



UNIVERSITÉ **PARIS II**
PANTHÉON-ASSAS



**HARVARD
LAW SCHOOL**

**ACTIVISME ACTIONNARIAL OFFENSIF ET REACTIONS DES
DIRIGEANTS DANS LES OPERATIONS DE LBO : ETUDE
COMPAREE DROIT FRANÇAIS – DROIT DES ETATS-UNIS**

Écrit et soutenu par

Chloé MARTINIE

Sous la direction de

Monsieur le Professeur Laurent CONVERT

Recherches effectuées à la **Harvard Law School**

Année universitaire

2025-2026

Master Droit comparé des affaires dirigé par la **Professeure Marie-Elodie ANCEL**

AVERTISSEMENTS

L'université Paris II Panthéon-Assas et la Harvard Law School n'entendent donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à exprimer ma profonde gratitude à mon directeur de mémoire, Monsieur le Professeur Laurent CONVERT, pour sa confiance et sa disponibilité. Son enseignement dispensé au cours du premier semestre a fait naître en moi une véritable curiosité intellectuelle pour les mécanismes du private equity : c'est précisément cet éveil qui m'a poussée à approfondir ces thématiques et m'a donné l'envie de consacrer mes recherches de mémoire à ce sujet.

Mes remerciements s'adressent également à l'Université Paris II Panthéon-Assas, ainsi que à Madame la Professeure Marie-Elodie ANCEL, directrice du Master Droit comparé des affaires, pour l'excellence de la formation dispensée et pour m'avoir offert l'opportunité de mener à bien ce cursus.

Je tiens à témoigner ma reconnaissance à la Harvard Law School pour son accueil au cours de mes recherches. L'accès à ses précieuses ressources et à son environnement stimulant a été déterminant dans la construction de cette étude comparée.

Je remercie chaleureusement mes camarades de classe pour l'entraide, la cohésion et les débats passionnés dont ils ont fait preuve tout au long de l'année. Un remerciement tout particulier à celles et ceux qui m'ont accompagnée durant mon séjour à Harvard, transformant cette expérience de recherche en une aventure humaine inoubliable.

Enfin, je ne saurais clore ces remerciements sans témoigner ma reconnaissance à ma famille. Leur soutien, leur patience et leurs encouragements constants ont été ma plus grande source de motivation.

RESUME

Ce mémoire démontre un paradoxe systémique du droit des affaires contemporain : l'impuissance structurelle du dirigeant de société sous leveraged buyout face aux assauts de l'activisme actionnarial offensif. Alors que le droit prétend protéger le mandataire social, l'architecture même du LBO place le manager dans une impasse dont il devient inéluctablement le bouc émissaire.

L'étude révèle la dualité de ce phénomène de rupture. En amont, l'activiste boursier instrumentalise le marché pour forcer le LBO. En aval, après le retrait de la cote, l'activisme s'infiltré dans la gouvernance contractuelle privée par le biais de la dette.

Face à ces offensives, le dirigeant subit une superposition de statuts juridiques inconciliables : il est simultanément garant de l'intérêt social, subordonné révocable ad nutum par le fonds majoritaire, et actionnaire minoritaire via son management package. Cette triple casquette fait éclater la notion de loyauté et engendre un aléa moral structurel : le sweet equity et les formules de ratchet risquent d'aligner ses intérêts personnels sur la stratégie de maximisation à court terme de l'activiste.

Nous observons ainsi une confrontation critique de deux philosophies juridiques en échec parallèle : Le droit du Delaware déploie des standards sophistiqués mais ce formalisme rigide est systématiquement retourné comme une arme procédurale par les hedge funds. Concernant le droit français, il offre une liberté contractuelle considérable via la SAS, mais souffre d'un vide jurisprudentiel sur les devoirs fiduciaires en LBO, condamnant le dirigeant à naviguer à vue face aux notions d'abus de pouvoirs ou de faute de gestion.

À l'appui d'affaires emblématiques, ce mémoire démontre l'existence d'une impasse finale : qu'il choisisse de résister, de céder ou de s'associer à la reprise, le dirigeant engage inévitablement sa responsabilité civile, pénale ou fiscale. En tentant de tout concilier, le droit français et le droit américain condamnent le dirigeant en LBO à une insécurité chronique.

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	1
 I - L'activisme actionnarial offensif en contexte de LBO : un vecteur de disruption face à l'inadaptation des cadres juridiques généraux	8
 <i>A. L'activisme offensif, moteur et perturbateur des opérations de LBO.....</i>	<i>8</i>
 <i>B. Le dirigeant en LBO : un mandataire aux obligations contradictoires.....</i>	<i>17</i>
 II - Des dirigeants structurellement exposés : deux systèmes à l'épreuve de leurs propres contradictions.....	25
 <i>A. Des mécanismes de défense symétriquement inadaptés : l'exploitation des angles morts par les fonds activistes.....</i>	<i>25</i>
 <i>B. La responsabilité des dirigeants face à l'activisme : une exposition inévitable dans les deux systèmes.....</i>	<i>38</i>
 CONCLUSION.....	51
 Bibliographie.....	54

Introduction Générale

« Ne pouvant faire que ce qui est juste fût fort, on a fait que ce qui est fort fût juste ». ¹

Cette formule, forgée par Pascal au XVII^e siècle pour décrire le mécanisme par lequel la force se légitime en se parant des habits de la justice, résonne avec une acuité particulière lorsqu'on l'applique à la relation contemporaine entre l'activisme actionnarial offensif et les dirigeants des sociétés sous leveraged buyout². Les fonds activistes, tels que Elliott Management, Third Point, CIAM, ne sont pas des prédateurs agissant dans l'ombre du droit : ils agissent avec le droit, par le droit et parfois grâce au droit. Leur force, qu'elle soit financière, informationnelle ou procédurale, s'est progressivement muée en légitimité juridique, à mesure que les systèmes de droit des sociétés états-unien et français ont intégré leurs demandes dans leurs catégories : protection des actionnaires minoritaires, maximisation de la valeur, transparence sur la rémunération des dirigeants.

Ce faisant, ces systèmes ont produit un résultat que Pascal aurait peut-être anticipé : en cherchant à rendre la force juste, ils ont rendu le juste impuissant. Car le dirigeant en LBO, qui dispose pourtant d'un mandat social légitime, d'outils contractuels sophistiqués et d'une responsabilité juridique clairement définie, se retrouve structurellement sans défense efficace face à des activistes qui connaissent les règles du jeu mieux que lui.

Ce paradoxe, la coexistence d'un arsenal juridique abondant et d'une impuissance pratique persistante, est au cœur de notre présent propos. Il se manifeste dans des affaires d'une ampleur et d'une complexité croissantes. En France, le fonds CIAM, détenant 0,024% du capital du groupe Vivendi, a réussi à alimenter un contentieux de plusieurs années impliquant successivement l'AMF, la Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation, remettant en cause une scission évaluée à plusieurs milliards d'euros avant d'être désavoué par un arrêt de cassation du 28 novembre 2025³. En parallèle l'affaire Vivarte a vu se succéder plusieurs dirigeants contraints d'exécuter des stratégies dictées par des fonds créanciers devenus actionnaires, dans un processus où la légitimité contractuelle des créanciers-activistes rendait toute résistance

¹ Blaise Pascal, Pensées, §298

² Ci-après « LBO »

³ Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.362

aussi juridiquement risquée que toute capitulation⁴. Aux Etats-Unis, le règlement d'un milliard de dollars auquel a abouti l'affaire *In re Dell Technologies* en 2023, résultant d'un going-private dans lequel les dirigeants avaient été simultanément négociateurs et bénéficiaires de la transaction, a rappelé que la participation des dirigeants aux opérations les concernant engage une responsabilité personnelle dont la mesure financière est sans précédent dans l'histoire de la jurisprudence Delaware⁵. Ces situations emblématiques posent avec force une question à laquelle le droit comparé doit apporter une réponse.

En préambule il convient de définir avec précision chacun des termes qui composent le sujet.

Le leveraged buyout⁶ désigne le rachat d'une société cible financé principalement par endettement, l'acquisition étant réalisée par l'intermédiaire d'une société holding créée à cet effet (la holding de reprise) dont la dette est remboursée grâce aux flux de trésorerie générés par la société rachetée (la société cible)⁷. Le terme « leveraged » désigne l'effet de levier financier qui est le principe fondateur du montage : en maximisant la part de financement par dette et en minimisant les apports en capital propre, le fonds acquéreur amplifie le rendement sur ses fonds propres, à la condition que la rentabilité opérationnelle de la cible excède le coût de la dette⁸. Cette condition constitue l'hypothèse fondatrice du LBO, et c'est elle qui, lorsqu'elle est mise en défaut par une dégradation des résultats ou une hausse brutale des taux d'intérêts, déclenche les tensions structurelles qui constituent le terrain d'élection de l'activisme offensif. Ce mécanisme a été théorisé comme « l'effet de coup de massue »⁹ : l'endettement, lorsque le coût de la dette dépasse le rendement de la cible, amplifie symétriquement les pertes au lieu d'amplifier les gains, transformant la mécanique de création de valeur du LBO en instrument de destruction¹⁰.

La structure juridique du LBO implique une pluralité de parties prenantes aux intérêts structurellement divergents. Le fonds sponsor, d'abord, cherche à maximiser son retour sur investissement dans un horizon de cinq à sept ans, en développant la valeur opérationnelle de

⁴Chambost I., « Vivarte, le savetier et le financier... », *Revue projet* N°366, p.19-27, mai 2018

⁵ *In re Dell Technologies Inc. Class V Stockholders Litigation* C.A. No. 2018-0816-JTL (Del. Ch. June 11, 2020)

⁶ Ci-après dénommé « LBO »

⁷ Bouteiller C. et Karyotis C., *L'essentiel du private equity et des LBO*, Les carrés rouges, Editions Gualino, 2024.

⁸ Merland L. et Poracchia D., « LBO – Acquisition avec effet de levier », *Répertoire des sociétés*, Dalloz, Janvier 2021.

⁹ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017

¹⁰ *Ibid.*

la cible pour la céder dans les meilleures conditions¹¹. Les créanciers, ensuite, exigent le remboursement prioritaire de leur dette et surveillent en permanence le respect des clauses financières, les covenants, qui conditionnent la disponibilité du financement¹². Les dirigeants, enfin, occupent une position particulièrement complexe : ils sont simultanément mandataires sociaux de la société cible, actionnaires minoritaires de la holding de reprise via leur management package et subordonnés au fonds sponsor qui les a nommés et peut les révoquer¹³. L'ensemble de ces relations est régi non par le droit commun des sociétés mais par une gouvernance contractuelle organisée autour du pacte d'actionnaires. Celui-ci est un réel instrument de liberté mais aussi un vecteur d'incertitude lorsque ses silences sont exploités par des acteurs dont la présence n'avait pas été anticipée lors de la constitution du montage¹⁴. En droit français, la forme juridique quasi-universellement adoptée par les holdings de reprise est la société par actions simplifiée (SAS), dont la liberté statutaire est considérable mais dépourvue d'un soutien jurisprudentiel qui caractérise d'autres systèmes, notamment le droit du Delaware.

L'activisme actionnarial offensif est une notion que le droit peine encore à saisir. L'assemblée nationale dans l'un de ses rapports d'information constate qu'« il n'existe pas de définition juridique établie » de ce phénomène¹⁵. La doctrine et la pratique proposent plusieurs approches. Selon une première définition, l'activisme désigne « l'action menée par un actionnaire minoritaire afin d'exercer une influence sur l'entreprise, en utilisant les droits que la loi lui reconnaît en contrepartie du risque social qu'il a accepté de courir, sans volonté de devenir majoritaire ni prendre le contrôle de l'entreprise »¹⁶. Selon la définition des rapporteurs de la mission d'information relative à l'activisme actionnarial, il désigne le comportement adopté par un actionnaire « souvent minoritaire, qui fait campagne pour exiger d'une société cotée du changement, en allant au-delà du dialogue bilatéral avec la société, et en prenant parfois position publiquement »¹⁷. La Direction générale du Trésor retient une approche plus extensive,

¹¹ *Ibid.*

¹² *Ibid* : « les projections de trésorerie sur 5 à 7 ans [...] doivent au moins égaliser le montant des échéances sur la même période ».

¹³ Chambost I., « Vivarte, le savetier et le financier... », *Revue projet* N°366, p.19-27, mai 2018

¹⁴ Pietrancosta A. et Raimbourg P., *Ingénierie financière, juridique et fiscale*, Dalloz, Octobre 2024.

¹⁵ ASSEMBLEE NATIONALE, Rapport d'information de la mission d'information relative à l'activisme actionnarial, Rapport N°2287, Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 2 oct.2019.

¹⁶ *Ibid.* Définition de Ruellan C.

¹⁷ *Ibid.* Définition des rapporteurs.

qualifiant d'activiste « tout actionnaire engagé et désireux de faire valoir son point de vue sur la stratégie d'une entreprise ».¹⁸

Pour les besoins de ce mémoire, l'activisme offensif se distingue de l'activisme défensif ou de gouvernance en ce qu'il poursuit principalement un objectif de modification de la structure capitalistique ou stratégique de la cible comme forcer une cession, obtenir le remplacement de la direction, imposer une restructuration financière, plutôt qu'une amélioration de sa gouvernance dans une perspective de long terme¹⁹. Il se distingue également, sur le plan des instruments mobilisés, selon la phase dans laquelle il intervient. Lorsque la société est encore cotée, l'activiste dispose des outils du marché boursier : déclarations de franchissement de seuils, proxy fights, engagements avec les autorités de marché, campagnes médiatiques. Une fois la société retirée de la cote et gouvernée par une SAS à actionnariat concentré, ces instruments cessent de s'appliquer et l'activisme prend une forme exclusivement contractuelle et financière avec notamment l'activation des covenants, la debt-to-equity swap ou l'exercice des droits liés à la qualité de créancier. Cette distinction est fondamentale et sera maintenue tout au long de ce mémoire, car elle détermine les outils défensifs disponibles pour le dirigeant dans chaque phase.

Les réactions des dirigeants constituent le troisième terme du sujet, et celui qui concentre l'essentiel des enjeux de responsabilité. Face à l'activisme offensif, le dirigeant en LBO dispose théoriquement de trois attitudes. La première est la résistance, par laquelle il s'oppose aux demandes de l'activiste au nom de l'intérêt social à long terme de la société. La deuxième est la cession, par laquelle il acquiesce aux demandes de l'activiste pour mettre fin à une campagne déstabilisatrice. La troisième est la participation au management buyout, par laquelle il passe du côté de l'acquéreur et co-investit dans le rachat de la société qu'il dirige. L'une des thèses centrales de ce mémoire est que chacune de ces trois attitudes engage la responsabilité du dirigeant dans les deux systèmes comparés mais aussi que cette triple exposition révèle une impuissance structurelle inscrite dans l'architecture même du LBO.

L'intérêt de la question posée par ce mémoire est à la fois scientifique et pratique, et tient à la convergence de plusieurs dynamiques contemporaines.

¹⁸ Ibid. Définition de la Direction générale du Trésor.

¹⁹ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

Sur le plan économique, d'abord, l'activisme actionnarial a connu une croissance quantitative et qualitative remarquable au cours des deux dernières décennies. Une étude portant sur 1 059 interventions activistes entre 2001 et 2006, a établi que les fonds activistes obtiennent un succès total ou partiel dans environ deux tiers des cas, avec un rendement moyen de 7 % à 8 % à l'annonce de leurs campagnes, ce rendement ne s'inversant pas dans l'année suivante²⁰. Ces résultats exceptionnels ont alimenté une croissance continue du phénomène : selon le Rapport d'information de l'Assemblée nationale de 2019, 226 sociétés avaient été ciblées dans le monde en 2018 contre 188 l'année précédente, et les activistes avaient obtenu 161 sièges au conseil d'administration — une hausse de 56 %²¹. Les données les plus récentes témoignent d'une dynamique qui ne s'est pas démentie : la banque Lazard recensait 150 campagnes activistes au seul premier semestre 2025²². Ce phénomène quantitatif s'est accompagné d'une évolution qualitative majeure : la convergence progressive entre le private equity et l'activisme actionnarial, que le cabinet Fasken décrit comme « l'un des développements les plus fascinants de la pratique des sociétés au cours de la dernière décennie »²³. Cette convergence se traduit par des opérations emblématiques comme le rachat d'Athenahealth pour 5,7 milliards de dollars par le fonds Elliott Management en novembre 2018 ou l'acquisition de Travelport pour 4,4 milliards de dollars en décembre 2018²⁴. Elle brouille les frontières entre des acteurs autrefois distincts et crée des configurations inédites auxquelles les cadres juridiques existants ne sont pas préparés.

Sur le plan juridique, ensuite, la question de la responsabilité des dirigeants face à l'activisme en LBO reste largement sous-théorisée, tant en droit français qu'en droit américain. Le cabinet White & Case relève en 2025 que les obstacles persistants à une défense efficace des dirigeants tiennent non pas à la loi elle-même mais au « sous-développement de la jurisprudence sur les devoirs fiduciaires des dirigeants »²⁵. En droit américain, si la jurisprudence Delaware a construit un corpus sophistiqué sur les obligations fiduciaires des dirigeants en matière d'OPA hostiles sur sociétés cotées, son application au contexte du LBO reste incertaine. La question

²⁰ Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper* No. 139/2006, May 2008.

²¹ Rapport d'information n°2287, préc.

²² Besses-Boumard P., « Les fonds activistes maintiennent la pression : 150 campagnes recensées au 1er semestre 2025 selon la banque Lazard », *Challenges*, juillet 2025.

²³ Blyschak P. and Freelan B. and Kravitz N. and McGlaughlin G. and Rose C., “What Private Equity Can Learn From Shareholder Activism – And Vice Versa ?”, *Fasken Bulletin*, January 2023.

²⁴ Moeser A., “Private Equity and Activism”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, April 2019.

²⁵ White & Case, préc.

de savoir si les tests Unocal²⁶ et Revlon²⁷, conçus pour les offres publiques sur sociétés cotées, s'appliquent directement aux LBO, et comment, n'a reçu aucune réponse définitive de la jurisprudence.

Sur le plan de la politique juridique, enfin, la question posée par ce mémoire touche à des enjeux fondamentaux pour l'attractivité des places financières française et américaine. La loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France témoigne d'une volonté législative d'adapter le cadre juridique aux nouvelles réalités du financement des entreprises. Néanmoins elle révèle aussi les contradictions internes d'un système qui cherche à protéger les dirigeants, à respecter les droits des actionnaires activistes et à attirer les investisseurs étrangers sans parvenir à satisfaire simultanément ces trois objectifs²⁸. L'analyse comparée avec le système américain permet d'identifier les lacunes de chaque système.

Ce mémoire délimite son objet selon deux axes.

Sur l'axe géographique, la comparaison porte sur le droit français et le droit des États-Unis. Ce choix bilatéral s'impose à la fois pour des raisons scientifiques et pour des raisons pratiques. Scientifiquement, les États-Unis constituent le terrain d'émergence de l'activisme institutionnalisé et le seul système juridique à avoir développé un corpus jurisprudentiel structuré sur les obligations fiduciaires des dirigeants face aux actionnaires militants. Pratiquement, la France est le marché européen le plus significativement ciblé par l'activisme institutionnel, représentant environ 8 % des campagnes activistes européennes en 2024²⁹, et son droit des sociétés, fondé sur la liberté contractuelle de la SAS, présente le contraste le plus saisissant avec la sophistication jurisprudentielle américaine.

Sur l'axe thématique, ce mémoire maintient la distinction entre deux phases de l'activisme qui appellent deux régimes juridiques radicalement différents. En amont du LBO, lorsque la société cible est encore cotée, les outils du marché boursier sont disponibles pour l'activiste : déclarations de franchissement de seuils selon la directive Transparence 2004/109/CE, proxy fights, droits de vote double issus de la loi Florange de 2014, Say on Pay contraignant issu de

²⁶ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985)

²⁷ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

²⁸ Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France

²⁹ White & Case, préc.

la loi Sapin II de 2016, et Schedule 13D accompagné de ses délais de déclaration aux États-Unis. Ces instruments sont analysés dans ce mémoire uniquement dans leurs interactions avec la création du LBO, ils ne s'appliquent pas à la société non cotée. En aval du LBO, une fois la société retirée de la cote, les outils réglementaires cessent de s'appliquer et l'activisme prend une forme exclusivement contractuelle et financière avec l'activation des covenants, la debt-to-equity swap et l'exercice des droits liés à la qualité de créancier ou de co-investisseur. Ce mémoire ne traite par ailleurs ni de l'activisme de gouvernance ou ESG, ni des fonds souverains ou investisseurs institutionnels de long terme.

L'ensemble des observations qui précèdent converge vers une question centrale qui structure l'ensemble du suivant développement : *Dans un contexte d'instabilité économique qui exacerbe les tensions au sein des opérations de LBO et légitime l'essor de l'activisme actionnarial offensif, le droit français et le droit des États-Unis parviennent-ils à offrir aux dirigeants un cadre juridique cohérent pour y répondre, ou ces deux systèmes, en voulant concilier protection des dirigeants, droits des actionnaires et attractivité économique, ne font-ils que placer les dirigeants dans une position d'impuissance structurelle face à des activistes qui exploitent précisément leurs contradictions internes ?*

Répondre à cette problématique suppose de procéder en deux temps.

Il convient, en premier lieu, d'analyser la nature et les conditions de l'activisme offensif en LBO, ainsi que la position juridique spécifique du dirigeant qui lui fait face. L'activisme offensif en LBO se manifeste à deux stades distincts. Il peut être l'instrument de la création même du montage et en devient ensuite le perturbateur. Le dirigeant confronté à ce double phénomène cumule trois rôles incompatibles soulevant une question de loyauté fondamentale que ni le droit américain ni le droit français ne résolvent avec cohérence (Partie I).

Il convient, en second lieu, d'analyser les réponses que les deux systèmes juridiques comparés apportent à ce phénomène, en démontrant qu'elles sont structurellement inadaptées pour des raisons symétriquement opposées. Le droit des États-Unis dispose d'une jurisprudence sophistiquée mais cette sophistication même est retournée par des activistes qui en maîtrisent les règles mieux que leurs cibles. Le droit français dispose d'une liberté contractuelle considérable mais dépourvue de l'assise jurisprudentielle qui permettrait aux dirigeants de naviguer avec sécurité. Dans les deux cas, quelle que soit la décision du dirigeant il engage sa

responsabilité. Cette convergence vers l'impuissance à travers des voies symétriquement opposées est l'impasse finale que ce mémoire entend démontrer (Partie II).

I - L'activisme actionnarial offensif en contexte de LBO : un vecteur de disruption face à l'inadaptation des cadres juridiques généraux

A. L'activisme offensif, moteur et perturbateur des opérations de LBO

Le leveraged buyout repose sur une hypothèse fondatrice de stabilité économique : l'effet de levier n'est rentable que si le rendement de la cible excède le coût de la dette³⁰. En période de stabilité, les intérêts des parties prenantes convergent. En effet, le fonds sponsor maximise son retour à la sortie, les créanciers perçoivent leurs intérêts et récupèrent leur principal, les dirigeants valorisent leur *management package*, et les actionnaires minoritaires participent à la création de valeur. Cette convergence apparente dissimule pourtant une architecture de conflits latents, inhérente à la structure même du montage. Le LBO place en présence une pluralité d'acteurs aux intérêts structurellement divergents : le fonds sponsor, dont l'horizon d'investissement de trois à sept ans commande une maximisation de la valeur de sortie ; les créanciers, dont la priorité de remboursement les conduit à surveiller en permanence la solvabilité de la cible ; les dirigeants, transformés en actionnaires minoritaires via leur *management package* et soumis à la discipline de la dette ; et les actionnaires minoritaires, co-investisseurs dont la position contractuelle est souvent la plus fragile³¹. L'ensemble de ces relations est régi par une gouvernance contractuelle organisée autour du pacte d'actionnaires³².

C'est dans ce contexte structurellement instable que l'activisme actionnarial offensif trouve son terrain d'élection. Contrairement à une idée reçue, l'activisme offensif n'est pas extérieur au LBO : il en est très souvent le déclencheur direct et peut également en constituer le perturbateur le plus redoutable une fois le montage constitué. Le phénomène se manifeste ainsi à deux stades distincts qui appellent deux régimes juridiques radicalement différents : en amont, lorsque la société cible est encore cotée, l'activiste mobilise les outils du marché boursier pour forcer la création du LBO ; en aval, une fois la société retirée de la cote et gouvernée par une structure

³⁰ Pietrancosta A. et Raimbourg P., *Ingénierie financière, juridique et fiscale*, Dalloz, Octobre 2024.

³¹ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

³² Merland L. et Poracchia D., « LBO – Acquisition avec effet de levier », *Répertoire des sociétés*, Dalloz, Janvier 2021.

contractuelle privée, l'activisme change de nature et devient un activisme contractuel et par la dette³³. C'est cette dualité que le droit français et le droit des États-Unis peinent à appréhender.

1. L'activisme offensif comme instrument de création du LBO : les mécanismes d'incitation au marché

Parmi les développements les plus significatifs de la pratique financière et juridique au cours de la dernière décennie figure la convergence progressive et réciproque entre le private equity et l'activisme actionnarial³⁴. Si le private equity dans l'une de ses formes classiques, le LBO, conduit le fonds à acquérir entièrement sa cible pour la retirer de la cote et mettre en œuvre un nouveau plan stratégique, l'activiste traditionnel, en revanche, acquiert une participation minoritaire dans une société cotée pour en influencer le cours au moyen de campagnes publiques et de proxy fights. Ces deux logiques, pourtant fondées sur des conceptions très différentes de l'utilité des marchés³⁵, se croisent et se renforcent mutuellement pour produire ce qui constitue, du point de vue du dirigeant, la forme la plus redoutable de l'activisme offensif : celui qui crée le LBO lui-même.

Trois mécanismes distincts permettent de rendre compte de ce phénomène.

Le premier mécanisme est celui de l'activiste comme catalyseur de la cession. C'est la forme la plus classique. Un fonds activiste offensif tel que Elliott Management acquiert une participation minoritaire dans une société cotée qu'il juge sous-évaluée ou mal gérée. La méthode est invariable : lancement d'une campagne publique agressive, obtention de sièges au conseil d'administration par la voie d'un proxy fight, et la mise en vente de l'entreprise. Face à cette pression, le conseil d'administration cède et met l'entreprise aux enchères. Ce sont alors des fonds de private equity qui l'acquièrent en orchestrant un LBO pour la retirer de la cote. Dans ce schéma, l'activiste n'opère pas le LBO lui-même, il en est le créateur provoquant. 14 % des campagnes visent explicitement la vente de la société cible à un tiers, ces campagnes générant 8,54 % de rendement en moyenne³⁶. Plus éloquente encore, la déclaration de Thomas H. Lee,

³³ Vermeille S., "Shareholders' Rights & Shareholder Activism", *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

³⁴ Blyschak P. and Freelan B. and Kravitz N. and McGlaughlin G. and Rose C., "What Private Equity Can Learn From Shareholder Activism – And Vice Versa ?", *Fasken Bulletin*, January 2023.

³⁵ Goldfarb, B., "Companies Need to Plan for the Convergence of Private Equity and Shareholder Activism, Hedge Funds & Private Equity", 16 septembre 2020

³⁶ Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper No. 139/2006*, May 2008.

associé fondateur du fonds de private equity éponyme, qui reconnaissait publiquement en 2007 : « Je voudrais remercier mes amis [...] pour avoir préparé des dossiers, car [...] les cibles sont souvent conduites vers une forme d'enchères »³⁷. Cette reconnaissance par un acteur de premier plan du private equity que les activistes lui « préparent » les cibles de LBO constitue une preuve empirique irréfutable du mécanisme.

Le deuxième mécanisme est celui du public-to-private direct, par lequel l'activiste lui-même monte en puissance pour devenir acquéreur. La frontière entre les métiers du private equity et de l'activisme est devenue poreuse³⁸ : certains fonds activistes ont levé des capitaux dédiés au rachat total, à l'image d'Evergreen Coast Capital. La méthode combine les deux phases : une campagne offensive minoritaire, destinée à fragiliser le management et à déprécier la résistance organisée par le conseil d'administration, suivie, si nécessaire, d'une offre publique d'achat, hostile ou amicale, structurée avec des banques partenaires et financée par endettement selon les modalités classiques du LBO. Cette configuration présente une subtilité juridique fondamentale que les cadres existants peinent à saisir : le même acteur est activiste minoritaire avant le LBO et devient contrôleur après le retrait de la cote. Les outils conçus pour réguler l'activisme en société cotée cessent de s'appliquer dès que la société est retirée de la cote³⁹. Des exemples récents illustrent ce mécanisme : Evergreen Coast Capital et Veritas Capital ont acquis Athenahealth pour 5,7 milliards de dollars en novembre 2018 ; Evergreen Coast Capital et Siris Capital ont racheté Travelport pour 4,4 milliards de dollars en décembre 2018⁴⁰.

Le troisième mécanisme est celui de l'approche en tandem, par laquelle un fonds activiste et un fonds de private equity coordonnent leurs actions en amont pour préparer le terrain d'un LBO. L'activiste repère une cible dont il estime la valeur sous-exploitée mais sait qu'un rachat direct par un fonds de private equity serait mal perçu par le marché. Il monte donc au capital en premier, initie une campagne offensive publique pour fragiliser le management et briser les mécanismes anti-OPA, puis apporte ses titres au fonds de private equity partenaire pour finaliser le LBO à un prix normalisé par la pression activiste préalable⁴¹. Ce mécanisme est rendu nécessaire par une contrainte structurelle fondamentale : la quasi-totalité des accords de limited

³⁷ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

³⁸ Moeser A., "Private Equity and Activism", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, April 2019.

³⁹ Vermeille S., "Shareholders' Rights & Shareholder Activism", *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

⁴⁰ Moeser A., "Private Equity and Activism", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, April 2019.

⁴¹ Lipton M., "Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2023.

partnership des fonds de private equity contiennent des dispositions dans leurs critères d'investissement qui ne leur permettent pas de participer à des transactions hostiles publiquement opposées par le conseil d'administration de la cible⁴². La solution consiste donc à créer un fonds activiste séparé, exempt de ces restrictions, c'est précisément la structure qu'a adoptée Elliott Management avec Evergreen Coast Capital.

Ces trois mécanismes partagent une caractéristique commune : ils se déroulent intégralement dans la sphère du marché coté, avant le retrait de la cote, et mobilisent l'ensemble des outils classiques de l'activisme. C'est à ce stade seulement que les mécanismes de protection régulateurs s'appliquent pleinement. La première occurrence de la problématique pour le dirigeant en place est celle de la réaction face à cette offensive : résister à la campagne activiste au risque d'engager sa responsabilité, ou négocier la vente au risque de trahir l'intérêt social qu'il est censé défendre. Cette tension, dont les développements ultérieurs démontreront le caractère insoluble dans les deux systèmes juridiques comparés, est la matrice de l'impuissance structurelle du dirigeant en LBO.

2. L'activisme offensif comme perturbateur du LBO constitué : les dynamiques de déstabilisation contractuelle

Une fois la société cible retirée de la cote et placée sous LBO, l'activisme actionnarial change radicalement de nature. Il n'est plus un activisme de marché fondé sur les instruments boursiers mais un activisme contractuel et par la dette, qui se déploie dans les interstices du pacte d'actionnaires. Cette mutation est fondamentale pour comprendre l'impuissance spécifique du dirigeant en LBO : les mécanismes de protection conçus pour les sociétés cotées deviennent inopérants, et les acteurs qui perturbent le montage ne sont plus des fonds activistes au sens classique mais des créanciers, des co-investisseurs ou des fonds qui entrent lors de la phase de sortie. Trois formes distinctes permettent de rendre compte de ce phénomène.

La première forme, et la plus spécifique au LBO, est celle du créancier distressed-activiste. Elle illustre avec une clarté particulière la thèse selon laquelle l'instabilité économique révèle sans créer les tensions latentes inhérentes à l'architecture du montage. Lorsqu'un LBO rencontre des

⁴² Moeser A., "Private Equity and Activism", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, April 2019.

difficultés financières comme la hausse des taux d'intérêt ou la dégradation des résultats opérationnels, les contrats de dette deviennent des armes offensives. Le mécanisme se déroule en deux temps. Dans un premier temps, la violation des covenants financiers — ratios dette nette/EBITDA, niveau minimal de capitaux propres⁴³ — fait naître au profit des créanciers des droits d'intervention contractuels considérables : nomination d'administrateurs, blocage de décisions stratégiques, accélération du remboursement. Dans un second temps, des fonds spécialisés dans les situations de détresse financière (distressed funds) rachètent cette dette fragilisée à prix très bas sur le marché secondaire, devenant créanciers à leur tour mais avec un objectif radicalement différent de celui du prêteur originel : non pas le remboursement de la dette, mais la prise de contrôle de l'entreprise via un mécanisme de debt-to-equity swap, par lequel la créance est échangée contre des actions de la société débitrice⁴⁴. Ce faisant, les créanciers-activistes évincent les actionnaires historiques, modifient radicalement la gouvernance et exercent une contrainte directe sur les dirigeants en place.

L'affaire Vivarte constitue le cas d'étude le plus éloquent de ce mécanisme en droit français. Ce groupe de distribution spécialisé, réunissant des marques telles que Naf Naf ou Kookaï, avait fait l'objet de deux LBO successifs en 2004 (rachat par le fonds PAI Partners à hauteur de 65 % du capital, pour une valorisation de 1,5 milliard d'euros avec un chiffre d'affaires annuel de 1,9 milliard d'euros) puis en 2006 (cession au fonds britannique Charterhouse, qui « réalisa cinq fois sa mise »⁴⁵, pour une valorisation de 3,5 milliards d'euros financée par un endettement s'élevant à 3,46 milliards d'euros⁴⁶). Comme le relève le journal *Le Monde*, le groupe avait ainsi subi deux reprises successives dans lesquelles « la dette [était] proche de la valorisation »⁴⁷ posant les fondements d'une vulnérabilité structurelle que la crise de 2008-2009 allait révéler. La dette totale du groupe atteignait en 2014 plus de 2,8 milliards d'euros, soit plus de six fois ses bénéfices opérationnels⁴⁸. Face à cette situation, et conformément au mécanisme contractuel prévu par les conventions de crédit, le pouvoir passe aux prêteurs : des fonds distressed rachètent la dette fragilisée et procèdent à une « transformation de l'endettement en détention de capital »⁴⁹, prenant le contrôle du groupe et évinçant les actionnaires historiques. La stratégie

⁴³ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

⁴⁴ Bouteiller C. et Karyotis C., *L'essentiel du private equity et des LBO*, Les carrés rouges, Editions Gualino, 2024.

⁴⁵ Chambost I., « Vivarte, le savetier et le financier... », *Cairn Revue projet* N°366, p.19-27, mai 2018.

⁴⁶ *Ibid.*

⁴⁷ Escande P., « Le rêve d'un géant français du prêt-à-porter est resté inachevé », *Le Monde*, juin 2021.

