



L'activisme actionnarial : Genèse, influence contemporaine et cadre juridique

*Nima Shareghi**

Table des matières

Introduction

1. Genèse de l'activisme actionnarial
 - 1.1. Origine de l'activisme actionnarial
 - 1.2. La dualité de l'activisme actionnarial
 - 1.3. Les stratégies des campagnes activistes
 - 1.4. Philosophie de l'activisme actionnarial
2. Influence de l'activisme actionnarial
 - 2.1. Etendue de la pratique
 - 2.2. Les divers moyens de pression
 - 2.3. Les limites de la pratique
3. Nécessité d'un encadrement juridique
 - 3.1. Les dérives et excès de l'activisme actionnarial
 - 3.2. L'influence positive de l'activisme actionnarial
 - 3.3. Nécessité d'une réévaluation législative

Conclusion

Résumé

L'activisme actionnarial est un phénomène qui a pris beaucoup d'ampleur dans les dernières années, de sorte qu'il ne peut plus être ignoré. En effet, son influence sans cesse croissante change déjà la perception de la gouvernance et le rôle de l'actionnaire au sein des compagnies. De manière corollaire, la question de la nécessité d'un encadrement juridique de l'activisme actionnarial est de plus en plus prégnante.

Une réponse sera tentée dans cette étude descriptive et analytique de l'activisme actionnarial, qui vise à comprendre l'origine et l'influence pratique de ce phénomène, tout en évaluant la pertinence d'un cadre juridique.

* Bachelier en droit de l'Université Laval et étudiant en droit au sein du cabinet Norton Rose Fulbright

Introduction

Le droit des affaires canadien est particulièrement propice au changement. Il suffit de penser au récent changement de paradigme dans l'arrêt *Wise*², écartant la théorie prédominante de la primauté des actionnaires en droit des sociétés par actions pour privilégier la théorie des parties prenantes et la responsabilité sociale des entreprises, ou encore les grandes améliorations apportées à la *Loi canadienne des sociétés par actions*³ et plus tard à la *Loi sur les sociétés par actions*⁴ du Québec pour donner suite au rapport *Dickerson*⁵. Selon les auteurs Tchotourian, Deshayé et Mac Farlane-Drouin, « le droit canadien des affaires est dans un continuum réglementaire caractérisé par une série d'évolutions (d'une force normative variable) [...] »⁶.

En observant l'évolution des sociétés par actions, il est possible de constater que cette adaptation des normes est nécessaire. Le rôle des actionnaires dans la gouvernance est un excellent exemple de cette évolution : l'actionnaire s'implique désormais dans la vie de l'entreprise et à plusieurs égards : « le petit actionnaire particulier s'est transformé en un investisseur institutionnel ayant une

meilleure connaissance du marché et un objectif d'investissement différent »⁷. Depuis l'émergence des investisseurs institutionnels, et particulièrement, après la crise financière mondiale de 2007-2008, le débat sur l'activisme actionnarial s'est ravivé⁸. Ce phénomène connaîtra à la fois critiques et éloges, divisant les experts sur les mesures à prendre.

Il est aujourd'hui établi que l'activisme actionnarial est bien plus qu'une tendance, mais « une force qui s'installe définitivement dans les marchés financiers mondiaux. »⁹ Selon les données récentes, le milieu des affaires canadien figure parmi ceux étant les plus impactés par l'activisme actionnarial, suivant les marchés américains et australiens¹⁰. Interrogé sur la hausse des offensives actionnariales par les activistes au Canada en 2022, l'avocat Sébastien Roy répond qu'« on a peut-être été isolés [par le passé] de ces campagnes au Canada, et surtout au Québec. Mais, on peut indéniablement dire que les activistes sont bel et bien arrivés »¹¹. En effet, plus de 75 entreprises canadiennes ont été l'objet de frappes d'activistes en 2018¹², notamment dans les secteurs des ressources, de l'immobilier et

² *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461.

³ *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, c. C-44.

⁴ *Loi sur les sociétés par actions*, RLRQ, c. S-31.1.

⁵ Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 4e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2018, p. 37-57.

⁶ Ivan TCHOTOURIAN, Valérie DESHAYÉ et Romy Mac FARLANE-DROUIN, « Entreprises et responsabilité sociale : évolution ou révolution du droit canadien des affaires ? », (2016) 57 *Les Cahiers de droit* 635.

⁷ Maëva HUCTIN et Déborah LOCHON, « Maëva Huctin et Déborah Lochon s'intéressent au Stewardship Code avec Jennifer Hill ! », *Gouvernance RSE*, 26 novembre 2020, [En ligne],

[www.gouvernance-rse.ca/?p=9010#_ftn1] (15 novembre 2023).

⁸*Id.*

⁹ Brian STEWIEN, « L'activisme actionnarial au Canada : Les sociétés doivent agir maintenant », Toronto, Deloitte, 2019, [En ligne], [www2.deloitte.com/ca/fr/pages/finance/articles/lactivisme-actionnarial.html] (15 novembre 2023).

¹⁰*Id.*

¹¹ Leïla JOLIN-DAHEL, « Les offensives actionnariales contre les entreprises sont en hausse au Canada », *Le Devoir*, 2 avril 2022, [En ligne], [www.ledevoir.com/economie/693330/penser-comme-un-activiste] (15 novembre 2023).

¹² B. STEWIEN, préc., note 9.

des produits de consommation¹³. Selon certains experts, les grandes similarités entre les cadres législatifs de gouvernance des États-Unis et du Canada rendent les entreprises canadiennes plus susceptibles d'être visées par des activistes¹⁴.

Il importe de définir l'activisme actionnarial, qui a reçu à travers le temps une multitude d'acceptions, et ce en raison de la complexité du phénomène et des nombreuses facettes qu'il revêt.

De manière synthétique, il est possible de définir l'activisme actionnarial comme étant un « ensemble de procédures qui est initié par certains actionnaires, avec [pour objectif] de modifier certaines caractéristiques de la firme, de manière à répondre à leurs attentes, que celles-ci soient financières, sociales ou éthiques »¹⁵. Plus concrètement, il s'agit d'une « démarche par laquelle les actionnaires cherchent à influencer les pratiques d'une entreprise par le biais de déclarations publiques, d'un dialogue régulier avec les instances de direction, du dépôt de résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales et par l'exercice actif de leur droit de vote »¹⁶, qui peut « servir des visées plus ou moins spéculatives, mais aussi faire progresser une entreprise dans la prise en compte stratégique des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance liés à son activité »¹⁷. Pour compléter cette définition, nous pouvons ajouter que l'actionnaire minoritaire

utilise les droits que la loi lui reconnaît pour exercer une influence sur l'entreprise « sans volonté de devenir majoritaire ni prendre le contrôle de l'entreprise »¹⁸.

Cette définition peut varier en fonction du type de société par actions en cause. Dans le cas d'une société par actions à capital dispersé, l'activisme sera un moyen pour les actionnaires de manifester leur désaccord face à la stratégie des dirigeants et d'aligner leurs intérêts en vue de garantir la richesse créée¹⁹. Dans le cas d'une société par actions à capital concentré, l'activisme sera plutôt « un moyen d'aligner les intérêts de la coalition dominante d'actionnaires à ceux des minoritaires »²⁰.

À ce jour, il n'existe pas de définition juridique de l'activisme actionnarial, en raison de sa nature complexe et des multiples façons dont elle peut être manifestée par les actionnaires²¹. Ainsi, faute de pouvoir circonscrire cette pratique, les organismes de régulation européenne et américaine ont renoncé à l'élaboration d'une définition juridique²². L'Autorité des marchés financiers a publié en avril 2020 une communication portant sur l'activisme actionnarial, affirmant l'impossibilité d'établir une définition juridique, mais ouvrant la porte à la régulation de l'activisme actionnarial par des règles qui encadrent chaque phase de l'activisme²³. Cela montre l'ampleur qu'a pris le phénomène de l'activisme

¹³*Id.*

¹⁴*Id.*

¹⁵ Vanessa SERRET et Sylvie BERTHELOT, « Activisme actionnarial et responsabilité sociétale des entreprises au Canada analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2013 », *Revue de l'organisation responsable*, vol. 8, n° 1, 2013, p. 17-32.

¹⁶ Laurence LOUBIÈRES, « Activisme actionnarial : le grain de sable peut-il enrayer la machine ? », *Revue Projets*, vol. 343, n° 6, 2014, p.41-49.

¹⁷*Id.*

¹⁸ Simon GUEGUEN et Lionel MELKA, *Les fonds activistes. Modes d'action, stratégies et résultats*, Paris, Dunod, 2021.

¹⁹ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

²⁰*Id.*

²¹ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

²²*Id.*

²³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, « L'AMF propose plusieurs mesures ciblées concernant l'activisme actionnarial », Autorité des Marchés Financiers, 28 avril 2020, [En ligne], [www.amf-france.org/fr/actualites-

actionnarial, qui devient de plus en plus difficile à ignorer pour les régulateurs²⁴.

Après cette évolution draconienne du profil de l'actionnaire et l'importance croissante du phénomène de l'activisme actionnarial, il est pertinent de se poser la question suivante : faut-il juridiquement encadrer l'activisme actionnarial dans les sociétés par actions au Canada ?

