



AVIS D'EXPERT

# L'émergence d'un activisme constructif

**Caroline Ruellan**, docteur en droit, Harvard Law School, et présidente SONJ Conseil (haut),  
et **Muriel Goldberg-Darmon**, docteur en droit, avocat associé du Cabinet *Cohen & Gresser* (bas)

L'ACTIVISME N'EST PAS UN PHÉNOMÈNE récent (1). Il est né avec l'apparition de l'entreprise et des forces capitalistes qui l'animent. Derrière l'activisme se trouve la question de la gouvernance et, plus particulièrement, celle du traitement des minoritaires et de ses rapports avec le majoritaire.

Les fonds et actionnaires activistes sont par nature des actionnaires minoritaires, qui ne cherchent jamais à devenir majoritaires, ni même actionnaires de contrôle, mais qui entendent exercer une influence sur la société émettrice. Ils ne font que se réapproprier les droits que la loi leur reconnaît en contrepartie du risque social qu'ils ont accepté de courir.

L'ampleur du phénomène en revanche est récent. En 2017, il y a eu ainsi 193 campagnes activistes, portant sur 62 milliards de dollars, dont 22 milliards en Europe. Les activistes ont obtenu 100 sièges dans les conseils d'administration (2). Il existe de toute évidence une montée activiste en Europe, notamment en France.

Il convient de souligner que l'activisme désigne des réalités multiples de sorte qu'il n'y a pas un activisme mais plusieurs formes d'activisme, du plus agressif au plus constructif.

## LES ALLIANCES ENTRE MINORITAIRES

**Le succès ou l'échec** d'une campagne activiste dépend souvent de la capacité d'un fonds activiste à se coordonner, voire à se fédérer avec d'autres fonds ou actionnaires minoritaires, notamment avec des actionnaires institutionnels.

En pratique, dans la plupart des cas, les fonds activistes et les actionnaires minoritaires échangent au travers de discussions plus ou moins formelles (échanges d'idées, d'informations ou de convictions) et cofinancent parfois certains coûts (conseils juridiques, experts financiers, etc.). L'enjeu juridique est donc de déterminer si les actionnaires minoritaires agissent ou non de concert.

Soit ces actionnaires minoritaires concluent un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert, auquel cas la situation est claire : les participations de l'ensemble des actionnaires minoritaires partie au pacte devront être agrégées et donner lieu, le cas échéant, à des déclarations de franchissement de seuils et de déclaration d'intention de concert.

Soit ces actionnaires minoritaires ne concluent pas de pacte d'actionnaires. Il peut alors leur être



«  
193 CAMPAGNES  
ACTIVISTES  
EN 2017,  
PORTANT SUR  
62 MILLIARDS DE  
DOLLARS, DONT  
22 MILLIARDS  
EN EUROPE  
»

reproché d'agir de concert de manière occulte, auquel cas ils peuvent se voir privés de leur droit de vote.

Enfin, on assiste aussi à l'émergence de nouvelles méthodes visant à fédérer les actionnaires individuels à travers les réseaux sociaux, démarches qui soulèveront nécessairement de nouveaux enjeux.

## LES RELATIONS AVEC LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

**Le conseil d'administration** est un organe essentiel à double titre. D'une part, il peut être la cible de l'action activiste (remise en question de sa composition, sa stratégie, sa politique de rémunération...). D'autre part, et dans tous les cas, le conseil d'administration est l'interlocuteur privilégié de l'activiste en tant que garant de l'intérêt social.

A cet égard, il est impératif que le conseil d'administration favorise le dialogue avec les investisseurs, sous réserve bien sûr du respect de l'égalité de traitement des actionnaires. Si cette pratique est institutionnalisée au Royaume-Uni où les investisseurs importants échangent régulièrement avec les administrateurs référents, elle n'est pas courante en France, alors même que certains investisseurs institutionnels tels que BlackRock le réclament.

La pression qu'un activiste exerce sur un conseil d'administration sera d'autant plus forte et donc de nature à fragiliser l'émetteur, que ce dernier ne se sera pas préparé en amont. Le conseil d'administration doit en conséquence avoir une connaissance affinée de l'activiste, ses modalités d'action, ses objectifs, ainsi que la manière dont les autres actionnaires minoritaires peuvent réagir à son action, et donc se fédérer.

Reste à savoir comment le gouvernement soutiendra la compétitivité et l'attractivité de la Place de Paris et fera évoluer les droits des actionnaires minoritaires dans le projet Pacte en cours de discussion. ■

(1) Cet article fait suite à la table ronde organisée par les auteurs sur « L'émergence d'un activisme constructif », qui s'est tenue le 5 décembre 2017, à Paris, au Cercle de l'Union Interalliée, autour de : Ahmed Guenaoui (direction générale du Trésor), Gilles Mentré (associé gérant, Banque Lazard), Joseph Oughourlian (managing partner, Amber Capital).

(2) Sources Banque Lazard 2018.