⁴⁸ Drif A., « Vivarte ou l'échec programmé des méga-LBO », *Les Echos*, février 2017.

⁴⁹ Chambost I., « Vivarte, le savetier et le financier... », *Cairn Revue projet* N°366, p.19-27, mai 2018.

est dès lors entièrement dictée par les objectifs de remboursement et de maximisation de la plus-value à la sortie : le portefeuille de marques passe de plusieurs dizaines à une poignée entre 2013 et 2019, au terme d'une série de cessions forcées, tandis que les effectifs tombent de 22 000 salariés en 2013 à 16 000 en 2017 et que plus de 550 magasins sont fermés⁵⁰. Ce cas illustre de manière emblématique la nature de l'activisme créancier en LBO : son caractère contractuellement prévu et juridiquement légitimé rend toute qualification d'activisme illégitime particulièrement difficile, laissant le dirigeant sans instrument de résistance.

Ce que l'affaire Vivarte révèle en outre c'est la dimension de gouvernance propre aux LBO en difficulté. Ces montages « ont été pilotés par de grands patrons charismatiques et incontestés mais minoritaires au capital et jugés seuls responsables légaux face aux difficultés, alliés à des fonds majoritaires mus par une logique avant tout financière »⁵¹. Cette configuration de dirigeants minoritaires au capital mais seuls responsables légaux et de fonds majoritaires mais protégés par leur statut d'actionnaire est la matrice exacte de l'impuissance structurelle.

La deuxième forme est celle de l'actionnaire minoritaire réfractaire. Dans la structure d'un LBO, coexistent fréquemment, aux côtés du fonds sponsor majoritaire, des co-investisseurs (family offices, managers co-actionnaires, fonds secondaires) qui détiennent des participations minoritaires organisées par le pacte d'actionnaires. Lorsque le fonds sponsor, soumis à la pression d'un activiste extérieur ou confronté à des difficultés opérationnelles, prend des décisions qui lèsent ces minoritaires comme la cessions d'actifs à prix bradé, ces derniers peuvent se muer en activistes internes, contestant les décisions majoritaires par tous les moyens juridiques disponibles. Le dirigeant en LBO est lui-même souvent dans cette position inconfortable : actionnaire minoritaire via son management package, il est lésé par les décisions du fonds qu'il est pourtant censé exécuter en sa qualité de mandataire social. En droit français, l'outil théoriquement disponible est l'action en abus de majorité, dont les conditions ont été posées par l'arrêt fondateur de la chambre commerciale du 18 avril 1961 : la décision doit avoir été prise « contrairement à l'intérêt général de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment des membres de la minorité »⁵². Ce standard cumulatif est cependant d'une applicabilité très incertaine en contexte de LBO, où le fonds sponsor peut toujours arguer que ses décisions s'inscrivent dans l'intérêt social tel qu'il a été défini par le pacte.

⁵⁰ *Ibid.*

⁵¹ Drif A., « Vivarte ou l'échec programmé des méga-LBO », *Les Echos*, février 2017.

⁵² *Cass.Com.*, 18 avril 1961, n° 59-11.394

La troisième forme est celle du hedge fund hostile entrant lors de la phase de sortie. La sortie du LBO par cession, introduction en bourse ou secondary buyout constitue le moment de vulnérabilité maximale pour le dirigeant et pour le fonds sponsor. C'est à ce stade que des fonds activistes extérieurs, attirés par la perspective d'une prime de cession ou par la sous-valorisation d'une société en cours de restructuration, peuvent entrer massivement au capital et perturber le processus de sortie. Cette forme se rapproche structurellement de l'activisme classique, mais elle s'exerce dans un contexte de gouvernance contractuelle fermée qui rend les mécanismes de défense classiques largement inapplicables. Les affaires Elliott Management/BP en 2024 et CIAM/Vivendi en 2025 illustrent cette logique : dans le premier cas, Elliott est entré dans le capital de BP après une chute de 97 % des bénéfices du groupe en 2024⁵³ ; dans le second cas, le fonds CIAM ne détenant que 0,024 % du capital de Vivendi⁵⁴ a réussi à remettre en cause l'ensemble de la scission du groupe organisée par son actionnaire de référence.

Ces trois formes d'activisme perturbateur partagent une caractéristique essentielle : elles se déploient toutes dans la sphère contractuelle et non boursière, ce qui les rend largement imperméables aux régulations conçues pour les sociétés cotées. L'affaire Vivarte illustre avec une acuité particulière cette réalité : « le contrôle et le fonctionnement de l'entreprise sont désormais régis dans le cadre du droit des contrats, connu de ses seuls signataires (les dirigeants et les actionnaires) en lieu et place d'une articulation du droit du travail et du droit des sociétés »⁵⁵. C'est dans ce vide que réside l'une des manifestations les plus saillantes de l'inadaptation des cadres juridiques existants.

3. L'instabilité économique comme révélateur des conditions structurelles de l'activisme offensif

Les deux formes d'activisme (l'activisme créateur et l'activisme perturbateur du LBO) sont la manifestation de possibilités structurelles inscrites dans l'architecture même du montage, qui dormaient en période de stabilité et que l'instabilité économique révèle sans créer⁵⁶. Cette distinction est fondamentale : si l'instabilité économique accélère et légitime l'activisme

⁵³ Chambon C., « Elliott Management, le fonds activiste le plus redouté au monde », *Challenges*, février 2025.

⁵⁴ Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., "Shareholder Rights and Activism in France", *White & Case LLP*, 2025.

⁵⁵ Chambost I., « Vivarte, le savetier et le financier... », *Cairn Revue projet* N°366, p.19-27, mai 2018.

⁵⁶ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

offensif, ce n'est pas parce qu'elle en est la cause mais parce qu'elle active des tensions qui préexistaient dans la structure contractuelle et financière du LBO. Les tensions entre le fonds sponsor et les créanciers, entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, entre les dirigeants et leurs mandants existaient dès la constitution du montage mais la crise leur donne simplement une occasion de se cristalliser en conflits ouverts. Trois mécanismes distincts permettent de rendre compte de cette fonction révélatrice.

Le premier mécanisme est la hausse des taux d'intérêt qui brise l'hypothèse fondatrice du LBO. Le LBO repose sur une hypothèse élémentaire : le rendement de la cible doit excéder le coût de la dette pour que l'effet de levier joue positivement. En période de taux bas, cette hypothèse était structurellement satisfaite : le coût de la dette était inférieur à la rentabilité opérationnelle des cibles, et l'effet de levier amplifiait les gains de l'acquéreur⁵⁷. La hausse brutale des taux a rompu cet équilibre. Désormais, le coût de la dette peut excéder le rendement de la cible, transformant l'effet de levier en « effet de coup de massue » : un mécanisme qui amplifie symétriquement les pertes⁵⁸. Cette inversion de la logique fondatrice du montage produit une divergence brutale des intérêts entre toutes les parties prenantes : le fonds sponsor cherche à préserver la valeur résiduelle de son investissement, les créanciers cherchent à sécuriser leurs créances, et les dirigeants se retrouvent contraints d'exécuter des stratégies de redressement dont ils ne maîtrisent ni les paramètres ni les conséquences. C'est dans ce contexte de divergence brutale que les fonds distressed et les hedge funds activistes trouvent leur opportunité d'entrée : les LBO sous pression constituent des cibles idéales pour un activisme offensif dont la légitimité est d'autant plus difficile à contester que la détresse financière semble valider ex post le diagnostic de mauvaise gestion⁵⁹.

Le deuxième mécanisme est la détresse financière qui transforme les créanciers en activistes. Ce mécanisme, déjà décrit dans son principe en tant que forme de perturbation du LBO constitué, mérite d'être replacé ici dans sa dimension révélatrice : il n'est pas la conséquence d'une décision délibérée des créanciers d'adopter une posture activiste, mais la manifestation d'une possibilité contractuelle (la violation des covenants) qui était inscrite dès l'origine dans les contrats de financement et qui se matérialise dès lors que la performance opérationnelle de

⁵⁷ Merland L. et Poracchia D., « LBO – Acquisition avec effet de levier », *Répertoire des sociétés*, Dalloz, Janvier 2021.

⁵⁸ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

⁵⁹ Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper* No. 139/2006, May 2008.

la cible se dégrade suffisamment. Le LBO, défini dans son mécanisme financier par un recours intensif à la dette représentant entre 60 et 90 % du financement du rachat⁶⁰, comporte structurellement en lui-même les conditions de sa propre vulnérabilité à l'activisme créancier. Les projections de trésorerie sur cinq à sept ans, établies sur des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires et d'économies de coûts, doivent à minima égaliser le montant des échéances sur la même période et si ces buts ne sont pas atteints, l'entreprise peut se trouver en situation de cessation des paiements⁶¹. L'affaire Vivarte illustre de manière emblématique ce mécanisme : deux LBO successifs en 2004 et 2006 avaient empilé une dette que les flux de trésorerie du groupe ne pouvaient structurellement pas honorer, et la crise économique de 2008 n'a fait que précipiter la matérialisation d'une vulnérabilité qui était inscrite dans les contrats dès l'origine.

Le troisième mécanisme est la baisse des valorisations boursières qui ouvre la porte aux hedge funds hostiles. Les rendements associés à l'activisme sont largement expliqués par la capacité des activistes à forcer la vente de leurs cibles, et que ces rendements dépendent structurellement du niveau global d'acquisitions sur les marchés : lorsque les conditions de financement se dégradent, les portefeuilles des activistes subissent des pertes significatives⁶². Cette corrélation inverse illustre une logique fondamentale : la baisse des valorisations crée simultanément l'opportunité d'entrée à moindre coût pour les activistes et le contexte de légitimité publique qui rend leur intervention politiquement défendable. L'exemple d'Elliott Management entrant dans le capital de BP en février 2024, après que le groupe pétrolier avait enregistré une chute de 97 % de ses bénéfices nets — passés à 381 millions de dollars en 2024 contre plusieurs milliards l'année précédente —, illustre parfaitement cette mécanique⁶³ : la dégradation des performances constitue simultanément l'argument public de l'activiste (la direction a mal géré) et la condition financière de son entrée.

Ces trois mécanismes révèlent une caractéristique commune : ils échappent tous, intégralement ou partiellement, aux cadres juridiques existants dans les deux systèmes comparés. En droit français comme en droit des États-Unis, les régimes de protection ont été conçus en réponse à des formes d'activisme identifiées et catégorisées : l'OPA hostile sur société cotée, le proxy

⁶⁰ Merland L. et Poracchia D., « LBO – Acquisition avec effet de levier », *Répertoire des sociétés*, Dalloz, Janvier 2021.

⁶¹ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

⁶² Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

⁶³ Chambon C., « Elliott Management, le fonds activiste le plus redouté au monde », *Challenges*, février 2025.

fight, la campagne médiatique, et non en réponse à l'activisme contractuel et par la dette qui caractérise le LBO distressed. Les obstacles persistants résident non dans la loi elle-même mais dans « l'application et l'interprétation de la loi » ainsi que dans le « sous-développement de la jurisprudence sur les devoirs fiduciaires des dirigeants »⁶⁴.

B. Le dirigeant en LBO : un mandataire aux obligations contradictoires

1. La superposition des statuts juridiques du dirigeant, la source de toutes les contradictions

La structure du LBO place le dirigeant dans une position que nulle autre forme d'organisation sociale ne reproduit à l'identique : il est simultanément mandataire social de la société qu'il dirige, actionnaire minoritaire de cette même société via son management package, et subordonné au fonds sponsor qui l'a nommé et peut le révoquer. Cette accumulation de rôles structurellement incompatibles constitue le fondement de son impuissance face à l'activisme offensif. Ce n'est non pas une impuissance conjoncturelle, mais une impuissance inscrite dans l'architecture même du montage dès sa constitution.

En sa qualité de mandataire social, le dirigeant en LBO est tenu, comme tout dirigeant de société, d'agir dans l'intérêt social de l'entreprise qu'il gouverne. En droit français, cette obligation résulte de l'article 1833 du Code civil, modifié par la loi du 22 mai 2019 dite « Loi Pacte ». Elle lui impose de résister aux demandes qui lui paraissent contraires à l'intérêt à long terme de l'entreprise, fût-ce au prix d'un affrontement avec ses actionnaires. En théorie, ce statut de mandataire social lui offre un bouclier face aux demandes court-termistes de l'activiste : il pourrait légitimement opposer l'intérêt social à des exigences de restructuration immédiate, de cession d'actifs ou de distribution de dividendes. En pratique, comme on le verra, ce bouclier se révèle d'une fragilité extrême dès lors que le pacte d'actionnaires a défini l'intérêt social dans un sens favorable au fonds sponsor.

En sa qualité d'actionnaire minoritaire, le dirigeant en LBO détient une participation au capital de la holding de reprise via son management package. Ce dispositif d'intéressement, qui

⁶⁴ Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., "Shareholder Rights and Activism in France", *White & Case LLP*, 2025.

constitue l'un des trois leviers structurels que les fonds de private equity mobilisent pour enrôler les dirigeants, repose sur un principe d'alignement des intérêts : en transformant le dirigeant en actionnaire « même si [il est] en position minoritaire par rapport aux fonds d'investissement »⁶⁵, le fonds s'assure de sa coopération dans la maximisation de la valeur de sortie. La participation est calibrée à « environ l'équivalent de 1 ou 2 ans de salaires »⁶⁶ et peut générer, en cas de succès du LBO, des plus-values considérables via le mécanisme de ratchet : une partie croissante de la plus-value est rétrocédée au dirigeant suivant l'atteinte de paliers successifs de performance, définis contractuellement dans le pacte d'actionnaires. Les clauses de good leaver et de bad leaver organisent la liquidation de cette participation selon les modalités de départ : un dirigeant révoqué pour faute (bad leaver) récupère ses titres à des conditions très défavorables, tandis qu'un dirigeant qui part dans les conditions prévues par le pacte (good leaver) bénéficie d'une valorisation normale⁶⁷.

Cette qualité d'actionnaire minoritaire crée cependant un paradoxe fondamental face à l'activiste : les intérêts financiers du dirigeant sont susceptibles de s'aligner avec ceux de l'activiste qui réclame une maximisation de la valeur de sortie. Un activiste qui exige la cession de la société à un prix élevé, ou qui pousse à une restructuration destinée à améliorer les multiples de valorisation, offre au dirigeant-actionnaire la perspective d'une plus-value substantielle sur son management package. Sa résistance à l'activiste devient alors moralement suspecte : défend-il l'intérêt social, ou protège-t-il son poste au détriment d'un gain financier que ses propres intérêts lui commanderaient d'accepter ?

En sa qualité de subordonné au fonds sponsor, enfin, le dirigeant en LBO occupe une position qui ne correspond à aucune catégorie juridique préétablie : il n'est pas un salarié classique, son lien avec la société est un mandat social mais il est nommé par le fonds et révocable par lui à tout moment, sans motif, par le jeu de la révocation *ad nutum*⁶⁸. Le fonds exerce sur lui ce qu'on qualifie d'« administration indirecte » : non pas en prenant la place du directeur général, mais en structurant son champ d'action par des leviers contractuels et en intervenant ponctuellement pour l'orienter³⁷. La sélection du dirigeant est d'ailleurs présentée par les praticiens du private equity comme « l'élément le plus important de l'opération » : « les investisseurs désirent

⁶⁵ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ Bouteiller C. et Karyotis C., *L'essentiel du private equity et des LBO*, Les carrés rouges, Editions Gualino, 2024.

⁶⁸ Vermeille S., « Shareholders' Rights & Shareholder Activism », *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

employer quelqu'un en qui ils ont confiance [...] qui agira dans l'intérêt du fonds »⁶⁹. La subordination ne résulte pas d'un rapport hiérarchique formel mais d'une dépendance structurelle : le pacte d'actionnaires fixe les objectifs, le mécanisme de ratchet conditionne la rémunération à leur atteinte, et les clauses de bad leaver sanctionnent l'échec. Comme le résume l'affaire Vivarte, « la réalisation des performances conditionne le maintien dans l'entreprise, détermine la rémunération et maintient l'espoir de gains conséquents. En cas d'échec, l'équipe dirigeante est aussitôt remerciée »⁷⁰.

Lorsqu'un activiste attaque, ces trois rôles entrent en contradiction simultanée et irréductible. En tant que mandataire social, le dirigeant doit protéger l'intérêt à long terme de l'entreprise et résister aux demandes court-termistes. En tant qu'actionnaire minoritaire, ses intérêts financiers propres peuvent l'incliner à céder. En tant que subordonné au fonds, il est contraint d'exécuter les décisions stratégiques du fonds, lequel peut lui-même, sous la pression de l'activiste, adopter des positions qui contredisent l'intérêt social. Cette triple contradiction fait du dirigeant en LBO un acteur dont aucune décision ne peut être juridiquement irréprochable.

2. La question de loyauté : à qui le dirigeant doit-il être loyal face à l'activiste ?

La triple casquette identifiée dans les développements précédents ne serait qu'une difficulté organisationnelle si elle ne soulevait une question d'une profondeur juridique bien plus radicale : face à l'activiste offensif, envers qui le dirigeant en LBO doit-il être loyal ? La question n'est pas rhétorique. Elle oppose deux systèmes juridiques qui y répondent de manière fondamentalement différente.

En droit des États-Unis, la réponse de principe est claire : le dirigeant doit ses obligations fiduciaires, ce qu'on appelle *duty of care* et *duty of loyalty* à l'ensemble des actionnaires de la société, sans distinction selon leur nature ou leurs intentions. Cela signifie qu'il doit ses obligations à l'activiste au même titre qu'aux actionnaires passifs ou au fonds sponsor⁷¹. Cette règle, qui découle de la conception même du rôle de l'administrateur en droit du Delaware, a une conséquence paradoxale en contexte de LBO : le dirigeant qui refuse de dialoguer avec

⁶⁹ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

⁷⁰ Chambost I., « Vivarte, le savetier et le financier... », *Cairn Revue projet* N°366, p.19-27, mai 2018.

⁷¹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

l'activiste, ou qui prend des mesures défensives non fondées sur une analyse rigoureuse de la valeur de la société, risque de voir sa résistance qualifiée de breach of fiduciary duty. Les tests Unocal et Revlon, analysés en détail dans la seconde partie, ne font que préciser les conditions dans lesquelles cette responsabilité peut être engagée.

La situation se complique encore davantage lorsque la société se trouve en période de détresse financière. La Court of Chancery du Delaware a posé, dans la décision *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.* de 1991, un principe fondateur : lorsqu'une société opère à proximité de l'insolvabilité (zone of insolvency), les obligations fiduciaires du dirigeant s'étendent à « l'ensemble de l'entreprise sociale » une notion qui inclut les créanciers aux côtés des actionnaires⁷². En contexte de LBO distressed, où les créanciers sont précisément les acteurs qui exercent le rôle d'activistes, cette extension des obligations fiduciaires place le dirigeant dans une position de navigation impossible : il doit simultanément satisfaire les actionnaires (maximiser la valeur), satisfaire les créanciers-activistes (préserver leur créance), et agir dans l'intérêt de la société. Ces trois obligations peuvent entrer en contradiction directe. Il convient cependant de noter que la portée de cette décision a été significativement tempérée par la jurisprudence ultérieure : la Court of Chancery a précisé dans *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin* en 2014 que la zone of insolvency ne crée pas d'obligation fiduciaire directe envers les créanciers, mais seulement une action dérivée⁷³. L'incertitude demeure cependant considérable pour le dirigeant en LBO distressed, qui ne sait pas exactement à quel moment il bascule dans ce régime ni quelles en sont les conséquences pratiques sur sa conduite.

En dépit de cette incertitude, le droit américain offre au dirigeant une certitude fondamentale qu'il n'a pas en France : il sait qu'il doit des obligations à l'activiste en sa qualité d'actionnaire. Cette reconnaissance jurisprudentielle, même imparfaite, lui permet d'anticiper les risques et d'organiser sa conduite en conséquence, notamment en sollicitant des fairness opinions ou en documentant méticuleusement ses délibérations.

En droit français, la réponse est toute différente et structurellement moins protectrice pour le dirigeant. Le principe directeur est celui de l'intérêt social, tel qu'il résulte de l'article 1833 du Code civil. En théorie, ce principe devrait constituer un bouclier solide : le dirigeant peut légitimement refuser les demandes d'un activiste au nom de l'intérêt à long terme de la société.

⁷² *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, C.A. No. 12150, 1991 WL 277613 (Del.Ch.1991)

⁷³ *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin*, C.A. 6990-VCL (Del. Ch. 2014)

En pratique, cet outil se révèle d'une ambivalence profonde en contexte de LBO, pour deux raisons structurelles.

La première tient à la définition contractuelle de l'intérêt social dans le pacte d'actionnaires. Dès lors que le pacte définit l'intérêt social en des termes favorables au fonds sponsor (maximisation de la valeur de sortie, respect des engagements financiers vis-à-vis des créanciers, atteinte des objectifs d'EBITDA), l'activiste peut retourner l'intérêt social contre le dirigeant en démontrant que sa résistance nuit précisément à la réalisation de cet intérêt tel qu'il a été contractuellement défini⁷⁴. L'outil de protection devient instrument d'attaque.

La seconde raison est plus fondamentale encore : le droit français ne dispose d'aucune jurisprudence établissant clairement quelles obligations le dirigeant doit à l'activiste en tant qu'actionnaire. Il n'existe pas, en droit français, d'équivalent du corpus jurisprudentiel Delaware qui encadre les obligations du dirigeant envers chaque catégorie d'actionnaire dans chaque configuration de conflit. La question « à qui le dirigeant doit-il être loyal face à l'activiste ? » reste, en droit positif français, sans réponse jurisprudentielle établie.

Cette lacune est d'autant plus préoccupante que les instruments théoriquement disponibles sont d'une application incertaine. L'abus de majorité, posé par l'arrêt du 18 avril 1961, suppose de démontrer que la décision a été prise dans l'unique dessein de favoriser les majoritaires au détriment des minoritaires⁷⁵ ce qui est un standard difficile à satisfaire lorsque le fonds peut toujours arguer d'une logique économique plausible. L'abus de pouvoirs, suppose quant à lui que le dirigeant ait agi dans son propre intérêt au détriment de l'intérêt social⁷⁶ ce qui ne correspond pas à la situation du dirigeant qui résiste de bonne foi à l'activiste. En d'autres termes, les outils existants du droit français sanctionnent les comportements abusifs avérés mais ne guident pas le dirigeant qui cherche simplement à savoir comment se conduire face à l'activiste. Ce diagnostic est confirmé en observant que les difficultés pratiques tiennent non pas à la loi elle-même mais à « l'application et l'interprétation de la loi »⁷⁷, une formulation qui désigne précisément le vide jurisprudentiel.

⁷⁴ Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., "Shareholder Rights and Activism in France", *White & Case LLP*, 2025.

⁷⁵ *Cass.Com.*, 18 avril 1961, n° 59-11.394

⁷⁶ *Cass. Crim.*, 10 juillet 1995, n° 94-82.665 « commet un abus de pouvoir le président du conseil d'administration qui a usé de ses pouvoirs pour organiser une fusion-absorption contraire à l'intérêt de la société et avantageuse pour lui-même. »

⁷⁷ Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., "Shareholder Rights and Activism in France", *White & Case LLP*, 2025.

La comparaison entre les deux systèmes révèle ainsi une asymétrie fondamentale. Dans les deux cas, sa loyauté est indéterminée face à l'activisme en LBO mais l'indétermination américaine est une indétermination dans un cadre jurisprudentiel connu, tandis que l'indétermination française est une indétermination faute de cadre jurisprudentiel.

3. Le sweet equity et l'aléa moral : la dimension critique de la loyauté

La question de la loyauté du dirigeant face à l'activiste ne se réduit pas à une ambiguïté juridique sur les obligations fiduciaires. Elle recouvre une dimension morale plus profonde, qui tient à la structure même de la rémunération du dirigeant en LBO et aux incitations perverses qu'elle génère. C'est ce que l'on peut qualifier d'aléa moral structurel : le dirigeant n'est pas seulement dans l'impossibilité juridique de savoir à qui il doit être loyal mais il est aussi dans l'impossibilité pratique d'être certain que ses propres décisions ne sont pas inconsciemment orientées par ses intérêts financiers personnels plutôt que par l'intérêt social qu'il est censé défendre.

La dimension paradoxale du management package apparaît avec une netteté particulière dès lors que l'on examine la structure des incitations qu'il crée. Le management package, dont le mécanisme de ratchet conditionne la rémunération du dirigeant à la réalisation d'objectifs de performance et de valorisation, aligne les intérêts financiers du dirigeant sur ceux du fonds sponsor : les deux attendent la maximisation de la valeur de sortie⁷⁸. Or, l'activiste offensif veut précisément la même chose : qu'il réclame une cession de la société, une distribution de dividendes ou une restructuration, son objectif ultime est toujours la maximisation de la valeur à court terme⁷⁹. Il s'ensuit un paradoxe structurel : les intérêts financiers du dirigeant sont susceptibles de s'aligner avec ceux de l'activiste au détriment potentiel de l'intérêt social à long terme de l'entreprise, de ses salariés et de ses autres parties prenantes.

Ce paradoxe fragilise irrémédiablement la position du dirigeant qui résiste à l'activiste. Sa résistance devient suspecte : défend-il l'entreprise ou son poste ? En préservant l'indépendance de la société face à l'activiste, renonce-t-il à la plus-value que son management package lui permettrait de réaliser si l'activiste obtenait satisfaction ?

⁷⁸ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

⁷⁹ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

La dimension de l'aléa moral est encore plus fondamentale. Elle tient non pas au cas du dirigeant qui résiste mais à celui du dirigeant qui, en amont, a accepté un montage LBO dont le niveau de risque excède ce que l'intérêt social commandait, parce que le management package lui offrait, en cas de succès, une plus-value suffisamment attractive pour que le risque d'échec lui paraisse acceptable à titre personnel. Les auteurs Bebchuk et Fried ont documenté, à partir de l'exemple des sociétés cotées américaines, la déconnexion structurelle entre la rémunération des dirigeants et leur performance réelle : entre 1992 et 2000, la rémunération moyenne réelle des PDG des entreprises du S&P 500⁸⁰ a plus que quadruplé, passant de 3,5 millions à 14,7 millions de dollars, tandis que la valeur des stock options octroyées aux PDG a été multipliée par neuf⁸¹. Le ratio entre la rémunération du PDG moyen d'une grande entreprise et celle d'un salarié moyen est passé de 140:1 en 1991 à 500:1 en 2003⁸².

Ces arrangements ne résultent pas d'une négociation à distance entre le conseil et les dirigeants, mais de l'influence que ces derniers exercent sur leur propre rémunération, ce que les auteurs qualifient de « managerial power approach »⁸³. Plus encore, ils démontrent que les dirigeants ont un intérêt à camoufler le caractère déconnecté de leur rémunération par rapport à leur performance réelle, en concevant des structures opaques qui rendent la déconnexion difficile à identifier pour les actionnaires⁸⁴. Transposé au contexte du LBO, cet argument revêt une acuité particulière : le management package, avec sa structure de ratchet complexe et ses mécanismes de valorisation, constitue précisément ce type d'instrument opaque dont la logique incitative réelle est difficile à appréhender pour les actionnaires minoritaires. L'activiste peut s'en emparer pour légitimer son intervention : en dénonçant publiquement la déconnexion entre la rémunération du dirigeant et les performances opérationnelles de la société, il se présente en défenseur des actionnaires contre un management qui s'est approprié une part excessive de la valeur créée.

En droit des États-Unis, les sanctions de l'aléa moral du dirigeant sont principalement jurisprudentielles. La doctrine de l'entrenchment sanctionne le dirigeant qui résiste à une offre pour se maintenir en poste plutôt que dans l'intérêt des actionnaires, par l'injonction de lever les mesures défensives, des dommages personnels, ou le disgorgement des profits tirés de son

⁸⁰ Indice boursier de l'économie

⁸¹ Bebchuk L. and Fried J., "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation", *Harvard University Press*, September 2004.

⁸² *Ibid.*

⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ *Ibid.*

comportement entrenché⁸⁵. La décision *In re Trados Inc. Shareholder Litigation* de 2013 a illustré ce mécanisme dans une structure directement comparable au LBO : les administrateurs bénéficiaires d'un management incentive plan analogiquement similaire au sweet equity ont été jugés en conflit d'intérêts patents, déclenchant automatiquement le standard entire fairness⁸⁶.

En droit français, les mécanismes de sanction de l'aléa moral sont de nature pénale, et leur applicabilité aux dirigeants de SAS sous LBO est incertaine. L'arrêt de la chambre criminelle du 10 juillet 1995 a posé que commet un abus de pouvoirs le dirigeant d'une société anonyme qui use de ses pouvoirs pour organiser une fusion tout à la fois contraire à l'intérêt de la société et avantageuse pour lui-même⁸⁷. Cette formulation est directement applicable à l'aléa moral du dirigeant en LBO : si ce dernier cède à l'activiste parce que la cession lui permettra de réaliser une plus-value substantielle sur son management package, il use de ses pouvoirs dans son propre intérêt au détriment de l'intérêt social.

La réforme fiscale introduite par la loi de finances 2025, codifiée à l'article 163 bis H du Code général des impôts, témoigne d'une prise de conscience par le législateur français de la nécessité d'encadrer les gains tirés des management packages en LBO. Antérieurement à cette réforme, ces gains étaient généralement imposés dans la catégorie des plus-values mobilières, un régime fiscalement favorable, ce qui amplifiait structurellement l'incitation des dirigeants à maximiser la valeur de sortie au détriment de considérations de long terme⁸⁸. En tentant de clarifier le régime applicable et d'aligner la fiscalité sur la réalité économique des management packages, le législateur a reconnu implicitement que ces dispositifs avaient fonctionné comme des incitations perverses, sans pour autant résoudre la question fondamentale de l'aléa moral.

La comparaison révèle ainsi une convergence paradoxale : dans les deux systèmes, l'aléa moral du dirigeant en LBO n'est pas prévenu mais seulement sanctionné après coup. Le droit américain sanctionne l'entrenchment ex post, sans empêcher la constitution de packages qui en créent les conditions. Le droit français sanctionne pénalement l'abus de pouvoirs ex post, sans encadrer en amont la structure des incitations. Dans les deux cas, le mécanisme de prévention est inexistant et le mécanisme de sanction est incertain dans son application concrète au contexte du LBO.

⁸⁵ Bebchuk L. and Fried J., "Pay without Performance : Overview of the Issues", *Journal of Applied Corporate Finance*, V.17 N°4, 2005.

⁸⁶ *In re Trados Incorporated Shareholder Litigation* C.A. No. 1512-VCL, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

⁸⁷ *Cass. crim.*, 10 juillet 1995, n° 94-82.665

⁸⁸ Sur l'arrêt fondateur sur la requalification : *CE*, 13 juillet 2021, arrêt *Financière Derby* n°435452

C'est l'inadaptation structurelle des deux systèmes que les développements de la seconde partie analyseront dans sa dimension comparative et dans ses manifestations les plus concrètes.

II- Des dirigeants structurellement exposés : deux systèmes à l'épreuve de leurs propres contradictions

L'analyse conduite en première partie a mis en évidence deux dimensions complémentaires de l'impuissance du dirigeant en LBO face à l'activisme offensif : d'une part, l'activisme peut être à l'origine du LBO lui-même, plaçant le dirigeant en position de réagir à une offensive qu'il n'a pas anticipée et pour laquelle les outils classiques du droit des sociétés ne lui offrent aucun secours ; d'autre part, une fois le montage constitué, l'activisme change de nature et prend des formes contractuelles et par la dette que les régulations existantes n'ont pas prévues. Dans les deux cas, les cadres juridiques comparés que sont le droit des États-Unis et le droit français s'avèrent inadaptés. Mais cette inadaptation n'est pas le produit d'un simple retard législatif ou d'un défaut de technique juridique : elle résulte d'une contradiction interne à chaque système, qui cherche simultanément à protéger les dirigeants, à respecter les droits des actionnaires activistes, et à maintenir l'attractivité économique de sa place financière. Ces trois objectifs se télescopent en contexte de LBO, et les activistes exploitent précisément les angles morts produits par leurs contradictions.

A. Des mécanismes de défense symétriquement inadaptés : l'exploitation des angles morts par les fonds activistes

En droit des États-Unis comme en droit français, le législateur et le juge ont conçu des instruments destinés à protéger les dirigeants face aux offensives hostiles. Ces instruments, que sont le business judgment rule et les tests de proportionnalité aux États-Unis, la liberté contractuelle de la SAS et l'intérêt social en France sont puissants dans leurs domaines d'application respectifs. Mais ils ont été pensés pour un contexte radicalement différent de celui

du LBO. Transposés à ce dernier, ils perdent leur efficacité et peuvent même se retourner contre les dirigeants qu'ils étaient censés protéger. Les deux systèmes échouent pour des raisons symétriquement opposées, mais produisent le même résultat : l'impuissance du dirigeant.

1. Le droit des États-Unis : une sophistication jurisprudentielle retournée contre les dirigeants

Le droit du Delaware constitue, à l'échelle mondiale, le corpus jurisprudentiel le plus élaboré en matière de gouvernance d'entreprise et de défense contre les offensives hostiles. La majorité des entreprises y sont incorporées, précisément en raison de la sophistication et de la prévisibilité de son droit des sociétés. Cette sophistication s'est construite autour d'une tension fondamentale : comment permettre aux dirigeants de résister aux offensives hostiles légitimement, tout en sanctionnant l'entrenchment, c'est-à-dire le comportement du dirigeant qui résiste pour protéger son poste plutôt que dans l'intérêt des actionnaires ? Les solutions jurisprudentielles apportées à cette tension, si elles sont intellectuellement cohérentes pour les sociétés cotées, révèlent une inadaptation profonde lorsqu'elles sont appliquées au contexte du LBO.

L'arsenal défensif américain, puissant en théorie, est inadapté au LBO en pratique. La business judgment rule constitue le fondement de la protection des dirigeants en droit Delaware : elle établit une présomption que les administrateurs ont agi de manière informée, de bonne foi et dans la conviction sincère que leurs décisions servaient l'intérêt de la société⁸⁹. En conséquence, la charge de la preuve repose sur les actionnaires qui contestent une décision et non sur les dirigeants qui la défendent. Cette présomption est puissante dans une configuration classique où les dirigeants sont désintéressés. Mais la décision *Smith v. Van Gorkom* a posé dès 1985 que la présomption ne s'applique qu'aux jugements informés : un conseil qui approuve une fusion en deux heures, sans étude de valorisation indépendante, ne bénéficie pas de la protection de la règle⁹⁰. En LBO, le management package crée un conflit d'intérêts apparent : le dirigeant est actionnaire et bénéficiaire potentiel de la sortie, ce qui fragilise structurellement la présomption de désintéressement et soumet ses décisions à un contrôle judiciaire renforcé.

Les poison pills, mécanismes adoptés par le conseil d'administration pour diluer massivement l'actionnaire hostile qui dépasserait un seuil donné du capital, constituent l'outil défensif le plus

⁸⁹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

⁹⁰ *Ibid.*

emblématique du droit américain. Validées par la Cour suprême du Delaware dans la décision *Moran v. Household International* de 1985, elles reposent sur le mécanisme suivant : tout acquéreur qui franchit le seuil défini (généralement entre 15 et 20 %) déclenche le droit pour tous les autres actionnaires d'acheter des actions nouvelles à moitié prix, diluant massivement la participation de l'acquéreur et rendant l'acquisition économiquement prohibitive⁹¹. L'efficacité de cet outil est indéniable pour les sociétés cotées à actionnariat dispersé. Mais il est structurellement inapplicable en LBO privé : l'actionnariat y est trop concentré. Plus fondamentalement encore, l'activiste en LBO n'acquiert pas des actions sur un marché boursier mais entre par voie contractuelle de sorte que la pill n'a simplement aucun mécanisme d'activation face à ce type d'offensive. Les shark repellents — staggered boards, supermajority provisions — souffrent du même défaut : ils protègent contre les tentatives de prise de contrôle via le vote en assemblée, non contre les offensives contractuelles des créanciers distressed.

Ainsi, la jurisprudence Delaware est retournée contre les dirigeants en contexte de LBO. De plus, les trois tests de contrôle judiciaire développés par la Court of Chancery et la Cour suprême du Delaware produisent, en contexte de LBO, des effets paradoxaux qui fragilisent les dirigeants au lieu de les protéger.

Le test *Unocal*, posé par la Cour suprême du Delaware en 1985, exige que toute mesure défensive adoptée par le conseil satisfasse deux conditions cumulatives : le conseil devait avoir des raisons raisonnables de percevoir une menace pour la politique et l'efficacité de la société, et la mesure défensive devait être proportionnée à cette menace⁹². Ce test a été conçu pour contrôler les défenses adoptées contre des OPA hostiles structurellement coercitives. En contexte de LBO, son application soulève une difficulté fondamentale : l'activiste-créancier qui active ses covenants, ou le fonds distressed qui convertit sa dette en capital, n'emploie pas de tactiques hostiles illégitimes, il exerce des droits contractuels légalement acquis et formellement valides. Il est dès lors très difficile pour le dirigeant de qualifier une telle action de « menace » au sens de *Unocal*, et toute mesure défensive qu'il prendrait risque d'échouer face au critère de proportionnalité. Le cas *In re Airgas* de 2011, qui valide une résistance de 16 mois avec poison pill et staggered board, constitue l'exception qui confirme la règle : le Chancellor Chandler lui-même a expressément déclaré être « contraint par le précédent de la Cour suprême du Delaware

⁹¹ *Moran v. Household Intern., Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985)

⁹² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985)

» pour valider des défenses dont il n'était personnellement pas convaincu de la légitimité⁹³, décision révélatrice des limites du système.

Le test Revlon, posé par la Cour suprême du Delaware en 1986, impose au dirigeant, dès lors que la vente de la société est devenue inévitable, de maximiser le prix pour les actionnaires, transformant le conseil en « commissaires-priseurs chargés d'obtenir le meilleur prix »⁹⁴. Ce test crée en contexte de LBO une difficulté spécifique : la question du déclencheur reste profondément incertaine. Quand la société sous LBO est-elle « en vente » au sens de Revlon ? Dès lors que les covenants sont violés et que les créanciers exercent leurs droits ? Dès lors que le fonds sponsor engage un processus de sortie ? Dès lors qu'un activiste se manifeste publiquement ? Cette incertitude sur le déclencheur est exploitée par les activistes : en arguant que la société est déjà « en vente » au sens de Revlon (parce que la situation financière rend inévitable une restructuration capitalistique), l'activiste peut imposer au dirigeant les obligations de maximisation du prix et contester toute résistance comme violation de ses Revlon duties.

Le standard de l'entire fairness, enfin, est déclenché automatiquement dès lors que le dirigeant se trouve en conflit d'intérêts direct ce qui, en contexte de LBO avec management package, est pratiquement toujours le cas lors des décisions importantes. Comme l'a posé la décision *In re Trados* de 2013, les administrateurs qui bénéficient d'un plan d'intéressement analogue au sweet equity sont structurellement en conflit d'intérêts et doivent prouver, sous le standard entire fairness, à la fois un processus équitable (fair dealing) et un prix équitable (fair price), donc une charge probatoire extrêmement difficile à satisfaire⁹⁵. La décision *In re Dell Technologies* de 2020 a confirmé cette logique dans un contexte de going-private : le règlement de 1 milliard de dollars (le plus important de l'histoire de la Court of Chancery) auquel a abouti l'affaire illustre les conséquences financières concrètes et massives de la violation des obligations fiduciaires en contexte de sortie de LBO⁹⁶.

La contradiction interne du système américain résulte précisément de la coexistence de ces trois standards, qui poursuivent des objectifs contradictoires. La business judgment rule protège les dirigeants en présumant la légitimité de leurs décisions. Les tests Unocal et Revlon les sanctionnent s'ils résistent de manière disproportionnée ou s'ils ne maximisent pas le prix lors d'une cession. Le standard entire fairness les expose à une responsabilité lourde dès lors qu'ils

⁹³ *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.* 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)

⁹⁴ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

⁹⁵ *In re Trados Incorporated Shareholder Litigation* C.A. No. 1512-VCL, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

⁹⁶ *In re Dell Technologies Inc. Class V Stockholders Litigation* C.A. No. 2018-0816-JTL (Del. Ch. June 11, 2020)

ont un intérêt personnel dans l'opération. En cherchant simultanément à protéger les dirigeants, à respecter les droits des actionnaires y compris activistes (Unocal/Revlon), et à maintenir l'attractivité du Delaware en sanctionnant l'entrenchment (entire fairness), le droit américain a créé un système dans lequel la position du dirigeant est structurellement précaire dans toutes les configurations. La décision de la SEC, en juin 2025, de retirer sa proposition de règle exigeant la divulgation des positions sur swaps dès lors que leur valeur dépassait 300 millions de dollars ou 5 % du capital d'une société⁹⁷ a accentué encore cette vulnérabilité : en permettant aux activistes de continuer à constituer des positions importantes sans obligation de déclaration, la SEC a affaibli la capacité des dirigeants d'anticiper et de se préparer aux offensives, au nom d'une conception de l'attractivité des marchés financiers américains qui prend le contrepied de la protection des dirigeants.

2. Le droit français : une liberté contractuelle sans boussole jurisprudentielle

Le droit français des sociétés présente, en matière de gouvernance d'entreprise, une caractéristique qui le distingue radicalement du droit Delaware : il offre aux opérateurs une liberté contractuelle considérable, notamment via la forme de la SAS sans avoir développé le corpus jurisprudentiel qui permettrait aux dirigeants de naviguer dans cette liberté avec une sécurité juridique comparable à celle qu'offre le juge Delaware. Cette dissymétrie est la source de la vulnérabilité spécifique du dirigeant français face à l'activisme offensif en LBO : non pas l'excès de règles, comme aux États-Unis, mais leur absence ou plus précisément, l'absence de leur interprétation judiciaire dans les situations de conflit.

L'arsenal défensif français est solide contractuellement, fragile jurisprudentiellement. La société par actions simplifiée, forme juridique adoptée par la quasi-totalité des holdings de LBO en droit français, offre aux opérateurs une liberté statutaire exceptionnelle en vertu de l'article L. 227-1 du Code de commerce. Les parties peuvent librement organiser la gouvernance, définir les conditions de cession des titres, aménager les droits de vote, prévoir des clauses d'exclusion, de drag-along et de tag-along, et structurer les relations entre actionnaires selon leurs besoins

⁹⁷ Besses-Boumard P., « Les fonds activistes maintiennent la pression : 150 campagnes recensées au 1er semestre 2025 selon la banque Lazard », *Challenges*, juillet 2025.

spécifiques⁹⁸. Cette liberté contractuelle constitue en théorie un outil de protection considérable pour le dirigeant : un pacte d'actionnaires bien rédigé peut prévoir des mécanismes de protection contre les prises de contrôle hostiles, des droits de veto sur certaines décisions stratégiques, et des conditions strictes encadrant l'entrée de nouveaux actionnaires au capital.

Mais cette liberté a une contrepartie structurelle : elle dépend entièrement de la qualité et de l'exhaustivité du pacte. Or, comme l'a clairement posé la chambre commerciale de la Cour de cassation dans son arrêt du 23 octobre 2007, il existe des limites d'ordre public à la liberté contractuelle de la SAS que les parties ne peuvent pas dépasser : un associé ne peut être privé de son droit de participer aux décisions collectives et de voter, y compris sur la décision de son exclusion⁹⁹. Mais cette protection procédurale est d'une portée très limitée en pratique : elle garantit au dirigeant le droit formel de voter sur sa propre exclusion, sans que ce vote ait la moindre incidence substantielle s'il est actionnaire minoritaire à 3-5 % (par exemple) face à un fonds qui détient 70-80 % du capital (par exemple). Plus fondamentalement, le droit français ne dispose d'aucun juge équivalent au Court of Chancery du Delaware pour combler les silences du pacte et trancher les conflits de gouvernance avec la prévisibilité et la cohérence qu'offre la jurisprudence Delaware¹⁰⁰. Un pacte silencieux sur un point précis comme la conduite à tenir face à un créancier activiste, les droits du dirigeant lors d'un processus de cession forcée ou les obligations du fonds sponsor envers les actionnaires minoritaires, est un vide exploitable que le droit français ne comble pas.

La notion d'intérêt social, telle qu'elle résulte de l'article L. 225-35 du Code de commerce pour les sociétés anonymes ou l'article 1833 du Code civil, constitue en théorie le second bouclier disponible pour le dirigeant. Il pourrait s'en prévaloir pour résister aux demandes court-termistes de l'activiste, en arguant que les restructurations ou cessions exigées contrarient l'intérêt à long terme de l'entreprise. Mais en contexte de LBO, cette notion est d'une ambivalence profonde : dès lors que le pacte d'actionnaires définit l'intérêt social dans un sens favorable au fonds à savoir la maximisation de la valeur de sortie et le respect des engagements financiers, l'activiste peut retourner cette notion contre le dirigeant en démontrant que sa résistance nuit précisément à l'intérêt social tel qu'il a été contractuellement défini. L'outil de protection devient instrument d'attaque.

⁹⁸ Bouteiller C. et Karyotis C., *L'essentiel du private equity et des LBO*, Les carrés rouges, Editions Gualino, 2024.

⁹⁹ Cass. com., 23 octobre 2007, n° 06-16.537

¹⁰⁰ Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., "Shareholder Rights and Activism in France", *White & Case LLP*, 2025.

L'affaire LVMH/Hermès apporte une illustration complémentaire de la protection spécifique que le droit français offre. Suite à la révélation en octobre 2010 de la prise de participation de LVMH dans Hermès — passée de 4,9 % à 17,07 % en trois jours via des equity swaps structurés avec plusieurs banques sous le seuil de déclaration de 5 % chacune¹⁰¹ —, l'AMF a sanctionné LVMH d'une amende de 8 millions d'euros. Cette décision a conduit à une réforme réglementaire étendant les obligations de déclaration aux positions synthétiques, interdisant désormais la constitution de positions cachées via des dérivés, protection que ne possèdent pas les dirigeants américains, dont la SEC a au contraire retiré en juin 2025 sa proposition de règle sur la divulgation des swaps¹⁰².

Il convient ici de maintenir avec rigueur la distinction fondamentale entre les deux phases de l'activisme identifiées en première partie. Les instruments les plus puissants dont disposent les activistes en droit français s'appliquent exclusivement aux sociétés encore cotées (avant leur retrait de la cote dans le cadre d'un LBO, ou lors de la sortie du montage). Une fois la société gouvernée par une holding, le régime est entièrement contractuel.

En amont du LBO, les activistes disposent d'une palette d'instruments réglementaires et législatifs dont la sophistication a considérablement progressé depuis le début des années 2010. Les déclarations de franchissement de seuils et les déclarations d'intention prévues par la directive Transparence permettent d'imposer une transparence sur les intentions des actionnaires significatifs¹⁰³. L'ordonnance de 2010 a facilité les proxy fights, permettant aux actionnaires minoritaires de présenter leurs propres candidats au conseil d'administration lors des assemblées générales¹⁰⁴. La loi Florange de 2014 a institué des droits de vote double pour les actionnaires long terme, permettant à un actionnaire engagé de renforcer son poids dans les délibérations¹⁰⁵. La loi Sapin II de 2016 a introduit un Say on Pay contraignant, donnant aux actionnaires un droit de veto sur la rémunération des dirigeants¹⁰⁶. Ces instruments sont cependant tous strictement limités aux sociétés cotées, ils n'ont aucune application directe en LBO privé.

¹⁰¹ AMF, Commission des sanctions, 25 juin 2013, *Décision LVMH / Hermès*

¹⁰² Besses-Boumard P., « Les fonds activistes maintiennent la pression : 150 campagnes recensées au 1er semestre 2025 selon la banque Lazard », *Challenges*, juillet 2025.

¹⁰³ ASSEMBLEE NATIONALE, Rapport d'information de la mission d'information relative à l'activisme actionnarial, Rapport N°2287, Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 2 oct.2019.

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ *Ibid.*

¹⁰⁶ *Ibid.*

La stratégie spécifiquement française des activistes consiste précisément à exploiter ces outils réglementaires de manière offensive, en privilégiant l'engagement avec l'AMF plutôt qu'avec les tribunaux judiciaires. Cette préférence pour la voie réglementaire n'est pas fortuite : elle permet de contourner les obstacles structurels des tribunaux de commerce, dont les juges non professionnels sont « souvent perçus comme plus favorables aux entreprises qu'aux investisseurs »¹⁰⁷. L'affaire Atos, où des actionnaires minoritaires ont utilisé les voies réglementaires pour contester les décisions stratégiques de la direction, illustre cette tendance¹⁰⁸.

La loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France constitue l'illustration la plus récente et la plus éloquente de la contradiction interne du système français. Cette loi cherche à satisfaire simultanément trois objectifs contradictoires : protéger les dirigeants en leur permettant d'émettre des actions à droit de vote multiple lors des introductions en bourse (maximum 25 droits de vote par action, pour une durée maximale de 10 ans renouvelable 5 ans¹⁰⁹) ; renforcer les droits des actionnaires minoritaires pour attirer les investisseurs étrangers ; et améliorer l'attractivité de la place de Paris face à Londres et Amsterdam. La loi relève par ailleurs le seuil du droit d'opposition des actionnaires à la tenue d'une assemblée générale extraordinaire de 5 % à 25 % du capital¹¹⁰, mesure explicitement destinée à réduire la capacité des activistes minoritaires à bloquer les décisions stratégiques, mais applicable seulement aux sociétés cotées. Le résultat est un texte qui, en cherchant à tout concilier, ne résout aucune des tensions fondamentales : la protection par le vote multiple expire après 10 à 15 ans, laissant les dirigeants exposés exactement comme avant ; les droits des activistes sont préservés par ailleurs ; et aucune jurisprudence Delaware équivalente n'est créée pour arbitrer les conflits qui résulteront de ces nouvelles dispositions⁹⁴. La France importe les outils américains (le vote multiple existe depuis longtemps dans les sociétés comme Google ou Meta) sans importer le juge Delaware qui les arbitre.

L'affaire CIAM/Vivendi constitue la démonstration empirique la plus récente et la plus spectaculaire de la victoire de l'activiste en France par la voie réglementaire. Le fonds CIAM, qui ne détient que 0,024 % du capital de Vivendi¹¹¹, a réussi à remettre en cause l'ensemble de

¹⁰⁷ Vermeille S., "Shareholders' Rights & Shareholder Activism", *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

¹⁰⁸ *Ibid.*

¹⁰⁹ Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, article 1^{er}.

¹¹⁰ Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, article 18.

¹¹¹ Torck S., « Affaire Vivendi : l'épilogue », *Bulletin Joly Bourse*, janv.2026, n° BJB202m5.

la scission du groupe organisée par son actionnaire de référence, le groupe Bolloré. La décision de l'AMF du 13 novembre 2024 avait initialement reconnu l'absence de contrôle de Bolloré sur Vivendi. La Cour d'appel de Paris, dans un arrêt historique du 22 avril 2025, a infirmé cette décision en reconnaissant le contrôle de fait de Bolloré par la méthode du faisceau d'indices, ouvrant potentiellement la voie à une offre publique obligatoire de l'ordre de 9 milliards d'euros¹¹². La Cour de cassation, dans deux arrêts du 28 novembre 2025, a à son tour cassé la décision de la Cour d'appel, jugeant que le contrôle de fait au sens de l'article L. 233-3, I, 3° du Code de commerce ne pouvait s'apprécier qu'au regard des seuls droits de vote exprimés en assemblée générale, rejetant la méthode du faisceau d'indices¹¹³.

Cette instabilité jurisprudentielle en trois actes (AMF contre, Cour d'appel pour, Cour de cassation contre) révèle avec une acuité particulière le vide doctrinal français sur la notion de contrôle en contexte d'activisme. Ni les dirigeants ni les actionnaires ni même les juridictions ne disposent d'une grille d'analyse stable et prévisible pour trancher la question fondamentale de savoir quand un actionnaire « contrôle » une société.

L'affaire TotalEnergies de 2024, dans laquelle le tribunal de commerce de Nanterre a rejeté une résolution actionnariale proposée par des actionnaires activistes sur la stratégie climatique du groupe, constitue un dernier exemple de cette protection illusoire¹¹⁴ : la décision judiciaire favorable au dirigeant a été immédiatement contestée par la voie réglementaire, illustrant que la victoire en justice ne constitue pas, en droit français, une protection durable contre un activisme qui dispose de multiples voies d'entrée institutionnelles.

3. La confrontation critique : l'échec parallèle de deux philosophies juridiques opposées

La comparaison des deux systèmes révèle une symétrie remarquable dans leurs échecs respectifs. Le droit américain et le droit français échouent, face à l'activisme offensif en LBO, pour des raisons opposées : l'un parce qu'il a trop de droit jurisprudentiel, l'autre parce qu'il en a trop peu, mais ils produisent le même résultat : l'impuissance structurelle du dirigeant.

Le corpus jurisprudentiel Delaware (business judgment rule, tests Unocal et Revlon, standard entire fairness) constitue, pris dans sa globalité, un système cohérent et intellectuellement

¹¹² CA Paris, pôle 5, ch. 7, 22 avril 2025, n° RG 24/19036

¹¹³ Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.362

¹¹⁴ Vermeille S., "Shareholders' Rights & Shareholder Activism", *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

sophistiqué. Mais cette sophistication même crée une vulnérabilité spécifique pour les dirigeants : les fonds activistes, qui disposent de ressources juridiques considérables et se spécialisent dans l'exploitation des opérations de gouvernance d'entreprise, ont développé une maîtrise de ces règles qui dépasse fréquemment celle des dirigeants qui en sont les cibles.

Lipton M., initiateur de la stratégie des poison pills, décrit avec précision la sophistication opérationnelle des activistes contemporains : ces derniers investissent dans des services de conseil et d'analyse tiers significatifs pour analyser la stratégie, les activités, les marges opérationnelles et la performance ESG de la cible ; ils utilisent des campagnes de relations publiques, de médias sociaux et de médias traditionnels sophistiquées ; ils recrutent des candidats ayant une expérience sectorielle, y compris d'anciens PDG de grandes entreprises ou même d'anciens dirigeants de la cible, pour constituer des listes dissidentes¹¹⁵. Cette préparation professionnelle est directement orientée vers l'exploitation des failles jurisprudentielles : l'activiste sait, avant de lancer sa campagne, quel test s'appliquera à la réaction du dirigeant, quels éléments de preuve fragiliseront la présomption de la business judgment rule, et quel niveau de résistance déclenchera le passage au test Revlon. Le dirigeant, confronté à cette offensive préparée de longue date, dispose en moyenne de quelques jours pour assembler son équipe et formuler une stratégie défensive¹¹⁶.

La supériorité opérationnelle des activistes est confirmée dans le système américain : sur 1 059 interventions entre 2001 et 2006, les hedge funds activistes ont obtenu un succès total ou partiel dans approximativement deux tiers des cas¹¹⁷. Plus révélateur encore, le wolf pack, c'est-à-dire la coordination informelle de plusieurs fonds activistes sans constitution d'un groupe déclarable au sens du Securities Exchange Act (SEC) représente environ 22,1 % des campagnes¹¹⁸. Cette coordination non déclarée exploite précisément les lacunes du droit américain sur la définition du « groupe » : les fonds agissent de concert sans être tenus aux obligations de transparence qui s'imposeraient à un groupe formellement constitué, maintenant ainsi l'avantage informationnel qui est la condition de leur succès¹¹⁹. La décision de la SEC de retirer en juin 2025 sa proposition de règle sur la divulgation des swaps a accentué cet avantage informationnel en permettant aux

¹¹⁵ Lipton M., "Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2023.

¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹⁷ Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper No. 139/2006*, May 2008.

¹¹⁸ *Ibid.*

¹¹⁹ Lipton M., "Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2023.

activistes de continuer à constituer des positions importantes sans obligation de déclaration¹²⁰ illustrant ainsi comment une décision réglementaire prise au nom de l'attractivité des marchés peut fragiliser davantage les dirigeants qu'elle était censée protéger.

La réaction des marchés à l'annonce des campagnes activistes fournit une preuve supplémentaire de la supériorité perçue des activistes dans le système américain. Ces rendements sont essentiellement expliqués par la capacité des activistes à forcer la vente de la cible : les sociétés activistes acquises dans les 18 mois génèrent des rendements anormaux de +25,85 %, tandis que les sociétés qui restent indépendantes génèrent des rendements non significativement différents de zéro¹²¹. Le marché anticipe donc non seulement que l'activiste va intervenir, mais qu'il va vraisemblablement obtenir la cession de la cible, preuve que les mécanismes de défense disponibles pour les dirigeants ne sont pas perçus comme suffisamment efficaces pour résister à une offensive bien menée.

Le droit français souffre du défaut symétrique : non pas un excès de règles jurisprudentielles retournées contre les dirigeants, mais une insuffisance de règles jurisprudentielles qui laisse les dirigeants sans boussole et les activistes libres d'exploiter les silences du système. Cette insuffisance se manifeste à trois niveaux distincts.

Au niveau de la définition même de l'activisme, le Rapport d'information n° 2287 de l'Assemblée nationale constate qu'« il n'existe pas de définition juridique établie » de l'activisme actionnarial en droit français¹²². Plusieurs définitions coexistent (nous les avons présentées en introduction) sans que le législateur ou le juge n'ait retenu l'une d'entre elles. Cette indétermination définitionnelle n'est pas anodine : elle signifie que le dirigeant ne peut pas savoir avec certitude à partir de quel moment il fait face à un activisme juridiquement qualifiable, ni donc quels outils de défense sont à sa disposition.

Au niveau des données de marché, la France est devenue le marché le plus ciblé d'Europe par les activistes. Le Rapport de l'Assemblée nationale de 2019 relevait déjà que 226 sociétés avaient été ciblées dans le monde en 2018, dont 58 campagnes lancées en Europe représentant

¹²⁰ Besses-Boumard P., « Les fonds activistes maintiennent la pression : 150 campagnes recensées au 1er semestre 2025 selon la banque Lazard », *Challenges*, juillet 2025.

¹²¹ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

¹²² ASSEMBLEE NATIONALE, Rapport d'information de la mission d'information relative à l'activisme actionnarial, Rapport N°2287, Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 2 oct.2019.

23 % du total mondial¹²³. On précise que la France représente en 2024 environ 8 % des campagnes activistes européennes¹²⁴ mais cette proportion sous-estime l'impact réel, car les campagnes françaises tendent à viser les plus grandes capitalisations boursières. L'affaire CIAM/Vivendi illustre de manière particulièrement saisissante la puissance des activistes dans le système français.

Au niveau des obstacles structurels à la défense des dirigeants, on identifie une triple difficulté pratique : les juges non professionnels des tribunaux de commerce sont perçus comme peu préparés aux enjeux de gouvernance des grandes entreprises¹²⁵ ; les délais de procédure sont incompatibles avec le temps économique de l'activisme (une campagne activiste se déroule en quelques semaines, quand une procédure judiciaire se compte en mois ou en années) ; et l'absence de jurisprudence sur les devoirs fiduciaires des dirigeants laisse ces derniers sans précédent sur lequel s'appuyer pour organiser leur défense. La stratégie rationnelle pour l'activiste français est donc d'engager le régulateur, à savoir l'AMF plutôt que les tribunaux, contournant ainsi les protections contractuelles du pacte d'actionnaires et exposant le dirigeant à une contrainte réglementaire sur laquelle ses outils de défense classiques n'ont aucune prise.

Dans les deux systèmes, les dirigeants sont structurellement désavantagés face aux activistes offensifs, et les mécanismes de protection disponibles ne compensent pas ce désavantage.

La corrélation entre le cycle économique et les résultats de l'activisme, mise en évidence par à partir de l'épisode de la crise du crédit de juillet-août 2007, fournit un éclairage supplémentaire. Les auteurs montrent que les portefeuilles activistes ont subi une perte anormale de 2,04 % pendant la période de crise du crédit¹²⁶, confirmant que la probabilité de succès des activistes dépend structurellement de la disponibilité du financement par endettement. En contexte de hausse des taux depuis 2022, cette corrélation inverse suggère que la résistance des dirigeants devrait être facilitée par la dégradation des conditions de financement des acquisitions par endettement. La réalité observée contredit cependant cette prédiction : le Rapport Lazard pour le premier semestre 2025 recense 150 campagnes activistes à l'échelle mondiale, témoignant d'une activité soutenue nonobstant la hausse des taux. La raison en est que, comme on l'a vu en première partie, l'instabilité économique ne freine pas l'activisme, elle le déplace des formes de

¹²³ *Ibid.*

¹²⁴ Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., "Shareholder Rights and Activism in France", *White & Case LLP*, 2025.

¹²⁵ *Ibid.*

¹²⁶ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

marché (OPA) vers des formes contractuelles (activisme créancier en LBO distressed), qui sont précisément les plus difficiles à contrer par les dirigeants.

Cette comparaison n'est pas seulement un constat d'échec symétrique, elle suggère des pistes de réforme que chaque système pourrait trouver chez son homologue. La France pourrait s'inspirer du droit Delaware pour développer une jurisprudence substantielle sur les devoirs fiduciaires des dirigeants face à l'activisme en LBO, en construisant une doctrine qui tirerait les leçons de la sophistication jurisprudentielle américaine tout en l'adaptant aux particularités du modèle français de gouvernance. Le droit américain, à l'inverse, pourrait s'inspirer de la conception française de l'intérêt social, plus large que la seule shareholder primacy, pour tempérer la vulnérabilité des dirigeants face aux activistes qui exploitent l'obligation de maximisation du prix en régime Revlon. Ces réformes croisées se heurtent cependant à un obstacle fondamental que la doctrine a bien identifié : la thèse de la convergence des systèmes de gouvernance d'entreprise, qui prévoyait au début des années 2000 une harmonisation progressive des modèles autour du standard de la shareholder value, s'est révélée empiriquement inexacte¹²⁷, les deux systèmes maintiennent des spécificités profondes qui tiennent à leurs cultures juridiques, leurs structures de marché et leurs équilibres politiques, et qui rendent l'emprunt simple d'un système à l'autre toujours plus complexe qu'il n'y paraît.

La conclusion de cette analyse comparative est donc que les deux systèmes, pourtant fondés sur des philosophies juridiques radicalement différentes, aboutissent au même résultat pour le dirigeant en LBO : une exposition structurelle à des formes d'activisme que leurs outils défensifs ne permettent pas de contrer efficacement. La différence entre eux n'est pas dans la protection qu'ils offrent car ni l'un ni l'autre n'en offre une satisfaisante en contexte de LBO mais dans la nature de l'insécurité qu'ils génèrent. Les deux formes d'insécurité convergent vers la même impuissance pratique. C'est cette impuissance que la sous-partie suivante analysera dans ses manifestations les plus concrètes : la responsabilité personnelle du dirigeant à chaque stade de l'activisme.

¹²⁷ Hansmann H. and Kraakman R., "The End of History for Corporate Law", *Harvard Law School Discussion Paper* N°280, January 2000.

B. La responsabilité des dirigeants face à l'activisme : une exposition inévitable dans les deux systèmes

Les développements précédents ont mis en évidence que les arsenaux défensifs disponibles dans les deux systèmes sont structurellement inadaptés au contexte du LBO et produisent des contradictions internes que les activistes exploitent méthodiquement. Cette inadaptation a une conséquence directe et pratique pour le dirigeant : quelle que soit la décision qu'il prend face à l'activiste, résister, céder, ou participer au rachat, il engage sa responsabilité. Les trois sous-parties qui suivent en documentent successivement les modalités, en montrant que les deux systèmes, pour des raisons différentes, aboutissent à la même impossibilité pour le dirigeant d'agir sans risque.

1. Le dilemme de la résistance : le risque de sanction du comportement défensif

La résistance à l'activisme est, de prime abord, le comportement que l'on attendrait naturellement du dirigeant investi d'une mission de protection de l'intérêt social. C'est pourtant celui qui l'expose aux risques juridiques les plus immédiatement caractérisables dans les deux systèmes.

En droit des États-Unis, le régime de responsabilité du dirigeant qui résiste est entièrement structuré par le test Unocal et ses développements. La résistance à une offensive activiste est soumise à un scrutin renforcé (enhanced scrutiny) qui impose au conseil de démontrer, d'une part, qu'il avait des raisons raisonnables de percevoir une menace pour la politique et l'efficacité de la société, et d'autre part, que la mesure défensive adoptée était proportionnée à cette menace¹²⁸. Ce double standard crée une vulnérabilité structurelle pour le dirigeant qui résiste : si le premier volet est difficile à satisfaire lorsque l'activiste-créancier exerce des droits contractuels légalement acquis lesquels ne constituent pas aisément une « menace » au sens jurisprudentiel, le second volet expose toute mesure défensive un peu vigoureuse au risque d'être qualifiée de disproportionnée. Les sanctions d'un test Unocal non satisfait sont sévères et directement personnelles : injonction judiciaire de lever les mesures défensives, damages payables aux actionnaires lésés, voire disgorgement des profits tirés d'un comportement qualifié d'entrenchment.

¹²⁸ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985)

L'entrenchment, c'est-à-dire le comportement du dirigeant qui utilise son pouvoir pour se maintenir en place plutôt que dans l'intérêt des actionnaires est la qualification qui transforme une résistance légitime en faute sanctionnable. Lucian A. Bebchuk, Professeur de droit a documenté de manière systématique les mécanismes par lesquels les dirigeants peuvent utiliser leur influence sur le conseil pour se protéger d'offensives qui leur seraient défavorables à titre personnel¹²⁹. En contexte de LBO, où le management package crée un intérêt financier personnel dans la valorisation de sortie, la frontière entre la défense de l'intérêt social et la protection de la plus-value personnelle est d'autant plus difficile à tracer. L'activiste dispose de cet argument comme d'une arme rhétorique systématique : toute résistance peut être présentée comme de l'entrenchment dès lors que le dirigeant a un intérêt financier personnel dans le maintien du statu quo. La pratique contemporaine confirme cette logique : les activistes « cherchent à créer des divisions au sein du conseil d'administration ou entre le conseil et le management » et recourent systématiquement à des « campagnes médiatiques sophistiquées » pour diffuser le narrative de l'entrenchment¹³⁰.

La décision *In re Airgas* de 2011 constitue l'exception jurisprudentielle la plus éloquente pour comprendre les conditions extraordinairement restrictives dans lesquelles une résistance prolongée peut être validée. Le Chancellor Chandler a maintenu la poison pill d'Airgas face à l'offre hostile d'Air Products, mais dans des circonstances que lui-même a qualifiées d'exceptionnelles : un conseil unanime incluant les trois administrateurs élus par l'activiste lui-même, trois banques d'affaires indépendantes ayant toutes conclu à l'inadéquation de l'offre à 70 dollars par action, et une période de résistance de 16 mois documentée de manière méticuleuse, la plus longue de l'histoire du contentieux Delaware¹³¹. Mais le plus révélateur dans cette décision est l'aveu du juge lui-même : « Bien que j'aie du mal à croire que le seul prix inadéquat (selon le conseil de la cible) pose une "menace"... en vertu du droit Delaware existant, apparemment si. Je suis contraint par le précédent de la Cour suprême du Delaware de conclure que les défendeurs ont satisfait leur charge sous *Unocal* »¹³². Une décision validant la résistance, rendue contra mentem par le juge qui la rend, avec des conditions de preuve

¹²⁹ Bebchuk L. and Fried J., "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation", *Harvard University Press*, September 2004.

¹³⁰ Lipton M., "Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2023.

¹³¹ *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.* 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)

¹³² *Ibid.* (Chancellor Chandler).

inatteignables pour tout dirigeant ordinaire, c'est donc l'exception qui confirme la règle de l'impuissance.

Les données empiriques confirment que la résistance est une stratégie risquée. Les sociétés ciblées ont choisi de résister dans 41,3 % des cas¹³³. Mais les activistes ont obtenu un succès total ou partiel dans environ deux tiers des campagnes¹³⁴ signifiant que la résistance n'est pas, statistiquement, une stratégie gagnante même lorsqu'elle est adoptée. On précise que les activistes augmentent la probabilité d'acquisition de leurs cibles de 11 points de pourcentage par rapport aux sociétés comparables non ciblées¹³⁵. Ainsi même la résistance la plus déterminée ne compense donc pas structurellement le surcroît de probabilité d'acquisition que crée la présence d'un activiste.

Monsieur Lipton pose que « dans certaines situations, la meilleure réponse à une approche activiste peut être de chercher à négocier avec l'activiste et à parvenir à un accord sur des termes acceptables [...] même si la société estime qu'elle pourrait gagner un proxy fight »¹³⁶. Ce dernier préconise la négociation comme stratégie optimale, avec l'implicite que la résistance est rarement tenable à long terme dans le système américain.

En droit français, la responsabilité du dirigeant qui résiste prend des formes différentes mais tout aussi contraignantes. Le mécanisme principal n'est pas ici la responsabilité civile ou pénale, qui supposerait une faute caractérisée difficile à établir en contexte de résistance de bonne foi, mais la révocation ad nutum : le droit du fonds sponsor, en sa qualité d'actionnaire majoritaire, de révoquer le dirigeant à tout moment et sans motif. Ce mécanisme est présenté comme l'une des caractéristiques fondamentales du droit français favorable aux actionnaires : ils « bénéficient de droits étendus lors des AG, de la révocation ad nutum (à tout moment et sans motif) des membres du CA »¹³⁷. En termes pratiques, cela signifie que le fonds sponsor, sous pression d'un activiste qui exige le remplacement du dirigeant ou une modification de la

¹³³ Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper No. 139/2006, May 2008.

¹³⁴ *Ibid.*

¹³⁵ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

¹³⁶ Lipton M., "Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2023.

¹³⁷ Vermeille S., "Shareholders' Rights & Shareholder Activism", *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

stratégie, peut obtenir la révocation du dirigeant résistant sans avoir à justifier cette décision ni à démontrer de faute de gestion.

La protection dont dispose le dirigeant révoqué est d'une portée extrêmement limitée. La chambre commerciale de la Cour de cassation a posé, dans son arrêt du 14 mai 2013, que la révocation revêt un caractère abusif lorsqu'elle a été décidée « brutalement sans respecter l'obligation de loyauté dans l'exercice du droit de révocation »¹³⁸. Cette protection est purement procédurale : le fonds peut parfaitement convoquer une assemblée, informer le dirigeant 48 heures avant du projet de révocation, et procéder à celle-ci sans que la décision soit qualifiée d'abusives. Les montants de dommages-intérêts alloués par les juridictions pour révocation abusive — de l'ordre de 50 000 à 100 000 euros selon la jurisprudence des cours d'appel sont dérisoires au regard des enjeux financiers d'un LBO et ne constituent aucune dissuasion réelle pour un fonds dont les intérêts sont menacés par la résistance du dirigeant. Plus fondamentalement encore, le dirigeant révoqué ne dispose d'aucun recours pour contester le bien-fondé substantiel de la révocation : sa légitimité managériale peut être impeccable, sa stratégie peut être rigoureusement conforme à l'intérêt social, sa résistance à l'activiste peut être parfaitement justifiée, la révocation *ad nutum* demeure juridiquement irréprochable.

La résistance par voie judiciaire présente des obstacles structurels : les juges non professionnels des tribunaux de commerce sont perçus comme insuffisamment préparés aux enjeux de gouvernance des grandes entreprises¹³⁹; les délais de procédure sont incompatibles avec la rapidité des campagnes activistes¹⁴⁰ ; et l'absence de jurisprudence sur les obligations fiduciaires du dirigeant face à l'activiste laisse le tribunal sans grille d'analyse pour apprécier la légitimité de la résistance. Le Rapport de l'Assemblée nationale de 2019 relève en outre l'asymétrie structurelle entre les moyens des fonds activistes disposant d'équipes juridiques, financières et de relations publiques spécialisées et ceux des dirigeants confrontés à des campagnes préparées de longue date.

La comparaison révèle une asymétrie dans la nature de l'incertitude. Aux États-Unis, le dirigeant sait qu'il est exposé dès lors qu'il résiste. Cette incertitude est considérable, mais elle est dans un cadre jurisprudentiel connu qui lui permet d'organiser sa défense, en constituant un comité spécial d'administrateurs indépendants, en obtenant plusieurs *fairness opinions*, en documentant

¹³⁸ *Cass. com.*, 14 mai 2013, n° 11-22.845

¹³⁹ Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., “Shareholder Rights and Activism in France”, White & Case LLP, 2025.

¹⁴⁰ *Ibid*

rigoureusement les délibérations du conseil¹⁴¹. En France, le dirigeant ne sait pas ce qu'il risque en résistant. Sa seule certitude est que la résistance à l'activiste qui contrarie les intérêts du fonds sponsor peut conduire à sa révocation et que contre cette révocation, sa protection est purement procédurale et financièrement dérisoire. Les deux systèmes convergent vers la même impuissance mais la première laisse au moins au dirigeant la possibilité de préparer sa défense ; la seconde ne lui en laisse aucune.

2. Le dilemme de la reddition : le risque de sanction du comportement passif

Si la résistance à l'activisme expose le dirigeant à des sanctions dans les deux systèmes, la cession, c'est-à-dire la décision d'acquiescer aux demandes de l'activiste n'est pas pour autant une voie sûre. Le dirigeant qui cède fait face à une responsabilité symétrique : non plus envers les actionnaires qui poussent à la vente ou à la restructuration, mais envers les actionnaires qui s'y opposent, envers les créanciers qui peuvent être lésés par les conditions de la cession, et envers la société elle-même dont l'intérêt social peut être sacrifié au profit d'un accord tactique avec l'activiste. Cette responsabilité par la cession est d'autant plus redoutable qu'elle est moins intuitive : le dirigeant qui cède peut croire sincèrement qu'il agit dans l'intérêt de tous en mettant fin à une campagne coûteuse et déstabilisatrice et se retrouver néanmoins exposé à des sanctions sévères dans les deux systèmes.

En droit des États-Unis, la cession expose le dirigeant à trois régimes de responsabilité distincts qui se cumulent ou s'articulent selon les circonstances.

Le premier est le régime Revlon, analysé dans les développements précédents comme le standard applicable dès lors que la vente de la société est inévitable. Ce régime impose au dirigeant une obligation positive de maximisation du prix et sanctionne toute cession qui n'aurait pas été précédée d'un processus rigoureux d'enchères ou de négociations destiné à obtenir les meilleures conditions possibles pour les actionnaires. La décision Revlon elle-même sanctionne précisément ce cas de figure : le conseil de Revlon avait accordé à Forstmann Little un lock-up et une clause de no-shop qui empêchaient Pantry Pride de présenter une offre supérieure, protégeant les administrateurs d'une responsabilité personnelle envers les détenteurs de Notes au détriment des actionnaires auxquels la cession aurait bénéficié¹⁴². La Cour suprême

¹⁴¹ Lipton M., "Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2023.

¹⁴² *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

du Delaware a qualifié ce comportement de breach of fiduciary duty, le conseil s'était servi de la cession pour protéger ses intérêts propres plutôt que pour maximiser la valeur pour les actionnaires. En contexte de LBO, cette logique est directement transposable : le dirigeant qui cède à l'activiste à des conditions insuffisantes parce que la campagne est épuisante, parce que le fonds sponsor fait pression, ou parce que son management package sera converti en cash même à un prix sous-optimal et expose ses décisions à un contrôle judiciaire rigoureux sous le standard Revlon.

Le deuxième régime est celui de l'entire fairness, déclenché dès lors que le dirigeant se trouve en conflit d'intérêts lors de la cession. C'est le cas systématique en LBO : le dirigeant qui bénéficie d'un management package ou d'un sweet equity est financièrement intéressé à la valorisation de sortie, ce qui constitue un conflit d'intérêts apparent au sens de la jurisprudence Delaware. Ce standard impose au dirigeant de démontrer la réunion de deux conditions cumulatives : un processus équitable (fair dealing) et un prix équitable (fair price). Le processus équitable suppose la constitution d'un comité spécial d'administrateurs indépendants, pleinement mandaté pour négocier sans contrainte du fonds sponsor ; des délibérations du conseil pleinement informées et non coercitives ; et des divulgations complètes aux actionnaires¹⁴³. La décision *In re Dell Technologies* a illustré avec force les conséquences d'un processus défaillant : la stratégie de divide-and-conquer par laquelle les différents fonds actionnaires avaient été isolés sous NDA pour éviter leur coordination¹⁴⁴, combinée au mandat trop étroit du comité spécial qui n'était pas autorisé à bloquer l'introduction en bourse a conduit au rejet du bénéfice du standard business judgment rule et à l'application de l'entire fairness. En contexte de LBO, où le fonds sponsor est structurellement en position de contrôle sur le conseil et où le management package crée un conflit d'intérêts apparent, ce standard est en pratique quasi-systématiquement applicable et la charge probatoire qu'il impose est considérable.

Le troisième régime, spécifique au LBO distressed, est celui de la zone of insolvency. La Court of Chancery du Delaware a posé dans *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.* que lorsqu'une société opère à proximité de l'insolvabilité, les obligations fiduciaires du dirigeant s'étendent à « l'ensemble de l'entreprise sociale », notion incluant les créanciers¹⁴⁵. En contexte de LBO distressed, cette extension crée un dilemme

¹⁴³ *Kahn v. M&F Worldwide Corp.* (MFW), 88 A.3d 635 (Del. 2014)

¹⁴⁴ *In re Dell Technologies Inc. Class V Stockholders Litigation* C.A. No. 2018-0816-JTL (Del. Ch. June 11, 2020)

¹⁴⁵ *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, C.A. No. 12150, 1991 WL 277613 (Del.Ch.1991)

insoluble pour le dirigeant qui cède à l'activiste-créancier : en acceptant les conditions du debt-to-equity swap qui transfèrent le capital des actionnaires vers les créanciers, il peut se retrouver en situation de trahir les actionnaires au profit des créanciers ; mais en refusant ces conditions, il peut trahir les créanciers au profit des actionnaires. Quelle que soit sa décision, une classe de parties prenantes peut lui reprocher d'avoir privilégié l'autre. La portée de cette décision a été tempérée par la jurisprudence ultérieure *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin* qui a précisé en 2014 que la zone of insolvency ne crée pas d'obligation fiduciaire directe envers les créanciers mais seulement une action dérivée¹⁴⁶, mais l'incertitude demeure pour le dirigeant en LBO distressed qui ne peut pas anticiper avec certitude les conséquences de sa décision de céder ou de résister.

Les données empiriques confirment que la cession est une stratégie courante mais pas nécessairement protectrice. Dans l'échantillon proposé par European Corporate Governance Institute en 2008, 29,7 % des sociétés ciblées ont accommodé les activistes¹⁴⁷. Mais il a été démontré que les sociétés qui cèdent et restent indépendantes sans être acquises à la suite de la campagne activiste génèrent des rendements anormaux proches de zéro sur 18 mois¹⁴⁸. La cession aux demandes de l'activiste ne crée donc pas de valeur pour les actionnaires si elle ne débouche pas sur une acquisition, ce qui signifie que le dirigeant qui cède sans que cela conduise à une vente s'expose à des critiques des actionnaires qui n'ont pas bénéficié des changements consentis, et à une responsabilité potentielle pour les actionnaires lésés par les concessions faites.

En droit français, la cession à l'activiste expose le dirigeant à des mécanismes de responsabilité de nature différente, principalement pénale, dont les contours sont cependant d'une imprécision troublante en contexte de LBO.

L'abus de pouvoirs, défini par l'arrêt de la chambre criminelle du 10 juillet 1995, sanctionne le dirigeant d'une société anonyme qui use de ses pouvoirs pour organiser une opération à la fois contraire à l'intérêt de la société et avantageuse pour lui-même¹⁴⁹. En contexte de cession à l'activiste, cette qualification peut s'appliquer dès lors que le dirigeant a un intérêt financier

¹⁴⁶ *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin*, (Del. Ch. 2014)

¹⁴⁷ Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper* No. 139/2006, May 2008.

¹⁴⁸ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

¹⁴⁹ Cass. Crim., 10 juillet 1995, n° 94-82.665

personnel, à savoir son *sweet equity*, qui le conduit à accepter une valorisation de sortie sous-optimale pour l'intérêt social mais suffisamment attractive pour lui personnellement. La structure d'incitation du management package qui garantit au dirigeant une plus-value dès lors que le seuil de remboursement du fonds est dépassé, indépendamment du niveau de valorisation, peut créer précisément cette configuration d'aléa moral.

L'abus de majorité, posé par l'arrêt du 18 avril 1961, offre un recours aux actionnaires minoritaires lésés par des décisions qui, prises à la majorité, contrarient l'intérêt général de la société dans l'unique dessein de favoriser les majoritaires. En contexte de LBO, ce mécanisme peut être invoqué par les dirigeants-actionnaires minoritaires contre les décisions du fonds sponsor qui, sous pression d'un activiste, impose des cessions d'actifs à prix bradé ou des restructurations dilutives. Mais comme on l'a analysé en première partie, le standard de l'abus de majorité est d'une applicabilité très incertaine en LBO, et son exercice pratique est quasiment impossible sans déclencher la révocation *ad nutum* du dirigeant-plaignant.

La jurisprudence la plus récente sur la responsabilité des dirigeants en LBO apporte deux enseignements complémentaires qui encadrent la problématique de la cession. La chambre commerciale de la Cour de cassation, dans son arrêt du 9 septembre 2020, a posé que le versement de dividendes par la société cible à sa holding de reprise, même lorsque ces versements ont été imposés par l'architecture du LBO peut constituer une faute de gestion si ces distributions ont privé la société de sa trésorerie et contribué à son insuffisance d'actif¹⁵⁰. Ce principe est directement applicable à la situation du dirigeant qui cède aux demandes d'un activiste-créancier exigeant des remontées de dividendes pour accélérer le remboursement de sa dette : la cession aux demandes de l'activiste peut constituer une faute de gestion si elle conduit à l'insuffisance d'actif. À l'inverse, la même chambre commerciale avait considéré, dans son arrêt du 16 décembre 2014, qu'un dirigeant en LBO ne pouvait pas être condamné pour insuffisance d'actif dès lors qu'il démontrait que les décisions stratégiques lui avaient été imposées par le fonds, que la mise en place du schéma de LBO obligeant à verser d'importants dividendes lui avait été étrangère, et qu'il avait engagé de multiples diligences pour redresser la situation¹⁵¹. Ces deux décisions, en apparence contradictoires, révèlent une même logique : le dirigeant peut échapper à la responsabilité s'il prouve qu'il a été contraint mais il ne peut pas se prévaloir de cette contrainte pour justifier des décisions qui ont aggravé la situation de la

¹⁵⁰ Cass. Com., 9 septembre 2020, n°18-12.444

¹⁵¹ Cass. Com., 16 décembre 2014, n°13-25.028

société. En d'autres termes, la cession aux demandes de l'activiste peut à la fois constituer une contrainte exonératoire et une faute de gestion selon les circonstances et le résultat de la cession.

La comparaison révèle une différence dans la nature de l'exposition, non dans son existence. En droit américain, le standard entire fairness offre au dirigeant qui cède un cadre procédural clair et exigeant, mais prévisible : s'il constitue un comité spécial indépendant, obtient plusieurs fairness opinions et documente rigoureusement un processus ouvert et non coercitif, il peut espérer satisfaire les deux volets du standard. La contrainte est lourde, mais elle est identifiable et organisable à l'avance. En droit français, la notion pénale d'abus de pouvoirs a des contours flous. La frontière entre la cession légitime à un activiste et la cession dans son propre intérêt n'est tracée par aucune jurisprudence clairement établie en contexte de LBO et les mécanismes civils disponibles (abus de majorité, faute de gestion) sont d'une applicabilité contradictoire. L'incertitude française est donc structurellement plus dangereuse que l'incertitude américaine : elle ne laisse pas au dirigeant la possibilité d'organiser sa cession de manière à minimiser son exposition elle le condamne à naviguer à vue, sans savoir si sa décision sera qualifiée demain en abus de pouvoirs, en faute de gestion, ou simplement en erreur de management¹⁵².

3. La participation du dirigeant au processus de MBO¹⁵³ : l'impasse finale de la superposition des risques

Le management buyout, opération par laquelle les dirigeants en place s'associent à un fonds acquéreur pour racheter leur propre société, constitue, du point de vue de la responsabilité juridique, le stade le plus critique. Le dirigeant ne résiste plus à l'activisme ni ne cède à ses demandes : il passe de l'autre côté, se transformant lui-même en acteur du rachat. Cette mutation de rôle concentre en un seul acte toutes les tensions identifiées dans les développements précédents et génère une exposition juridique maximale dans les deux systèmes comparés. Elle constitue, en ce sens, l'impasse finale dans laquelle l'architecture même du LBO conduit structurellement le dirigeant.

La nature de la responsabilité du dirigeant qui participe au MBO est spécifique : il ne s'agit plus seulement d'une faute de résistance ou de cession, mais d'une utilisation des prérogatives et des informations de la fonction managériale à des fins d'enrichissement personnel. Le dirigeant qui co-investit dans le rachat de sa propre société dispose, par définition, d'informations privilégiées

¹⁵² Vermeille S., "Shareholders' Rights & Shareholder Activism", *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

¹⁵³ Management buyout

sur sa valeur réelle, ses perspectives et ses risques, informations que les actionnaires extérieurs ne possèdent pas au même degré. Cette asymétrie informationnelle fondamentale est la source du conflit d'intérêts qui caractérise le MBO et qui justifie l'application des régimes de responsabilité les plus sévères dans les deux systèmes.

En droit des États-Unis, la participation du dirigeant au MBO déclenche mécaniquement l'application du standard entire fairness (le plus exigeant du droit Delaware) et prive le dirigeant du bénéfice de la business judgment rule, dont la présomption de désintéressement est incompatible avec la position du dirigeant qui est simultanément vendeur et acheteur de la même société.

Le duty of loyalty, première obligation fiduciaire du dirigeant de droit Delaware, lui impose de révéler l'intégralité de ses conflits d'intérêts avant le début des négociations. Dans le contexte d'un MBO, ce devoir est systématiquement en tension : le dirigeant doit informer les actionnaires qu'il négocie du côté de l'acheteur tout en exerçant ses fonctions de direction, qu'il dispose d'informations sur la valorisation de la société que l'acheteur utilisera dans la négociation, et que son management package lui garantit une plus-value en cas de succès de l'opération. La décision *In re Trados* de 2013 a posé que les administrateurs bénéficiaires d'un management incentive plan (l'analogue direct du sweet equity en LBO) sont structurellement en conflit d'intérêts lors de toute décision affectant la valorisation de la société, ce qui déclenche automatiquement le standard entire fairness et inverse la charge de la preuve : ce sont les administrateurs qui doivent démontrer l'équité de la transaction, et non les actionnaires qui la contestent¹⁵⁴.

La décision *In re Dell Technologies* de 2020 a précisé les conditions dans lesquelles ce standard peut être satisfait. La décision *Kahn v. M&F Worldwide Corp.* de 2014 offre en théorie un safe harbor permettant de retrouver le bénéfice de la business judgment rule si et seulement si deux garanties procédurales sont mises en place ab initio : l'approbation par un comité spécial d'administrateurs indépendants, pleinement mandaté pour bloquer la transaction, et un vote informé et non contraint de la majorité des actionnaires minoritaires¹⁵⁵. Mais la décision *In re Dell* a démontré que ces conditions ne peuvent pas être satisfaites si le comité spécial a un mandat trop étroit ou si les actionnaires sont soumis à des pressions coercitives, conditions qui sont structurellement présentes dans tout MBO en LBO, où le fonds sponsor contrôle le conseil,

¹⁵⁴ *In re Trados Incorporated Shareholder Litigation* C.A. No. 1512-VCL, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

¹⁵⁵ *Kahn v. M&F Worldwide Corp.* (MFW), 88 A.3d 635 (Del. 2014)

définit les termes de la transaction et exerce une pression structurelle sur les actionnaires minoritaires¹⁵⁶. Le règlement d'un milliard de dollars auquel a abouti l'affaire Dell illustre les conséquences financières massives et concrètes de cette exposition et constitue, pour les dirigeants de LBO envisageant un MBO, un avertissement dont la portée pratique est considérable.

Dans une perspective plus générale, a été documenté les mécanismes par lesquels les packages de rémunération des dirigeants créent des incitations contraires à l'intérêt des actionnaires : le dirigeant est incité à maximiser sa plus-value personnelle, ce qui peut le conduire à accepter un MBO sous-évalué pour les actionnaires extérieurs mais suffisamment attractif pour son propre *sweet equity*¹⁵⁷. Cette incitation perverse est d'autant plus difficile à détecter que les structures de management package sont délibérément opaques, ce que les auteurs qualifient de camouflage, rendant difficile l'identification par les actionnaires des conflits d'intérêts réels¹⁵⁸. En contexte de LBO, où « la solidarité repose sur une communauté d'intérêt économique » entre le fonds et les dirigeants actionnaires¹⁵⁹, cette opacité est structurelle et non intentionnelle, ce qui n'en réduit pas la portée juridique.

Les données empiriques confirment la prévalence de la figure du MBO dans les opérations d'activisme. 4,2 % des campagnes activistes visent explicitement la prise de contrôle ou le *going-private*, avec un taux de succès de 43,2 %, le plus élevé de toutes les catégories après les campagnes de valorisation générale¹⁶⁰. Dans 7 cas sur les 980 interventions de l'échantillon, l'activiste a lui-même pris le contrôle de la société cible¹⁶¹. Ce chiffre masque l'impact bien plus large du MBO dans les opérations de *going-private* menées avec la participation des dirigeants en place.

¹⁵⁶ *In re Dell Technologies Inc. Class V Stockholders Litigation* C.A. No. 2018-0816-JTL (Del. Ch. June 11, 2020)

¹⁵⁷ Bebchuk L. and Fried J., "Pay without Performance: Overview of the Issues", *Journal of Applied Corporate Finance*, V.17 N°4, 2005.

¹⁵⁸ *Ibid.*

¹⁵⁹ Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

¹⁶⁰ Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper* No. 139/2006, May 2008.

¹⁶¹ Greenwood R. and Schor M., "Investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

En droit français, la responsabilité du dirigeant qui participe au MBO repose sur un socle de qualifications pénales et fiscales dont l'articulation est complexe et l'application aux structures de LBO encore largement indéterminée.

L'abus de biens sociaux, infraction prévue aux articles L. 244-1 et L. 242-6 du Code de commerce sanctionne le dirigeant qui, de mauvaise foi, fait des biens ou du crédit de la société un usage contraire à ses intérêts à des fins personnelles. En contexte de MBO, cette qualification peut s'appliquer dès lors que le dirigeant utilise des informations privilégiées sur la société, développées dans l'exercice de ses fonctions et aux frais de la société pour structurer une acquisition personnellement bénéfique. La chambre criminelle a posé, dans son arrêt du 10 juillet 1995, que le dirigeant qui organise une opération contraire à l'intérêt social dans son propre intérêt commet un abus de ses pouvoirs, qualification transposable au MBO organisé dans des conditions qui lèsent les actionnaires extérieurs au profit du dirigeant-acquéreur.

La faute de gestion constitue le second mécanisme de responsabilité, dans sa dimension prospective : le dirigeant qui accepte un MBO financé par un niveau d'endettement excessif, précisément parce que son management package lui garantit une plus-value même en cas d'échec partiel peut être condamné pour faute de gestion si la société est ultérieurement en situation d'insuffisance d'actif. La chambre commerciale a posé, dans son arrêt du 9 septembre 2020, que des distributions de dividendes imposées par l'architecture financière d'un LBO pouvaient constituer une faute de gestion lorsqu'elles privaient la société de sa trésorerie¹⁶². Cette jurisprudence est directement transposable au MBO : le dirigeant qui structure l'opération en maximisant l'endettement pour maximiser son ratchet au détriment de la pérennité opérationnelle de la société s'expose à une condamnation personnelle si l'entreprise ne peut ensuite honorer ses engagements financiers.

Le troisième mécanisme est de nature fiscale et révèle une ambivalence supplémentaire de la position du dirigeant en MBO. Pendant longtemps, les gains tirés des management packages étaient imposés dans la catégorie des plus-values mobilières, régime fiscalement favorable qui amplifiait l'attractivité des MBO pour les dirigeants. Le Conseil d'État, dans ses arrêts du 13 juillet 2021, les arrêts « Financière Derby », a remis en question cette qualification en posant les critères de requalification des gains en traitements et salaires lorsque les conditions d'acquisition des titres révèlent que les gains sont directement liés à l'exercice des fonctions de

¹⁶² Cass. Com., 9 septembre 2020, n°18-12.444

dirigeant¹⁶³. La loi de finances 2025, codifiée à l'article 163 bis H du Code général des impôts, a en partie clarifié ce régime en créant un dispositif spécifique pour les gains de management packages mais au prix d'une complexité accrue et de nouvelles incertitudes, notamment pour les LBO successifs et les mécanismes de ratchet complexes. La réforme fiscale elle-même révèle ainsi une reconnaissance implicite par le législateur que les management packages avaient créé des incitations perverses sans pour autant résoudre la question fondamentale de la responsabilité du dirigeant qui les a utilisées pour structurer un MBO à des conditions déséquilibrées.

L'analyse comparée des trois stades de la responsabilité du dirigeant : résistance, cession, participation au MBO révèle une convergence remarquable qui transcende les différences structurelles entre les deux systèmes : quelle que soit la décision du dirigeant face à l'activisme offensif en LBO, il engage sa responsabilité.

Les deux formes d'incertitude convergent vers la même impuissance pratique. Comme l'a illustré l'affaire Vivarte, dans laquelle se sont succédé plusieurs dirigeants « minoritaires au capital et jugés seuls responsables légaux face aux difficultés »¹⁶⁴, le dirigeant en LBO est structurellement le bouc émissaire d'un montage dont il ne maîtrise pas les paramètres fondamentaux. C'est l'impuissance structurelle dans sa forme la plus concrète, et c'est la démonstration que les deux systèmes, pour des raisons symétriquement opposées, échouent à offrir aux dirigeants en LBO un cadre juridique cohérent pour répondre à l'activisme offensif.

¹⁶³ CE, 13 juillet 2021, arrêt *Financière Derby* n°435452

¹⁶⁴ Drif A., « Vivarte ou l'échec programmé des méga-LBO », *Les Echos*, février 2017.

Conclusion Générale

La réponse à la problématique posée en ouverture de ce mémoire est sans ambiguïté : ni le droit français ni le droit des États-Unis ne parviennent à offrir aux dirigeants en LBO un cadre juridique cohérent pour répondre à l'activisme actionnarial offensif. Ces deux systèmes, en cherchant simultanément à protéger les dirigeants, à respecter les droits des actionnaires activistes et à maintenir l'attractivité économique de leur place financière, ne font que placer les dirigeants dans une position d'impuissance structurelle face à des activistes qui exploitent précisément leurs contradictions internes. Cette impuissance n'est pas le produit d'un retard législatif ou d'une lacune technique isolée, elle est inhérente à la tension fondamentale que les deux systèmes ne résolvent pas.

L'analyse conduite dans ce mémoire a permis d'établir que cette impuissance se manifeste à deux stades distincts. En amont, lorsque la société est encore cotée, l'activisme offensif peut être l'instrument même de la création du LBO, par le catalyseur qui force la mise en vente, par le public-to-private direct ou par l'approche en tandem avec un fonds de private equity, plaçant le dirigeant en position de réagir à une offensive préparée de longue date, avec des moyens structurellement inadaptés. En aval, une fois la société retirée de la cote, l'activisme change de nature pour prendre des formes contractuelles et par la dette que ni le droit boursier ni le droit des sociétés classiques n'ont anticipées : le créancier distressed-activiste qui convertit sa dette en capital, l'actionnaire minoritaire réfractaire, le hedge fund qui perturbe la sortie du montage. Dans les deux cas, les outils de défense disponibles (poison pill, pacte d'actionnaires, intérêt social) sont soit inadaptés au contexte privé du LBO, soit si peu encadrés jurisprudentiellement qu'ils ne donnent au dirigeant aucune certitude sur la légitimité de leur usage.

Cette impuissance tient, en définitive, à la nature même de la position du dirigeant en LBO. Mandataire social, actionnaire minoritaire et subordonné au fonds sponsor, il cumule trois rôles dont les logiques divergent précisément au moment où l'activisme se manifeste. La question de la loyauté reste sans réponse jurisprudentielle établie dans les deux systèmes. Et quelle que soit la décision qu'il prend (résister, céder, ou participer au rachat), il engage sa responsabilité dans l'un et l'autre système. La résistance l'expose à l'entrenchment sanctionné par les tests Unocal et Revlon aux États-Unis, et à la révocation ad nutum en France. La cession l'expose au standard entire fairness aux États-Unis, et à l'abus de pouvoirs ou à la faute de gestion en France. La participation au MBO déclenche dans les deux systèmes le régime de responsabilité le plus sévère, à savoir entire fairness automatique aux États-Unis, abus de biens sociaux et

requalification fiscale en France. L'impasse est totale, et elle ne résulte pas d'un choix délibéré du législateur mais de la structure même du LBO qui, en concentrant sur une seule personne des rôles économiquement incompatibles, rend toute décision juridiquement risquée.

Ce constat soulève, en guise d'ouverture, une question que ce mémoire ne peut qu'esquisser mais dont l'enjeu dépasse le seul droit des sociétés. L'activisme actionnarial offensif en LBO n'est pas un phénomène qu'il s'agirait d'éradiquer. Il remplit une fonction disciplinaire réelle, réduisant les coûts d'agence, améliorant les performances opérationnelles des cibles et alignant les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires lorsque cet alignement a été perdu. La question n'est donc pas de savoir si l'activisme doit être autorisé, il l'est et il le restera, mais de savoir si les dirigeants qui y font face doivent nécessairement naviguer sans boussole juridique, au risque de sacrifier l'intérêt social à long terme sur l'autel de décisions prises sous la contrainte et sans cadre clair. La réponse à cette question suppose, dans les deux systèmes, un effort de construction jurisprudentielle spécifique au contexte du LBO privé, effort que ni le juge Delaware ni le juge français n'ont encore accompli, et qui constitue l'un des chantiers les plus urgents du droit comparé des sociétés contemporain.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE.....	- 1 -
I - L'ACTIVISME ACTIONNARIAL OFFENSIF EN CONTEXTE DE LBO : UN VECTEUR DE DISRUPTION FACE A L'INADAPTATION DES CADRES JURIDIQUES GENERAUX	- 8 -
<i>A. L'activisme offensif, moteur et perturbateur des opérations de LBO.....</i>	<i>- 8 -</i>
1. L'activisme offensif comme instrument de création du LBO : les mécanismes d'incitation au marché. -	9 -
2. L'activisme offensif comme perturbateur du LBO constitué : les dynamiques de déstabilisation contractuelle.....	11 -
3. L'instabilité économique comme révélateur des conditions structurelles de l'activisme offensif.....	14 -
<i>B. Le dirigeant en LBO : un mandataire aux obligations contradictoires.....</i>	<i>- 17 -</i>
1. La superposition des statuts juridiques du dirigeant, la source de toutes les contradictions	- 17 -
2. La question de loyauté : à qui le dirigeant doit-il être loyal face à l'activiste ?	- 19 -
3. Le sweet equity et l'aléa moral : la dimension critique de la loyauté	- 22 -
II- DES DIRIGEANTS STRUCTURELLEMENT EXPOSES : DEUX SYSTEMES A L'EPREUVE DE LEURS PROPRES CONTRADICTIONS . -	25 -
<i>A. Des mécanismes de défense symétriquement inadaptés : l'exploitation des angles morts par les fonds activistes</i>	<i>- 25 -</i>
1. Le droit des États-Unis : une sophistication jurisprudentielle retournée contre les dirigeants	- 26 -
2. Le droit français : une liberté contractuelle sans boussole jurisprudentielle	- 29 -
3. La confrontation critique : l'échec parallèle de deux philosophies juridiques opposées	- 33 -
<i>B. La responsabilité des dirigeants face à l'activisme : une exposition inévitable dans les deux systèmes</i>	<i>- 38 -</i>
1. Le dilemme de la résistance : le risque de sanction du comportement défensif.....	- 38 -
2. Le dilemme de la reddition : le risque de sanction du comportement passif	- 42 -
3. La participation du dirigeant au processus de MBO : l'impasse finale de la superposition des risques . -	46 -
CONCLUSION GENERALE	- 51 -

BIBLIOGRAPHIE

FRANCE

Ouvrages généraux

Bouteiller C. et Karyotis C., *L'essentiel du private equity et des LBO*, Les carrés rouges, Editions Gualino, Juin 2024.

Merle P. et Caffin-Moi M., *Droit commercial. Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, 2025-2026.

Pietrancosta A. et Raimbourg P., *Ingénierie financière, juridique et fiscale*, Dalloz, Octobre 2024.

Doctrines / Articles

Chambost I., « Vivarte, le savetier et le financier... », *Revue projet* N°366, p.19-27, mai 2018

Dauchez O. et de France P. et Ghuysen C. et Turot H., « Fiscalité des « management packages : un texte critiqué pour une réforme attendue », *Analyses & Decryptages GIDE*, mars 2025.

Equipes d'Ingénierie Patrimoniale de Rothschild Martin Maurel, « La réforme fiscale des management packages », *lettre d'information Rothschild&Co*, juillet 2025.

Foureault F., « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation*, 2nd semestre, 2017.

Gaudemet A., « Activisme actionnarial : le débat ne se joue pas où l'on croit », *Bulletin Joly Bourse*, nov 2019, n° 118s3.

Germain M. et Périn P-L., « Le private equity sous l'œil des juges : quelles responsabilités pour un LBO défaillant ? », *Bulletin Joly Sociétés*, mars 2018, n° 118h3.

Lucas F-X., « Responsabilité des dirigeants d'une cible objet d'un LBO », *L'ESSENTIEL Droit des entreprises en difficulté*, oct.2020, n° 113r9.

Torck S., « Affaire Vivendi : l'épilogue », *Bulletin Joly Bourse*, janv.2026, n° BJB202m5.

Bulletins / Rapports / Répertoires / Fiches d'orientation

Collet L., « Les rachats à effet de levier : montages financiers risqués ou opportunités de développement pour les entreprises ? », *Bulletin de la Banque de France*, sept-oct 2025, 260/4.

ASSEMBLEE NATIONALE, *Rapport d'information de la mission d'information relative à l'activisme actionnarial*, Rapport N°2287, Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 2 oct. 2019.

Merland L. et Poracchia D., « LBO – Acquisition avec effet de levier », *Répertoire des sociétés*, Dalloz, Janvier 2021.

Dalloz, Fiches d'orientation, « LBO (Acquisition avec effet de levier) », Juillet 2023.

Lois et règlements

Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France.

Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite « Loi Pacte ».

Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, dite « Loi Florange ».

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « Loi Sapin II ».

Article 1833 du Code civil.

Article L.227-1 du Code de commerce.

Article L.242-6 et L.244-1 du Code de commerce.

Article L.233-3 du Code de commerce.

Article 163 bis H du Code général des impôts

Jurisprudence

AMF, Commission des sanctions, 25 juin 2013, Décision LVMH / Hermès

CE, 13 juillet 2021, arrêt Financière Derby n°435452

CA Paris, pôle 5, ch. 7, 22 avril 2025, n° RG 24/19036

Cass.Com., 18 avril 1961, n° 59-11.394

Cass. Crim., 10 juillet 1995, n° 94-82.665

Cass. com., 23 octobre 2007, n° 06-16.537

Cass. Crim., 16 mai 2012, n° 11-85.150

Cass. com., 14 mai 2013, n° 11-22.845

Cass. Com., 16 décembre 2014, n°13-25.028

Cass. Com., 9 septembre 2020, n°18-12.444

Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.362

Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.467

Presse

Besses-Boumard P., « Les fonds activistes maintiennent la pression : 150 campagnes recensées au 1^{er} semestre 2025 selon la banque Lazard », *Challenges*, juillet 2025.

Chambon C., « Elliott Management, le fonds activiste le plus redouté au monde », *Challenges*, février 2025.

Darriet. P-H. et W.Grumberg A., « État des lieux de l’activisme actionnarial en France », *Fusions & Acquisitions Magazine*, Janv-Fev 2017.

Drif A., « Vivarte ou l’échec programmé des méga-LBO », *Les Echos*, février 2017.

Escande P., « Le rêve d'un géant français du prêt-à-porter est resté inachevé », *Le Monde*, juin 2021.

ETATS-UNIS

Ouvrages / Manuels

Bebchuk L. and Fried J., *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, September 2004.

Hopt K., *Corporate governance in context: corporations, states, and markets in Europe, Japan and the US*, Oxford University Press, 2005.

Moore M., *Corporate governance : law, regulation and theory*, Northampton : