

L'exercice délicat de la valorisation d'un droit de vote

La multiplication des émissions d'actions sans droit de vote amène les évaluateurs à adopter de nouvelles méthodes.

PAR FLORENT LE QUINTREC

+ EMAIL flequentrec@agefi.fr

De nombreuses entreprises technologiques, notamment américaines, se sont introduites en Bourse (IPO) ces derniers mois en émettant plusieurs classes d'actions permettant à leurs fondateurs d'en garder le contrôle. Leur structure capitalistique se compose d'actions de classe A, qui détiennent chacune un droit de vote, d'actions de classe B, qui peuvent détenir jusqu'à dix droits de vote chacune, réservées aux fondateurs et aux actionnaires historiques de l'entreprise, et dans certains cas d'actions de classe C, qui ne bénéficient d'aucun droit de vote. Le dernier exemple en date est l'IPO de Dropbox en mars avec cette structure à trois étages. Le cas le plus extrême reste celui de Snap qui, en mars 2017, s'est introduit en Bourse en n'accordant aux souscripteurs que des actions sans droit de vote.

Les investisseurs déplorent unanimement ce déni de démocratie actionnariale. A tel point que certains fournisseurs d'indice (S&P Dow Jones, FTSE Russell) ont décidé de sortir les sociétés aux actions multiclasses de leurs principaux indices, privant de fait ces entreprises de la manne de la gestion indicielle. Mais plusieurs places boursières, notamment en Asie, envisagent d'autoriser la cotation de différentes catégories d'actions



« LA RECHERCHE ACADÉMIQUE A TRAITÉ LE SUJET MAIS N'A PAS ÉTABLI DE FORMULE FIABLE ET OBJECTIVE »

— CARINE TOURNEUR, managing director valuation advisory chez Duff & Phelps

pour convaincre les pépites technologiques locales de choisir leur marché domestique, contrairement à Alibaba qui en 2014 avait choisi New York pour réaliser la plus importante IPO de l'histoire en raison de la règle « une action égale une voix » en vigueur à Hong Kong. Le HKEX vient donc de modifier son règlement, de même que Singapour. Conséquence immédiate, le géant chinois Xiaomi, dont l'IPO est attendue depuis plusieurs mois, a annoncé en mai son intention de s'introduire à Hong Kong.

Cette complexification de la structure actionnariale des entreprises implique une différence de valeur des actions d'une même société. En l'absence de droit de vote, la logique voudrait que le prix de l'action soit inférieur à celui d'une action ordinaire. La réalité n'est pas si simple. « Lorsqu'on cherche dans la théorie financière les méthodes d'évaluation qui apprécient la prime ou la décote en fonction des droits attachés à une action, on a vite fait le tour », observe Carine Tourneur, managing director valuation advisory chez Duff & Phelps. *La recherche académique a traité le sujet mais n'a pas établi de formule fiable et objective pour estimer la valeur d'un droit de vote.* »

CONTRÔLE

Cette valeur est essentiellement liée à la situation de l'entreprise, et est donc calculée au cas par cas. « Si le dividende est satisfaisant et la stratégie pertinente, l'actionnaire ne sera pas enclin à utiliser

son droit de vote. En revanche, s'il veut exprimer son mécontentement, le droit de vote vaudra plus cher car celui-ci pourrait donner lieu à des changements dans l'entreprise », poursuit Carine Tourneur.

La question du contrôle de l'entreprise est aussi essentielle pour déterminer la valeur d'un droit de vote. « Lors de l'OPA sur Gemalto qui a donné lieu à des enchères entre Atos et Thales, l'actionnariat a été très sollicité, et donc le droit de vote des petits porteurs valait plus cher », remarque Christophe Lam, senior associate chez NG Finance. *A l'inverse, dans une société où il n'y a pas de perspectives de changement de contrôle, comme EDF, le droit de vote revêt peu de valeur. Pour fixer objectivement une valeur au droit de vote, on peut s'inspirer de la théorie des jeux en analysant les rapports de force au sein de l'actionnariat en partant du principe que tel pourcentage de droit de vote aura davantage de valeur par rapport à d'autres en fonction de la géographie du capital.* »

En moyenne, le marché fixe une décote de 5 % à 20 % aux actions aux droits de vote plus faibles ou inexistantes. Dans le cas d'une société dont le contrôle est verrouillé, cette décote peut disparaître. Par exemple, les actions sans droit de vote de Google (dont les fondateurs détiennent 51 % des droits de vote pour 11 % du capital) cotaient vendredi dernier autour de 1.099 dollars tandis que celles avec un droit de vote s'échangeaient 1.112 dollars. Si les évaluateurs n'ont pas encore trouvé la formule parfaite, le marché semble s'en accommoder. ■