion et détenaient 8 % de la capitalisation boursière américaine (Appel et al. 2016). L'exclusion des firmes à structure duale des grands indices boursiers priverait les entreprises concernées d'un actionnariat significatif, elle pourrait contraindre les actionnaires contrôlants à renoncer à leurs actions à droits de vote supérieurs¹⁸. Notons au passage qu'un tel mécanisme donne aux fournisseurs d'indices le pouvoir de décider normativement des règles d'une bonne gouvernance (remplaçant ainsi le législateur et/ou le régulateur boursier). Ce transfert de compétences de la puissance publique vers la sphère privée a par exemple été critiqué par Barbara Novick, *vice-chairman* de BlackRock¹⁹.

Différentes stratégies de "représailles" ont été discutées et mises en place. La plus extrême est l'exclusion pure et simple de l'indice des sociétés présentant une structure avec votes multiples. Cette approche est retenue pour la construction des indices S&P (en particulier le S&P 500). Il convient de noter que cette règle ne s'applique pas rétroactivement : les sociétés déjà présentes dans l'indice ne sont pas automatiquement exclues. Une approche dite de seuil ("*hurdle*") est également appliquée : FTSE Russell n'inclut ainsi dans la composition de ses indices Russell 1000/2000/3000 que les entreprises dans lesquelles les investisseurs minoritaires disposent d'un minimum de 5 % des droits de vote. La dernière approche est celle de la pondération : plutôt que d'exclure les entreprises à structure duale, le fournisseur d'indice lui attribue une pondération non par le flottant, règle habituelle, mais par la fraction des droits de vote échangés sur le marché. Le poids attribué pourra être réévalué si le fondateur de l'entreprise renonce à une partie de ses droits de vote supérieurs. Cette approche avait initialement été envisagée par MSCI qui y a finalement renoncé. À ce jour, aucun indice ne retient cette approche (voir la synthèse du Committee on Capital Markets Regulation (2020) reproduite en annexe A).

Afin d'étudier l'impact de l'exclusion des firmes à structure duale des indices S&P, Winden et Baker (2019) réalisent une étude d'événements autour des dates d'annonces (3 avril 2014, date à laquelle S&P Dow Jones Indices annonce l'ouverture d'une consultation et 31 juillet 2017, date à laquelle la décision d'exclusion est annoncée). Les structures duales déjà présentes dans l'indice n'en étant pas exclues, ces titres devraient peu réagir (c'est le groupe de contrôle dans l'étude). À l'inverse, les titres des firmes à structure duale non encore membres de l'indice (groupe traité) peuvent pâtir de cette annonce si les investisseurs anticipent leur perte d'attractivité auprès des institutionnels passifs. L'étude ne documente aucune réaction significative, tant dans le groupe traité que dans le groupe de contrôle. Ils en concluent que l'exclusion ne semble guère affecter la capacité d'une entreprise à lever des fonds dans le futur et son coût du capital. En outre, l'exclusion n'apparaît pas comme un mécanisme de sanction efficace susceptible d'encourager les actionnaires contrôlants à renoncer à leurs privilèges. Pour Winden et Baker (2019), le poids des institutionnels passifs n'est à ce jour pas suffisant pour inquiéter des fondateurs soucieux de conserver leur pouvoir.

L'encadré 6 propose une synthèse des effets positifs et négatifs qui sont associés aux actions à DVM.

Encadré 6 : Effets bénéfiques et négatifs des actions à DVM – une synthèse

Effets positifs	Effets négatifs
● Protection de la vision idiosyncratique d'un fondateur. ● Protection contre les prises de contrôle hostiles dans un contexte d'asymétrie d'information. ● Possibilité de développer une stratégie de long-terme. ● Possibilité pour le fondateur de réduire son investissement dans l'entreprise. ● Liquidité du titre.	● Le dirigeant n'est plus discipliné par la menace d'une prise de contrôle hostile ● Conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Les actions à DVM modifient les incitations de l'actionnaire de référence qui privilégiera l'extraction de bénéfices privés à la maximisation de la valeur des actions. ● Réticence des institutionnels à investir dans des entreprises ne respectant pas le principe une action / une voix.

IV. Les études empiriques consacrées aux DVM

Dans cette section, nous présentons les spécificités des firmes qui s'introduisent en Bourse avec des DVM avant de détailler l'impact de ceux-ci sur les performances des entreprises. Nous nous attacherons à montrer que la relation DVM / performance dépend des caractéristiques des firmes concernées.

4.1. Anatomie de l'entreprise avec actions à DVM introduite en Bourse

Nous faisons le choix de nous intéresser particulièrement aux entreprises réalisant une introduction en Bourse²⁰ puisque la structuration avec votes multiples est, dans 80 % des cas, mise en place dans la période des négociations précédant l'IPO (Aggarwal *et al.* 2022)²¹. Nous présentons dans l'encadré 7 les résultats de l'étude très récente de Field and Lowry (2022). Celle-ci vise à discriminer les hypothèses de coûts d'agence et de contractualisation optimale (cette dernière hypothèse stipule que les entreprises retiennent la structure à votes multiples lorsque cette dernière est adaptée à leurs besoins).

Les développements théoriques présentés plus haut laissent penser que la structure duale est particulièrement adaptée pour les entreprises jeunes, innovantes, caractérisées par une forte asymétrie d'information, appartenant au secteur de la Tech et dans lesquelles le fondateur garde un important contrôle. Sur longue période (1988-2017) aux États-Unis, c'est tout l'inverse qui est observé (voir *panel A* de l'*encadré 7*) ! Les firmes à structures duales apparaissent plus matures dans la mesure où elles sont significativement plus rentables et plus profitables, et le fondateur n'est pas plus susceptible de garder la fonction de DG ou de président du Conseil. Il semble donc difficile d'affirmer que la structure à votes multiples protège la vision idiosyncratique d'un fondateur. Field et Lowry (2022) proposent une analyse sur le sous échantillon des firmes dans lesquelles le fondateur est toujours aux commandes et montrent que les dirigeants et administrateurs y possèdent la majorité des votes dans 70 % des cas. On retrouve donc bien l'idée de structures donnant les mains libres à un fondateur qui exerce un contrôle total sur la firme. Field et Lowry (2022) considèrent que la durée d'exercice des fonctions du CEO (*tenure*) et le cumul des fonctions de président et directeur général peuvent être analysés comme des marqueurs de l'enracinement et de l'extraction de bénéfices privés. Les résultats relatifs à la durée du mandat laissent penser que les structures duales s'accompagnent de coûts d'agence supérieurs.

Un des intérêts de l'étude de Field et Lowry (2022) est d'analyser l'évolution des IPOs à DVM au cours du temps (voir *Panel B* de l'*encadré 7*). On constate alors que les entreprises à structure duale introduites entre 2015 et 2017 en Bourse sont très différentes de leurs prédécesseurs : rentabilité négative, très intensives en R&D, de 10 ans plus jeunes et avec un fondateur qui reste aux commandes. On est ainsi beaucoup plus proche du modèle des actions à DVM protégeant la vision idiosyncratique du fondateur.

Les données de l'étude apportent également un éclairage sur la perception des investisseurs : sur longue période, la sous-évaluation initiale – calculée comme la rentabilité observée lors du premier jour de cotation et traditionnellement perçue comme une mesure de l'engouement pour la société introduite – est plus faible pour les entreprises à DVM. On pourra y voir une traduction de la méfiance des investisseurs à l'égard des entreprises déviant du principe une action / une voix. L'article de Field et Lowry (2022) démontre cependant un total retournement de situation sur la période récente, laissant penser que les structures duales sont désormais mieux acceptées et jugées plus légitimes dans un contexte d'IPOs technologiques.

Encadré 7 : Quelques résultats de l'étude de Field et Lowry (2022)

L'échantillon se compose de 6 153 introductions en Bourse réalisées aux États-Unis sur la période 1988-2017 dont 555 (soit 9 % de l'échantillon) sont structurées avec des votes multiples.

Le panel A, propose, pour l'échantillon total, une comparaison entre entreprises retenant une structuration du capital à classe unique et une structure duale. Le panel B est consacré aux entreprises retenant une structure duale. On y compare les IPOs réalisées sur la période 1998-2014 et sur la période récente 2015-2017.

	Panel A : Echantillon total (n=6153)		Panel B: Structures duales (n=555)	
	Firmes single-class (n=5588)	Firmes dual-class (n=555)	1998-2014 (n=498)	2015-2017 (n=57)
Variables capturant l'asymétrie d'information				
Âge de l'entreprise (années depuis la création)	15,51	25,18***	26,22	16,19
Dépenses de R&D / Total des actifs (avant IPO)	0,21	0,05***	0,05	0,12
EBITDA / Total des actifs (avant IPO)	-0,18	0,05***	0,06	-0,06
Total des actifs (avant IPO)	665	1993**	1816	3516
Entreprise du secteur technologique (0/1)	0,55	0,40***	0,37	0,51
Actionnariat et caractéristiques du dirigeant				
Le DG ou le président du Conseil est fondateur (0/1)	0,33	0,34	0,31	0,60
Actionnariat du DG avant IPO	0,17	0,22***	0,22	0,18
Durée du mandat du DG (années)	5,53	6,51***	6,32	7,85
Le DG est aussi président du Conseil (0/1)	0,62	0,61	0,61	0,54
Données post-IPO				
Capitalisation boursière – en millions de \$	752	2995***	2961	3290
Sous-évaluation initiale (%)	21,24	17,97***	17,67	20,58

*** (**) (*) signifie que la différence observée entre firmes dual et single-class est significativement différente de 0 au seuil de 1 % (5 %) (10 %). Pour le panel B, le texte ne précise pas si les différences observées entre les 2 sous-échantillons sont significativement différentes de 0.

Source : Field et Lowry (2022), Table 1 et Internet Appendix Table A-1

Au-delà de l'année d'IPO, une question particulièrement intéressante est celle de la modification de la structure de contrôle dans les entreprises recourant aux DVM. Observe-t-on une évolution de l'écart entre contrôle et propriété susceptible de caractériser une amplification ou au contraire un amoindrissement du conflit d'agence entre majoritaires et minoritaires ? L'étude de Cremers et al. (2020), dont les résultats sont reproduits en encadré 8, montre que l'actionnaire de référence se désengage peu à peu, mais sans rien perdre de son influence sur l'entreprise puisque ses droits de vote passent de 78,5 à 70 %. S'en suit une hausse significative de l'écart entre droits de vote et droits au capital.

Encadré 8 : Evolution des droits au capital et des droits de vote du principal actionnaire

L'échantillon se compose de firmes américaines ayant réalisé une introduction en Bourse sur la période 1980-2017. Pour cette analyse, on retient le sous-échantillon de firmes introduites avec une structuration à DVM et qui sont toujours cotées 5 ans après l'opération.



Source : Cremers et al. (2020) – Table 10

En résumé, si l'on doit discriminer entre les hypothèses de protection de la vision stratégique d'un fondateur et d'enracinement des dirigeants générateurs de coûts d'agence, notre description des firmes à structure duale introduites en Bourse sur longue période nous amènerait plutôt à retenir la seconde hypothèse. En revanche, les opérations récentes semblent plus se rapprocher d'un modèle de protection de la vision stratégique.

4.2. La performance des entreprises à DVM

De nombreuses études empiriques ont été réalisées afin de déterminer si les aspects positifs des actions à DVM (notamment protéger la vision idiosyncratique d'un dirigeant) l'emportent sur les aspects négatifs (coûts d'agence). Une excellente synthèse de ces résultats est proposée par Adams et Ferreira (2008). Les méthodologies les plus habituelles évaluent la relation entre un indicateur de valorisation (généralement le Q de Tobin, approximé par le ratio entre valeur de marché et valeur comptable des actifs de l'entreprise) et l'existence d'actions à votes multiples (et plus finement l'écart entre droits de vote et droits au capital qu'elle génère)²². Reddy (2021) propose une synthèse des travaux académiques réalisés sur des entreprises américaines. Il recense 13 études de valorisation et note que 7 d'entre elles aboutissent à la conclusion que les structures duales sont associées à une moindre valorisation de l'entreprise. Il souligne que l'évidence empirique relative aux performances opérationnelles et boursières de long-terme ne permet pas de conclure à la stricte infériorité des firmes à structures duales. Les fondateurs de Google mentionnent d'ailleurs l'absence de consensus au sein de la communauté académique quant à l'efficacité des DVM (voir encadré 4). L'une des raisons en est le traitement monolithique de ces entreprises, sans

prendre en compte leurs spécificités. Il est cependant probable que l'ampleur des effets positifs et négatifs varie d'une entreprise à l'autre, et que le choix de la structure duale dépend de ces effets et est donc endogène.

4.2.1. L'impact des spécificités de la firme

Dans une analyse des rentabilités anormales²³ autour d'annonces relatives à la législation sur les DVM, *Lel et al.* (2021) étudient la pertinence des hypothèses de "flexibilité managériale" (qui suggère qu'il peut être bénéfique de donner du pouvoir au fondateur dans un contexte d'asymétrie d'information ou de nécessité de protéger le capital humain) et d'enracinement (qui stipule que le dirigeant protégé extrait des bénéfices privés au détriment des minoritaires). Ils supposent que la structure duale sera légitime (inefficace) dans un contexte où les bénéfices de la flexibilité managériale sont supérieurs (inférieurs) aux coûts induits par l'enracinement. L'étude se situe dans le contexte juridique mouvant des années 80 aux États-Unis dans lequel les marchés et les régulateurs ont oscillé entre l'autorisation et le bannissement des actions à DVM. Les auteurs identifient 13 événements (7 étant favorables à la structuration duale, par exemple lorsqu'un comité du Sénat a rejeté une législation imposant la structure une action / une voix le 1^{er} octobre 1987). Notons que ces événements externes s'imposent aux entreprises, ce qui permet de contourner la problématique d'endogénéité fréquemment rencontrée dans les études visant à évaluer l'impact de mécanismes de gouvernance.

En premier lieu, l'étude montre que le marché réagit plutôt positivement aux événements qui tendent à renforcer la règle une action / une voix. Ce résultat traduit une certaine crainte des petits porteurs envers la structure duale. *Lel et al.* (2021) observent ensuite que la réaction est moins positive pour les firmes qui possèdent de nombreux brevets, enregistrent une très forte croissance et appartiennent au secteur de la Tech. Ce résultat est en totale cohérence avec l'hypothèse de flexibilité. À l'inverse, la réaction du marché est plus favorable lorsque peu d'investisseurs institutionnels sont au capital de l'entreprise ou lorsque la présidence du conseil n'est pas assurée par un membre indépendant. En d'autres termes, le marché réagit positivement à l'instauration de la règle une action / une voix dans un contexte d'enracinement. Pour résumer, il n'existe pas forcément de bonne structuration du capital qui s'imposerait à toutes les entreprises, *a contrario* cette structuration s'avère contingente aux caractéristiques de la firme. Si les deux hypothèses sont importantes, *Lel et al.* (2021) mettent en concurrence la flexibilité managériale et l'enracinement et observent que la première a un impact économique supérieur.

Enfin, *Lel et al.* (2021) montrent que les firmes qui ont perdu la flexibilité de recourir aux structures duales ont réduit leurs dépenses de R&D, ont vu leur croissance s'affaiblir, leurs performances opérationnelles et leurs valorisations diminuer. Ce résultat suggère que la protection de l'initiative managériale et du capital humain à travers des droits de vote supérieurs peut s'avérer légitime et profiter aux petits porteurs qui accompagnent le développement de l'entreprise.

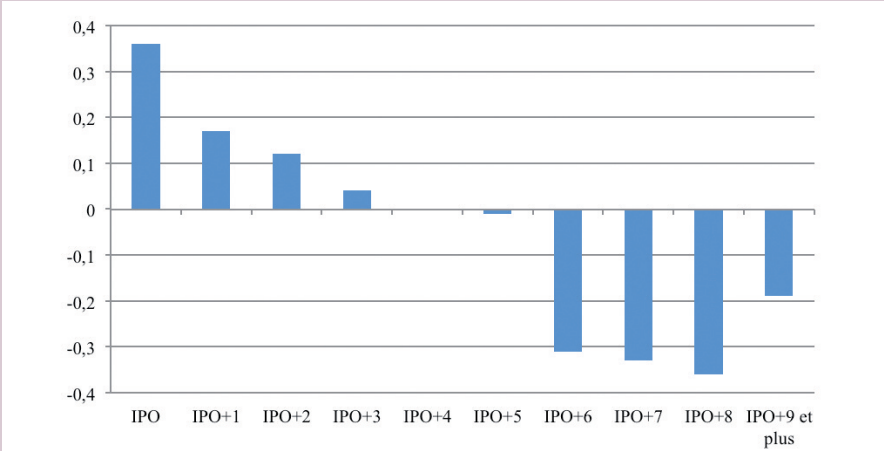
4.2.2. L'hypothèse de cycle de vie

Deux études concurrentes, mais complémentaires (*Cremers et al.* 2020 ; *Kim et Michaely*, 2019), étudient l'évolution au cours du temps de la valeur des entreprises à structure duale. *Cremers et al.* (2020) comparent la valorisation de firmes américaines introduites en Bourse

avec et sans structure duale sur une période de 10 ans (voir l'encadré 9). L'érosion de la valorisation des entreprises introduites en Bourse est un phénomène bien documenté (Loderer et al. 2017) dont les firmes à structure duale n'ont pas l'exclusivité. Il apparaît en premier lieu que les firmes à structure duale sont plus valorisées lorsqu'elles arrivent sur le marché : à la clôture de l'exercice fiscal de l'IPO, leur Q de Tobin est de 3,12 contre 2,76 pour les firmes à classe d'actions unique comparables. On observe un cycle de vie, avec une prime attribuée aux structures duales qui s'estompe au cours du temps et se transforme en décote significative à partir de l'année 6. Cremers et al. (2020) analysent ensuite diverses combinaisons entre caractéristiques managériales et fondamentaux de l'entreprise. Ils distinguent en particulier les entreprises dans lesquelles le fondateur est resté impliqué dans la gestion et montrent que cette situation est significativement plus fréquente dans les firmes à structure duale (51 % contre 40 % des cas dans les firmes à classe unique)²⁴. Il apparaît que la structure duale s'avère particulièrement valorisée par le marché lorsque le fondateur est resté dans l'entreprise et lorsque celle-ci a été introduite en Bourse peu de temps après sa création. Ces résultats confirment que les DVM sont acceptés par les investisseurs dès lors qu'ils protègent la vision stratégique de leur fondateur au moment où l'entreprise en a le plus besoin (c-à-d. dans sa phase de croissance). L'étude cherche ensuite à mettre en lumière les effets négatifs de l'enracinement du fondateur en analysant la relation entre la valeur de l'entreprise et l'écart entre droits de vote et droits au capital et conclut à une corrélation négative et significative. Les auteurs analysent également l'impact du désengagement progressif du fondateur et observent une corrélation négative entre cessions de titres et Q de Tobin. Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse de coûts d'agence grandissants à mesure que le temps passe.

Encadré 9 : Différence moyenne de valorisation entre firmes à classe duale et à classe unique

L'échantillon se compose de firmes américaines ayant réalisé une introduction en Bourse sur la période 1980-2017. Pour l'analyse, chaque firme à classe duale (*dual-class*) est appariée à une firme à classe unique (*single-class*) selon les critères de taille, rentabilité (*return on asset*), date d'IPO et secteur d'activité. 538 paires d'entreprises sont ainsi retenues dans l'échantillon. Pour chaque fin d'année suivant l'introduction en Bourse, les auteurs calculent l'écart entre le Q de Tobin moyen sur l'échantillon des firmes à classe duale et le Q de Tobin moyen sur l'échantillon des firmes à classe unique.



Source : Cremers et al. (2020) – Table 4 et Figure 1

Kim et Michaely (2019) construisent un échantillon de firmes américaines sur la période 1971-2015 et utilisent la valeur d'âge médiane (12 ans depuis l'IPO) pour distinguer les entreprises à structure duale jeunes et matures. Les entreprises présentant des votes multiples sont plus valorisées que les firmes à classe unique, mais cet effet positif disparaît pour les firmes les plus âgées. Ce résultat est ainsi comparable à celui observé par Cremers *et al.* (2020). L'hypothèse de coûts d'agence grandissants à mesure que le temps passe est ensuite investiguée comme explication possible à ce déclin de la valorisation. Les auteurs étudient la prime des actions à droits de vote supérieurs (écart entre prix des actions à droits de vote supérieurs et prix des actions ordinaires) perçue comme un indicateur de la valeur attachée au contrôle²⁵. Il apparaît que la prime s'accroît avec le temps, ce qui corrobore l'hypothèse d'une extraction de bénéfices privés par l'actionnaire de référence. Une des originalités de l'étude est de mettre en relation les effets réels des votes multiples à mesure que le temps s'écoule : les firmes à structure duale matures innoveraient moins, enregistrent des performances opérationnelles inférieures et font montre d'une moindre agilité en ce sens que leurs investissements et leur force de travail sont moins sensibles à leurs opportunités de croissance.

V. Introduire des classes d'actions multiples tout en protégeant les actionnaires minoritaires : intérêt économique significatif des fondateurs, clauses d'extinction et clauses d'organisation de la gouvernance

Si de plus en plus de places financières ont autorisé des structures duales ou envisagent de le faire, beaucoup d'intervenants attirent l'attention sur le risque à long terme de ces structures et sur la nécessité de limiter les droits ainsi acquis par les fondateurs, afin de mieux protéger les intérêts des investisseurs. L'environnement technologique change rapidement, des innovations de rupture apparaissent régulièrement, et il est loin d'être acquis que les fondateurs seront encore les meilleurs pour diriger l'entreprise une décennie après l'introduction en Bourse. Or en l'absence de garde-fous, ils sont en mesure de rester à leur poste sans limite. Comme nous l'avons vu plus haut, les coûts liés à ces structures semblent, au bout de quelques années, l'emporter sur leurs bénéfices. Il convient dès lors soit d'organiser la sortie de la structure duale pour revenir vers une classe d'actions unique sous certaines conditions (clauses d'extinction), soit d'encadrer les pouvoirs des détenteurs d'actions à droit de vote multiple par des mesures de gouvernance. Mais une première protection consiste à s'assurer que les propriétaires d'actions à droits majorés détiennent un pourcentage minimal du capital.

5.1. Garantir un intérêt économique significatif des fondateurs

Deux mécanismes permettent de s'assurer que les fondateurs détiennent un pourcentage significatif du capital : la limitation du nombre de droits de vote par action de la classe supérieure et les clauses d'extinction en cas de dilution.

5.1.1. Limiter les droits de vote de la classe supérieure

Les ratios entre les droits de vote accordés à la classe supérieure et ceux accordés à la classe normale sont un élément essentiel des structures duales. L'encadré 10 indique que, en retenant une structuration dans laquelle la classe supérieure dispose de 5 fois plus de droits de vote que la classe inférieure, un fondateur peut détenir une majorité des votes avec 16,67 % du capital, et une super majorité des deux tiers avec moins de 30 % du capital. Avec 10 droits de vote par action, 9,09 % du capital suffisent à assurer le contrôle. Il paraît ainsi raisonnable de limiter le nombre de droits de vote à 10 par action, voire même à 5, de manière à assurer un intérêt économique significatif aux détenteurs d'actions de la classe supérieure.

Encadré 10 : Intérêt économique et pouvoir de décision

Nombre de droits de vote par action à droits de vote multiple	% du capital requis pour détenir 50 % des droits de vote	% du capital requis pour détenir 2/3 des droits de vote (super majorité)
4	20,00	33,33
5	16,67	28,57
10	9,09	16,67
20	4,76	9,09
40	2,44	4,76

Le tableau détaille le pourcentage minimal d'actions permettant de détenir une majorité simple (2^e colonne) et une super majorité (3^e colonne) en fonction de la structuration du capital (c-à-d. le nombre de droits de vote attaché à chaque action de la classe supérieure) retenue (colonne 1). Par exemple : dans une structuration 10:1, un actionnaire pourra contrôler 50 % des votes en ne possédant que 9,09 % des actions.

5.1.2. Les clauses d'extinction en cas de dilution

Ces clauses permettent de mettre fin aux DVM lorsque la part du capital détenue par les fondateurs devient inférieure à un pourcentage fixé. Cette clause garantit un alignement minimal des intérêts des fondateurs et des actionnaires minoritaires. Par exemple Yelp s'est introduite en Bourse en 2012 avec une clause d'extinction des droits multiples si la part du capital détenue par les fondateurs passait sous les 10 %. Cette clause a été activée en

2016 pour retrouver une seule classe d'actions. La clause de dilution est assez fréquente. Ainsi, dans l'étude de Kim et Michaely (2019), 23,1 % des 920 entreprises à structure duale avaient une clause activable en cas de franchissement à la baisse d'un seuil prédéfini. En pratique, les seuils d'actionnariat retenus lors des IPOs sont toutefois faibles (le plus souvent moins de 10 %, quelques rares cas à 25 %), et les fondateurs n'auront pas de mal à les gérer s'ils souhaitent éviter la réunification des classes d'actions.

On pourrait envisager que cette clause porte non pas sur un pourcentage minimum du capital à détenir, mais sur un écart maximum entre l'intérêt économique et les droits de vote des fondateurs.

5.2. Les clauses d'extinction à date fixe

5.2.1. Présentation

Il s'agit de la clause qui paraît la plus simple : elle prévoit qu'à la fin d'une période fixée lors de l'introduction en Bourse (entre 3 et 20 ans), les actions à DVM sont automatiquement converties en actions ordinaires. L'entreprise n'a plus alors qu'une seule classe d'actions. Il est également possible de prévoir d'étendre la période de structure duale : une reconduction de celle-ci pour une nouvelle période peut être décidée par un vote des actionnaires non affiliés aux fondateurs détenteurs des actions à DVM.

Dans l'étude de Kim et Michaely (2019), 17 seulement parmi les 920 entreprises à classes d'actions multiples prévoient une clause d'extinction à date fixe. Sur ces 17 cas, 12 sont revenues à une classe d'actions unique, dont 9 à la suite de l'exercice de la clause. Ces clauses deviennent toutefois plus fréquentes sur la période récente. Le CII (Council of Institutional Investors) recense 41 entreprises avec une telle clause entre 2004 et 2020, pour la plupart depuis 2017 (quelques exemples sont présentés en *encadré 11*). Bien qu'opposé sur le fond à l'introduction de classes d'actions multiples, le CII estime que si celles-ci sont permises, il convient à tout le moins d'imposer des clauses d'extinction à date fixe (avec un délai maximum de 7 ans). Une demande a été soumise en ce sens aux places financières américaines (NASDAQ et NYSE) en 2018.

Encadré 11. Exemples de clauses d'extinction à date fixe et de dilution aux États-Unis

Entreprise	Année d'introduction en Bourse	Extinction fixe après	Détention minimale d'actions	Retour à une action - un droit de vote
Groupon	2011	5 ans	non	en 2016
Yelp	2012	7 ans	10 % des actions au moins	en 2016 en raison de la clause de dilution
Apptio	2016	7 ans	25 % des actions au moins	en 2018 en raison de la clause de dilution
Zoom	2019	15 ans	non	non
Airbnb	2020	20 ans	non	non

Source : Council of institutional investors, 2021

5.2.2. Discussion

Certaines places financières envisagent d'imposer de telles clauses. Sont-elles optimales ? Deux visions s'opposent. D'un côté, on trouve les tenants de la liberté contractuelle, qui prônent le libre choix par les entreprises du meilleur modèle de gouvernance (Fisch and Solomon, 2019 ; Sharfman, 2019). Selon eux, les clauses d'extinction à date fixe ne peuvent pas être imposées aux entreprises, car elles sont trop radicales et risquent fort de ne pas répondre à leur objectif, en dissuadant les entrepreneurs de s'introduire sur une place financière qui les imposerait. Elles pourraient également amener les fondateurs à opérer des prélèvements de bénéfices privés massifs juste avant l'échéance. Prenant l'exemple de la Suède, qui n'impose aucune clause d'extinction aux structures duales, Lidman et Skog (2021) soulignent que ces clauses sont susceptibles de sévèrement limiter les gains résultant de l'implication des fondateurs ou des détenteurs de blocs de titres (qui en Suède sont également des familles actionnaires). Une étude menée au Canada²⁶ souligne également que plusieurs entreprises canadiennes emblématiques ont vu leur valeur de marché exploser bien après la période de 10 ans suivant l'introduction des DVM.

D'un autre côté, les partisans des intérêts des actionnaires minoritaires considèrent que les structures duales doivent nécessairement être limitées dans le temps, parce que les études ont montré que l'avantage initial qu'elles comportaient s'érodait (Bebchuck et Kastiel, 2017). Ils soulignent également tout l'intérêt des clauses permettant un renouvellement de la période initiale par les actionnaires, sans lien avec les fondateurs ou sur une base d'une action / une voix, et citent l'exemple de Fairfax, qui en 2015, a pu faire adopter un renouvellement de la période initiale par 68,4 % des actionnaires minoritaires. Néanmoins, Sharfman (2019) estime que l'option de renouvellement de la période initiale présente des inconvénients en exerçant une pression court-termiste sur le dirigeant qui aura en ligne d'horizon de ses décisions la date de renouvellement. De plus, les actionnaires minoritaires peuvent avoir du mal à évaluer si c'est le bon moment pour supprimer la structure duale :

les aspects positifs (arrivée d'activistes ou augmentation de la probabilité d'OPA) risquent d'être plus faciles à apprécier que l'apport du dirigeant visionnaire, conduisant plus probablement à la suppression des structures duales à la première échéance possible.

Enfin, il paraît peu opportun d'imposer une durée unique d'activation de la clause pour toutes les entreprises. En effet, la durée optimale d'existence de classes d'actions multiples dépend de la maturité de l'entreprise lors de son introduction en Bourse et de son modèle économique, notamment du délai nécessaire pour développer ses produits.

5.3. Les clauses d'extinction conditionnelle

5.3.1. Présentation

Un second type de clause prévoit que les DVM s'éteignent lorsqu'une condition est remplie : par exemple lorsque leurs bénéficiaires n'occupent plus de fonction de direction dans l'entreprise, décèdent ou ne sont plus en mesure de travailler, ou transfèrent leurs actions à une autre personne sous forme de cession ou de dons. Selon Kim et Michaely (2019), 56,8 % des entreprises qui se sont introduites en Bourse avec une structure duale ont prévu une clause d'extinction conditionnelle en cas de transfert des actions. Comme le montrent Aggarwal *et al.* (2022), ces clauses sont relativement rares dans les entreprises avec classes duales totalement contrôlées par les fondateurs, et plus fréquentes lorsque le contrôle est partagé avec des investisseurs. Ce résultat suggère que l'adoption de telles clauses découlent bien d'une négociation (et donc d'un rapport de force) entre les fondateurs et les apporteurs de capitaux. Ces clauses sont souvent associées à une clause de traitement égal, qui garantit un même prix pour toutes les actions.

5.3.2. Discussion

Ces clauses peuvent paraître rassurantes, mais sont relativement peu utilisées en pratique. Dans l'étude de Kim et Michaely (2019), seulement 37 parmi les entreprises concernées sont revenues à une classe d'actions unique, et 8 cas seulement résultaient de l'exercice de la clause conditionnelle. Elles permettent d'éviter le transfert des actions aux héritiers, ou de voir perdurer des actions à DVM alors que les fondateurs ont quitté l'entreprise. Souvent les fondateurs des entreprises technologiques sont relativement jeunes, et ont donc devant eux une vie professionnelle encore longue, laissant perdurer les structures duales au-delà de ce qui peut être optimal pour l'entreprise.

Une étude récente de la Securities and Exchange Commission – SEC (Jackson Jr., 2018) réalisée sur 157 entreprises s'introduisant en Bourse avec une structure duale sur la période 2001-2016 montre que 55 % des entreprises de l'échantillon ont une structure duale perpétuelle puisque leurs statuts ne prévoient pas de clause d'extinction. La valorisation des entreprises à structure duale diminue significativement plus dans le temps pour celles ayant fait le choix de s'introduire sans clause d'extinction. Dans les 3 à 6 ans suivant l'introduction en Bourse, le différentiel de Q de Tobin des structures duales perpétuelles par comparaison à leurs homologues prévoyant une clause d'extinction est de -0,66.

En cohérence avec ce résultat, Kim et Michaely (2019) montrent que la réunification des classes d'actions résultant de l'exercice d'une clause d'extinction a un effet positif sur la valorisation mesurée par le Q de Tobin, en particulier si elle survient plus de 5 ans après l'introduction en Bourse.

5.4. Clauses d'organisation de la gouvernance et autres clauses

Ces clauses ne prévoient pas la réunification des classes d'actions, mais renforcent le poids des détenteurs d'actions à droit de vote simple dans la gouvernance de l'entreprise. L'intérêt de ces clauses de gouvernance renforcée est souligné par les résultats de Baran et Forst (2015). Ils montrent, en effet, que dans les entreprises avec des structures d'actions duales aux États-Unis, entre 2010 et 2012, les administrateurs sont en moyenne moins indépendants et moins expérimentés, avec une proportion d'administrateurs salariés de l'entreprise plus importante que dans les entreprises à classe d'actions unique.

En 1976, la place américaine AMEX (qui a fusionné avec le NYSE en 2008) a autorisé une première introduction en Bourse avec des classes d'actions multiples, celle des laboratoires Wang, en imposant que les actionnaires minoritaires puissent élire au moins 25 % des administrateurs. Entre 1976 et le milieu des années 80, alors que le NYSE refusait la cotation des entreprises à classes d'actions multiples, plusieurs fondateurs tenant à ces structures ont choisi de s'introduire sur l'AMEX, avec cette clause de gouvernance alors obligatoire. Comme le souligne Winden (2018), le fait pour les actionnaires minoritaires de disposer d'un nombre significatif d'administrateurs les représentant rend les clauses d'extinction moins essentielles. En effet, la présence de ces administrateurs n'empêchera pas les fondateurs de mettre en œuvre leur vision stratégique pour l'entreprise, mais permettra de faire valoir les intérêts des autres investisseurs, en évitant notamment le prélèvement de bénéfices privés par les fondateurs. Mais pour que les minoritaires puissent exercer leur pouvoir, les modalités d'élection de ces administrateurs doivent être précisées. Le risque majeur des clauses de gouvernance pour les fondateurs est l'arrivée d'activistes qui pourraient utiliser cet accès au conseil d'administration pour forcer la réunification des classes d'actions, (Kastiel (2016) souligne que les actionnaires minoritaires soutiennent souvent la nomination des administrateurs représentant les activistes).

Au-delà de la composition du conseil d'administration, le recours à plusieurs classes d'actions peut également être accompagné d'autres mesures de gouvernance, telles que l'exigence d'un président du conseil d'administration indépendant, d'une majorité des membres indépendants dans les comités du conseil ou le vote de certaines résolutions dans un cadre de stricte proportionnalité (c-à-d. le principe une action / une voix s'appliquerait par exemple pour la nomination des auditeurs, l'élection des administrateurs, les changements de statuts ou les conventions réglementées). Les clauses de renforcement de la gouvernance apparaissent essentielles pour rendre acceptable une conception libérale des classes d'actions multiples : les conseils d'administration des entreprises et leurs actionnaires décident des structures optimales d'actionnariat (incluant le cas échéant des actions à droit de vote multiple) étant donné leurs caractéristiques spécifiques, mais à condition que ces conseils reflètent correctement les intérêts de l'ensemble des investisseurs de l'entreprise. On trouvera dans l'*encadré 12* une synthèse des avantages et inconvénients des clauses d'extinction.

Encadré 12. Les clauses de protection des droits des actionnaires minoritaires en présence de classes d'actions à DVM

Mesure de protection	Description	Avantages	Inconvénients
Clause d'extinction à date fixe	Les DVM sont supprimés à la date prévue par la clause.	Clarté et efficacité de la protection des minoritaires, qui ne sont pas exposés aux risques associés à des droits multiples permanents.	Clause qui peut s'avérer dissuasive pour les fondateurs, et empêcher l'IPO ; auquel cas, elle retire tout intérêt aux actions à DVM.
Clause d'extinction conditionnelle	Les DVM sont supprimés lorsque certains événements surviennent : départ ou décès des fondateurs, transfert des actions.	Clause qui permet le retour à une structure une action / un vote dès lors que les fondateurs, dont le potentiel de création de valeur justifie leurs droits supérieurs, quittent l'entreprise.	Les fondateurs d'entreprises technologiques sont souvent jeunes, ont devant eux une vie professionnelle encore longue, laissant perdurer les structures duales au-delà de ce qui peut être optimal pour l'entreprise.
Clause d'extinction en cas de dilution	Les DVM sont supprimés lorsque le pourcentage du capital détenu par les fondateurs passe sous un seuil prédéfini.	Clause qui garantit que les fondateurs ont un intérêt économique minimal dans l'entreprise et un meilleur alignement des intérêts.	Les seuils fixés sont souvent faibles et peuvent être aisément gérés par les fondateurs.
Clause de gouvernance	Clauses imposant des modalités de gouvernance : par exemple, administrateurs élus par les minoritaires, indépendance du président du conseil, ou encore vote de certaines résolutions dans un cadre une action / un vote.	Permet aux minoritaires de défendre leurs intérêts et de limiter les prélèvements de bénéfices privés, tout en laissant les fondateurs mettre en œuvre leur stratégie.	Peut favoriser l'arrivée d'activistes souhaitant pousser la réunification des classes d'actions.

VI. L'utilisation de structure de vote renforcé dans les différents pays

Si de nombreuses places financières autorisent les actions sans droit de vote, nous allons nous concentrer dans cette section sur les actions à DVM, en examinant en particulier la situation à la date de l'introduction en Bourse. Nous ferons un rapide point sur les actions à droits de vote double, dites de fidélité, avant de comparer les modalités de structuration des classes d'actions multiples selon les pays.

6.1. Les actions de fidélité : le cas français

Les entreprises françaises cotées n'ont pas la possibilité d'émettre des actions à droit de vote multiple, à l'inverse des entreprises non cotées qui y ont accès depuis 2019 et l'adoption de la loi PACTE. En revanche, elles utilisent de longue date les droits de vote double. Il s'agit d'actions de fidélité, qui confèrent un second droit de vote lorsque l'action est détenue au nominatif depuis plus de deux ans²⁷. Ce droit est attaché au détenteur de l'action et récompense sa fidélité. Il est perdu lorsque l'action est vendue, car il est non transmissible. Les actions de fidélité sur le modèle français sont également utilisées en Italie depuis 2014, en Belgique depuis 2020 et en Espagne depuis 2021.

Depuis le vote de la loi Florange en 2014, les droits de vote double en France sont devenus la règle par défaut si les entreprises ne font pas voter en assemblée générale leur suppression. Avant 2014, 66,9 % des sociétés cotées en France prévoyaient des droits de vote double. Les firmes familiales (dont le fondateur ou un groupe familial détient au moins 20 % du capital) sont celles qui y recourent le plus. En 2015, après la loi Florange et l'inversion de la règle par défaut, 77 % des entreprises recouraient aux droits de vote double (Belot *et al.* 2019). Lorsqu'on examine les entreprises qui s'introduisent en Bourse, on note que l'usage des droits de vote double est resté similaire pour les entreprises familiales (70 % d'entre elles recourent aux droits de vote double), mais qu'il a significativement augmenté pour les entreprises non familiales (de 28,6 % avant 2014 à 51 % après 2014). Les droits de vote double représentent un mécanisme de renforcement du pouvoir intéressant, qui ne nécessite pas la création d'une classe d'actions distincte (toutes les actions sont cotées sur une même ligne et au même prix), et qui est égalitaire, car accessible à tous les actionnaires souhaitant conserver l'action plus de deux ans. Dans leurs caractéristiques actuelles, l'augmentation de pouvoir qu'ils permettent est limitée et ne répond que partiellement aux attentes des fondateurs d'entreprises candidates aux IPOs²⁸. Mais des actions de fidélité mises en place lors de l'introduction en Bourse, qui pourraient prévoir plusieurs droits de vote, et une durée requise pour les obtenir allongée à 5 ans par exemple, seraient une alternative intéressante aux actions à DVM. Elles garantiraient une cotation des actions sur une même ligne et la non-transmissibilité des droits de vote majorés lors de la cession. Bien entendu, un investisseur patient pourrait prendre le contrôle de la société, mais la durée de détention requise s'avérerait très dissuasive pour des activistes pressés. L'encadré 13 propose une comparaison des actions de fidélité et des actions à droit de vote multiple.

Encadré 13. Comparaison des actions de fidélité et des actions à DVM

	Actions de fidélité	Actions à droit de vote multiple
Acquisition des droits de vote	après détention de y années (2 en France)	avant l'introduction en Bourse
Droits de vote majorés accessibles à	tous les actionnaires au nominatif fidèles	seulement les fondateurs, dirigeants ou personnes dénommées à la création de la classe d'actions supérieure
Nombre de droits de vote par action supérieure	2	de 5 à 20
Nombre de classes d'actions	1	2
Suppression des DVM après une durée spécifiée	non	seulement en présence d'une clause d'extinction à durée fixe
Suppression des DVM en cas de cession	oui	seulement en présence d'une clause d'extinction conditionnelle

6.2. Les actions à DVM dans le monde

Si l'existence de classes d'actions duales aux États-Unis a été abondamment étudiée, d'autres pays autorisent également les actions à droits de vote différenciés, certains de longue date, d'autres plus récemment afin de s'inscrire dans la concurrence mondiale pour attirer les entreprises technologiques sur leurs marchés. Leur usage peut être libre ou assorti de clauses contraignantes.

6.2.1. Les places financières où les actions à DVM existent de longue date

Les classes d'actions à droits de vote multiple existent de longue date aux États-Unis, au Canada, dans les pays du nord de l'Europe (Suède, Finlande, Danemark, Pays-Bas), en Suisse et en Israël.

Le recours aux classes d'actions duales aux États-Unis, aujourd'hui réservé aux introductions en Bourse, est permissif : ni le droit des sociétés, ni les Bourses n'imposent de clauses restrictives ou de limitations dans les écarts de droits de vote entre classes. C'est la liberté contractuelle qui prévaut : certaines sociétés vont encadrer les classes duales par des clauses d'extinction, d'autres non. La liberté contractuelle prévaut également au Canada, mais une clause de traitement égal, imposée depuis 1987 aux nouvelles IPOs, assure qu'en cas de changement de contrôle, le prix des actions soit unique. Cette clause ne protège pas contre l'extraction de bénéfices privés par les détenteurs d'actions à droits de vote supérieurs tout au long de leur existence, mais garantit qu'ils ne pourront pas être valorisés dans le prix de l'action.

Les pays scandinaves, ainsi que les Pays-Bas, offrent également la possibilité de classes duales de longue date, et ne les réservent pas aux introductions en Bourse. Ces pays ne prévoient pas non plus beaucoup de contraintes légales, sinon des ratios de droits de vote maximum de 10:1 (Suède et Danemark) et 20:1 (Finlande). Les pays scandinaves prévoient la possibilité que les actions à droit de vote multiple soient cotées (c'est le cas par exemple de 25 % des sociétés suédoises concernées). Enfin, en Finlande et au Danemark, certaines décisions, en assemblée générale extraordinaire, requièrent des majorités accrues, voire des votes dans un cadre une action / une voix.

En Suisse, les classes d'actions multiples sont très communes et ont subsisté malgré plusieurs vaines tentatives de suppression (en 1936 et 1991, selon von der Crone et Plaksen (2010)). Ainsi, au début des années 1990, les entreprises avec plusieurs classes d'actions représentaient plus de la moitié de la capitalisation boursière suisse. Les classes d'actions multiples en Suisse ont une particularité : les actions ont toutes un droit de vote, mais les actions de la classe à pouvoir renforcé ont une valeur nominale moindre, dans un rapport maximum de 1:10.

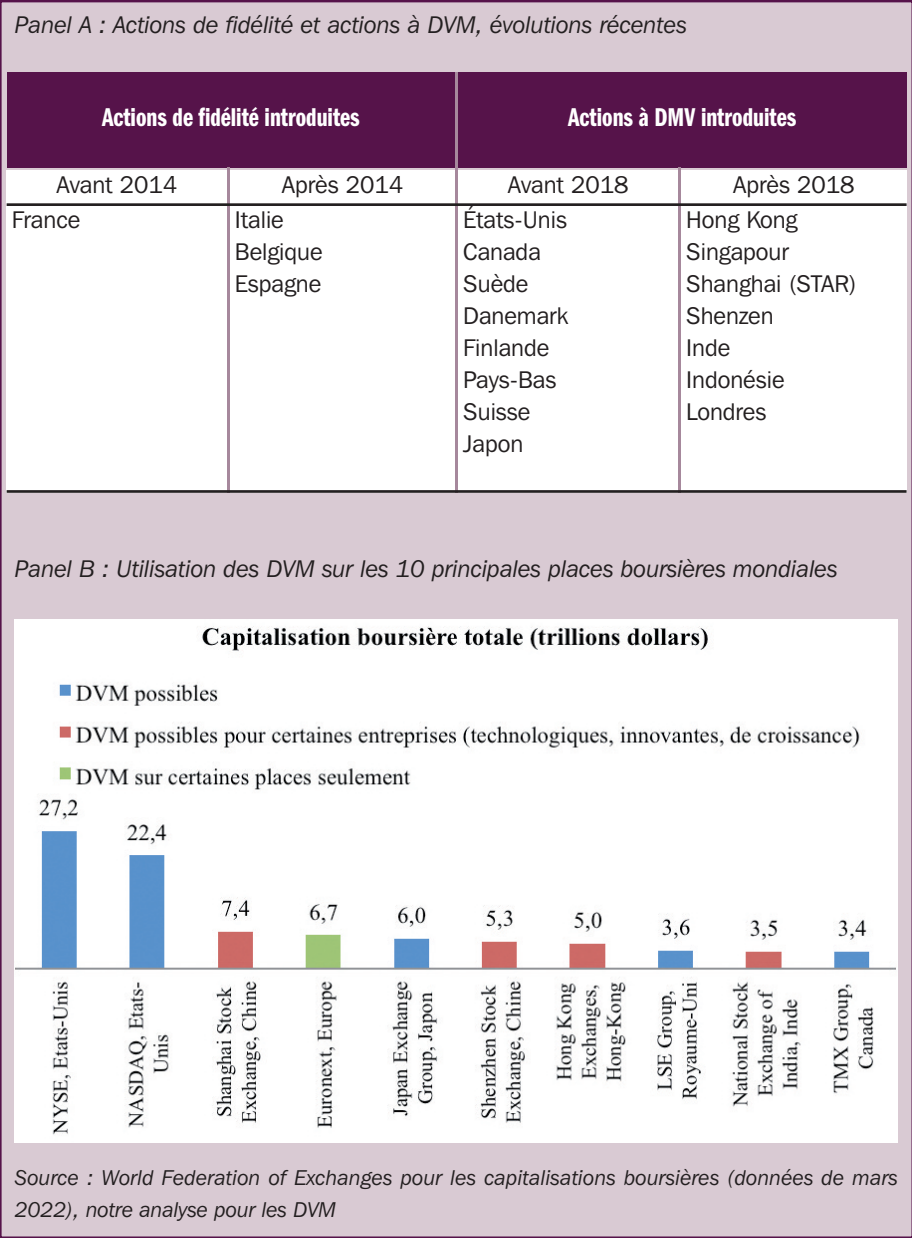
En Israël, 40 % des entreprises cotées à la Bourse de Tel-Aviv avaient des classes d'actions multiples en 1989. Les actions supérieures avaient typiquement un droit de vote par action, tandis que les actions inférieures étaient du type 5 actions pour 1 vote. En 1989, l'émission de nouvelles actions à droits de vote inférieurs a été interdite, conduisant à la réunification des classes d'actions pour la plupart des entreprises concernées (Hauser et Lauterbach, 2004).

6.2.2. Les places financières qui ont introduit des actions à DVM après 2018

L'observation depuis 2015 de la montée rapide de la proportion des DVM dans les IPOs américaines, en particulier pour les entreprises technologiques, et le choix par certaines sociétés emblématiques (par exemple Alibaba en 2014) de s'introduire aux États-Unis plutôt que dans leur pays d'origine, a généré un certain émoi qui a conduit des places financières à autoriser l'introduction en Bourse de sociétés à classes duales. C'est le cas en 2018 pour Singapour et Hong-Kong²⁹, 2019 pour Shanghai (Star market) et en Inde, 2020 pour Shenzhen, 2021 en Indonésie et le marché premium de Londres³⁰.

Ce sont ainsi les 10 plus grands opérateurs boursiers en quasi-totalité (à l'exception d'une partie des places d'Euronext, dont la France) qui permettent les DVM, tout au moins pour les entreprises technologiques (voir *encadré 14*).

Encadré 14. Le recours aux DVM dans le monde



Ce qui caractérise ces nouveaux venus dans l'univers des classes d'actions duales est la volonté de les encadrer assez étroitement, loin de la liberté contractuelle chère aux États-Unis. Ainsi, elles ne peuvent être émises que par des entreprises technologiques (Inde), ou innovantes (Hong-Kong) ou dans certaines industries (Singapour). Elles sont réservées aux fondateurs avec une position dirigeante (Inde), à des dirigeants (Londres), à des individus dénommés (Singapour, Hong-Kong, Chine, Indonésie). Les ratios de vote maximum sont de 10:1 dans la plupart des cas, à l'exception de l'Indonésie, où ce maximum varie entre 10:1 et 40:1 en fonction du pourcentage du capital détenu par les fondateurs (qui doit être au minimum de 2,44 %). Hong-Kong et Singapour imposent également un pourcentage minimal du capital détenu par les fondateurs de 10 %, tandis que l'Inde limite les droits de vote des porteurs d'actions à droit de vote multiple à 74 %. La plupart de ces places prévoient la limitation des droits de vote majorés à certaines décisions et le retour à une action / une voix par exemple pour les nominations d'administrateurs, les votes de conventions réglementées, le choix des auditeurs, ou des transactions importantes. Notons que pour le marché de Londres, le terme d'actions à droit de vote pondéré a été préféré à celui de classes d'actions duales. Les droits de vote supérieurs n'entrent en scène que dans deux circonstances : dans le cas d'une prise de contrôle, qui ne pourra se faire qu'avec l'accord des porteurs de ces actions à DVM, et pour toute résolution visant à révoquer le porteur en tant que dirigeant de l'entreprise.

Enfin, ces nouveaux arrivants dans la sphère des classes duales prévoient tous des clauses d'extinction. Une clause d'extinction à date fixe après 5 ans (éventuellement renouvelable) est obligatoire sur le marché premium de Londres et en Inde et après 10 ans sur le marché Indonésien. Tous les marchés ayant introduit des classes d'actions multiples récemment prévoient des clauses d'extinction conditionnelles en cas de transfert des actions, de décès ou de retrait des fondateurs. La plupart prévoient des clauses de gouvernance renforcée, et Singapour et Hong-Kong imposent également un symbole unique pour permettre aux investisseurs de distinguer les sociétés avec classes duales des autres.

Les introductions récentes de DVM s'appuient ainsi sur les nombreuses critiques apportées aux pratiques américaines pour proposer des solutions plus encadrées. Ces restrictions sont d'autant plus nécessaires que les environnements légaux dans les pays asiatiques peuvent s'avérer moins protecteurs pour les investisseurs minoritaires. En contrepartie, les structures duales ainsi proposées apparaissent beaucoup moins attractives pour les fondateurs. Ainsi, à Hong Kong, le recours à des classes d'actions multiples n'a concerné que 2 IPOs parmi 218 en 2018, une parmi 183 en 2019, et 4 parmi 154 en 2020. À Singapour, une seule entreprise introduite en Bourse a fait appel à ces mécanismes entre 2018 et 2020, et à Shanghai, une seule également³¹. L'annexe B récapitule les caractéristiques des classes d'actions duales selon les pays.

VII. En conclusion : nos recommandations

L'analyse des coûts et bénéfices des actions à DVM, ainsi que l'examen des modalités de mise en œuvre des classes duales dans un certain nombre de pays nous amènent à formuler des recommandations d'une part sur l'opportunité d'introduire de telles actions et d'autre part, dans le cas où la réponse serait positive, sur leurs caractéristiques.

7.1. L'opportunité d'introduire des actions à DVM

Depuis 2018, la plupart des places financières qui ont examiné cette question ont répondu par l'affirmative. Il nous semble qu'en 2022, la réponse doit prendre en compte deux aspects.

a. Un rapport de force qui évolue

Dans la première section de cet article, nous avons vu que les DVM émergeaient durant les périodes où le rapport de force entre les investisseurs et les fondateurs tourne à l'avantage de ces derniers. Or l'environnement financier est en train de changer rapidement en raison de l'inflation atteignant des niveaux inédits depuis 40 ans, des taux d'intérêt croissants et de la forte incertitude sur l'évolution économique des prochaines années. Il est ainsi probable que les investisseurs vont reprendre la main, et que les entrepreneurs seront moins en mesure d'imposer leurs exigences de conservation du contrôle.

b. Mais une concurrence entre places financières qui subsiste

La plupart des principales places financières dans le monde offrent la possibilité d'un recours à des DVM. Ainsi, un fondateur d'une entreprise incontournable et qui tient à en garder le contrôle a toujours la possibilité de s'introduire au NASDAQ, à Londres ou en Asie. Même si le rapport de force est moins favorable aux fondateurs, il reste le risque de perdre l'une ou l'autre "perle" très créatrice de valeur.

7.2. Les caractéristiques à privilégier si l'option DVM était envisagée

7.2.1. Un intérêt économique des fondateurs à préserver

Le recours aux classes duales permet de protéger la vision stratégique des fondateurs-dirigeants et leur investissement en capital humain. Il est donc essentiel de réserver les actions à droit de vote majoré à ces fondateurs. Mais il est important qu'ils détiennent également une part significative du capital pour préserver un alignement des intérêts avec les minoritaires. Cela passe par un rapport maximum entre les droits de vote des classes d'actions de 10:1, ou même idéalement de 5:1. Une clause de dilution prévoyant un pourcentage minimum de capital à détenir de 10 ou 15 % est également souhaitable.

7.2.2. Des clauses d'extinction à manier avec prudence

Les clauses d'extinction à date fixe, si elles permettent de donner un horizon aux investisseurs minoritaires et garantissent que le pouvoir renforcé des fondateurs sera limité dans le temps, apparaissent trop contraignantes pour les entrepreneurs, et risquent de les dissuader d'envisager une introduction en Bourse, dès lors que le contrôle de leur entreprise est une variable décisive pour eux. En effet, s'ils envisagent des actions à droit de vote multiple, c'est qu'ils tiennent à être majoritaires, ils ne prendront pas le risque de perdre ce pouvoir après quelques années. Dans ce cas, le dispositif des DVM ne sera pas ou peu utilisé.

Les clauses conditionnelles sont plus flexibles, plus protectrices des fondateurs et de leur vision stratégique à long terme, mais présentent le risque de les protéger trop longtemps par rapport à ce qui serait optimal, notamment s'ils sont jeunes lors de l'introduction en Bourse de l'entreprise qu'ils ont créée. Les clauses conditionnelles liées au départ du dirigeant ou surtout à la cession des actions paraissent essentielles. En effet, l'investissement humain des fondateurs disparaissant, il n'y a plus de justification aux DVM et le retour à une classe d'action unique s'impose. L'ajout d'une clause de traitement égal garantit un prix unique pour toutes les actions en cas de cession des titres. Les clauses liées au pourcentage de détention du capital, c-à-d. à l'exigence d'un intérêt économique minimal dans l'entreprise réduisent également le risque de conflits d'agence.

7.2.3. Prévoir une gouvernance exemplaire

Afin de limiter les prélèvements de bénéfices privés, sans brider la latitude managériale des fondateurs, il est utile de prévoir un certain nombre de règles :

- l'indépendance du président du conseil d'administration, ainsi que des membres du comité d'audit ;
- le rétablissement d'un contexte une action / une voix pour les décisions relatives aux conventions réglementées ou à la nomination des auditeurs ;
- la garantie pour les minoritaires d'élire au moins 25 % des membres du conseil d'administration

7.2.4. Une certaine flexibilité sur les entreprises cibles

La plupart des places financières qui ont récemment introduit des DVM les réservent à certaines catégories d'entreprise, pour lesquelles la vision stratégique des fondateurs a le plus de valeur. Cette limitation est justifiée par l'exception que constituent les DVM aux règles habituellement considérées comme de bonne gouvernance. Toutefois, pour ne pas s'enfermer dans un modèle qui serait amené à évoluer dans le futur, il serait utile de laisser les contours des entreprises cibles assez larges (entreprises à fort potentiel de création de valeur), afin que l'opérateur de Bourse puisse apprécier au cas par cas chacun des candidats à une IPO.

7.3. Une alternative aux classes d'actions à DVM : des actions de fidélité revisitées

Nous avons en France un outil original et qui a été éprouvé dans le temps, puisqu'il existe depuis 1966 : les actions de fidélité. Bien entendu, dans la version actuelle, le nombre de droit de vote majorés n'est que de deux. On pourrait introduire une plus grande flexibilité dans les modalités des actions de fidélité pour les seules entreprises de croissance candidates à l'introduction en Bourse, en leur permettant d'envisager un nombre de droits de vote allant jusqu'à 5 par action, et une durée d'acquisition des DVM longue (elle est de deux ans depuis la loi Florange de 2014). Certaines entreprises qui avaient des durées longues avant 2014 les ont d'ailleurs conservées (c'est le cas de Pernod Ricard dont les statuts prévoient une durée de détention de 10 ans avant acquisition du vote double). Les fondateurs se verraient attribuer ces droits de vote additionnels dès l'IPO.

Comme indiqué dans l'*encadré 13*, ces actions de fidélité présentent toutes les caractéristiques d'actions à DVM avec des clauses d'extinction conditionnelle (cession, transfert, même prix en cas de prise de contrôle), mais garantissent une même ligne d'action (toutes les actions sont cotées au même prix en permanence), une meilleure liquidité, la possibilité pour tous les investisseurs patients de les acquérir dès lors qu'ils acceptent de détenir leurs actions au nominatif.

L'*encadré 15* synthétise nos recommandations.

Encadré 15 : Nos recommandations

1. **Les DVM sont moins utiles en 2022, car le rapport de force n'est plus aussi favorable aux fondateurs.**
2. **Si malgré tout, les DVM sont envisagés, pour protéger les minoritaires, il faut prévoir :**
 - a) Un ratio 5:1 maximum ;
 - b) Une clause de dilution (retour à une action / un droit de vote si les fondateurs détiennent moins de x % du capital (par exemple 15 %) ;
 - c) 25 % des administrateurs élus par les minoritaires et certaines décisions prises avec la règle une action / un droit de vote.

Notre proposition, comme alternative aux DVM : des actions de fidélité revisitées, réservées aux entreprises de croissance candidates à une introduction en Bourse, avec des droits multiples (et non plus seulement double comme actuellement), et des délais d'acquisition plus longs.

NOTES

¹ Voir pour les États-Unis, la position du “Council of Institutional Investors” <https://www.cii.org/dual-class-stock-advocacy>, ou pour la France, l’attachement de l’AFG au principe “une action / une voix” réaffirmé dans ses “Recommandations sur le gouvernement d’entreprise 2022” (<https://www.afg.asso.fr/afg-document/recommandations-ge-2022/>).

² Dans cet article, nous utilisons le terme “droits de vote multiple” pour désigner les situations dans lesquelles il existe au moins deux classes d’actions auxquelles sont attachés des droits de vote différenciés. Sur le marché américain, on parlera de “*dual-class*” pour identifier de telles structurations du capital. Nous utiliserons donc également les termes “structure duale” et “classes duales” ci-après. Les DVM sont rencontrés sur de nombreux marchés (cf. *infra*) et avec des structurations diverses : on notera par exemple que le détenteur d’une action VOLVO de classe inférieure dispose d’un dixième de droit de vote (voir encadré 1).

³ Nous utilisons le terme anglais Initial Public Offerings (IPOs) pour désigner les introductions en Bourse, ce terme étant entré dans le vocabulaire commun de la finance.

⁴ En excluant les SPACs (Special Purpose Acquisition Company).

⁵ Adena Friedman (présidente et directrice générale du NASDAQ) souligne que la flexibilité offerte par les classes duales est essentielle pour attirer les entreprises innovantes sur les marchés boursiers (voir <https://www.nasdaq.com/revitalize>).

⁶ Ce résultat est d’ailleurs plus général : Bessembinder (2018) montre que 4 % des 25300 entreprises américaines cotées apparaissant dans la base de données CRSP entre 1926 et 2016 (soit les 1092 entreprises les plus performantes) génèrent la totalité de la création de valeur, tandis que les 96 % restantes ont des performances en moyenne égales à celles des bons du trésor à un mois. La durée médiane de cotation d’une action dans la base CRSP entre 1926 et 2016 est de sept ans et demi.

⁷ Cette section se fixe pour objectif de discuter les impacts du non-respect de la règle une action / une voix. Nous ne présenterons pas ici la littérature théorique consacrée à la structuration optimale du capital dans un contexte de prise de contrôle. Le lecteur intéressé par cette thématique pourra se référer à l’article fondateur de Grossman et Hart (1988) et à la synthèse de Burkart et Lee (2008). Cette dernière démontre que la structure une action / une voix pourra s’avérer optimale pour une firme à actionnariat dispersé. Cette situation caractérise mal les entreprises qui s’introduisent en Bourse qui sont l’objet de notre article.

⁸ L’analyse canonique d’Alchian et Demsetz (1972) décrit les attentes d’un petit actionnaire et justifie le recours aux DVM : “*In fact, we invest in some ventures in the hope that no other stockholders will be so “foolish” as to try to toss out the incumbent management. We want him to have the power to stay in office, and for the prospect of sharing in his fortunes we buy nonvoting common stock*” (p. 789).

⁹ Voir “In Facebook Deal, Board Was All But Out of Picture”, The Wall Street Journal, 18 avril 2012. L’article mentionne l’opposition de Ralph Walkling qui rappelle que le conseil doit être un garde-fou garant de la protection des investisseurs minoritaires.

- ¹⁰ Voir <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2016-larry-fink-ceo-letter>.
- ¹¹ Notons que cette étude s'appuie de façon convaincante sur la technique économétrique de "*regression discontinuity design*" pour établir une véritable causalité et ainsi limiter le biais d'endogénéité inhérent aux études investiguant l'impact de mécanisme de gouvernance sur les décisions financières (voir Roberts et Whited (2013) pour une discussion).
- ¹² Bauguess et al. (2012) prennent soin de préciser que la majorité des offres publiques figurant dans leur échantillon sont des offres amicales. Ainsi, l'étude ne permet pas de porter un jugement définitif sur la capacité de résistance à une OPA non désirée qu'offrirait une structuration duale.
- ¹³ Du point de vue de la prime extraite lors d'une opération de changement de contrôle, les actionnaires minoritaires bénéficient donc de la structure duale.
- ¹⁴ Deux grandes méthodes ont été utilisées : la première (voir par exemple Barclay et Holderness (1989)) consiste à mesurer l'écart entre le prix payé par un acquéreur lorsqu'il achète un bloc significatif d'actions et le prix de marché avant annonce de l'opération. La prime payée reflète les bénéfices privés que l'acquéreur pourra extraire lorsqu'il sera dans une position de contrôle. La seconde consiste à mesurer l'écart entre la valeur d'une action avec droit de vote et une action privée de ce droit (voir par exemple Zingales (1994)).
- ¹⁵ La "qualité" de l'acquisition est mesurée par la rentabilité anormale (c'est-à-dire la différence entre la rentabilité observée du titre et la rentabilité "normale" estimée par un modèle de marché).
- ¹⁶ L'étude d'Appel et al. (2016) réalisée sur un échantillon américain et focalisée uniquement sur les investisseurs institutionnels passifs aboutit à la conclusion (identique) que ces derniers sont très réticents à investir dans des firmes à structure duale.
- ¹⁷ "The tragedy of the dual-class commons". ISS M&A edge note: North America. 13 février 2012. Consultable sur : <http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf>
- ¹⁸ La sortie des investisseurs dits passifs pourrait s'avérer très problématique pour les petits investisseurs des firmes exclues des indices. Puisqu'ils ne disposent pas de la capacité à voter avec leurs pieds, ces fonds ont tout intérêt à s'engager dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises de leur portefeuille. Appel et al. (2016) montrent ainsi que l'actionnariat institutionnel passif est associé à une plus grande fraction d'administrateurs indépendants ou encore à la probabilité d'abandon de mécanismes anti-OPA. Il apparaît également que l'actionnariat institutionnel passif est positivement corrélé à la performance de l'entreprise, mesurée par le *return on assets* et le *Q* de Tobin.
- ¹⁹ "Open Letter Regarding Consultation on the Treatment of Unequal Voting Structures in the MSCI Equity Indexes", 3 mai 2018. Consultable sur : <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/03/open-letter-regarding-consultation-on-the-treatment-of-unequal-voting-structures-in-the-msci-equity-indexes/>

- ²⁰ Chemmanur et Jiao (2012) modélisent les avantages d'une structure duale dans le contexte spécifique de l'IPO.
- ²¹ Pour une comparaison de firmes plus matures, le lecteur pourra se référer aux travaux de Gompers *et al.* (2010) ou Kim et Michaely (2019).
- ²² Parmi les études historiques les plus emblématiques sur le lien entre DVM et valorisation de la firme, on pourra se référer à Gompers *et al.* (2010), Villalonga et Amit (2009), Claessens *et al.* (2002) et Bennedsen et Nielsen (2010).
- ²³ À travers l'analyse des réactions boursières de court-terme, cette étude mesure la perception des investisseurs et en particulier celle des institutionnels. Ces résultats peuvent donc être rapprochés de ceux qui ont été présentés en section 3.2.3 relatifs aux préférences des institutionnels.
- ²⁴ On notera que ce résultat est en contradiction avec celui de Field et Lowry (2022) présenté dans l'*encadré* 7.
- ²⁵ Il est donc nécessaire, pour calculer une telle prime, que les deux classes de titres s'échangent sur le marché, ce qui n'est le cas que pour 16 % de l'échantillon *dual-class*.
- ²⁶ IGOPP, 2019, The case for dual-class shares.
- ²⁷ Certaines entreprises prévoient dans leurs statuts un délai supérieur à deux ans, en place avant la loi Florange.
- ²⁸ Les sociétés françaises peuvent également émettre des actions de préférence privées du droit de vote. Elles ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, ce plafond étant réduit à un quart dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.
- ²⁹ Notons que les DVM étaient autorisés dans les années 80 à Hong Kong mais qu'ils ont été interdits en 1989.
- ³⁰ Notons qu'au Royaume-Uni, si les marchés AIM et Standard n'interdisaient pas formellement le recours à des droits de vote différenciés avant 2021, en pratique, les règles mises en place étaient dissuasives, et la pression des investisseurs forte pour s'en tenir à la règle une action / un droit de vote.
- ³¹ Source : Min Yan (2021).

ANNEXES

Annexe A : Le traitement des firmes présentant des DVM dans la composition des grands indices internationaux

Inclusion	Pondération (Weighting)	Seuil limite (Hurdle)	Exclusion
- CRSP US Total Market	- Aucun	- Russell 1000	- Value S&P 500
- NASDAQ 100		- FTSE Developed All Cap - Ex US	- S&P MidCap 400
- MSCI EAFE		- Russell 1000 Growth	- S&P SmallCap 600
- FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion		- Russell 2000	
- MSCI Emerging Markets Investable Market		- Russell 1000 Value	
- CRSP US Large Cap Value			
- CRSP US Large Cap Growth			
- NASDAQ US Dividend Achievers Select			
- MSCI USA Minimum Volatility			
- MSCI US Investable Market Real Estate 25/50			

Source : Committee on Capital Markets Regulation (2020), Table 2

Annexe B : Caractéristiques des classes d’actions à DVM selon les pays.

Place financière	LSE premium listing UK	Singapour	Hong Kong	Chine (Shanghai Star Market)	Inde	Indonésie
Année d'introduction des classes multiples	2021	2018	2018	2019	2019	2021
% du capital minimum (maximum) à détenir par les fondateurs		Mini 10 %	Mini 10 %		Maxi 74 %	Mini 2,44 %
Restriction à la détention d'actions à DVM	Dirigeants	Individus ou groupes d'individus	Individus ou groupes d'individus	Individus ou groupes d'individus	Fondateurs avec une position dirigeante	Fondateurs et certains administrateurs
Existence d'un ratio de vote maximum	20:1	10:1	10:1	10:1	entre 2:1 et 10:1	entre 10:1 et 40:1 selon la part du capital détenue par les fondateurs
Seulement pour certaines industries, technologiques, innovantes, de croissance	non	non	oui	oui	oui	oui
Seulement pour certaines décisions	oui	oui	oui	oui	oui	oui
Clauses d'extinction liées au temps	oui, 5 ans	non	non	non	oui, 5 ans et renouvellement une fois possible si accord des minoritaires	oui, durée fixée à l'IPO, 10 ans maximum, renouvelable si accord des minoritaires
Clauses conditionnelles	oui	non	oui	oui	oui	oui
Clauses de gouvernance renforcée	non	oui	oui	oui	oui	oui
Symbole unique pour distinguer les actions à classe duale des actions de type une action / une voix		oui	oui			

IPOs: are dual-class share structures required to make a financial centre attractive?

François Belot

Professor

CY Cergy Paris University, CNRS, THEMA, F-95000 Cergy, France

Edith Ginglinger

Professor

Paris-Dauphine University, PSL, CNRS, DRM, 75016 Paris, France

Abstract

The last few years have seen a resurgence of dual-class share structures. Many financial centres have recently changed their listing rules and, to date, nine of the world's ten largest stock exchanges allow companies to tap the market by issuing securities that do not comply with the "one share - one vote" principle. In the United States, in 2021, nearly a third of companies going public were using multiple-vote shares. This article summarises the work carried out to inform the choices made by entrepreneurs and stock markets.

Securities with superior voting rights ensure that visionary entrepreneurs retain control of the companies they found with a view to implementing their long-term strategy. Minority shareholders settle for less power in return for the expectation of significant value creation. As time passes, the value of the founder's specific vision erodes and such ownership structures risk distorting the incentives of founders who are more interested in extracting private benefits than in maximising the value of the company's shares. For this reason, sunset clauses protecting the rights of minority shareholders can be a valuable feature of multiple-voting share classes.

The recent enthusiasm for multiple-voting shares seems to reflect a shift in the balance of power in favour of entrepreneurs in a context of abundant capital and competition between stock exchanges. A market downturn could lead to a decline in these shareholding arrangements.

The study reflects the personal views of its authors and does not necessarily express the position of the Institut Louis Bachelier and the Louis Bachelier Finance and Sustainable Growth Laboratory of Excellence.

I. Introduction

The one vote - one share rule is defended by almost all institutional investors, who see it as a condition for good governance, making it possible to reduce the agency costs of the delegation of power.¹ In contrast to this approach, founders of technology companies have a strong preference for shares with superior voting rights, which allow them to implement the strategy they consider most value-creating. The control structure ultimately chosen at the time of the IPO depends on the bargaining power of investors and founders, which has recently shifted in favour of the latter. In the US, for example, multiple voting rights (MVRs)² are now favoured by tech companies (Google was the first to adopt them, in 2004, followed by Facebook, LinkedIn, Snap and Dropbox, to name only the best known – see *Box 1* for an illustration of the ownership structures used).

Box 1: Examples of companies with multiple voting rights

META (ex-FACEBOOK) (United States, two classes of shares)

As of 31 March 2022, the company's capital comprised 2,322 million Class A shares (each holder of one Class A share has one vote) and 413 million Class B shares (10 votes are attached to each share). The dividend rights of both classes are identical. Mark Zuckerberg owns 0.8 million Class A shares and 350 million Class B shares. **He controls META with 54.4% of the voting rights; the percentage of capital he holds amounts to 12.9%.**

SNAP INC (United States, three classes of shares)

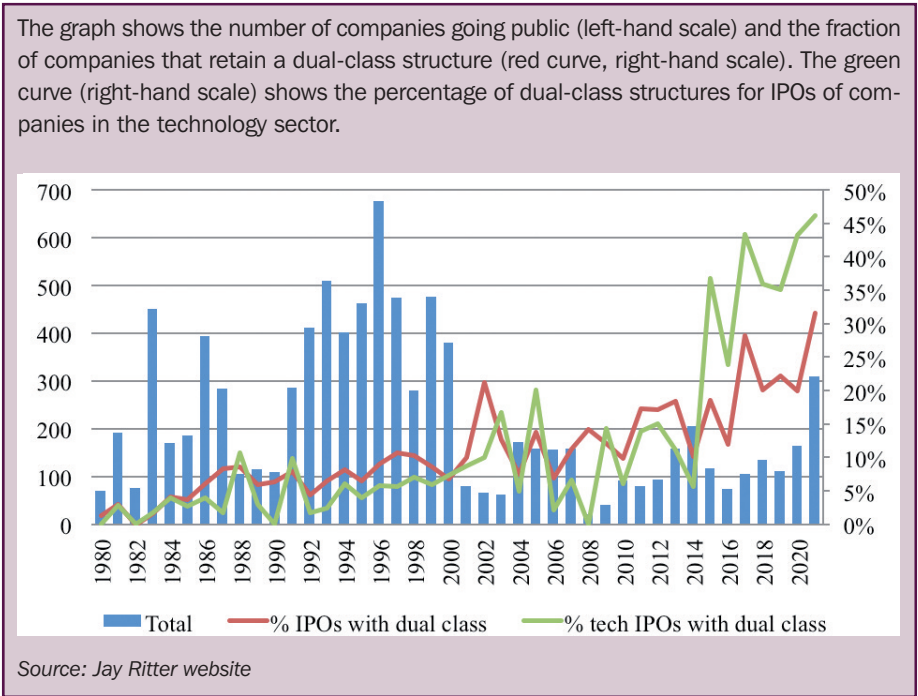
As of 1 February 2022, the company's capital comprised 1370 million Class A shares (without voting rights), 23 million Class B shares (one voting right is attached to each share) and 232 million Class C shares (10 voting rights are attached to each share). The dividend rights of the three classes are identical. At the time of Snap's IPO in 2017, only Class A shares were offered to investors. The two founders of the company, Evan Spiegel and Robert Murphy, hold all of the Class C shares, 51.5% of the Class B shares and 9% of the Class A shares. **In total, they control 99.5% of the voting rights, whereas the fraction of the capital they hold is 22.5%.**

VOLVO (Sweden, two classes of shares)

As of 31 March 2022, the company's capital comprised 445 million Class A shares (each with one voting right) and 1588 million Class B shares (each with 1/10th of a voting right). The dividend rights of both classes are identical. **The company's largest share-holder, the investment holding company Industrivärden, owns 167 million (12 million) class A (class B) shares and thus controls 27.8% (8.8%) of the votes (of the capital).**

In 2021, no less than 46% of technology firms going public in the US adopted an ownership structure involving different classes of shares with differentiated rights (including at least one class with superior voting rights). Apart from technology IPOs, many companies going public in recent years have used dual-class structures: whereas on average from 1980 to 2010, only 8% of IPOs involved the issuance of securities with differentiated voting rights, this figure had risen to 32% in 2021³ (see Box 2).

Box 2. The use of dual-class share structures in US IPOs from 1980 to 2021



MVRs may be the prerequisite for entrepreneurs agreeing to open up their company’s capital by raising funds on the market; but are investors ready to give up the principle of one share - one vote in order to maintain the attractiveness of financial centres?⁴ This issue has been discussed in several countries, often leading to the authorisation of MVRs. For example, Hong Kong, Shanghai and Singapore have recently introduced such voting rights. Since December 2021, the London Stock Exchange has also authorised the use of MVRs.

After presenting the issues and the reasons why MVRs are back in the spotlight, this article identifies their positive and negative aspects for shareholders, as well as their impact on the value of companies. Based on these findings, we examine the structuring of MVRs with a view to safeguarding the interests of all the stakeholders of companies. In particular we analyse the sunset provisions that protect minority investors who accompany the financing of company growth. Finally, we provide an overview of the choices made by the various financial centres in this regard and conclude with various recommendations on the use of MVRs.

II. MVR shares: a revival over the last decade due to the growth of private equity and technological change

For companies to list with multiple share classes, both the corporate legislation of the country where they are headquartered and the stock exchanges hosting them must allow MVRs. Thus, in 2022, French companies cannot be listed with multiple classes of shares (because French law does not authorise them), whereas shares of Dutch companies with multiple voting rights can be listed in Paris (Euronext accepts them as long as they are permitted under the law of the country of origin). Multiple voting shares have long existed in a number of countries, especially the US, where very large companies (Berkshire Hathaway, Ford, Estée Lauder, Nike, etc.) have traditionally used them (Howell, 2017). In the US attitudes towards MVRs have shifted back and forth. Dual-classes first appeared around 1898, then were effectively banned from 1926 (formally from 1940). From 1976 onwards, IPOs of dual-class companies were once again authorised on the American Stock Exchange (AMEX) on a case-by-case basis, leading the New York Stock Exchange (NYSE) to reconsider its position from the mid-1980s, with the NASDAQ following suit. But it is over the last decade that the use of multiple-voting share classes has grown considerably. One of the reasons for this is the changing balance of power between company founders and investors, in favour of the former: when capital is scarce and expensive, investors are better able to assert their preferences in terms of control structure, whereas in situations of abundant capital, the founders can impose their views.

2.1. An abundance of private equity funds

The recent period has been characterised by low interest rates, an abundance of capital due to accommodating central bank policies, and a rise in private equity. The latter has seen a growth in total amounts, in unused amounts (commonly called dry powder) and in valuations. This makes it much easier for entrepreneurs to finance their companies with private funds and to set conditions for accepting an IPO, as argued by Aggarwal *et al.* (2022). Box 3 illustrates the correlation between available private equity funds (dry powder) and the proportion of IPOs using dual-class shares.

2.2 The impact of technological change

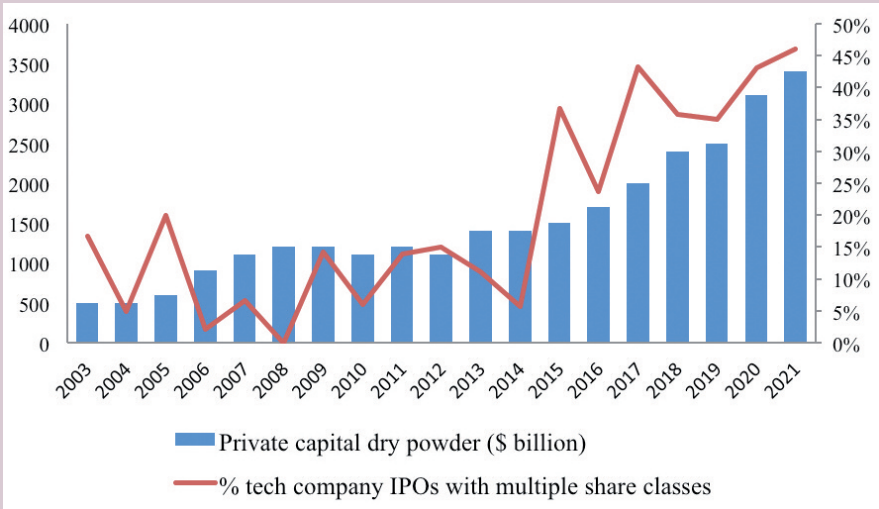
Recent technological changes, particularly cloud computing, are reducing the need for external funding for growth companies. Ewens *et al.* (2018) show that the model of venture capital financing has changed significantly over the last decade as a result, particularly for software and services financing. Funds have adopted a 'spray and pray' strategy, financing a large number of projects with limited involvement in the governance of the companies. This shift stems from technological changes that combine great asymmetry (a very small number of companies generate enormous returns) and the difficulty of predicting in advance which projects will be the most successful. Many entrepreneurs have been able to grow with limited external funding. Moreover, once venture capital funds have decided not to get involved in the governance of the companies financed, the power structure becomes less

strategic and multiple voting share classes are more easily accepted by these funds. Entrepreneurs who had established these structures prior to IPO therefore wished to maintain them when they went public. Aggarwal *et al.* (2022) show that Tech entrepreneurs are 10.5% more likely to use dual-class shares than those operating in other sectors.

Box 3. A change in the balance of power between founders and investors over the last 10 years

Over the last decade, the abundance of available capital, the rise of private equity funds and technological changes (in particular cloud computing) have increased the bargaining power of company founders, who have been able to impose the use of dual-class structures more easily. But this means that a market turnaround in favour of investors could well cause the use of multiple share classes to decline.

The graph compares the availability of private equity funds (dry powder) to the percentage of IPOs of technology companies with dual-class structures between 2003 and 2021 in the US.



Source: Jay Ritter website for IPOs, Global Private Equity Report 2022 – Bain & Company

2.3. Competition between financial centres

Another factor that gives power to founders and allows them to impose dual share structures is the competition between financial centres to attract technology firms. The profitability of technology companies is highly asymmetric. In internet-based business models, it's a case of 'winner takes all', see Noe and Parker (2005). A very small number of firms do extremely well, while most fail and are worthless (Hall and Woodward, 2010 ; Kerr *et al.* 2014). Yet it is the former that drive the market and need to be attracted,⁵ even if this requires accepting dual-class shares.

III. What are the effects of increasing the founder's powers?⁶

On the one hand, MVRs allow value-creating strategies to be implemented by visionary founders, but on the other, as time goes by, the risks of entrenchment and private benefits extraction at the expense of minority shareholders increase.

3.1. MVRs as value-enhancing mechanisms

3.1.1. Protecting founders' strategic vision

3.1.1.1. Ensuring the human capital investment of managers

Recent technology IPOs show to what extent the success of a company is inseparable from the personality of its founder(s). Mark Zuckerberg (Facebook), Larry Page and Sergey Brin (Google) and Jack Ma (Alibaba) are personalities known to the general public and acclaimed in the economics press for their visionary strategy. The control conferred by MVRs then enables founders to pursue their own strategy (an 'idiosyncratic vision' supposedly creating operational performance) (Goshen and Hamdani, 2016). It also ensures that founder-managers will fully deploy their investment in firm-specific human capital. Compared to generic human capital (in the sense of Becker (1962)), this human capital is idiosyncratic and therefore not transferable to another managerial position. In the absence of MVRs, given that firms are liable to face hostile takeovers, there is no incentive for CEOs to provide the optimal level of involvement.

3.1.1.2. MVRs are useful in the presence of strong information asymmetry

The capacity to withstand hostile takeovers or activist campaigns offered by MVRs seems particularly relevant in situations of high information asymmetry or when there are differences of opinion between founders and small investors, as argued by Goshen and Hamdani (2016). Indeed, high information asymmetry regarding the firm's plans (the outcomes of which are difficult to observe or verify) implies a risk of inefficiency in the takeover market. Suppose that a rival company wishes to acquire a firm and that the small shareholders of the latter are not in a position to correctly assess the real quality of the existing management team and/or the creation or destruction of wealth induced by the takeover. Under pressure from poorly informed shareholders, an effective management team may be replaced by a rival team with inferior managerial skills. Holding superior voting rights protects managers and thus avoids sub-optimal transfers of control (DeAngelo and DeAngelo, 1985).⁷ On the other hand, situations of high information asymmetry sometimes force managers to make investments that will send a reassuring signal (in the sense that they will generate more easily predictable cash-flows) to investors but are sub-optimal. The control offered by superior voting rights prevents the company from incurring the opportunity costs of such investments.

The reasoning can also be replicated in the relationship of managers with the board of directors. Adams and Ferreira (2007) point out that the efficiency of the board depends crucially on the information that the manager is willing to share with the directors. The presence of a 'hostile' board of directors can be counterproductive, as it will lead the manager to disclose less information, which can be particularly damaging in a context of strong

informational asymmetry. By making the founder exceptionally powerful, MVR shares enable him to control the composition of the board and thus avoid opposition from (ill-informed) directors on investment projects that are difficult to evaluate (DeAngelo and DeAngelo, 1985). This argument was put forward by Snap during its IPO (see Box 4). The example of Facebook's acquisition of Instagram in 2012 is particularly illuminating: Mark Zuckerberg – then holding 28% of the capital and 57% of the voting rights – is said to have negotiated the acquisition directly with Kevin Systrom (Instagram's CEO) for \$1 billion. The board was presented with a *fait accompli* and approved the transaction with a purely nominal vote. Governance of this kind giving complete power to the founders has its supporters in a context of rapidly evolving technologies.⁸

3.1.2. Protecting long-term orientation

3.1.2.1. Resisting market short-termism

A survey of more than 300 CFOs of large publicly traded US companies found that almost 80% of respondents were willing to cut so-called 'discretionary' spending (especially research and development) to achieve the result expected by the financial analysts covering the company's stock (Graham *et al.* 2005). In his 2016 annual letter to CEOs of major US companies, Larry Fink (CEO of BlackRock, the world's largest asset manager), called on business leaders to resist the forces of short-termism.⁹ By strengthening the founder's control, MVRs seem to be an effective means of combatting such 'managerial myopia' and of encouraging greater consideration for the long term.

3.1.2.2. Maintaining trusting relationships with stakeholders

This long-term orientation concerns all the firm's stakeholders. Shleifer and Summers (1988) point out that many of the relationships between the firm and its employees or suppliers are not fully contracted and can be considered to be governed by so-called 'implicit contracts'. For employees, for example, there will only be an interest in developing firm-specific human capital if there is a tacit commitment to maintain their jobs. For Shleifer and Summers (1988), hostile takeovers are likely to damage the mutual trust built up between the firm and its stakeholders and there is a risk of hold-up (the buyer may well, for example, institute a less generous wage policy). The existence of a dual-class structure protects the existing management team as a credible guarantor of such implicit contracts, and this in turn will encourage stakeholders to develop company-specific capital.

3.1.2.3. Favouring innovation

Innovative activities, reflected in R&D expenditure, can be seen as an indicator of a firm's long-term orientation (Bushee, 1998). Innovation is also characterised by a strong asymmetry of information between founders and minority shareholders, with the former having an informational advantage over the latter. Small shareholders are not always able to perceive and verify the relevance of an innovation, if only because the mere disclosure of its existence would be likely to destroy its value in the event that competitors copy it (Goshen et Hamdani, 2016). In other words, the most innovative firms are likely to have mechanisms (including MVR shares) to protect them from hostile takeovers. A positive relationship between dual-class structure and innovation efforts can therefore be expected.

Rather than consider R&D effort, Chemmanur and Tian (2018) more finely analyse the quantity (through the number of patents filed) and quality (through the number of patent

citations) of innovation.¹⁰ Their study shows that firms with a large number of anti-takeover protections are more innovative, and that this positive effect is all the more effective when the firm is characterised by a high degree of information asymmetry and operates in a competitive environment likely to put short-term pressure on the firm's managers. Baran *et al.* (2020) show that the existence of MVR shares allows the firm to be more innovative. A one standard deviation increase in founder control leads to a 20% increase in innovation measures (number of patents and citations) and R&D spending efficiency (patents and citations in relation to R&D spending). In part, innovations are the outcome of patents filed in their name by company founders. The positive effect of dual-class structures on innovation is found in particular in the most competitive sectors. Cao *et al.* (2020) confirm these results for technology sectors and for firms that are highly dependent on external funding. These authors also establish that dual-class structures lead to higher quality innovations.

Google and Snap, for example, use these arguments of long term orientation and stability to justify their use of MVRs (see Box 4). Google in particular emphasises the human investment of its employees and both these companies stress the need to protect innovation.

Box 4: Companies' explanations for using MVRs

SNAP INC (<https://investor.snap.com/financials/sec-filings/>)

"These provisions, including the tri-class structure of our common stock, are intended to preserve our existing founder control structure after completion of our initial public offering, **facilitate our continued product innovation and the risk-taking that it requires**, permit us to continue to **prioritize our long-term goals rather than short-term results**, enhance the likelihood of **continued stability in the composition of our board of directors** and its policies and to **discourage certain types of transactions that may involve an actual or threatened acquisition of us**. These provisions are also designed to reduce our vulnerability to an unsolicited acquisition proposal [...]. However, such provisions could have the effect of **discouraging others from making tender offers for our shares** and may have the effect of **detering hostile takeovers or delaying changes in our control or management**."

GOOGLE (<https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004-ipo-letter/>)

"[T]he standard structure of public ownership may jeopardize the independence and focused objectivity that have been most important in Google's past success and that we consider most fundamental for its future. Therefore, we have implemented a corporate structure that is designed **to protect Google's ability to innovate and retain its most distinctive characteristics**. [...] We believe the stability afforded by the dual class structure will enable us to retain our unique culture and **continue to attract and retain talented people** who are Google's life blood. Our colleagues will be able to trust that they themselves and their labors of hard work, love and creativity will be well cared for by a company focused on **stability and the long term**".

"Some academic studies have shown that from a purely economic point of view, dual class structures have not harmed the share price of companies. Other studies have concluded that dual class structures have negatively affected share prices, and we cannot assure you that this will not be the case with Google. [...] We understand

some investors do not favor dual class structures. **Some may believe that our dual class structure will give us the ability to take actions that benefit us**, but not Google's shareholders as a whole. [...] We are convinced that everyone associated with Google—including new investors—will benefit from this structure. However, you should be aware that Google and its shareholders may not realize these intended benefits.”

3.1.3. Other positive aspects of MVRs

3.1.3.1 Avoiding sub-optimal diversification

A founding family has a large part – if not all – of its wealth invested in its company's shares and therefore holds a poorly diversified portfolio. In the event of the company getting into financial difficulty, an owner-manager is liable to see his future income and the valuation of his shares decrease, his value on the managerial market fall, and ultimately (in case of bankruptcy) to lose his investment in specific human capital (Agrawal and Mandelker, 1987). In this context, he may be tempted to select the investment projects least likely to jeopardise his idiosyncratic investments. For Amihud and Lev (1981), this situation generates an agency conflict between the owner-manager and the minority shareholders who, by definition, are fully able to diversify their portfolio.

MVR shares provide an answer to this problem. They allow the owner-manager to retain control over his company and infuse it with his strategic vision while limiting his financial investment. The study by Bauguess *et al.* (2012) sheds interesting light on this issue. The authors constructed a sample of 142 US firms that chose to recapitalise with a dual-class structure over the period 1978-1998. The average capital holding before the recapitalisation operation was 47.1%. After the operation, the percentage of capital held by the main shareholder was 42.4% and the percentage of votes was 59.9%. A sub-sample of companies was then identified, whose main shareholder took advantage of the recapitalisation to sell a significant fraction of his or her shares (on average 9% of the capital). No less than 33 million dollars were thereby recovered for reinvestment in other assets by the shareholder on his or her behalf. It was also found that these companies more frequently refocused on their core business by selling off non-core activities. The move to a dual-class structure thus reduces the costs of sub-optimal diversification by the controlling shareholder and limits the agency conflict arising from insufficient risk-taking.

3.1.3.2. Increasing the liquidity of the share market

One of the advantages of organisations with MVR shares is that they allow a shareholder to exercise significant control without drastically reducing the free float. Furthermore, the existence of MVR shares can discourage informed trading in the market and thus limit information asymmetry, leading to improved liquidity. This argument is developed by Ginglinger and Hamon (2012) in the specific context of French double voting rights, where the disposal of shares with increased voting rights leads to the loss of this advantage. The same argument can also be made for dual-class structures in the case where there is no market for the higher-voting shares and their disposal involves conversion into ordinary shares (Boehmer *et al.* 2004).

3.2. MVRs to the detriment of minority shareholders

In addition to the value-creating aspects for the company, MVR shares can also lead in some cases to unfavourable situations for minority shareholders.

3.2.1. A risk of managerial entrenchment

Manne's (1965) seminal article highlights the disciplinary nature of the takeover market. Firms that perform poorly on the stock market are more likely to become targets of takeovers (Palepu, 1986). The takeover market is thus perceived by Denis and McConnell (2003) as a "judge of last resort" that decides on asset allocations not used to their full potential.

For Bebchuk and Kastiel (2017), dual-class structures are a mechanism for entrenching managers: MVRs strengthen their powers and their ability to resist hostile takeover bids. Indeed, the first wave of MVR share issues in the 1980s coincided with a surge in takeovers, as documented by Jarrell and Poulsen (1988) for the US and Rydqvist (1992) for Sweden. Jarrell and Poulsen (1988) took a sample of US firms recapitalised under a dual-class structure in the 1980s. They observed negative abnormal returns on the announcement of the operation, very similar in magnitude to what occurred when poison pills were adopted. This finding confirms the hypothesis that dual-class structures give rise to consolidation of control, thereby generating entrenchment.

However, Arugaslan *et al.* (2004) and Arugaslan *et al.* (2010) for the US and Amoako-Adu and Smith (2001) for Canadian firms find no significant correlation between floating with a dual-class structure and the probability of subsequently becoming the target of a takeover. Comparing a sample of firms recapitalised as a dual share class to a sample of firms with a single share class, Bauguess *et al.* (2012) find that the probability of a change of control in the firm is not significantly different (48.6% vs. 40.7%).¹¹ Interestingly, it appears that the buyer pays a higher premium when acquiring a firm with multiple classes of securities and in particular for the class with fewer voting rights. The latter finding was also observed by Smart and Zutter (2003).¹²

3.2.2. Amplification of the conflict between the controlling shareholder and minority shareholders

3.2.2.1. Private benefits

In the financial literature, the term 'private benefits' is used to describe all the benefits associated with control of the firm. The word 'private' underlines their ownership: only the individual/entity/coalition of shareholders who have control over the firm are able to extract these benefits, in contrast to 'public benefits', which correspond to the present value of future cash flows generated by the firm and which belong to the shareholder community (Grossman and Hart, 1988).

These benefits may be pecuniary (e.g. excessive salaries or preferential asset disposals – known as "tunnelling" (Johnson *et al.* 2000)) or non-pecuniary (pride in having control of a visible company, reputation, the ability to perpetuate the family legacy, etc.). Various studies have attempted to quantify the extent of these private profits¹³ and generally show it

is considerable. Barclay and Holderness (1989) calculate that private benefits represent approximately 4% of market capitalisation in the US, and for Zingales (1994), the figure amounts to more than 50% in Italian firms. In an attempt to break down the various forms of private benefits, Hwang and Hu (2009) consider that non-pecuniary private profit accounts for between 18% and 29% of total private profit.

3.2.2.2. MVRs that distort decision-making

The holding of MVR shares is likely to modify the choices of the controlling shareholder, who, when making a financial decision, engages in a trade-off between maximising the value of the firm and consuming private profits. As demonstrated by Bebchuk *et al.* (2000), control-enhancing mechanisms (multiple voting shares, pyramid structures, cross-share-holdings) generate governance problems because they distort the incentives of the main shareholders. When voting rights are significantly higher than equity rights, the controlling shareholder will prioritise private benefits extraction over share value maximisation, thus acting to the disadvantage of small investors. This leads to the emergence of a conflict between majority and minority shareholders (a situation that Villalonga and Amit (2006) refer to as Type II agency conflict, as opposed to Type I conflict between shareholders and managers). Box 5 illustrates this phenomenon.

Box 5: Private benefits and distortions induced by a MVR structure

Suppose that Mr X, the historical shareholder of company Y with 51% of the shares, plans to replace the current Managing Director (MD) of the company with his own son. The son would receive the same remuneration as the current MD but, as his managerial skills are weaker, the value of the shares could be reduced by a million euros. Let's assume that the remuneration offered to the new CEO is €300,000 higher than what he could get in a competitive executive market.

The following table shows the evolution of shareholder wealth in the event that Mr X's son becomes MD. Two situations are considered: (1) the company respects the one share - one vote principle, (2) a multiple voting structure in which Mr X owns only 25% of the capital is set up.

	One share - One vote 51% of votes and capital	Multiple voting rights 51% votes / 25% capital
Change in company value	- 1,000, 000	- 1,000, 000
Change in Mr X's portfolio	- 510, 000	- 250, 000
Mr X's private benefits	300, 000	300, 000
Mr X's net gain	-210, 000	50, 000
Decision made	Keep the current MD	Appoint Mr X's son
Change in wealth of minority shareholders	No change as the current MD remains	- 750 000

Which financial decisions are likely to be contaminated by opportunistic behaviour on the part of controlling and entrenched shareholders? The study by Masulis *et al.* (2009) provides an answer using a sample of US dual-class firms. First, it examines investors' assessment of the firm's cash holdings. While a large cash holding may be seen as a guarantee of security for the firm, it may also be a source of concern to investors, since these liquid assets remain at the disposal of managers (agency costs associated with Jensen's (1986) free cash flow). It appears that an increase in the company's liquidity is viewed less favourably by investors in a situation where there is a substantial gap between voting and capital. Second, Masulis *et al.* (2009) show that the CEO's remuneration increases as the difference between the voting rights and the ownership of the controlling shareholder increases, and especially so when the CEO is affiliated with the controlling shareholder (typically a family manager). The study also provides an analysis of the relationship between the return on the company's stock and capital expenditure. The wealth created by a dollar of investment is less when the main shareholder has excessive control. Finally, the quality of the acquisitions¹⁴ made by the company falls when there is a large ownership-control wedge. The conclusion drawn by Masulis *et al.* (2009) is unambiguous: managers tend to use the power conferred by the dual-class structure to make financial decisions that serve their own interests, but are value-destroying for minority shareholders. Small investors may therefore be particularly reluctant to participate in the IPO of dual-class firms. It should be noted, however, that these results are based on all companies with MVR shares, regardless of the sector and the year they went public. These negative aspects, however, should be viewed as indicative only and do not allow us to draw conclusions about high growth technology companies that are IPO candidates.

3.2.2.3. Mechanisms for strengthening control: mistrust on the part of investors

A large body of literature highlights the extent of conflict between majority and minority shareholders and its amplification by mechanisms for strengthening control. Based on a sample of 1,301 listed companies in eight Asian countries, Claessens *et al.* (2002) calculated the wedge between the voting rights and the ownership of the controlling shareholder, and show that it is negatively correlated with the value of the company. Lins (2003), for a sample of 1,433 companies from 18 emerging markets, and Bennedsen and Nielsen (2010), on a sample of 4,096 Western European companies, came up with similar findings. The explanation is that small investors know that they are at risk of expropriation and will only take a stake if the shares they buy are traded at a discount.

As well as shareholders, it seems that creditors are also reluctant to finance firms controlled by a shareholder with voting rights in excess of his or her capital rights. Using a sample of 3,468 firms registered in 22 different countries over the period 1996-2008, Lin *et al.* (2011) showed that the interest rates they obtain are higher, with a one standard deviation increase in the difference between voting rights and capital rights resulting in a 35 basis point increase in the spread.

3.2.3. Companies with MVR do not benefit from institutional control

3.2.3.1. MVR and institutional shareholding

One criticism often levelled at multiple-vote structures is that they act as a deterrent to institutional investors, who are traditionally attached to the one share - one vote principle. However, the presence and involvement of institutional investors can be beneficial for

corporate governance. The study by Harford *et al.* (2018) shows, for example, that institutional investors with a long-term investment strategy are associated with a lower probability of opportunistic behaviour by managers in the form of accounting manipulation or financial fraud.

The US study by Li *et al.* (2008) shows that institutional investors match their words with deeds. Compared to one share - one vote firms, dual-structure firms have 3.6% less institutional ownership. This difference is important since, in the total sample, institutional ownership represents on average one third of the capital. In a study of 45 countries, Kim *et al.* (2018) found a significant negative correlation between institutional shareholding and a multiple voting structure. This aversion to MVRs is shared by both active and passive investors (i.e. those who base their investment strategy on tracking stock market indices).¹⁵ In non-US markets, it appears that domestic institutional investors are not deterred by MVR structures, whereas foreign institutional investors tend to avoid them. One possible explanation for this put forward by Kim *et al.* (2018) is that foreign investors have less legal protection. In the final part of their study, Kim *et al.* (2018) examine the evolution of institutional shareholding around the opposing operations of unification (when a multi-class firm reverts to the one share - one vote structure) and multiplication (when a firm moves from a one share - one vote structure to a MVR structure). In contrast to the findings of Li *et al.* (2008), it appears that unification is not accompanied by significant increases in institutional ownership, whereas multiplication leads to a sharp decrease (-9% in the US market, -3% for non-US companies).

One way to assess institutional investors' preferences for the dual-class structure is to analyse their voting behaviour at general meetings. Field and Lowry (2022) examined the voting strategies of investment funds in the US market for newly listed firms with regard to resolutions to appoint directors. An important control variable is the recommendation (for or against) made by ISS, the leading voting advisory firm to the largest international investors. For firms with a MVR structure it appears that (1) ISS is more likely to give a negative recommendation and (2) investment funds more frequently vote against the resolution. This finding suggests that investors anticipate more agency conflicts related to board dysfunction in firms with a dual-class structure.

Surveys of institutional investors' perceptions of MVRs produce results that are more mixed. The ISS study, commissioned by the European Commission (ISS *et al.* 2007) and carried out among large (mainly European) institutional investors, reveals a negative perception of MVRs, though comparable to the perception of pyramid structures or cross-holdings. In 2018, the CFA Institute asked its members to assess the impact of multiple voting following its approval in the Hong Kong and Singapore markets. Only 53% of respondents were opposed. A consensus nevertheless emerges: whether their opinion is positive or negative, 97% of respondents say that there is a need for mechanisms to protect retail investors (CFA Institute, 2018). It therefore seems that institutional investors are not completely opposed to multiple voting when it comes to growth companies. In a note on Facebook's IPO, ISS captures institutional investors' dilemma: their primary objective is profitability and, even if the company has what they consider to be a regressive form of governance, they cannot afford to miss the opportunity to invest in the most successful business model of the internet age.¹⁶

3.2.3.2. Regulation by stock index providers

Following Snapchat's highly controversial IPO (the company issued only non-voting shares, see Box 1), institutional investors have called on the major stock index providers (FTSE Russell, MSCI and S&P Dow Jones Indices) to exclude companies deviating from the one share - one vote principle from the composition of the major indices. The stakes are high, as in recent decades there has been a rise in passive institutional investors: in 2014 this type of investor accounted for more than a third of funds under management and held 8% of US market capitalisation (Appel *et al.* 2016). Excluding dual-class firms from the main stock market indices would deprive the companies concerned of significant share ownership, and could force controlling shareholders to give up their shares with higher voting rights.¹⁷ It should be noted that such a mechanism gives index providers the power to determine what the rules of good governance should be (thus replacing the legislator and/or the stock market regulator). This transfer of power from the public to the private sphere has been criticised by, for example, Barbara Novick, vice-chairman of BlackRock.¹⁸

Various 'retaliation' strategies have been discussed and implemented. The most extreme is outright exclusion from the indices of companies with a multiple voting structure. This approach is used in constructing the S&P indices (in particular the S&P 500). Note that this rule does not apply retroactively: companies already in the index are not automatically excluded. A hurdle approach has also been applied: FTSE Russell only includes in the composition of its Russell 1000/2000/3000 indices companies in which minority investors hold a minimum of 5% of the voting rights. The final approach involves weighting: rather than excluding companies with a dual-class structure, the index provider assigns a weighting not by free float, which is the usual rule, but by the fraction of voting rights traded on the market. The weight assigned may be re-evaluated if the founder of the company gives up some of his superior voting rights. This approach was initially envisaged by MSCI but was eventually abandoned. To date, no index has adopted this approach (see the summary of the Committee on Capital Markets Regulation (2020) reproduced in Appendix A).

To investigate the impact of excluding dual-structure firms from the S&P indices, Winden and Baker (2019) conducted an event study around the dates of the announcements (3 April 2014, the date on which S&P Dow Jones Indices announced the opening of a consultation, and 31 July 2017, the date on which the exclusion decision was announced). As dual-class firms already present in the index are not excluded, these stocks should react little (this is the control group in the study). Conversely, the stocks of firms with dual-class structures that are not yet members of the index (the treatment group) may suffer from this announcement if investors expect that they will become less attractive to passive institutional investors. The study does not reveal any significant response in either the treatment or the control group, and concludes that exclusion appears to have little effect on a company's ability to raise capital in the future and on its cost of capital. Furthermore, exclusion does not appear to be an effective sanctioning mechanism that would encourage controlling shareholders to give up their privileges. In the opinion of Winden and Baker (2019), the weight of passive institutional investors is not yet sufficient to worry founders who want to retain their power.

Box 6 provides a summary of the positive and negative effects associated with MVR shares.

Box 6: Beneficial and negative effects of MVR shares — a summary

Positive effects	Negative effects
● Protection of the founder's idiosyncratic vision. ● Protection against hostile takeovers in a context of information asymmetry. ● Opportunity to develop a long-term strategy. ● Possibility for the founder to reduce his investment in the company. ● Liquidity of the stock.	● The CEO is no longer disciplined by the threat of a hostile takeover. ● Agency conflict between majority and minority shareholders. MVR shares change the incentives of the controlling shareholder, who will favour private benefits extraction over maximising share value. ● Institutional investors' reluctance to invest in companies that do not respect the one share - one vote principle.

IV. Empirical studies on MVRs

In this section, we first present the specific features of firms that go public with MVRs and then detail the impact of MVRs on firm performance. We show that the relationship between MVRs and performance depends on the characteristics of the companies concerned.

4.1. Anatomy of the company going public with dual-class structures

We have chosen to focus on companies carrying out an IPO,¹⁹ since structuring with multiple votes is, in 80% of cases, implemented in the period of negotiations preceding the IPO (Aggarwal et al. 2022).²⁰ Box 7 presents the results of the very recent study by Field and Lowry (2022), that aims to discriminate between the agency cost hypothesis and the optimal contractual arrangement hypothesis (which states that firms choose the multiple-vote structure when it suits their needs).

The theoretical developments presented above suggest that the dual-class structure is particularly suitable for young, innovative companies, characterised by a high degree of information asymmetry, belonging to the Tech sector and in which the founder retains a high degree of control. However, in the US over the long term (1988-2017), the reverse has been observed (see *panel A in Box 7*). Firms with dual-class structures appear to be more mature in that they are significantly more successful and profitable, and the founder is no more likely to retain the position of CEO or chairman. It therefore seems difficult to argue that the dual-class structure protects a founder's idiosyncratic vision. Field and Lowry (2022) analyse a sub-sample of firms in which the founder is still in the driving seat and show that in 70% of cases the officers and directors have the majority of votes. This suggests a structure that gives a free hand to a founder who exercises total control over the firm. Field and Lowry (2022) consider that the tenure of the CEO and the combination of chairman and CEO positions can be analysed as markers of entrenchment and private benefit extraction. The findings on tenure suggest that dual-class structures are associated with higher agency costs.

An interesting aspect of the study by Field and Lowry (2022) is its analysis of the evolution of IPOs of firms with MVRs over time (see *Panel B in Box 7*). They show that dual-class companies that went public between 2015 and 2017 are very different from their predecessors: negative profitability, very intensive in R&D, ten years younger and with a founder who remains in charge, which is much closer to the model of MVR shares protecting the idiosyncratic vision of the founder.

The data in the study also shed light on investor perceptions: over the long term, initial return – calculated as the profitability observed on the first day of listing and traditionally seen as a measure of the appeal of the company being floated – is lower for companies with MVRs. This may reflect investors' distrust of companies that deviate from the one share - one vote principle. However, the paper by Field and Lowry (2022) shows a complete reversal of the situation over the recent period, suggesting that dual-class structures are now better accepted and considered more legitimate in the context of technology IPOs.

Box 7: Findings from the Field and Lowry (2022) study

The sample consists of 6,153 IPOs in the US over the period 1988-2017, of which 555 (or 9% of the sample) are dual-class firms.

Panel A compares, for the total sample, firms with a single-class ownership structure and firms with a dual-class structure. Panel B describes companies with a dual-class structure, and compares IPOs enacted over the period 1998-2014 and over the recent period 2015-2017.

	Panel A: Total sample (n=6,153)		Panel B: Dual-class structures (n=555)	
	Single-class firms (n=5,588)	Dual-class firms (n=555)	1998-2014 (n=498)	2015-2017 (n=57)
Variables capturing information asymmetry				
Firm age (years since foundation)	15.51	25.18***	26.22	16.19
R&D expenditure / Total assets (before IPO)	0.21	0.05***	0.05	0.12
EBITDA / Total assets (before IPO)	-0.18	0.05***	0.06	-0.06
Total assets (before IPO) - \$ million	665	1,993**	1,816	3,516
Company in the technology sector (0/1)	0.55	0.40***	0.37	0.51
Shareholding and management characteristics				
The CEO or Chairman of the Board is a founder (0/1)	0.33	0.34	0.31	0.60
Shareholding of the CEO before IPO	0.17	0.22***	0.22	0.18
CEO tenure (years)	5.53	6.51***	6.32	7.85
The CEO is also Chairman of the Board (0/1)	0.62	0.61	0.61	0.54
Post-IPO data				
Market capitalization - \$ million	752	2,995***	2,961	3,290
Initial return (%)	21.24	17.97***	17.67	20.58

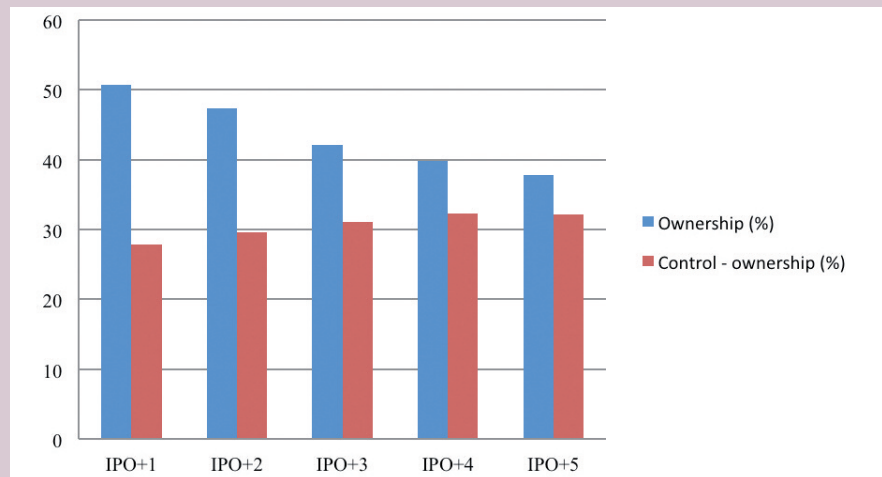
*** (**) (*) signify that the difference observed between dual and single-class firms is significantly different from 0 at the 1% (5%) (10%) threshold. For panel B, the text does not specify whether the differences observed between the two sub-samples are significantly different from 0.

Source: Field and Lowry (2022), Table 1 and Internet Appendix Table A-1

Apart from the year of the IPO, one particularly interesting question concerns change in the control structure in companies using MVRs. Is there any change in the difference between control and ownership that could indicate either an increase or a reduction in the agency conflict between majority and minority shareholders? The study by Cremers *et al.* (2020), the results of which are shown in Box 8, reveals that the main shareholder gradually divests, though without losing any influence over the company, since his or her voting rights fall from 78.5% to 70%. This is followed by a significant increase in the control-ownership wedge.

Box 8: Evolution of the capital and voting rights of the main shareholder

The sample consists of US firms that went public over the period 1980-2017. For this analysis, we use the subsample of firms that went public with a dual-class structure and are still listed five years after the IPO.



Source: Cremers et al. (2020) – Table 10

To sum up, when it comes to choosing between the hypothesis of protection of a founder's strategic vision and the entrenchment of managers who generate agency costs, our description of dual-structure firms that have gone public over a long period of time leads us to prefer the second hypothesis. On the other hand, recent flotations seem to be closer to a model of protection of the founder's strategic vision.

4.2. The performance of companies with MVRs

Numerous empirical studies have been carried out to determine whether the positive aspects of MVR actions (e.g. protecting a leader's idiosyncratic vision) outweigh the negative aspects (agency costs). An excellent summary of the findings is provided by Adams and Ferreira (2008). The most commonly used methodologies evaluate the relationship between a valuation indicator (generally Tobin's Q, approximated by the ratio between the market value and the book value of the company's assets) and the existence of multiple voting shares (and more specifically the control-ownership wedge thereby generated).²¹ Reddy (2021) provides a summary of academic work on US companies. The author lists thirteen valuation studies and finds that seven of them come to the conclusion that dual-class structures are associated with lower company valuations. He points out that the empirical evidence on long-term operating and stock market performance does not support the conclusion that dual-structure firms are inherently inferior. The founders of Google also mention the lack of consensus in the academic community on the effective of MVRs (see Box 4). One of the reasons for this lack of consensus is that these companies are treated

uniformly, without taking into account their specificities. It is likely, however, that the magnitude of positive and negative effects varies from company to company, and that the choice of dual-class structure depends on these effects and is therefore endogenous.

4.2.1. The impact of firm specificities

In an analysis of abnormal returns²² around announcements of legislation regarding MVRs, *Lel et al. (2021)* investigate the relevance of ‘managerial flexibility’ (which suggests that empowering the founder may be beneficial in a context of information asymmetry or the need to protect human capital) and entrenchment (which states that the manager thus extracts private benefits at the expense of minority shareholders). The authors hypothesise that the dual-class structure will be legitimate (inefficient) in a context where the benefits of managerial flexibility are greater (less) than the costs of entrenchment. The study is set in the shifting legal context of the 1980s in the US in which markets and regulators oscillated between allowing and banning MVR shares. The authors identify thirteen events (seven of which were favourable to dual structuring, for example when on 1 October 1987 a Senate committee rejected legislation imposing the one share - one vote rule). Note that these external events are imposed on firms, thus circumventing the endogeneity problem frequently encountered in studies aimed at assessing the impact of governance mechanisms.

Firstly, the study shows that the market reacts rather positively to events that tend to reinforce the one share - one vote rule. This result reflects a degree of fear among small shareholders of dual-class structures. *Lel et al. (2021)* then observe that the reaction is less positive toward firms in the tech sector with numerous patents and very high growth. This result is fully consistent with the flexibility hypothesis. Conversely, the market reaction is more favourable when few institutional investors are shareholders of the company or when the board is not chaired by an independent member. In other words, the market reacts positively to the introduction of the one share - one vote rule in a context of entrenchment. In short, there is no single ownership structure that is right for all companies; rather the adequate structure depends on the characteristics of the firm. While both hypotheses are important, *Lel et al. (2021)* place managerial flexibility and entrenchment in competition with each other and note that the former has the greater economic impact.

Finally, *Lel et al. (2021)* show that for firms which have lost the flexibility to use dual-class structures, R&D expenditure has fallen, growth has weakened, and operational performance and market valuation have decreased. This result suggests that the protection of managerial initiative and human capital through superior voting rights may be legitimate and may benefit small shareholders who support the development of the firm.

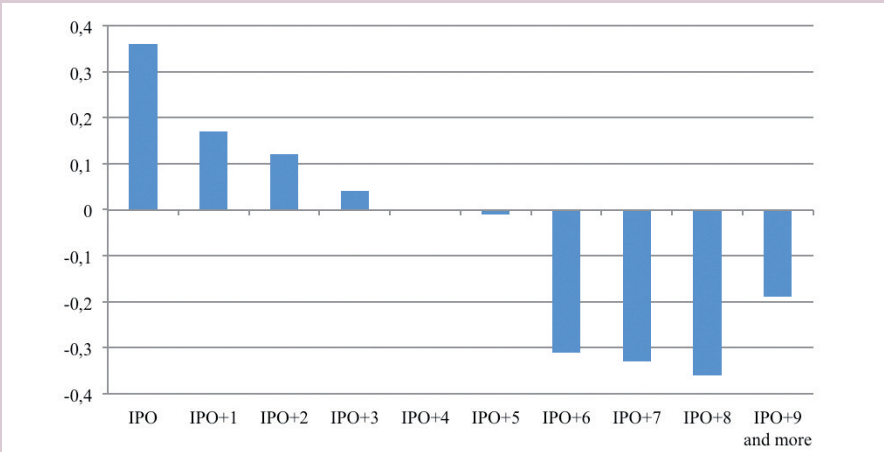
4.2.2. The life cycle hypothesis

Two conflicting but complementary studies (*Cremers et al. 2020*; *Kim and Michaely, 2019*) investigate the evolution over time of the value of dual-class firms. *Cremers et al. (2020)* compare the valuation of US IPO firms with and without a dual-class structure over a 10-year period (see *Box 9*). The erosion of the valuation of IPOs is well-documented (*Loderer et al. 2017*), and this phenomenon is not limited to dual-class firms. First, it appears that these firms are more valuable when they come to market: at the close of the fiscal year of

the IPO, their Tobin's Q is 3.12 compared to 2.76 for similar single share class firms. One observes a life cycle, with a premium attributed to dual-class structures that declines over time and turns into a significant discount from year six onwards. Cremers *et al.* (2020) then analyse various combinations between managerial characteristics and firm fundamentals. In particular, they distinguish between firms in which the founder has remained involved in management and show that this situation is significantly more frequent in firms with a dual-class structure (51% compared with 40% of cases in single-class firms).²³ It appears that the dual-class structure is particularly valued by the market when the founder has remained in the company and when the company was floated on the stock market shortly after its creation. These results confirm that MVRs are accepted by investors as long as they protect the strategic vision of their founder at the time when the company needs it most (i.e. in its growth phase). The study then seeks to shed light on the negative effects of founder entrenchment by analysing the relationship between firm value and the control-ownership wedge, and finds a significant negative correlation between them. The authors also analyse the impact of the founder's gradual disengagement and observe a negative correlation between share sales and Tobin's Q. These results are consistent with the hypothesis that agency costs increase with time.

Box 9: Average difference in valuation between dual and single class firms

The sample consists of US firms that completed an IPO during the period 1980-2017. For the analysis, each dual-class firm is matched to a single-class firm on the basis of size, return on asset, IPO date and economic sector. 538 pairs of companies were thus selected in the sample. For each year-end following the IPO, the authors calculate the difference between the average Tobin's Q for the sample of dual-class firms and the average Tobin's Q for the sample of single-class firms.



Source: Cremers *et al.* (2020) – Table 4 and Figure 1

Kim and Michaely (2019) construct a sample of US firms over the period 1971-2015 and use the median age (12 years since IPO) to distinguish between young and mature dual-class firms. Firms with multiple votes are valued higher than single-class firms, but this

positive effect disappears for the oldest firms. This result is thus comparable to the one observed by Cremers *et al.* (2020). The hypothesis of increasing agency costs as time passes is then investigated as a possible explanation for this decline in valuation. The authors study the premium for superior voting shares (the difference between the price of superior voting shares and the price of ordinary shares) as an indicator of the value attached to the controlling interest.²⁴ It appears that the premium increases over time, which supports the hypothesis of private benefits extraction by the main shareholder. One of the original features of the study is to relate the real effects of multiple voting to the passage of time: firms with a mature dual-class structure innovate less, have lower operating performance and show less agility in the sense that their investments and workforce are less responsive to growth opportunities.

V. Introducing multiple share classes while protecting minority shareholders: significant economic interest of founders, sunset clauses, and governance clauses

While an increasing number of financial centres have allowed or are considering dual-class structures, many stakeholders point to the long-term risk associated with them and the need to limit the rights acquired by founders in order to better protect the interests of minority investors. The technological environment is rapidly changing, disruptive innovations appear regularly, and it is far from certain that the founders will still be the most suitable for running the company a decade after the IPO. Yet without safeguards, they are able to occupy their managerial positions indefinitely. As we have seen above, the costs associated with these structures seem to outweigh the benefits after a few years. It is therefore necessary either to organise an exit from the dual-class structure and return to a single class of shares under certain conditions (sunset clauses), or to regulate the powers of holders of multiple voting shares through governance provisions. But an initial safeguard is to ensure that owners of higher-right shares hold a minimal percentage of the share capital.

5.1. Ensuring founders have a significant economic interest

There are two mechanisms for ensuring that founders hold a significant percentage of the share capital: a limitation on the number of voting rights per superior class share and sunset clauses in the event of dilution.

5.1.1. Limiting the voting rights attached to the superior voting right class

The ratio of voting rights granted to superior class shares to those granted to normal shares is a key aspect of dual-class structures. Box 10 shows that, using a structure in which the superior class has five times more voting rights than the normal class, a founder can hold a majority of votes with 16.67% of the capital, and a two-thirds super majority with less than 30% of the capital. With ten voting rights per share, 9.09% of the capital is sufficient to ensure control. It therefore seems reasonable to limit the number of voting rights to ten per share, or even to five, to provide holders of superior class shares with a significant economic interest.

Box 10: Economic interest and decision-making power

Number of voting rights per multiple voting share	% of share capital required to hold 50% of voting rights	% of share capital required to hold 2/3 of voting rights (super majority)
4	20.00	33.33
5	16.67	28.57
10	9.09	16.67
20	4.76	9.09
40	2.44	4.76

The table shows the minimum percentage of shares required to hold a simple majority (2nd column) and a super majority (3rd column) depending on the ownership structure (i.e. the number of voting rights attached to each share of the higher class) chosen (column 1). For example, with a 10:1 ratio, a shareholder could control 50% of the votes with only 9.09% of the shares.

5.1.2. Sunset clauses in the event of dilution

Sunset clauses allow for the termination of MVRs when the founders’ ownership falls below a set percentage, thus ensuring a basic alignment of the interests of founders and minority shareholders. For example, Yelp went public in 2012 with a clause terminating multiple rights if the founders’ share of the capital fell below 10%. The clause was activated in 2016, leading to a return to a single class of shares. Such dilution clauses are in fact quite common. In the study by Kim and Michaely (2019), 23.1% of the 920 companies with a dual-class structure had a clause that could be activated if a predefined minimum threshold was crossed. In practice, however, the shareholding thresholds used in IPOs are low (usually less than 10%, with a few exceptional cases of 25%), and founders have no trouble managing them if they wish to avoid share class reunification.

It is also conceivable that a sunset clause would not refer to a minimum percentage of the capital to be held, but to a maximum difference between the economic interest and the voting rights of the founders.

5.2. Fixed-time sunset clauses

5.2.1. Presentation

Fixed-time sunset provision is the simplest type of clause: it provides that at the end of a period specified at the time of the IPO (between 3 and 20 years), MVR shares are automatically converted into ordinary shares. The company then has only one class of shares. It is also possible to extend the dual-class structure period: a renewal of the dual-class structure for a further period can be decided by shareholders that are not affiliated with the founder.

In the study by Kim and Michaely (2019), only 17 of the 920 multi-class companies have a fixed-time sunset clause. Of these 17 cases, twelve reverted to a single share class, nine of them as a result of exercising the clause. However, these clauses have become more frequent in recent years. The CII (Council of Institutional Investors) lists 41 companies with such a clause between 2004 and 2020, most of them since 2017 (some examples are presented in *Box 11*). Although the CII is opposed to the introduction of multiple share classes, it believes that if they are allowed, at least fixed-time sunset clauses (with a maximum of seven years) should be imposed. A request to this effect was submitted to the US stock exchanges (NASDAQ and NYSE) in 2018.

Box 11: Examples of fixed-time sunset and dilution clauses in the US

Company	Year of IPO	Fixed termination after	Minimum shareholding	Back to one share - one vote
Groupon	2011	5 years	no	in 2016
Yelp	2012	7 years	at least 10% of shares	in 2016 due to the dilution clause
Apptio	2016	7 years	at least 25% of shares	in 2018 due to the dilution clause
Zoom	2019	15 years	no	no
Airbnb	2020	20 years	no	no

Source : Council of institutional investors, 2021

5.2.2. Discussion

Some stock exchanges are considering imposing such clauses. Are they optimal? There are two opposing views on this. On the one hand, the advocates of contractual freedom argue that companies should be free to choose the best governance model (Fisch and Solomon, 2019; Sharfman, 2019). They consider that fixed-time sunset clauses cannot be imposed

on companies, as they are too radical and may not serve their purpose because they could deter entrepreneurs from listing on a stock market that imposes them. They could also lead founders to extract massive private benefits just before the deadline. Taking the example of Sweden, which does not impose any sunset clauses on dual-class structures, Lidman and Skog (2021) point out that such clauses are likely to severely limit the gains from the involvement of founders or blockholders (who in Sweden are also family shareholders). A study in Canada²⁵ also reveals that a number of leading Canadian companies have seen their market value soar long after the 10-year period following the introduction of MVRs.

On the other hand, proponents of minority shareholder interests consider that dual-class structures should necessarily be limited in time, because studies have shown that the initial advantage of such structures has been eroded (Bebchuck and Kastiel, 2017). They also emphasise the value of clauses allowing for a renewal of the initial term by non-founder shareholders or on a one share - one vote basis, and cite the example of Fairfax, which in 2015 was able to pass a renewal of the initial term by 68.4% of minority shareholders. Nevertheless, Sharfman (2019) argues that the option of renewing the initial term has disadvantages in that it puts short-term pressure on the CEO to keep the renewal date in mind when making decisions. Moreover, minority shareholders may find it difficult to determine the right time for removing the dual-class structure: the positive aspects (arrival of activists or an increase in the probability of a takeover) may be easier to assess than the contribution of the visionary founder, leading more likely to the removal of dual-class structures at the earliest possible time.

Finally, it seems inappropriate to impose a single duration for the activation of the sunset clause for all companies, because the optimal duration of existence of multiple share classes depends on the maturity of the company at the time of its IPO and its business model, in particular the lead time needed to develop its products.

5.3. Conditional sunset clauses

5.3.1. Presentation

A second type of clause provides for the termination of MVR shares when a specific condition is met: for example, when the beneficiaries no longer hold a management position in the company, die or are no longer able to work, or transfer their shares to another person by way of assignment or donation. According to Kim and Michaely (2019), 56.8% of companies that went public with a dual-class structure have a conditional termination clause in the event of share transfer. As Aggarwal *et al.* (2022) show, such clauses are relatively rare in firms with dual-classes fully controlled by their founders, but are more frequent when control is shared with investors. This finding suggests that the adoption of such clauses is in fact the outcome of negotiation (and therefore a power struggle) between founders and investors. These clauses are often combined with an equal treatment clause, which guarantees the same price for all shares.

5.3.2. Discussion

These clauses may seem reassuring, but they are relatively little used in practice. In the study by Kim and Michaely (2019), only 37 of the companies concerned reverted to a single class of shares, and only eight cases resulted from the implementation of the conditional clause.

They prevent the transfer of shares to heirs or the perpetuation of MVR shares when the founders have left the company. Often the founders of technology companies are relatively young and therefore have a long working life ahead of them, thereby allowing dual-class structures to continue beyond what may be optimal for the company.

A recent study by the Securities and Exchange Commission (SEC) (Jackson Jr., 2018) of 157 companies going public with a dual-class structure over the period 2001-2016 shows that 55% of the sample have a permanent dual-class structure, since their articles of association do not include a sunset clause. But the study found that the value of companies with a dual-class structure decreased significantly more over time for those that chose to go public without a sunset clause. In the three to six years following the IPO, the Tobin's Q differential of permanent dual-class structures compared to their counterparts with a sunset clause was -0.66.

Consistently with this finding, Kim and Michaely (2019) show that the reunification of share classes resulting from the implementation of a sunset clause has a positive effect on the company's valuation as measured by Tobin's Q, especially if it occurs more than five years after the IPO.

5.4. Governance and other clauses

Clauses of this kind do not provide for the reunification of share classes, but strengthen the weight of holders of single voting shares in the governance of the company. The significance of these enhanced governance clauses is underlined by the results of Baran and Forst (2015). They show that in companies with dual-class structures in the US, between 2010 and 2012, directors were on average less independent and less experienced, with a higher proportion of directors who were employees of the company, than in companies with a single share class.

In 1976, the US AMEX stock exchange (which merged with the NYSE in 2008) authorised the first IPO with multiple classes of shares, that of Wang Laboratories, by requiring that minority shareholders be allowed to elect at least 25% of the directors. Between 1976 and the mid-1980s, when the NYSE refused to list companies with multiple classes of shares, several founders who were in favour of such structures chose to list on the AMEX, with this governance clause then mandatory. As Winden (2018) points out, the fact that minority shareholders have a significant number of directors representing them makes sunset clauses less essential. In fact, having these directors on the board will not prevent the founders from implementing their strategic vision for the company, but it will enable the interests of the other investors to be asserted, in particular by preventing the founders consuming private benefits. However, in order for minority shareholders to exercise their power, the terms of election of these directors must be specified. The major risk of governance clauses for founders is an influx of activists who could use access to the board to force the reunification of share classes. As Kastiel (2016) points out, minority shareholders often support the appointment of directors representing activists.

Apart from the composition of the board of directors, the use of multiple classes of shares may also be accompanied by other governance measures, such as the requirement of an independent chairman of the board, a majority of independent members in board committees or the voting of certain resolutions within a framework of strict proportionality

(i.e. the principle of one share - one vote would apply, for example, to the appointment of auditors, the election of directors, changes to the articles of association or regulated agreements). Governance enhancement clauses appear to be essential to make a broadly based conception of multiple share classes acceptable: corporate boards and shareholders decide on the optimal shareholding structures (including multiple voting shares when appropriate) given their specific characteristics, but on condition that the boards properly reflect the interests of all investors in the company. A summary of the advantages and disadvantages of sunset clauses is provided in *Box 12*.

Box 12. Sunset clauses to protect minority shareholders' rights in dual-class firms

Protection measure	Description	Advantages	Disadvantages
Fixed-time sunset clause	MVRs are discontinued on the date specified in the clause.	Clarity and effectiveness of protection for minority shareholders, who are not exposed to the risks associated with permanent multiple rights.	The clause can be a disincentive to founders and prevent an IPO, in which case it removes the attractiveness of MVR shares.
Conditional sunset clause	MVRs end when certain events occur: departure or death of founders, transfer of shares.	The clause allows for a return to a one share - one vote structure if the founders, whose value creation potential justifies their superior voting rights, leave the company.	Founders of technology companies are often young, with a long working life ahead of them, allowing dual-class structures to continue longer than what may be optimal for the company.
Sunset clause in the event of dilution	MVRs are abolished when the percentage of capital held by the founders falls below a predefined threshold.	The clause ensures that the founders have a minimum economic interest in the company and a better alignment of interests.	The thresholds are often set too low and can be easily manipulated by the founders.
Governance clauses	Clauses imposing governance arrangements: e.g. directors elected by minority shareholders, independence of the chairman of the board, or voting on certain resolutions in a one share - one vote framework.	Allows minority shareholders to defend their interests and limit private benefits extraction, while letting the founders implement their strategy.	May encourage the arrival of activists wishing to pursue the reunification of share classes.

VI. The use of reinforced voting structures in different countries

While many stock exchanges allow non-voting shares, in this section we will focus on MVR shares, looking in particular at the situation at the time of listing. We will also take a quick look at double voting shares, known as loyalty shares, before comparing how multiple share classes are structured in different countries.

6.1. Loyalty shares: the French case

French listed companies are not permitted to issue shares with multiple voting rights, unlike unlisted companies, which have had access to them since 2019 with the adoption of the PACTE Act. However, they have long used double voting rights. These so-called loyalty shares confer a second voting right when the share has been held in registered form for more than two years.²⁶ Attached to the holder of the share as a reward for loyalty, this right is lost when the share is sold, because it is non-transferable. Loyalty shares based on the French model have also been used in Italy since 2014, in Belgium since 2020, and in Spain since 2021.

Since the adoption of the Florange Act in 2014, double voting rights in France have become the default rule if companies do not have a general meeting vote to remove them. Before 2014, 66.9% of listed companies in France had double voting rights. Family-owned firms (where the founder or a family group holds at least 20% of the capital) are those that make most use of them. In 2015, after the Florange Act and the reversal of the default rule, 77% of companies used double voting rights (Belot *et al.* 2019). When we look at companies going public, we see that the use of double voting rights has remained similar for family-owned companies (70% of them use double voting rights), but has increased significantly for non-family-owned companies (from 28.6% before 2014 to 51% after 2014). Double voting rights represent an important control-enhancing mechanism, which does not require the creation of a separate class of shares (all shares are listed on the same line and at the same price), and is egalitarian, as it is available to all shareholders wishing to hold the shares for more than two years. In their current form, the increase in power that they allow is limited and only partially meets the expectations of founders of companies applying for IPOs.²⁷ But loyalty shares set up at the time of the IPO, which could provide for several voting rights, with a required duration extended to five years, for example, would be an interesting alternative to dual-class structures. Such loyalty shares would guarantee a listing of the shares on the same line and the non-transferability of the increased voting rights upon transfer of the share. Of course, a patient investor could take control of the company, but the required holding period would be a major deterrent for activists in a hurry. Box 13 provides a comparison of loyalty shares and multiple voting shares.

Box 13. Comparison of loyalty shares and dual-class structures

	Loyalty shares	Dual-class structures
Acquisition of voting rights	after holding for y years (2 in France)	before the IPO
Increased voting rights available to	all loyal registered shareholders	only the founders, managers or persons named at the creation of the superior class of shares
Number of voting rights per superior share	2	5-20
Number of share classes	1	2
Ending of dual-class structures after a specified time	no	only if there is a fixed term sunset clause
Abolition of dual-class structures in the event of transfer	yes	only if there is a conditional sunset clause

6.2. MVR shares around the world

While the existence of dual-class shares in the US has been extensively studied, other countries also allow for shares with differential voting rights, some long-standing, others more recent, in order to compete globally in attracting technology companies to their markets. The use of MVR shares may be either unrestricted or subject to restrictive clauses.

6.2.1. Financial centres with a long history of MVR shares

Multiple voting share classes have long existed in the US, Canada, northern European countries (Sweden, Finland, Denmark, the Netherlands), Switzerland and Israel.

The use of dual-class structure in the US, currently restricted to IPOs, is permissive: neither corporate law nor stock exchanges impose restrictive clauses or limitations on the differences in voting rights between classes. Contractual freedom prevails: some companies will regulate dual-class structures by sunset clauses, others will not. Contractual freedom also applies in Canada, but an equal treatment clause, imposed since 1987 on new IPOs, ensures that in the event of a change of control, there is a unique share price. This clause does not protect against the extraction of private benefits by holders of superior voting shares throughout their existence, but ensures that they cannot be included in the share price.

The Scandinavian countries and the Netherlands also have long offered the possibility of dual-classes and do not limit them to IPOs. Moreover, these countries impose few legal constraints, other than maximum voting rights ratios of 10:1 (Sweden and Denmark) and 20:1 (Finland). The Scandinavian countries allow multiple voting shares to be listed (e.g. 25% of the Swedish companies concerned do so). Finally, in Finland and Denmark, some decisions in extraordinary general meetings require higher majorities or even one share - one vote voting.

In Switzerland, the use of multiple share classes is widespread and has persisted despite several unsuccessful attempts to abolish it (in 1936 and 1991, according to von der Crone and Plaksen (2010)). Thus, in the early 1990s, companies with multiple share classes accounted for more than half of the Swiss market capitalisation. A special feature of multiple share classes in Switzerland is that all shares have one voting right, but the shares of the class with superior voting power have a lower nominal value, up to a ratio of 1:10.

In Israel, 40% of the companies listed on the Tel Aviv Stock Exchange had multiple share classes in 1989. The higher shares typically had one vote per share, while the lower shares were in the form of the five shares - one vote. In 1989, the issuance of new shares with lower voting rights was prohibited, leading to the reunification of share classes for most of the companies concerned (Hauser and Lauterbach, 2004).

6.2.2. Financial centres that have introduced MVR shares post-2018

The rapid rise in the proportion of MVRs in US IPOs since 2015, particularly for technology companies, and the choice by some leading companies (e.g. Alibaba in 2014) to list in the US rather than in their country of origin, has generated a certain amount of concern that has led financial centres to authorise the listing of dual-class companies. This was the case in 2018 for Singapore and Hong Kong,²⁸ 2019 for Shanghai (Star market) and India, 2020 for Shenzhen, 2021 in Indonesia and the premium market in London.²⁹

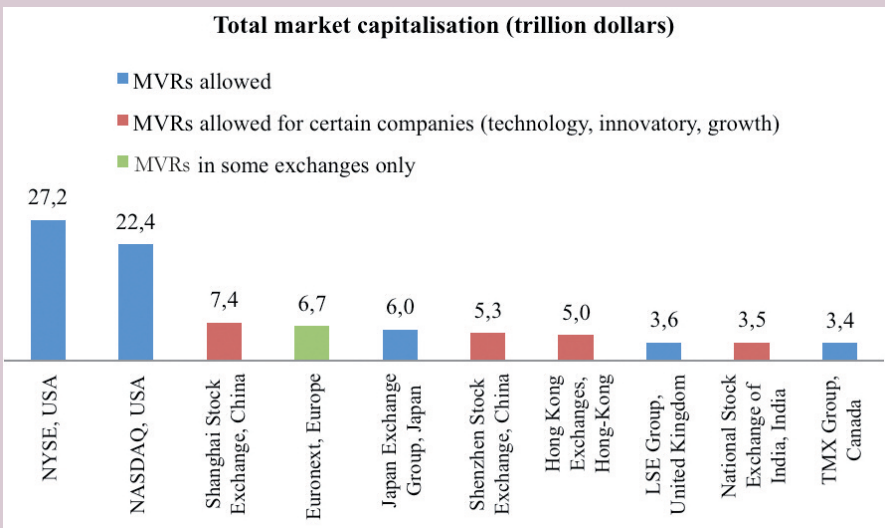
As a result almost all of the ten largest stock market operators (with the exception of some of the Euronext exchanges, including France) allow MVRs, at least for technology companies (see Box 14).

Box 14. The use of MVRs around the world

Panel A: Loyalty shares and MVR shares, recent developments

Loyalty shares introduced		MVR shares introduced	
Before 2014	After 2014	Before 2018	After 2018
France	Italy Belgium Spain	USA Canada Sweden Denmark Finland Netherlands Switzerland Japan	Hong Kong Singapore Shanghai (STAR) Shenzhen India Indonesia London

Panel B: Use of MVRs on the world's top 10 stock exchanges



Source: World Federation of Exchanges for market capitalisations (March 2022 data), our analysis for MVRs

What characterises these newcomers to the world of dual-class shares is the desire to frame them fairly tightly, unlike the contractual freedom favoured by the US. Thus, dual-class shares can only be issued by technology companies (India) or by innovative companies (Hong Kong) or in certain industries (Singapore). They are variously reserved for founders holding a management position (India), managers (London), or designated individuals

(Singapore, Hong Kong, China, Indonesia). The maximum voting ratios are 10:1 in most cases, except in Indonesia, where the maximum varies between 10:1 and 40:1 depending on the percentage of capital held by the founders (which must be at least 2.44%). Hong Kong and Singapore also impose a minimum percentage of capital (10%) held by founders, while India limits the voting rights of holders of multiple voting shares to 74%. Most of these markets provide for the limitation of enhanced voting rights to certain decisions and a return to one share - one vote, for example, for the appointment of directors, voting on regulated agreements, the choice of auditors, or major transactions. Note that for the London market, the use of the term "weighted voting shares" has been preferred to "dual-class shares". The superior voting rights only come into play in two circumstances: in the case of a takeover, which can only be done with the consent of the holders of these MVR shares, and for any resolution to remove the holder as an officer of the company.

These new entrants to the dual-class sphere all have sunset clauses. A fixed-time sunset clause after five years (possibly renewable) is mandatory in the London premium market and in India and after ten years in the Indonesian market. All markets that have recently introduced multiple share classes have conditional sunset clauses in the event of transfer of the shares, death or the withdrawal of founders. Most have enhanced governance clauses, and Singapore and Hong Kong also impose a specific symbol to enable investors to distinguish dual-class companies from others.

The recent introductions of MVRs are thus based on the many criticisms of US practices in order to provide more restricted solutions. These restrictions are all the more necessary as the legal environments in Asian countries may be less protective of minority investors. On the other hand, the dual-class structures thus offered appear much less attractive to founders. In Hong Kong, for example, multiple share classes were used in only two out of 218 IPOs in 2018, one out of 183 in 2019, and four out of 154 in 2020. In Singapore, only one IPO made use of these mechanisms between 2018 and 2020, and only one in Shanghai.³⁰ *Appendix B* summarises the characteristics of dual-class shares by country.

VII. Conclusion: our recommendations

The analysis of the costs and benefits of MVR shares, along with the examination of the forms of implementation of dual-class structures in a number of countries, lead us to formulate recommendations on the one hand on the appropriateness of introducing such shares and, on the other hand, if the response is positive, on their characteristics.

7.1. The appropriateness of introducing MVR shares

Since 2018, most financial centres that have examined this question have answered in the affirmative. It seems to us that in 2022, the answer must take into account two considerations.

a. A changing balance of power

In the first section of this article, we saw that MVRs emerge during periods when the balance of power between investors and founders is in favour of the latter. However, the financial environment is changing rapidly due to inflation reaching levels not seen in 40 years, rising interest rates and great uncertainty about economic developments in the coming years. It is therefore likely that investors will regain control, and entrepreneurs will be less able to impose their requirements in order to retain control.

b. But there is still competition between financial centres

Most of the world's major financial centres provide the opportunity for using MVRs. Thus, a founder of a major company who wants to keep control of it always has the option of listing on the NASDAQ, in London or in Asia. Even if the balance of power is less favourable to the founders, there is still the risk of losing one or other highly value-creating "pearl".

7.2. Preferred features if the MVR option is envisaged

7.2.1. Preservation of the economic interest of founders

The use of dual-class structures protects the strategic vision of founder-managers and their investment in human capital. It is therefore essential to reserve shares with superior voting rights for founders. But it is important that they also hold a significant proportion of the capital in order to ensure the alignment of interests with minority shareholders, with a maximum ratio of voting rights between share classes of 10:1, or ideally 5:1. A dilution clause providing for a minimum percentage of capital to be held of 10% or 15% is also desirable.

7.2.2. Sunset clauses to be handled with care

While fixed-time sunset clauses provide a time frame for minority investors and guarantee that the increased power of founders will be limited in time, they appear to be too restrictive for entrepreneurs and may dissuade them from considering an IPO, since control of their

company is a decisive factor for them. Indeed, if they consider multiple voting shares, it is because they want to possess a majority of the shares and will not take the risk of losing this power after a few years. In such an eventuality, the MVR system will not be used or used only to a limited extent.

Conditional clauses are more flexible and more protective of the founders and their long-term strategic vision, but present the risk of protecting them for longer than would be optimal, especially if they are young at the time of the IPO of the company they have created. Conditional clauses linked to the departure of the founder or especially to the transfer of shares seem essential. Indeed, as the human investment of the founders declines, there is no longer any justification for MVRs and a return to a single class of shares is appropriate. The addition of an equal treatment clause guarantees a single price for all shares in the event of a transfer of shares. Clauses related to the shareholding percentage, i.e. the requirement of a minimum economic interest in the company, also reduce the risk of agency conflicts.

7.2.3. Providing for exemplary governance

In order to limit private benefits consumption, without restricting the managerial latitude of the founders, it is useful to establish a number of rules:

- the independence of the Chairman of the Board of Directors, as well as the members of the Audit Committee;
- the re-establishment of a one share - one vote requirement for decisions relating to self-dealing transactions or the appointment of auditors;
- a guarantee that minority shareholders will be able to elect at least 25% of the members of the board of directors.

7.2.4. A degree of flexibility on target companies

Most financial centres that have recently introduced MVRs reserve them for certain categories of companies, for which the strategic vision of the founders is most valuable. This limitation is justified by the exemption of MVRs to the rules usually considered as good governance. However, in order not to be locked into a model that would have to change in the future, it would be useful to leave the contours of the target companies broad enough (companies with high value creation potential), so that the stock market operator can assess each IPO candidate on a case-by-case basis.

7.3. An alternative to MVR share classes: loyalty shares revisited

In France, we have an original tool that has been tried and tested over time, since it has existed since 1966, namely loyalty shares. In the current version, the number of increased voting rights is only two. But greater flexibility could be introduced into the terms of loyalty shares solely of growth companies applying for an IPO, by allowing them to up to five voting rights per share, and a long MVR vesting period (this has been two years since the 2014 Florange Act). Some companies that had long periods before 2014 have retained them

(this is the case of Pernod Ricard, whose articles of association provide for a holding period of ten years before acquiring double voting rights). The founders would be granted these additional voting rights immediately after the IPO.

As shown in *Box 13*, loyalty shares have all the characteristics of MVR shares with conditional sunset clauses (sale, transfer, same price in case of takeover), but guarantee the same trading line (all shares are quoted at the same price all the time), better liquidity, and the possibility for all patient investors of acquiring them as long as they agree to hold their shares in a registered form.

Box 15 summarises our recommendations.

Box 15. Our recommendations

- 1. MVRs are less relevant in 2022, as the balance of power is no longer as favourable to founders.**
- 2. If, nevertheless, MVRs are envisaged, in order to protect minority shareholders, provision must be made for:**
 - a) A maximum ratio of 5:1;
 - b) A dilution clause (return to one share - one vote if the founders hold less than x% of the capital (for example 15%));
 - c) 25% of the directors elected by minority shareholders and certain decisions made with the one share - one vote rule.
- 3. Our proposal, as an alternative to MVRs: loyalty shares revisited, reserved for growth companies applying for an IPO, with multiple rights (and not just double as at present), and longer acquisition periods.**

NOTES

¹ See, for the US, the position of the Council of Institutional Investors <https://www.cii.org/dual-class-stock-advocacy>, or for France, the AFG's commitment to the principle of “one share - one vote” reaffirmed in its “Recommendations on Corporate Governance 2022” (<https://www.afg.asso.fr/afg-document/recommandations-ge-2022/>).

² In this article, we use the term “multiple voting rights” to refer to situations in which there are two or more classes of shares with differentiated voting rights. In the US market, the term “dual-class” is used to identify such ownership structures. We therefore also use the terms “dual-class structure” and “dual-class firms” below. MVRs are found in many markets (see below) and with various structures: for example, a holder of a lower class of Volvo share has one tenth of a voting right (see *Box 1*).

³ Excluding SPACs (Special Purpose Acquisition Company).

⁴ Adena Friedman (President and CEO of NASDAQ) stresses that the flexibility offered by dual classes is essential to attract innovative companies to the stock market (see <https://www.nasdaq.com/revitalize>).

⁵ This result is more general: Bessembinder (2018) shows that 4% of the 25,300 listed US companies in the CRSP database between 1926 and 2016 (i.e. the 1,092 best performing companies) generate all the value creation, while the remaining 96% perform on average as well as one-month Treasury bills. The median duration of a stock in the CRSP database between 1926 and 2016 is seven and a half years.

⁶ This section discusses the impacts of non-compliance with the one share - one vote rule. We will not present the theoretical literature on the optimal design of voting rights in a take-over context. But readers interested in this topic can refer to the seminal article by Grossman and Hart (1988) and the synthesis by Burkart and Lee (2008). The latter shows that the one share - one vote structure may be optimal for a firm with dispersed ownership. This situation is not typical of firms that go public, and it is these that are the subject of this article.

⁷ The canonical analysis by Alchian and Demsetz (1972) describes the expectations of a small shareholder and justifies the use of MVRs: “In fact, we invest in some ventures in the hope that no other stockholders will be so “foolish” as to try to toss out the incumbent management. We want him to have the power to stay in office, and for the prospect of sharing in his fortunes we buy nonvoting common stock” (p. 789).

⁸ See “In Facebook Deal, Board Was All But Out of Picture”, The Wall Street Journal, 18 April 2012. The article mentions Ralph Walking’s opposition to the deal, on the ground that the board should be a safeguard to protect minority investors.

⁹ See <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2016-larry-fink-ceo-letter>.

¹⁰ Note that this study relies largely on the econometric technique of ‘regression discontinuity design’ to establish true causality and thus limit the endogeneity bias inherent in studies investigating the impact of governance mechanisms on financial decisions (see Roberts and Whited (2013) for a discussion).

- ¹¹ Bauguess *et al.* (2012) are careful to point out that the majority of the public bids in their sample are friendly. Thus, the study does not provide a conclusive answer on the ability of a dual class structure to resist an unsolicited takeover.
- ¹² With regard to the premium paid in a change of control transaction, minority shareholders therefore benefit from the dual class structure.
- ¹³ Two main methods have been used: the first (see for example Barclay and Holderness (1989)) is to measure the difference between the price paid by an acquirer when buying a significant block of shares and the market price before the deal was announced. The premium paid reflects the private benefits that the acquirer will be able to extract when in a controlling position. The second method is to measure the difference between the value of a voting share and a non-voting share (see for example Zingales (1994)).
- ¹⁴ The ‘quality’ of the acquisition is measured by abnormal returns (i.e. the difference between the observed return of the stock and the ‘normal’ return estimated by a market model).
- ¹⁵ The study by Appel *et al.* (2016) on a US sample and focusing only on passive institutional investors comes to the (identical) conclusion that they are very reluctant to invest in firms with a dual class structure.
- ¹⁶ “The tragedy of the dual-class commons”. ISS M&A edge note: North America. 13 February 2012. Consultable on: <http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf>
- ¹⁷ The exit of so-called passive investors could be very problematic for small investors in firms excluded from the indices. Since they lack the ability to vote with their feet, these funds have a strong incentive to try to improve the governance of their portfolio companies. Appel *et al.* (2016) show that passive institutional shareholding is associated with a higher fraction of independent directors and an increased likelihood of opting out of anti-takeover mechanisms. It also appears that passive institutional shareholding is positively correlated with company performance, measured by return on assets and Tobin's Q.
- ¹⁸ “Open Letter Regarding Consultation on the Treatment of Unequal Voting Structures in the MSCI Equity Indexes”, 3 May 2018. Consultable on: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/03/open-letter-regarding-consultation-on-the-treatment-of-unequal-voting-structures-in-the-msci-equity-indexes/>
- ¹⁹ Chemmanur and Jiao (2012) model the advantages of a dual class structure in the specific context of the IPO.
- ²⁰ For a comparison of more mature firms, the reader may refer to the work of Gompers *et al.* (2010) and Kim and Michaely (2019).
- ²¹ The most important historical studies on the link between MVRs and firm valuation include Gompers *et al.* (2010), Villalonga and Amit (2009), Claessens *et al.* (2002) and Bennedsen and Nielsen (2010).

²² Through the analysis of short-term stock market reactions, this study measures the perception of investors, in particular of institutional investors. The results can therefore be compared with those presented in section 3.2.3 on institutional preferences.

²³ Note that this result contradicts the finding by Field and Lowry (2022) presented in *Box 7*.

²⁴ In order to calculate such a premium, it is necessary for both classes of shares to be traded on the market, but this is the case for only 16% of the dual-class sample.

²⁵ IGOPP, 2019, The case for dual-class shares.

²⁶ In their articles of association in existence prior to the Florange Act, some companies provide for a period longer than two years.

²⁷ French companies may also issue preference shares without voting rights. These may not represent more than half of the capital, with this limit being reduced to a quarter in companies whose securities are traded in a regulated market.

²⁸ Note that MVRs were allowed in the 1980s in Hong Kong but were banned in 1989.

²⁹ In the UK, while the AIM and standard markets did not formally prohibit the use of differential voting rights until 2021, in practice the rules put in place were a disincentive and there was strong investor pressure to stick to the one share - one vote rule.

³⁰ Source: Min Yan (2021).

Appendices

Appendix A: The treatment of firms with dual-class structures in the composition of major international indices.

Inclusion	Weighting	Hurdle	Exclusion
- CRSP US Total Market	- None	- Russell 1000	- Value S&P 500
- NASDAQ 100		- FTSE Developed All Cap - Ex US	- S&P MidCap 400
- MSCI EAFE		- Russell 1000 Growth	- S&P SmallCap 600
- FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion		- Russell 2000	
- MSCI Emerging Markets Investable Market		- Russell 1000 Value	
- CRSP US Large Cap Value			
- CRSP US Large Cap Growth			
- NASDAQ US Dividend Achievers Select			
- MSCI USA Minimum Volatility			
- MSCI US Investable Market Real Estate 25/50			

Source: Committee on Capital Markets Regulation (2020), Table 2

Appendix B: Country-specific characteristics of MVR share classes.

Financial market	LSE premium listing UK	Singapore	Hong Kong	China (Shanghai Star Market)	India	Indonesia
Year of introduction of multiple classes	2021	2018	2018	2019	2019	2021
% of minimum (maximum) capital to be held by founders		Min 10%	Min 10%		Max 74%	Min 2.44%
Restriction on holding MVR shares	Managers	Individuals or groups of individuals	Individuals or groups of individuals	Individuals or groups of individuals	Founders with a management position	Founders and some directors
Existence of a maximum voting ratio	20:1	10:1	10:1	10:1	between 2:1 and 10:1	between 10:1 and 40:1 depending on the share of capital held by the founders
Only for certain industries: technology, innovative, growth	no	no	yes	yes	yes	yes
Only for certain decisions	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Time-related sunset clauses	yes, 5 years	no	no	no	yes, 5 years and renewal once possible if minority agreement	yes, duration fixed at IPO, 10 years maximum, renewable if minority shareholders agree
Conditional clauses	yes	no	yes	yes	yes	yes
Enhanced governance clauses	no	yes	yes	yes	yes	no
Specific symbol to distinguish dual-class shares from one share - one vote shares		yes	yes			

REFERENCES

- Adams, R.B., Ferreira, D., 2008. One share - one vote: The empirical evidence. *Review of Finance* 12, 51–91.
- Adams, R.B., Ferreira, D., 2007. A theory of friendly boards. *Journal of Finance* 62, 217–250.
- Aggarwal, D., Eldar, O., Hochberg, Y.V., Litov, L.P., 2022. The rise of dual-class stock IPOs. *Journal of Financial Economics* 144, 122–153.
- Agrawal, A., Mandelker, G.N., 1987. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *The Journal of Finance* 42, 823–837.
- Alchian, A.A., Demsetz, H., 1972. Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review* 62, 777–795.
- Amihud, Y., Lev, B., 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics* 12, 605–617.
- Amoako-Adu, B., Smith, B.F., 2001. Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class. *Journal of Banking and Finance* 25, 1083–1111.
- Appel, I.R., Gormley, T.A., Keim, D.B., 2016. Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics* 121, 111–141.
- Arugaslan, O., Cook, D.O., Kieschnick, R., 2010. On the decision to go public with dual class stock. *Journal of Corporate Finance* 16, 170–181.
- Arugaslan, O., Cook, D.O., Kieschnick, R., 2004. Monitoring as a motivation for IPO underpricing. *The Journal of Finance* 59, 2403–2420.
- Baran, L., Forst, A., 2015. Disproportionate insider control and board of director characteristics. *Journal of Corporate Finance* 35, 62–80.
- Baran, L., Forst, A., Via, M., 2020. Dual Class Share Structure and Innovation. *SSRN Electronic Journal*.
- Barclay, M.J., Holderness, C.G., 1989. Private benefits of control from public corporations. *Journal of Financial Economics* 25, 371–395.
- Bauguess, S.W., Slovin, M.B., Sushka, M.E., 2012. Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights. *Journal of Banking and Finance* 36, 1244–1253.
- Bebchuk, L.A., Kastiel, K., 2017. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review* 103, 585–630.
- Bebchuk, L.A., Kraakman, R., Triantis, G.G., 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights, in: Morck, R.K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. NBER Conference Report series., pp. 295–315.
- Becker, G.S., 1962. Investment in human capital: A theoretical analysis. *Journal of Political Economy* 70, 9–49.
- Belot, F., Ginglinger, E., Starks, L.T., 2019. Encouraging long-term shareholders: The effects of loyalty shares with double voting rights. *SSRN Electronic Journal*.
- Bennedsen, M., Nielsen, K.M., 2010. Incentive and entrenchment effects in European ownership. *Journal of Banking and Finance* 34, 2212–2229.
- Bessembinder, H., 2018. Do stocks outperform Treasury bills? *Journal of Financial Economics* 129, 440–457.
- Boehmer, E., Sanger, G.C., Varshney, S.B., 2004. Managerial bonding and stock liquidity: An analysis of dual-class firms. *Journal of Economics and Finance* 28, 117–131.
- Burkart, M., Lee, S., 2008. One share - one vote: The theory. *Review of Finance* 12, 1–49.
- Bushee, B.J., 1998. The influence of institutional investors in myopic R&D investment behavior. *Accounting Review* 73, 305.

Cao, X., Leng, T., Goh, J., Malatesta, P., 2020. The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms. *Economic Modelling* 91, 347–357.

CFA Institute, 2018. Dual-class shares: The good, the bad, and the ugly.

Chemmanur, T.J., Jiao, Y., 2012. Dual class IPOs: A theoretical analysis. *Journal of Banking and Finance* 36, 305–319.

Chemmanur, T.J., Tian, X., 2018. Do antitakeover provisions spur corporate innovation? A regression discontinuity analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53, 1163–1194.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., Lang, L.H.P., 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57, 2741–2771.

Committee on Capital Markets Regulation, 2020. The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications.

Cremers, M., Lauterbach, B., Pajuste, A., 2020. The life-cycle of dual class firms: From IPO to sunset. *SSRN Electronic Journal*.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., 1985. Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics* 14, 33–69.

Denis, D.K., McConnell, J.J., 2003. International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 1–36.

Ewens, M., Nanda, R., Rhodes-Kropf, M., 2018. Cost of experimentation and the evolution of venture capital. *Journal of Financial Economics* 128, 422–442.

Field, L., Lowry, M., 2022. Bucking the trend: Why do IPOs choose controversial governance structures and why do investors let them? *SSRN Electronic Journal*.

Fisch, J., Solomon, S.D., 2019. The problems of sunsets. *Boston University Law review* 99, 1057–1094.

Ginglinger, E., Hamon, J., 2012. Ownership, control, and market liquidity. *Finance* 33, 61–99.

Gompers, P.A., Ishii, J., Metrick, A., 2010. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Review of Financial Studies* 23, 1051–1088.

Goshen, Z., Hamdani, A., 2016. Corporate control and idiosyncratic vision. *Yale Law Journal* 125, 560–617.

Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S., 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40, 3–73.

Grossman, S.J., Hart, O.D., 1988. One share - one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20, 175–202.

Hall, R.E., Woodward, S.E., 2010. The burden of the nondiversifiable risk of entrepreneurship. *American Economic Review* 100, 1163–1194.

Harford, J., Kecskés, A., Mansi, S., 2018. Do long-term investors improve corporate decision making? *Journal of Corporate Finance* 50, 424–452.

Hauser, S., Lauterbach, B., 2004. The value of voting rights to majority shareholders: Evidence from dual-class stock unifications. *Review of Financial Studies* 17, 1167–1184.

Howell, J.W., 2017. The survival of the U.S. dual class share structure. *Journal of Corporate Finance* 44, 440–450.

Hwang, J.H., Hu, B., 2009. Private benefits: Ownership versus control. *Journal of Financial Research* 32, 365–393.

ISS, Shearman & Sterling, ECGI, 2007. Report on the proportionality principle in the European Union.

Jackson Jr., R.J., 2018. Perpetual dual-class stock: The case against corporate royalty.

Jarrell, G.A., Poulsen, A.B., 1988. Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence. *Journal of Financial Economics* 20, 129–152.

Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323–329.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90, 22–27.

- Kastiel, K., 2016. Against all odds: Hedge funds activism in controlled companies. *Columbia Business Law Review* 2016, 60–132.
- Kerr, W.R., Nanda, R., Rhodes-Kropf, M., 2014. Entrepreneurship as experimentation. *Journal of Economic Perspectives* 28, 25–48.
- Kim, H., Michaely, R., 2019. Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class structures. *SSRN Electronic Journal*.
- Kim, J., Matos, P., Xu, T., 2018. Multi-class shares around the world: The role of institutional investors. Working paper.
- Lel, U., Netter, J.M., Poulsen, A.B., Qin, Z., 2021. Dual class shares and firm valuation: Evidence from SEC rule 19c-4. *SSRN Electronic Journal*.
- Li, K., Ortiz-Molina, H., Zhao, X., 2008. Do voting rights affect institutional investment decisions? Evidence from dual-class firms. *Financial Management* 37, 713–745.
- Lidman, E., Skog, R.R., 2021. London Allowing Dual Class Premium Listings: A Swedish Commentary. *SSRN Electronic Journal*.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., Xuan, Y., 2011. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 100, 1–23.
- Lins, K.V., 2003. Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159–184.
- Loderer, C., Stulz, R., Waelchli, U., 2017. Firm rigidities and the decline in growth opportunities. *Management Science* 63, 3000–3020.
- Manne, H.G., 1965. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy* 73, 110–120.
- Masulis, R.W., Wang, C., Xie, F., 2009. Agency problems at dual-class companies. *Journal of Finance* 64, 1697–1727.
- Noe, T., Parker, G., 2005. Winner takes all: Competition, strategy, and the structure of returns in the internet economy. *Journal of Economics and Management Strategy* 14, 141–164.
- Palepu, K.G., 1986. Predicting takeover targets. *Journal of Accounting and Economics* 8, 3–35.
- Reddy, B.V., 2021. More than meets the eye: Reassessing the empirical evidence on US dual-class stock. *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 23, 955–1017.
- Roberts, M.R., Whited, T.M., 2013. Chapter 7 - Endogeneity in Empirical Corporate Finance¹, in: Constantinides, G.M., Harris, M., Stulz, R.M. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier, pp. 493–572.
- Rydqvist, K., 1992. Dual-class shares: A review. *Oxford Review of Economic Policy* 8, 45–57.
- Sharfman, B.S., 2019. The undesirability of mandatory time-based sunsets in dual class share structures: A reply to Bebchuk and Kastiel. *Southern California Law Review Postscript* 93 PS1, 1–10.
- Shleifer, A., Summers, L., 1988. Breach of trust in hostile takeovers, in: Alan J. Auerbach (Ed) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, pp. 33–56.
- Smart, S.B., Zutter, C.J., 2003. Control as a motivation for underpricing: A comparison of dual and single-class IPOs. *Journal of Financial Economics* 69, 85–110.
- Villalonga, B., Amit, R., 2009. How are U.S. family firms controlled? *Review of Financial Studies* 22, 3047–3091.
- Villalonga, B., Amit, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80, 385–417.
- von der Crone, H.C., Plaksen, E., 2010. The value of dual-class shares in Switzerland. *SSRN Electronic Journal*.
- Winden, A., Baker, A., 2019. Dual-class index exclusion. *Virginia Law and Business Review* 13, 101–154.
- Winden, A.W., 2018. Sunrise, sunset: An empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures. *Columbia Business Law Review* 2018, 852–951.
- Zingales, L., 1994. The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience. *The Review of Financial Studies* 7, 125–148.

Les derniers numéros parus dans la collection « Opinions & Débats » : The latest issues of the « Opinions & Debates » collection:



- Assurance : Discrimination, biais et équité
 - Insurance: Discrimination, Biases & Fairness
- Arthur Charpentier



- Cyber-assurance : enjeux, modélisations et leviers de mutualisation
 - Cyber insurance: issues, modelling and mutualisation levers
- Caroline Hillairet et/and Olivier Lopez



- Scénarios et modèles économie-climat : une grille de lecture pour la finance durable
 - Climate-economic scenarios and models: a reading guide for sustainable finance
- Jean-Charles Hourcade, Frédéric Gherzi, Romain Grandjean, Julien Lefèvre, Peter Tankov et/and Stéphane Voisin



- Comment favoriser l'accès à l'emploi des jeunes peu qualifiés ?
 - How to promote access to employment for low-skilled young people?
- Pierre Cahuc et/and Jérémy Hervelin



- Robo-Advising : Moins d'IA et plus de XAI ?
 - Robo-Advising: Less AI and More XAI?
- Milo Bianchi et/and Marie Brière



- L'évaluation économique des engagements en assurance vie : écueils, bonnes pratiques et préconisations pour une mise en œuvre pertinente
 - The economic evaluation of life insurance liabilities: pitfalls, best practices and recommendations for relevant implementation
- Kamal Armel et/and Frédéric Planchet

L'intégralité des numéros de la collection « Opinions & Débats » est accessible sur le site web de l'Institut Louis Bachelier : institutlouisbachelier.org/opinions-debats-louis-bachelier/

All issues of the « Opinions & Debates » collection are available on Institut Louis Bachelier website: <https://www.institut-louisbachelier.org/en/opinions-debates/>



Institut Louis Bachelier

Palais Brongniart

28, place de la Bourse

75002 Paris

Tél. : +33 (0)1 73 01 93 40

Fax : +33 (0)1 73 01 93 28

contact@institutlouisbachelier.org