Une réponse sera tentée dans cette étude descriptive et analytique de l'activisme actionnarial, qui cherchera d'abord à comprendre le concept d'activisme actionnarial et mesurer son influence dans la gouvernance des entreprises, puis à évaluer la nécessité d'un encadrement juridique de celui-ci. Il faut noter que cette étude ne sera pas centrée sur la dogmatique juridique, mais ira au-delà par la mise en exergue de la genèse du phénomène et de son influence en pratique, avant de s'intéresser au cadre juridique.

1. Genèse de l'activisme actionnarial

1.1 Origine de l'activisme actionnarial

Afin de véritablement comprendre l'activisme actionnarial et réfléchir à son avenir, il faut en connaître son origine. Il est possible de retracer les racines de l'activisme actionnarial à plusieurs sources éparses, dont nous étudierons les plus significatives au développement du concept. Toutefois, les experts semblent être d'accord pour affirmer que l'activisme actionnarial prend naissance dans les années trente²⁵. À la suite du Krach de 1929, plusieurs lois ont été passées aux

États-Unis en vue de réformer la gouvernance des entreprises²⁶. Néanmoins, ces lois étaient jugées insuffisantes par les actionnaires en ce qui avait trait à la protection de leurs droits²⁷. L'affaire de Benjamin Graham et la société *Northern Pipeline* est particulièrement importante pour l'activisme actionnarial. En 1926, l'homme d'affaires Benjamin Graham (qui sera plus tard le doyen de Wall Street) était un actionnaire dans l'entreprise *Northern Pipeline*, bien qu'il ne possédât qu'une petite participation²⁸. Ce dernier remarqua que l'entreprise détenait plusieurs millions en obligations et en titres, et voulait que l'entreprise vende ces titres pour redistribuer les profits aux actionnaires en dividendes²⁹. Il décida alors d'envoyer une lettre à l'entreprise pour formuler sa demande, qui sera rejetée de manière véhémement ; l'entreprise rétorqua qu'il ne possédait pas les compétences pour comprendre la réalité de l'entreprise, contrairement à eux³⁰. Face à ce refus, Graham passa l'année à tenter de convaincre les actionnaires ayant plus de 100 actions de l'entreprise, dont la célèbre Fondation Rockefeller, à prendre position de son côté³¹. La réussite de Graham dans sa campagne marqua le début de l'investisseur activiste³². Ce qui a véritablement marqué le droit des affaires dans cette histoire était la perception divergente du rôle de l'actionnaire dans la gouvernance des sociétés par actions. D'une part, Graham percevait le rôle des administrateurs comme étant nommé par les actionnaires pour diriger les entreprises ;

[publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-propose-plusieurs-mesures-cibées-concernant-l'activisme-actionnarial](#)] (15 novembre 2023).

²⁴ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

²⁵ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.; S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

²⁶ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

²⁷ *Id.*

²⁸ *Id.*

²⁹ *Id.*

³⁰ *Id.*

³¹ *Id.*

³² *Id.*

d'autre part, les responsables de *Northern Pipeline* étaient d'avis que l'entreprise était la leur, et le rôle des actionnaires se limitait à leur contribution financière, sous forme de capital-actions³³. Ces conceptions sont toujours en jeu, mais force est de constater que la tendance se penche du côté de Graham. En droit des sociétés par actions canadien, il suffit de penser à la convention unanime des actionnaires³⁴, par laquelle les actionnaires peuvent s'approprier les pouvoirs qui relèvent ordinairement des administrateurs (déclaration des dividendes, émission ou acquisition d'actions, fixation de la rémunération des administrateurs et des dirigeants, nomination, etc.)

Quelques années plus tard, la *Securities and Exchange Commission* (autorité de marché des États-Unis) adopte un règlement³⁵ qui donne la possibilité aux actionnaires des entreprises cotées en bourse de proposer des résolutions, et de les soumettre au vote³⁶.

Le développement de l'activisme actionnarial s'est poursuivi avec les frères Lewis et John Gilbert en 1939, lorsqu'ils ont entrepris des recours judiciaires à l'encontre du *US Steel Corporation*³⁷. Lorsque Lewis Gilbert a voulu faire valoir ses droits d'actionnaire minoritaire auprès de la *Securities and Exchange Commission*, l'autorité boursière a établi le principe de la démocratie actionnariale, et par le fait même, les bases de l'activisme actionnarial³⁸.

Il faut également mentionner l'importante contribution des Églises et des congrégations religieuses à l'activisme actionnarial. Ces derniers ont depuis longtemps manié l'activisme actionnarial comme une arme pour changer les comportements des entreprises de sorte qu'ils soient plus responsables, cesser leurs pratiques abusives et plus généralement pour la poursuite du bien commun³⁹.

À cet égard, la contribution de l'avocat américain Paul Neuhauser est très importante pour l'activisme actionnarial « socialement responsable ». En 1971, Neuhauser était membre d'un comité anti-ségrégation qui avait pour mandat d'émettre des recommandations d'investissement à son Église⁴⁰. Ce dernier voulait lutter contre l'*apartheid* en Afrique du Sud, et a vu l'opportunité de le faire par l'influence de l'Église. Le comité rédigea une résolution d'actionnaires destinée à *General Motors* – dont l'Église détenait des actions – pour demander à la société de cesser ses activités en Afrique du Sud tant que le régime d'*apartheid* était maintenu⁴¹. Pour donner suite à cette résolution, *General Motors* a instauré une politique égalitaire pour ses employés, allant directement à l'encontre des politiques officielles de l'*apartheid*⁴². Ces changements ont directement contribué à la lutte contre l'*apartheid*, notamment par l'influence qu'elles ont eue sur les pratiques dans les milieux d'affaires étrangers⁴³. D'autres Églises et

³³*Id.*

³⁴ *Loi sur les sociétés par actions*, RLRQ, c. S-31.1, art. 213 al. 1; *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, c. C-44, art. 146(1).

³⁵ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18, p. 9-20.

³⁶*Id.*

³⁷ Ivan TCHOTOURIAN et Naomi KOFFI, « Renforcer le conseil d'administration et mieux encadrer le vote actionnarial : les réponses possibles du droit à

l'activisme dur des hedge funds », (2018) 59 *Les Cahiers de droit* 617.

³⁸*Id.*

³⁹ L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

⁴⁰*Id.*

⁴¹*Id.*

⁴²*Id.*

⁴³*Id.*

communautés religieuses ont rejoint le mouvement, pour former la coalition d'actionnaires *Interfaith Center on Corporate Responsibility*⁴⁴, ayant une influence exponentiellement croissante.

Bien que la remise en question du comportement des entreprises par les actionnaires apparaisse dans les années trente aux États-Unis, comme nous avons vu plus tôt, c'est dans les années soixante que cette remise en question prendra toute son importance. En effet, c'est une période importante de prise de conscience pour la société américaine, caractérisée par la Guerre du Vietnam, le régime de discrimination raciale en Afrique du Sud et les mouvements écologistes⁴⁵. Les actionnaires vont commencer à manifester leur désaccord par l'entremise des propositions aux assemblées générales des actionnaires ; ces initiatives sont surtout celles de mouvements « radicaux » de citoyens et des congrégations religieuses s'exprimant sur des questions sociétales⁴⁶. Une des premières campagnes activistes en ce sens est celle de *FIGHT*, en 1967 : une organisation citoyenne parvient à acquérir des actions de Kodak pour prendre la parole lors de l'Assemblée générale annuelle, par le truchement du droit de vote de leurs actions⁴⁷. L'objectif de cette campagne était d'obtenir la couverture médiatique sur les pratiques salariales et discriminatoires dans l'usine de Kodak à Rochester⁴⁸.

Au Canada, l'activisme actionnarial arrive au début des années '80. Encore une fois, plusieurs groupes religieux se sont réunis pour soumettre un ensemble de

propositions lors de l'assemblée générale annuelle de l'entreprise *Alcan* (aujourd'hui *Rio Tinto Alcan*) ainsi qu'auprès de plusieurs institutions financières canadiennes pour obtenir de l'information sur leurs activités en Afrique du Sud⁴⁹. Très bientôt, l'activisme actionnarial prendra une forme plus sévère envers les entreprises : en 1984, Greenpeace intente des recours devant les tribunaux pour contraindre l'entreprise *Inco* à diffuser à tous ses actionnaires une proposition pour l'amélioration des systèmes de protection environnementale⁵⁰. Ce type de recours juridique sera utilisé à maintes reprises dans divers cas de figure, comme lorsque la congrégation religieuse *Jesuit Fathers of Upper Canada* tenta de soumettre une proposition de désinvestissement en Afrique du Sud, sans succès⁵¹.

En 1997, un jugement de la Cour supérieure du Québec change la donne. C'est la décision communément appelée le « jugement *Rayle* », opposant Yves Michaud à la *Banque Nationale du Canada* et la *Banque Royale*⁵². Selon un article du journal *Le Devoir* qui couvre l'impact de la décision à l'époque : « Yves Michaud vient de prouver à la face de l'establishment financier qu'un simple citoyen, un simple actionnaire qui n'est pas « one of the boys », peut avoir gain de cause contre l'armada juridique des grandes banques canadiennes. La décision rendue par la juge Pierrette Rayle de la Cour supérieure est « spectaculaire », « révolutionnaire » même, selon les mots des quelques experts interrogés qui se spécialisent dans le droit des sociétés. Les petits actionnaires pourront avoir leur mot à dire sur les

⁴⁴*Id.*

⁴⁵V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

⁴⁶*Id.*

⁴⁷*Id.*

⁴⁸*Id.*

⁴⁹*Id.*

⁵⁰*Id.*

⁵¹*Id.*

⁵² *Michaud c. Banque Nationale du Canada*, [1998] R.J.Q. 547.

avantages, pécuniaires ou autres que des cénacles étanches octroient à la haute direction des banques. »⁵³. Cette affaire est d'une grande importance, car elle confère aux actionnaires – pour la première fois – la possibilité de déposer des projets de résolution⁵⁴. Plus spécifiquement, dans cette affaire *Michaud*, les deux grandes banques canadiennes sont contraintes d'inclure dans leur circulaire de sollicitation de procuration les projets de résolution déposés par Yves Michaud. Cette décision est donc très importante pour l'activisme actionnarial par sa valeur symbolique, où un « simple actionnaire » réussit à se faire entendre par les grandes entreprises, mais également par sa valeur juridique, donnant une véritable « tribune » aux actionnaires. Il est intéressant de noter que Michaud fut surnommé le « Robin des Banques » au Québec, et qu'il a fondé le *Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires minoritaires* (MEDAC), qui se préoccupe aujourd'hui des questions liées à la gouvernance et à la rémunération des dirigeants d'entreprise⁵⁵.

L'activisme actionnarial prendra un nouvel élan au début des années 2000, avec l'arrivée des fonds activistes modernes⁵⁶. Depuis, cet élan n'a fait que prendre de l'ampleur. L'activisme actionnarial est un phénomène qui est très large, et force est de constater qu'il y a différents types de campagnes activistes.

1.2 La dualité de l'activisme actionnarial

De manière générale, nous pouvons distinguer deux types d'activisme actionnarial : l'activisme actionnarial des fonds d'investissement (mieux connus sous le nom de l'activisme des *hedge funds*) et l'activisme actionnarial sociétal (portant sur des préoccupations extrafinancières).

Selon une étude récente, l'activisme des *hedge funds* représente la très grande majorité des campagnes activistes, axées sur des questions de création de valeur, sans arborer de préoccupations ESG (environnemental, social et gouvernance)⁵⁷. Ce type d'activisme est caractérisé par l'intervention dans la gestion de l'entreprise en vue de créer de la valeur actionnariale⁵⁸. Le rapport annuel du *Lazard's Shareholder Advisory Group* en 2019 mentionnait que près de la moitié de ces campagnes activistes portait sur des questions de fusions-acquisitions (47 %) ⁵⁹. Cet activisme est très controversé, souvent présenté dans les médias comme étant des campagnes teintées d'hostilité et d'antagonisme⁶⁰, et critiqué par certains experts et acteurs du milieu des affaires pour ses conséquences néfastes sur les intérêts à moyen et long terme de l'entreprise ciblée, sur son climat économique et sur ses parties prenantes⁶¹. Selon certains experts, la mise en œuvre rapide de stratégies audacieuses poussées

⁵³ Robert DUTRISAC, « Seul contre les banques », *Le Devoir*, 13 janvier 1997, [En ligne], [\[medac.qc.ca/salle-de-presse/revue-de-presse/17-articles/1601-jugement-rayle-seul-contre-les-banques/\]](https://medac.qc.ca/salle-de-presse/revue-de-presse/17-articles/1601-jugement-rayle-seul-contre-les-banques/) (15 novembre 2023).

⁵⁴ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.
⁵⁵ *Id.*

⁵⁶ I. TCHOTOURIAN et N. KOFFI, préc., note 37.

⁵⁷ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

⁵⁸ *Id.*

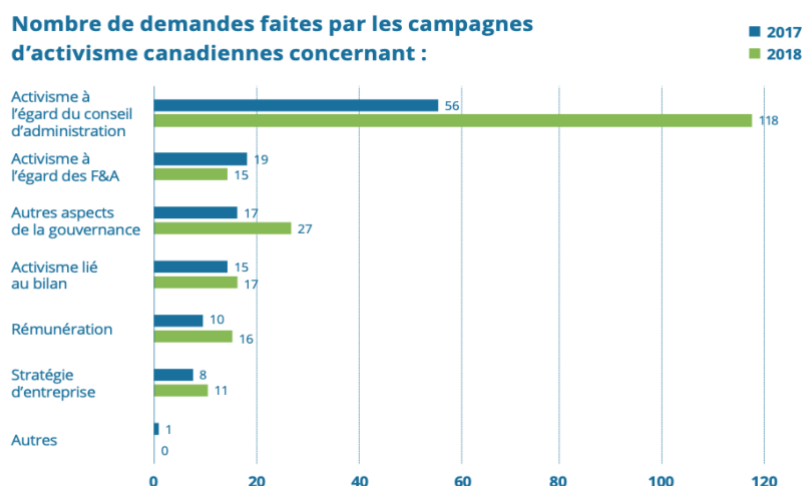
⁵⁹ Jim ROSSMAN, Kathryn H. NIGHT et Quinn, PITCHER, “2019 Review of Shareholder Activism”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 30 janvier 2020, [En ligne], [\[corpgov.law.harvard.edu/2020/01/30/2019-review-of-shareholder-activism/?fbclid=IwAR0884W9BmoFJleHWU8fFI GG9ny5ANUIPBtIhng80026GuRPwTb-8lBvM8c\]](https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/30/2019-review-of-shareholder-activism/?fbclid=IwAR0884W9BmoFJleHWU8fFI GG9ny5ANUIPBtIhng80026GuRPwTb-8lBvM8c) (15 novembre 2023).

⁶⁰ B. STEWIEN, préc., note 9.

⁶¹ I. TCHOTOURIAN et N. KOFFI, préc., note 37.

par les campagnes activistes est incompatible avec « la culture conservatrice et l'aversion au risque du milieu des affaires canadien »⁶². Il faut toutefois nuancer la perception négative de ce type d'activisme, qui a également engendré plusieurs effets disciplinaires positifs sur les conseils d'administration et sur les hautes directions des sociétés ciblées⁶³. Sans mettre en exergue les bénéfices et inconvénients de ce type d'activisme, il est pertinent de noter que plusieurs solutions juridiques sont discutées et même déjà en

vigueur pour encadrer l'activisme des *hedge funds*, comme l'encadrement du droit de vote des actionnaires pour qu'il reflète mieux leur intérêt économique⁶⁴. Pour certains fonds d'investissement, ce type d'activisme représente leur activité principale, tandis que pour d'autres, cet activisme ne représente qu'une stratégie de gestion⁶⁵. Les revendications des *hedge funds* portent généralement sur la gouvernance, la responsabilisation des dirigeants et des administrateurs, la création de valeur et le bon rendement⁶⁶.



Source : Stewien, B., *L'activisme actionnarial au Canada : Les sociétés doivent agir maintenant*, Deloitte, 2019.

Comme son nom l'indique, l'activisme actionnarial sociétal s'intéresse aux questions de nature sociétale et s'inscrit dans la lignée de l'ISR (investissement socialement responsable), qui gagne en popularité⁶⁷. Cet activisme peut être perçu comme étant composé de deux dimensions : une dimension organisationnelle (portant sur l'entreprise) et une dimension sociétale (portant sur la

société)⁶⁸. Bien que ce type d'activisme soit présenté comme axé principalement sur des préoccupations extrafinancières, il faut nuancer ce portrait par le fait que certaines campagnes d'activisme actionnarial sociétal se fondent sur une prémisse de logique financière⁶⁹. Selon une analyse des professeures Serret et Berthelot, qui ont recensé les résolutions adoptées par les actionnaires au Canada

⁶² B. STEWIEN, préc., note 9.

⁶³ *Id.*

⁶⁴ *Id.*

⁶⁵ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

⁶⁶ B. STEWIEN, préc., note 9.

⁶⁷ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

⁶⁸ *Id.*

⁶⁹ *Id.*

entre les années 2000 et 2013, l'activisme actionnarial sociétal représente 22,97% des propositions de résolutions (en moyenne plus de 19 cas par an sur 14 ans)⁷⁰. Les professeurs Rousseau et Dubord affirment que les questions à caractère social et environnemental,

portant notamment sur les droits de la personne, la diversité et le changement climatique, prennent de plus en plus de place au Canada, dépassant même les questions sur la gouvernance de société en 2014⁷¹.

Évolution du dépôt des résolutions sociales et environnementales (2000-2013)

Année de soumission	2000-	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nombre de résolutions sociétales	2	2	2	10	12	25	20
Pourcentage du nombre total de résolutions	3,70 %	5,13 %	7,69 %	13,89 %	11,11 %	17,86 %	28,17 %
Année de soumission	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nombre de résolutions sociétales (N=269)	43	54	28	12	28	12	19
Pourcentage du nombre total de résolutions	44,33 %	30,34 %	27,72 %	24,49 %	38,89 %	15,19 %	22,35 %

Source : Serret, V. et S. Berthelot, « Activisme actionnarial et responsabilité sociétale des entreprises au Canada analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2013 », (2013) 8-1 *Revue de l'organisation responsable*

Il est possible de retracer cette hausse à l'intérêt grandissant pour la RSE (responsabilité sociale de l'entreprise), qui prend beaucoup plus d'importance en droit des affaires canadien depuis l'arrêt *Wise*⁷². Néanmoins, ces résolutions sociales et environnementales restent secondaires lorsqu'elles sont comparées aux résolutions déposées pour des questions liées à la gouvernance⁷³. En conséquence, cet activisme n'est pas

beaucoup documenté dans la littérature scientifique⁷⁴.

Similairement au marché américain, il y a une grande diversité chez les actionnaires qui pratiquent l'activisme actionnarial sociétal⁷⁵. L'étude des professeurs Serret et Berthelot permet de constater qu'il s'agit principalement d'investisseurs institutionnels (53,53%), puis des associations de protection des actionnaires minoritaires (29,74%) comme le MEDAC d'Yves Michaud, suivi des actionnaires

⁷⁰*Id.*

⁷¹ Stéphane ROUSSEAU, « Cinq changements à suivre en 2014 - Activisme des actionnaires et interactions avec ceux-ci », Stikeman Elliott, 5 février 2014, [En ligne], [www.stikeman.com/fr-ca/savoir/droit-canadien-fusions-acquisitions/cinq-changements-a-suivre-en-2014-activisme-des-actionnaires-et-interactions-avec-ceux-ci] (15 novembre 2023).

⁷² *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 2.

⁷³ Paul DUNN, "Social and Environmental Shareholder Resolutions: Investor Activism and Corporate Compromises", dans Suzanne YOUNG et Stephen GATES (dir.), *Institutional Investors' Power to Change Corporate Behavior: International Perspectives*, Bingley, Emerald Group Publishing, 2013, p. 127.

⁷⁴ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

⁷⁵*Id.*

individuels (10,41 %), des Églises (3,72 %), des organismes à but non lucratif environnemental (1,86 %) et des syndicats (0,74 %) ⁷⁶. Les professeurs soulignent que les plus importants investisseurs institutionnels publics (ayant la plus grande influence), comme la Caisse des Dépôts et Placements du Québec, ne figurent pas parmi l'échantillon d'investisseurs institutionnels ; ces derniers soutiennent toutefois les résolutions publiquement et offrent un appui systématique aux activistes ⁷⁷. Les entreprises visées par les campagnes

d'activisme actionnarial sociétal au Canada figurent principalement dans le secteur manufacturier (22,78 %), le secteur des mines et métaux (21,52 %) et du secteur financier, de l'assurance et de l'immobilier (18,99 %) ⁷⁸. Le dénominateur commun de ces industries visées, souligné par les professeurs Serret et Berthelot, est qu'elles sont toutes des « sources d'importantes externalités négatives tant sur le plan des droits de l'homme que sur le plan environnemental »⁷⁹.

Répartition des entreprises et des propositions par secteur d'activité

Secteur d'activité	Propositions (N=269)	Entreprises (N=79)
Manufacture	19,70 %	22,78 %
Mines et métaux	14,13 %	21,52 %
Finance, assurance et immobilier	41,26 %	18,99 %
Transport, communications, électricité	11,90 %	16,46 %
Vente au détail	11,90 %	16,46 %
Services	1,12 %	3,8 %

Source : Serret, V. et S. Berthelot, « Activisme actionnarial et responsabilité sociétale des entreprises au Canada analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2013 », (2013) 8-1 *Revue de l'organisation responsable*

Si l'activisme actionnarial sociétal est généralement beaucoup plus apprécié que l'activisme des *hedge funds*, elle n'est pas à l'abri de critiques d'hommes d'affaires et politiciens du côté conservateur, comme l'ancien vice-président américain Mike Pence, qui affirmait récemment que ces campagnes veulent forcer les entreprises à

suivre des principes d'investissement socialement responsable au détriment des intérêts des entreprises et leurs parties prenantes⁸⁰.

⁷⁶*Id.*

⁷⁷ Tessa HEBB, Heather HACHIGIAN et Rupert ALLEN, « Measuring the Impact of Engagement in Canada », dans Tessa HEBB (dir.), *The Next Generation of Responsible Investing*, Dordrecht, Springer, 2012, p. 107.

⁷⁸ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15

⁷⁹*Id.*

⁸⁰ Clémence PAVIC, « Quand les militants infiltrent les entreprises », *Le Devoir*, 4 juin 2022, [En ligne], [\[www.ledevoir.com/economie/719007/quand-les-militants-infiltrent-les-entreprises\]](http://www.ledevoir.com/economie/719007/quand-les-militants-infiltrent-les-entreprises) (15 novembre 2023).

1.3 Les stratégies des campagnes activistes

Après avoir distingué et évalué les deux grands pans d'activisme actionnarial, il convient d'étudier les différentes stratégies déployées par les campagnes activistes pour atteindre leurs objectifs. Ces stratégies consistent principalement en la coalition d'actionnaires (aussi connu sous le nom *wolf pack*), l'activisme dit « *event-driven* », l'activisme opérationnel et l'activisme vendeur. Pour les fins de notre étude, nous nous limiterons à cette liste non exhaustive des stratégies les plus fréquemment utilisées.

La coalition des actionnaires est l'une des « armes principales de l'activisme actionnarial »⁸¹. Afin d'imposer leurs propositions dans les entreprises où les actionnaires sont minoritaires, les activistes forment une association – sans contrat formel et typiquement sans reconnaissance juridique – pour joindre leurs forces⁸². Avec le temps, cette stratégie prendra de l'ampleur et sera désignée dans la littérature scientifique par la stratégie « *wolf pack* », puisque les activistes forment « un pacte des loups » et « chassent en meute »⁸³. Plus ces derniers sont nombreux, plus leurs chances d'influer l'entreprise accroit⁸⁴. Ces coalitions forment près du quart des opérations activistes, mais ont un taux de succès considérablement plus élevé que les opérations activistes impliquant un seul activiste⁸⁵. L'intérêt de cette stratégie pour les activistes est qu'elle parvient à échapper aux règles de franchissement de seuils. Sur le marché américain, lorsqu'un groupe détient 5% du capital, il franchit le

seuil et doit le déclarer au marché dans les 10 jours qui suivent⁸⁶. Or, n'étant pas un groupe au sens formel, les *wolf packs* échappent à cette obligation légale, chaque activiste remplissant individuellement leurs obligations déclaratives⁸⁷. Par conséquent, il peut arriver que les dirigeants d'entreprises se voient abruptement confrontés à des *wolf packs* détenant une part considérable du capital-actions de la société, ce qui réduit la capacité de réaction et de défense des dirigeants de l'entreprise. Cette faculté d'échapper aux règles de divulgation de franchissement de seuils a fait l'objet de plusieurs critiques⁸⁸. Il est à propos de rappeler la maxime « ce qui ne peut être fait directement ne peut pas être fait indirectement », toujours en vigueur dans le droit positif canadien. Il serait très pertinent d'encadrer juridiquement cette stratégie pour éviter les dérives néfastes aux sociétés par actions.

D'autre part, il y a l'activisme dit « *event-driven* », qui tente de profiter d'une opération de fusion, de vente ou de désinvestissement de la société cible⁸⁹. Plus spécifiquement, la stratégie activiste consiste à tirer son épingle du jeu lors de la mauvaise évaluation temporaire des actions, sujettes à plusieurs fluctuations lors de ces événements importants dans la vie de la société en question⁹⁰.

Par ailleurs, il y a l'activisme opérationnel qui « consiste à influencer la stratégie opérationnelle de l'entreprise, par exemple afin de réduire les coûts et d'augmenter les marges »⁹¹. Cette stratégie se manifestera souvent par une revendication des activistes de

⁸¹ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

⁸²*Id.*

⁸³*Id.*

⁸⁴*Id.*

⁸⁵*Id.*

⁸⁶*Id.*

⁸⁷*Id.*

⁸⁸*Id.*

⁸⁹*Id.*

⁹⁰*Id.*

⁹¹*Id.*

restructurer l'entreprise (souvent sous forme de scission), de recentrer ses activités sur l'essence de l'entreprise ou de céder les actifs non stratégiques de l'entreprise⁹². Bien souvent, cet activisme opérationnel se traduit par des changements importants au sein de la gouvernance de la société, grâce à l'obtention de sièges au conseil d'administration⁹³.

Enfin, l'activisme vendeur est une autre stratégie fréquemment utilisée, qui « consiste à acquérir une position courte sur l'action de la cible, et à chercher à convaincre le marché de sa surévaluation »⁹⁴. Ce type d'activisme est généralement caractérisé par des campagnes publiques à connotation négative sur l'entreprise en question, en vue de faire chuter la valeur des actions sur le marché boursier, puis à racheter ces actions et ultimement en tirer profit⁹⁵.

À partir de ces différentes stratégies, toutes déployées en vue d'assurer le succès des campagnes d'activisme actionnarial, il est légitime de s'interroger sur la philosophie de l'activisme actionnarial.

1.4 Philosophie de l'activisme actionnarial

Nous avons précédemment distingué deux types d'activisme actionnarial : l'activisme des *hedge funds* et l'activisme actionnarial sociétal. Il va sans dire que ces deux faces de l'activisme actionnarial ont à leurs prémisses des philosophies bien différentes, qui se rejoignent néanmoins à certains égards.

D'une part, l'activisme des *hedge funds* est fondamentalement animé par une logique

financière ⁹⁶ . Ce type d'activisme, généralement pratiqué par les investisseurs institutionnels, est typiquement exercé dans le but de créer de la valeur et conséquemment en tirer profit ⁹⁷ . Cet activisme se rapproche parfois de l'activisme actionnarial sociétal en ce que ses activistes cherchent à promouvoir la RSE. Toutefois, la finalité désirée diverge encore entre les deux types d'activisme, car l'activisme des *hedge funds* voit dans la promotion de la RSE une augmentation du capital-réputation de l'entreprise, ce qui signifie un profit à moyen et long terme⁹⁸ ; l'activisme actionnarial sociétal voit la promotion de la RSE comme une fin en soi, et non un moyen de réaliser du profit. Il est aujourd'hui bien établi qu'il y a une forte corrélation entre la RSE et la performance financière ⁹⁹ . Dans le même sens, les investisseurs institutionnels sont au courant qu'une réduction des conflits d'intérêts entre les parties prenantes de l'entreprise peut créer de la valeur¹⁰⁰, et leurs efforts dans la réforme de gouvernance de la structure de gouvernance des sociétés par actions se justifient entièrement par la logique financière.

D'autre part, l'activisme actionnarial sociétal est animé par un souci de moralité. Ces activistes ne cherchent pas un profit, mais souhaitent plutôt dénoncer des pratiques irresponsables¹⁰¹. Il peut y avoir plusieurs raisons pour l'actionnaire de pratiquer ce type d'activisme. D'emblée, l'actionnaire est une partie prenante de l'entreprise et par le fait même est intéressé aux enjeux entourant la vie de l'entreprise, bien au-delà de la valeur du

⁹²*Id.*

⁹³*Id.*

⁹⁴*Id.*

⁹⁵*Id.*

⁹⁶ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

⁹⁷ I. TCHOTOURIAN et N. KOFFI, préc., note 37.

⁹⁸ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

⁹⁹*Id.*

¹⁰⁰*Id.*

¹⁰¹*Id.*

capital-actions¹⁰². Ensuite, l'actionnaire est aussi un acteur de la société civile, ce qui implique généralement un intérêt pour tout ce qui peut avoir un impact sur l'environnement social et écologique¹⁰³. Si les investisseurs institutionnels sont les principaux acteurs de l'activisme des *hedge funds*, l'activisme actionnarial sociétal est généralement pratiqué par les actionnaires citoyens, les organismes à but non lucratif et les Églises¹⁰⁴.

Au bout du compte, l'activisme actionnarial – qu'il soit sociétal ou de *hedge funds* – est caractérisé par un scepticisme fondamental¹⁰⁵. Les activistes remettent en question les manières de faire des administrateurs et des dirigeants d'entreprise et cherchent à faire un changement positif, qu'il soit en vue de créer de la valeur ou de remédier à des pratiques jugées inacceptables.

Après avoir étudié la nature de l'activisme actionnarial, nous allons évaluer l'influence de celle-ci dans le monde des affaires par le biais d'exemples concrets.

2. Influence de l'activisme actionnarial

2.1 Étendue de la pratique

Il ne faut surtout pas sous-estimer l'impact que peut avoir l'activisme actionnarial, qui peut complètement changer l'orientation d'entreprises colossales sur toutes sortes d'enjeux importants, comme le respect de l'environnement et des droits de la personne dans ses activités¹⁰⁶.

Prenons pour exemple le secteur agroalimentaire, qui a fait l'objet de multiples campagnes activistes à l'échelle internationale. En 2014, une campagne activiste de l'ICCR a porté fruit et a

instauré chez l'entreprise *Target* une équipe internationale d'achat agroalimentaire responsable¹⁰⁷. D'autre part, un nombre significatif de géants agroalimentaires (*Unilever, ConAgra, JM Smucker, Mars, Nestlé, Kellogg, General Mills, Mondelez, Dunkin Brands, Panera, Kroger, Safeway, Starbucks*) ont promis d'utiliser exclusivement l'huile de palme certifiée et traçable en vue de lutter contre la déforestation massive, ce qui constitue un énorme gain sur le plan environnemental¹⁰⁸. Il faut également mentionner que de grands chocolatiers comme *The Hershey Company* (qui représente une énorme partie du marché américain), sous pression de campagnes activistes, se sont engagés à seulement utiliser du cacao certifié pour lutter contre l'exploitation des enfants dans les plantations et les cas d'esclavage¹⁰⁹, ce qui est un grand pas vers l'avant pour le respect des droits humains. Un autre gain important sur le plan des droits et libertés, initiés par des campagnes activistes, est l'engagement des compagnies *Coca-Cola* et *Pepsi* à dévoiler au grand public les noms de leurs trois plus grands fournisseurs de sucre de canne et d'assurer le respect des droits humains ainsi que des pratiques agraires responsables dans l'entièreté de leur chaîne d'approvisionnement¹¹⁰.

De nombreuses avancées initiées par l'activisme actionnarial se font aussi dans le secteur pharmaceutique. En effet, plusieurs entreprises pharmaceutiques ont accepté de partager la formule de certains médicaments avec les pays en développement en élaborant des outils permettant le partage de licences¹¹¹.

¹⁰²*Id.*

¹⁰³*Id.*

¹⁰⁴*Id.*

¹⁰⁵B. STEWIEN, préc., note 9.

¹⁰⁶L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

¹⁰⁷*Id.*

¹⁰⁸*Id.*

¹⁰⁹*Id.*

¹¹⁰*Id.*

¹¹¹*Id.*

L'activisme actionnarial s'étend même au niveau des chaînes d'hôtels, des entreprises de transport routier et des compagnies aériennes. Grâce à la sensibilisation effectuée par les campagnes activistes, il y a eu de maintes adoptions de politiques de protection des enfants contre le trafic sexuel dans ces secteurs, ce qui s'est déjà traduit par plusieurs rescousses de victimes de réseaux de prostitution¹¹².

Il y a aussi le secteur industriel, qui a certainement subi l'influence de l'activisme actionnarial. Nous pouvons citer comme exemple une campagne activiste coordonnée auprès de plus d'une centaine de groupes industriels, qui a eu pour conséquence l'adoption d'importantes politiques de réduction de gaz à effet de serre chez bon nombre d'entre eux¹¹³. Il y a plusieurs autres secteurs où l'activisme actionnarial est influent, comme le secteur financier¹¹⁴, mais l'étendue de la pratique peut faire l'objet d'une étude à part entière, et par conséquent nous nous limiterons aux exemples déjà cités.

Ces nombreuses illustrations de l'influence de l'activisme actionnarial permettent de constater qu'il s'agit d'un excellent moyen d'encourager la RSE chez les entreprises, ce qui est certainement bénéfique pour la société, mais également pour l'entreprise en question à long terme¹¹⁵. Comme mentionné précédemment, la RSE et la théorie des parties prenantes sont privilégiées dans le droit

des affaires canadien depuis l'arrêt *Wise*¹¹⁶, et l'activisme actionnarial cadre souvent très bien avec celles-ci. Les activistes peuvent susciter l'attention des entreprises sur des sujets d'actualité où celles-ci peuvent apporter un changement positif, lors des assemblées générales, par l'entremise de résolutions et de déclarations. Prenons à ce titre l'exemple de la tragédie du *Rana Plaza* au Bangladesh en 2013 : une grande incompétence sur le plan administratif et d'ingénierie a causé la chute – entièrement évitable¹¹⁷ – du bâtiment de huit étages qui abritait plusieurs travailleurs de confection de vêtements pour des marques multinationales (avec des conditions déplorables), ayant pour conséquence un énorme taux de mortalité¹¹⁸. Dans les semaines suivant cet incident catastrophique, une déclaration signée par plus de 200 investisseurs institutionnels représentant plus de 3000 milliards de dollars d'actifs sous gestion demandait aux entreprises de la distribution textile d'assurer le respect des droits humains dans les chaînes d'approvisionnement et d'adopter de meilleures pratiques¹¹⁹. Cette déclaration a causé une multitude d'actions chez les multinationales concernées, dont 26 entreprises américaines (notamment *Gap*, *Wal-Mart*, *Fruit of the Loom*) qui se sont réunis dans l'« *Alliance for Bangladesh Worker Safety* » pour faire évoluer les conditions de travail et de sécurité des employés de leurs

¹¹²Id.

¹¹³Id.

¹¹⁴Id.

¹¹⁵ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

¹¹⁶ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 2.

¹¹⁷ Ker THAN, « Bangladesh Building Collapse Due to Shoddy Construction », *National Geographic News*, 26 avril 2013, [En ligne], [

www.nationalgeographic.com/history/article/130425-bangladesh-dhaka-building-collapse-world (15 novembre 2023).

¹¹⁸ « Bangladesh : la griffe des marques sur les usines de la mort », *l'Humanité*, 2013, [En ligne], [\[www.humanite.fr/monde/bangladesh-la-griffe-des-marques-sur-les-usines-de-530727\]](http://www.humanite.fr/monde/bangladesh-la-griffe-des-marques-sur-les-usines-de-530727) (15 novembre 2023).

¹¹⁹ L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

fournisseurs ainsi que la transparence¹²⁰. Ainsi, les différentes parties prenantes de cette entreprise ont vu un grand bénéfice par la pression des actionnaires, favorisant du même coup la RSE.

En ce qui a trait plus spécifiquement à la gouvernance des entreprises ciblée par l'activisme actionnarial, il est observé que l'activisme a généralement pour conséquence de pousser les entreprises à adopter des modifications précises et limitées de leurs règles de gouvernances¹²¹. Les campagnes activistes contribuent typiquement à des changements organisationnels comme des restructurations, des acquisitions ou des désinvestissements¹²².

Ayant vu l'étendue importante de la pratique de l'activisme actionnarial, et incidemment quelques moyens de pression, nous pouvons maintenant nous consacrer à l'étude des divers moyens de pression que détiennent les activistes pour se faire entendre par la haute direction et le conseil d'administration des sociétés par actions.

2.2 Les divers moyens de pression

Les activistes disposent d'une véritable armada de moyens de pression, qu'ils peuvent déployer de manière tactique. Il est possible de concevoir une campagne activiste en deux phases : la phase de discussion informelle et la phase de campagne publique¹²³.

La campagne activiste commence généralement par une tentative de dialogue avec les dirigeants de l'entreprise sur des sujets spécifiques¹²⁴. Ce dialogue n'est pas toujours facile à instaurer, mais lorsqu'il est établi, il constitue une

manière très efficace de faire évoluer l'entreprise, et peut aboutir en un partenariat entre les activistes et la direction, qui chercheront un terrain d'entente commune¹²⁵. Les études empiriques ont bien documenté l'importance de cette phase, qui est une pratique très courante en activisme actionnarial¹²⁶. Si cette phase échoue, la campagne activiste se lancera souvent dans la deuxième phase, c'est-à-dire une campagne publique.

La seconde phase débute typiquement par une déclaration publique d'intentions activistes, où les demandes formelles seront articulées¹²⁷. À ce moment, l'interpellation publique devient un moyen de pression significatif. Cela peut se faire à travers une campagne médiatique, comme il peut être fait par le dépôt de résolutions ou en posant une question lors de l'assemblée générale de l'entreprise¹²⁸. Ces moyens de pression font généralement effet, car les entreprises font attention à leur image, soucieuses de le garder sans tâches¹²⁹. Il faut noter que la simple menace de ces moyens de pression peut être à l'avantage des campagnes activistes, encourageant la haute direction des entreprises d'instaurer un dialogue avec les activistes et conséquemment éviter la phase de campagne publique, qui peut ultimement s'avérer néfaste pour le capital-réputation. Si ces moyens de pression ne font pas bouger l'entreprise en question, les activistes disposent de plusieurs autres leviers de pression plus sévères.

Rendus à la phase de campagne publique, les actionnaires activistes peuvent inciter

¹²⁰ *Id.*

¹²¹ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

¹²² *Id.*

¹²³ *Id.*

¹²⁴ *Id.*

¹²⁵ *Id.*

¹²⁶ *Id.*

¹²⁷ *Id.*

¹²⁸ L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

¹²⁹ *Id.*

le boycottage du capital de l'entreprise par un désinvestissement, faire pression auprès des autorités publiques pour les soutenir dans leur campagne, et même intenter des recours judiciaires à l'encontre de l'entreprise si celle-ci ne respectait pas ses obligations légales¹³⁰. Ces pratiques ne sont pas mutuellement exclusives ; il est possible d'exercer plusieurs moyens de pression en même temps, et même entretenir un dialogue parallèlement à la campagne publique¹³¹. Bien que les experts s'entendent généralement pour dire que le recours juridique est « le niveau le plus élevé de confrontation entre les activistes et l'entreprise ciblée »¹³², il faut mentionner la grande confrontation qui peut découler des moyens de pression financiers comme la bataille par procuration et la menace de vente des titres.

D'une part, une bataille par procuration gagnée par les fonds activistes peut donner aux activistes une véritable faculté décisionnelle au sein de l'entreprise ciblée, ce qui peut profondément diviser l'orientation d'une entreprise et nuire à ses intérêts à long terme. Cela donne un avantage démesuré aux activistes, qui peuvent paralyser l'entreprise.

D'autre part, la campagne activiste qui se rend compte qu'il n'obtiendra pas gain de cause au bout du compte peut menacer de vendre massivement sa participation au sein de l'entreprise. Si cela ne semble pas problématique à première vue, il faut se rappeler qu'une telle vente de titres peut mener à une baisse significative du cours de l'action et par conséquent une baisse de la valeur des « *stock-options* », qui constitue typiquement une bonne part de

la rémunération des dirigeants¹³³. Les dirigeants seront donc incités à agir dans l'intérêt des actionnaires pour éviter cela de se produire¹³⁴.

Si ces multiples moyens de pression semblent donner un avantage disproportionnel aux campagnes activistes, il faut nuancer l'image du balancier déséquilibrée par le fait que ces moyens de pression ont des limites inhérentes, principalement de nature pécuniaire.

2.3 Les limites de la pratique

L'activisme actionnarial nécessite beaucoup de temps et de détermination¹³⁵. Les tentatives de dialogue ne sont pas faciles à instaurer et même au contraire, elles sont souvent accueillies avec hostilité de la part des entreprises ciblées¹³⁶. Dès lors que le dialogue est rejeté, la campagne publique demande beaucoup de volonté, mais surtout beaucoup d'argent et d'influence. En effet, tous les moyens de pression cités précédemment, particulièrement la bataille par procuration, la menace de vente de titres et les recours judiciaires nécessitent un bon poids financier. Cela élimine rapidement les chances de succès de l'activisme actionnarial chez les actionnaires individuels. Le simple exercice du droit de vote peut être un processus coûteux, ce qui est un facteur dissuasif aux campagnes activistes¹³⁷. Il faut également avoir de l'influence pour faire pression auprès des autorités publiques et avoir l'opportunité de mener une campagne médiatique à l'encontre de l'entreprise en question, qui elle aura typiquement les moyens de se défendre et riposter.

¹³⁰V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

¹³¹*Id.*

¹³²*Id.*

¹³³S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

¹³⁴*Id.*

¹³⁵L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

¹³⁶*Id.*

¹³⁷*Id.*

En raison de ces limitations inhérentes, l'activisme actionnarial n'est pas accessible à tous. C'est une raison pour laquelle l'activisme des *hedge funds* est prépondérant : ces investisseurs institutionnels ont l'influence et le poids financier pour mener à bien leurs campagnes activistes.

Il y a toutefois d'autres limites à la pratique de l'activisme actionnarial, à laquelle même l'activisme des *hedge funds* ne peut pas échapper. Tout d'abord, les multiples obligations qui s'imposent aux fonds institutionnels freineront souvent la volonté d'activisme actionnarial ¹³⁸. Ensuite, il est très difficile de mesurer le succès d'une campagne activiste ; certaines campagnes activistes restent en phase de dialogue plusieurs années, indécis sur l'opportunité de passer à la phase de campagne publique ¹³⁹. Cette problématique est bien exprimée par l'auteure Laurence Loubières :

« Il s'agit de constamment prioriser les objectifs et de réévaluer l'opportunité de continuer ou non. Parfois, maintenir un dialogue constructif dans la durée est en soi une réussite. Ainsi ICCR dialogue depuis près de vingt ans avec le groupe de grande distribution Wal-Mart, grâce à quatre rencontres par an. Les résultats sont contrastés : si le groupe a avancé de façon très conséquente sur les enjeux environnementaux et sur ses politiques d'achat à l'international, il peine à bouger sur ses propres politiques sociales controversées. Mais faire évoluer Wal-Mart, c'est avoir un impact considérable sur ses centaines de milliers de fournisseurs, ses trois millions d'employés

et ses clients, encore plus nombreux. Après des années de dialogue infructueux sur l'assurance maladie complémentaire, notamment pour les employés temporaires, l'entreprise a décidé, en 2013, de mettre à la disposition de tout son personnel un service d'aide pour choisir le meilleur service d'assurance. 120 000 employés ont utilisé ce service dès les premiers mois de sa mise en place. La direction de Wal-Mart a exprimé à ICCR son désir de continuer le dialogue, pour mieux connaître les attentes de ses parties prenantes. »¹⁴⁰

Bien que la contrainte financière ne limite pas les investisseurs institutionnels autant que les autres activistes en raison de leurs capacités financières, il s'agit tout de même d'un facteur à pondérer dans l'opportunité d'exercer l'activisme ¹⁴¹. L'activisme des *hedge funds* étant avant tout motivées par une logique financière, il sera parfois jugé inopportun d'exercer cette pratique. Il peut toutefois y avoir des motifs d'ordre économiques, légaux, politiques ou autres qui peuvent inciter ces activistes à intervenir malgré le haut coût envisagé¹⁴².

Pour tous ses succès, l'activisme actionnarial connaît également un bon nombre d'échecs. Le cas récent de la campagne du célèbre activiste multimilliardaire américain Carl Icahn nous le montre : ses critiques à *McDonald's* pour ne pas avoir respecté leurs engagements portant sur le bien-être animal, les enjeux environnementaux, sociales et de gouvernance sont tombées sur de sourdes oreilles, amassant très peu de votes en assemblée générale¹⁴³.

¹³⁸ Julie BIRON, « Les bénéfiques et les coûts de l'activisme actionnarial », (2014) 48 R.J.T.U.M. 817.

¹³⁹ L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

¹⁴⁰ *Id.*

¹⁴¹ J. BIRON, préc., note 138.

¹⁴² *Id.*

¹⁴³ Amelia LUCAS, « Carl Icahn Loses Proxy Fight with McDonald's over Animal Welfare », *CNBC*, 26 mai 2022, [En ligne], [\[www.cnn.com/2022/05/26/carl-icahn-loses-proxy-fight-with-mcdonalds-over-animal-welfare.html\]](https://www.cnn.com/2022/05/26/carl-icahn-loses-proxy-fight-with-mcdonalds-over-animal-welfare.html) (15 novembre 2023).

Ayant observé l'influence de l'activisme actionnarial en pratique, nous pouvons maintenant évaluer la nécessité d'un encadrement juridique du phénomène.

3. Nécessité d'un encadrement juridique

3.1 Les dérives et excès de l'activisme actionnarial

Selon le président de la commission des Finances de l'Assemblée nationale en France, Éric Woerth : « l'activiste est utile [...], ce qu'il faut combattre c'est les excès »¹⁴⁴. C'est ce qu'il conclut à la suite d'un rapport d'information portant sur l'activisme actionnarial, et c'est la conclusion partagée par la plupart des experts sur le sujet : l'activisme actionnarial est un phénomène positif, qui peut toutefois dériver et se solder en excès, ce qu'il faut éviter.

Ces dérives et excès résultant de l'activisme actionnarial peuvent se manifester différemment. La critique la plus commune est celle du court-termisme : les campagnes activistes peuvent faire pression sur le management afin que ceux-ci prennent des décisions profitables à court terme, mais non à long terme, ce qui convient aux fonds activistes qui comptent profiter de l'amélioration des performances boursières et se retirer de l'entreprise ciblée, mais nuit considérablement à l'entreprise qui devra en souffrir les conséquences à plus long terme¹⁴⁵. Ce profit au détriment de la

valeur à long terme de l'entreprise est typiquement l'activisme des *hedge funds*, et n'est pas désirable du tout pour les sociétés par actions.

Une autre critique commune de l'activisme actionnarial est qu'il peut devenir une source d'instabilité pour les entreprises¹⁴⁶. Il ne suffit qu'à penser aux *wolf packs*, à la bataille par procuration et à la menace d'une vente colossale de titres pour constater cette instabilité causée. Cette critique est bien fondée en droit des affaires canadien, car l'utilisation abusive des instruments financiers de la part des investisseurs peut véritablement causer d'importantes conséquences pour une société par actions¹⁴⁷. À titre d'exemple, il est possible pour les investisseurs d'éviter le déclenchement d'une obligation de divulgation prévu par le système d'alerte et de notification canadienne par l'usage d'instruments dérivés, permettant de cumuler clandestinement une portion significative du capital-actions de l'entreprise¹⁴⁸. La transparence des marchés peut être améliorée par des seuils de déclaration plus élaborés, sévères et bas ainsi que des délais de déclaration plus courts, aspect sur lequel nous reviendrons plus tard.

Toujours dans la crainte d'instabilité causée pour les entreprises, il faut noter que les campagnes publiques critiques de l'entreprise ciblée par les activistes peuvent causer un dommage irréversible aux entreprises, que ce soit sur leur

¹⁴⁴ Éric WOERTH et Benjamin DIRX, *Rapport d'information déposé par la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial*, Assemblée nationale, 2 octobre 2019, [En ligne], [www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/l15b2287_rapport-information] (15 novembre 2023).

¹⁴⁵ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

¹⁴⁶*Id.*

¹⁴⁷Julie BOYER, *Les aspects juridiques des stratégies de propriété occulte et de vote vide réalisées par l'entremise des instruments dérivés*, Montréal, Université de Montréal, 26 août 2015, [En ligne], [papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/bitstream/handle/1866/18626/Boyer_Julie_2015_memoire.pdf?sequence=4&isAllowed=] (15 novembre 2023).

¹⁴⁸*Id.*

capital-actions ou leur capital-réputation¹⁴⁹. Ce contexte n'est pas favorable à la pérennité des sociétés par actions.

Enfin, il est souvent reproché aux campagnes activistes d'être opportuniste en tirant profit des droits prévus aux actionnaires minoritaires dans la loi, alors qu'ils ont déjà une très grande influence¹⁵⁰. Bien que les activistes soient presque toujours des actionnaires minoritaires, comme nous l'avons vu, leur influence est généralement bien plus élevée que celui du simple actionnaire minoritaire, grâce aux divers moyens de pression auxquels ils ont recours.

Ces différents scénarios d'excès de l'activisme actionnarial militent fortement en faveur d'un encadrement juridique. Il ne faut tout de même pas négliger l'influence positive que l'activisme actionnarial peut avoir sur la société et les entreprises ciblées.

3.2 L'influence positive de l'activisme actionnarial

Si l'activisme actionnarial fait à ce jour l'objet de débat doctrinal, elle est généralement bien perçue, et les autorités qui ont décidé d'encadrer ce phénomène en ont consacré une vision positive dans leur droit¹⁵¹. L'activisme actionnarial n'est pas perçu comme étant un problème, mais bien au contraire une piste de solution pour la réussite des entreprises à long terme¹⁵².

Il ne faut que penser aux nombreuses illustrations mentionnées précédemment où l'activisme actionnarial a engendré de très grands changements positifs à l'échelle mondiale : les réformes après la

tragédie du Rana Plaza, la lutte contre l'esclavage et l'exploitation des enfants en exigeant à Hershey d'accepter uniquement le cacao certifié, la lutte contre la déforestation massive en exigeant aux groupes agroalimentaires majeurs d'utiliser l'huile de palme certifiée, les grandes avancées sur le plan des droits humains dans les différents secteurs, etc.¹⁵³

Outre l'influence sociétale positive, les études empiriques ont démontré à de maintes reprises que l'activisme actionnarial exerce typiquement une influence positive sur les affaires de l'entreprise ciblée¹⁵⁴. En effet, ces entreprises verront généralement un impact positif sur la gouvernance d'entreprise, seront plus susceptibles d'adopter des pratiques durables et verront une valorisation des actions¹⁵⁵.

Ainsi, dans le cas de figure où le législateur canadien décide de se pencher sur la question de l'activisme actionnarial pour l'encadrer juridiquement, il devrait s'inspirer des codes de gouvernance élaborée par les gouvernements, organismes gouvernementaux, organismes privés et par les investisseurs eux-mêmes, à l'échelle mondiale, pour en consacrer une vision positive¹⁵⁶. Ces codes de gouvernance sont pour la plupart compatibles avec le droit des affaires canadien, en ce qu'elles encouragent aux investisseurs de jouer un rôle en matière de responsabilisation de la société (ce qui rejoint directement la doctrine de RSE) sans toutefois accorder de droit de gestion dans les affaires de l'entreprise¹⁵⁷. Parmi ces codes de gouvernance consacrant une vision positive de l'activisme actionnarial,

¹⁴⁹ *Id.*

¹⁵⁰ *Id.*

¹⁵¹ M. HUCTIN et D. LOCHON, préc., note 7.

¹⁵² *Id.*

¹⁵³ L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

¹⁵⁴ J. BIRON, préc., note 138.

¹⁵⁵ L. LOUBIÈRES, préc., note 16.

¹⁵⁶ M. HUCTIN et D. LOCHON, préc., note 7.

¹⁵⁷ *Id.*

il est juste d'affirmer que le code britannique est avant-gardiste : tout en encourageant la gestion des actionnaires par le vote, la surveillance et le dialogue avec la haute direction, elle fournit un cadre pour une éventuelle montée de l'activisme, dans le cas où le conseil d'administration négligerait les préoccupations des actionnaires¹⁵⁸.

3.3. Nécessité d'une réévaluation législative

Le contexte législatif est déterminant pour le développement de l'activisme actionnarial¹⁵⁹. Bien que les similitudes avec le cadre réglementaire des États-Unis puissent rendre les entreprises canadiennes potentiellement plus susceptibles d'être visées par des activistes¹⁶⁰, la structure de l'actionnariat canadien n'est pas du tout similaire (majoritairement des sociétés par actions à capital concentré)¹⁶¹. Certains auteurs soulignent à juste titre que l'environnement juridique canadien est devenu progressivement plus favorable aux actionnaires minoritaires, et cela peut se traduire par une facilitation de l'activisme des actionnaires minoritaires et individuels¹⁶². À titre d'exemple, l'art. 137 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* exige 1 % du capital-actions avec droit de vote ou des actions dont la valeur est d'au moins 2 000 \$, détenus pour un minimum de 6 mois, pour déposer une résolution¹⁶³.

Nous avons établi que l'activisme actionnarial est un phénomène positif,

mais que celle-ci pouvait dérailler et entraîner des excès. Il est donc légitime d'encadrer cette pratique, et certaines pistes de solutions sont déjà élaborées à l'échelle internationale, qu'il convient d'analyser.

Les régulateurs européens et américains ont déjà pris acte des études académiques sur l'activisme actionnarial, et ont établi des balises juridiques pour assurer une transparence suffisante et maîtriser les potentiels excès (notamment la déstabilisation des entreprises, le court-termisme, la pression aux moments clés du parcours d'une entreprise, etc.)¹⁶⁴.

Une première mesure pour encadrer l'activisme actionnarial est d'élaborer un cadre juridique pour le dialogue actionnarial. Nous avons vu l'importance primordiale de cette phase de discussion informelle, qui peut aboutir en véritable partenariat entre les activistes et la direction, qui chercheront ensemble une solution. C'est une mesure qui est déjà en place dans le code de gouvernance britannique, et l'*Autorité des marchés financiers* (AMF) français a officiellement recommandé d'adopter cela dans le droit français pour faire comme leurs voisins britanniques¹⁶⁵.

L'avocate Goldberg-Darmon, spécialisée et reconnue dans le domaine des marchés financiers, recommande « une meilleure prédictibilité des comportements susceptibles de constituer un manquement à la réglementation boursière »¹⁶⁶. Celle-ci explique qu'il faut tenir compte du

¹⁵⁸ *Id.*

¹⁵⁹ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

¹⁶⁰ B. STEWIEN, préc., note 9.

¹⁶¹ V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15; P. DUNN, préc., note 73.

¹⁶² V. SERRET et S. BERTHELOT, préc., note 15.

¹⁶³ *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, c. C-44, art. 137.

¹⁶⁴ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

¹⁶⁵ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, « Activisme actionnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine », Autorité des marchés financiers, 17 mars 2021, [En ligne], [\[www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/activisme-actionnarial-lamf-fait-evoluer-sa-doctrine\]](http://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/activisme-actionnarial-lamf-fait-evoluer-sa-doctrine) (15 novembre 2023).

¹⁶⁶ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

principe d'égalité d'information et du risque de délit d'initiés dans le cadre de ce dialogue, tout en respectant les limites à ne pas franchir en droit boursier (ne pas émettre de recommandation d'investissement irrégulière ni manipuler le marché par une diffusion d'information fautive ou trompeuse)¹⁶⁷. L'AMF suggère également une recommandation en ce sens, insistant sur la nécessité de rapprocher le temps de la régulation du temps du marché¹⁶⁸. Il est certainement possible pour les autorités d'établir des règles de fonctionnement qui peuvent permettre aux activistes d'exercer leur rôle disciplinaire tout en garantissant une protection adéquate aux parties prenantes¹⁶⁹. Tout cela pourrait être encadré de manière formelle par le législateur canadien – ce qui n'est pas le cas dans le *statu quo* juridique – pour une

meilleure réglementation de l'activisme actionnarial en droit des affaires.

D'autre part, il y a la question de la transparence du marché. En droit des sociétés par actions, il y a un droit d'information des actionnaires qui s'oppose au droit à l'anonymat des actionnaires : lorsque l'actionnaire acquiert une position significative du capital-actions, les autres actionnaires sont en droit de connaître leur identité, puisqu'il peut y avoir une influence sur la gouvernance de l'entreprise¹⁷⁰. C'est ainsi que s'est développée la mise en place d'obligation de déclaration des franchissements de seuils de contrôle, accompagnés d'un délai de déclaration. Ces seuils de contrôle ainsi que le délai prévu pour la déclaration du franchissement de seuil varient d'un pays à l'autre, comme en témoigne le tableau suivant :

¹⁶⁷*Id.*

¹⁶⁸ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 165.

¹⁶⁹ S. GUEGUEN et L. MELKA, préc., note 18.

¹⁷⁰*Id.*

Pays	Premier seuil de déclaration	Délai de déclaration
Allemagne	3 % des droits de vote détenus en direct (hors produits dérivés), 5 % en incluant les instruments assimilés	4 jours
Autriche	3 % des droits de vote si précisé dans les statuts (autrement 4 %)	2 jours
Australie	5 % des droits de vote	2 jours
Belgique	5 % des droits de vote	4 jours
Chine	5 % des droits de vote	3 jours
Espagne	3 % des droits de vote	4 jours
États-Unis	5 % des droits de vote	10 jours
France	5 % du capital ou des droits de vote	4 jours
Irlande	3 % des droits de vote pour les émetteurs irlandais, 5 % pour les autres	2 jours pour les émetteurs irlandais, 4 jours pour les autres
Italie	3 % des droits de vote pour les grandes sociétés, 5 % pour les PME	4 jours
Japon	5 % des droits de vote	5 jours
Pays-Bas	3 % du capital ou des droits de vote	4 jours
Portugal	2 % des droits de vote pour les sociétés portugaises, 5 % pour les autres	4 jours
Royaume-Uni	3 % des droits de vote pour les émetteurs du Royaume-Uni, 5 % pour les autres	2 jours pour les émetteurs du Royaume-Uni, 4 jours pour les autres
Suisse	3 % des droits de vote	4 jours

Source : Gueguen, S. et L. Melka, *Les fonds activistes. Modes d'action, stratégies et résultats*, coll. Finance, Paris, Dunod, 2021, [En ligne], [www.cairn.info/les-fonds-activistes--9782100823796.htm] (15 novembre 2023).

Nous avons vu qu'il est possible que les activistes échappent aux obligations de déclaration, notamment en formant une coalition d'actionnaires (*wolf packs*) ou en faisant usage d'instruments dérivés. Dans un rapport d'avril 2020, l'AMF a suggéré

d'adapter les règles concernant les franchissements de seuils de contrôle pour tenir compte des nouveaux moyens d'amasser le capital-actions des

sociétés¹⁷¹. Outre le seuil de déclaration, le délai de déclaration est également un paramètre primordial de la réglementation pour la transparence des marchés financiers¹⁷². En effet, ce délai « représente le temps dont dispose l'actionnaire (et le cas échéant le fonds activiste) pour continuer à accumuler des titres avant que le marché soit informé de son entrée au capital »¹⁷³. Si la tendance internationale semble pointer vers un rehaussement des règles de déclaration de franchissements de seuils de contrôle, les règles sont bien loin d'être harmonisées, et les débats sur ces sujets sont complexes ¹⁷⁴ . Une législation plus stricte caractérisée par un rehaussement des obligations déclaratives peut avoir comme conséquence de décourager les campagnes activistes¹⁷⁵, ce qui serait une perte en raison de l'influence positive de celles-ci sur la société et les entreprises. Ainsi, bien qu'il faille un encadrement juridique de l'activisme actionnarial, ces balises devront être posées minutieusement.

Conclusion

Dans cette étude portant sur l'activisme actionnarial, nous avons analysé la genèse du phénomène, son influence dans le monde corporatif et la nécessité d'un encadrement juridique afin de répondre à la question suivante : « Faut-il juridiquement encadrer l'activisme actionnarial dans les sociétés par actions au Canada ? » À la lumière de notre étude, il est juste de répondre à cette question par la positive.

L'influence importante de l'activisme actionnarial ne peut pas être négligée aujourd'hui au Canada, qui est devenu la troisième plus grande zone de frappe pour les activistes à l'échelle internationale en 2018¹⁷⁶. Les multiples moyens de pression que détiennent les activistes peut parfois déboucher en dérives et excès, qui peuvent à leur tour mettre en cause la pérennité des sociétés par actions. Ces excès justifient à eux seuls un encadrement juridique de l'activisme actionnarial. Il est toutefois bien documenté que l'activisme actionnarial est un phénomène positif, créant de la valeur et entraînant des changements positifs tant au niveau sociétal qu'au niveau de l'entreprise. Cette pratique s'aligne très bien avec le courant de RSE et de la théorie des parties prenantes, présentement privilégiées en droit des sociétés par actions au Canada depuis l'arrêt *Wise* ¹⁷⁷ . Ainsi, l'encadrement juridique devra se faire en consacrant une vision positive de l'activisme actionnarial. De surcroît, cet encadrement devra être envisagé de manière détaillée et méticuleuse, car il faut éviter de décourager les campagnes activistes tout en assurant une meilleure protection aux entreprises ciblées ainsi qu'une meilleure transparence des marchés. Certaines pistes de solutions existent déjà pour encadrer cette pratique, et cela peut faire l'objet d'une autre étude à part entière.

¹⁷¹*Id.*

¹⁷²*Id.*

¹⁷³*Id.*

¹⁷⁴*Id.*

¹⁷⁵*Id.*

¹⁷⁶*Id.*

¹⁷⁷ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 2.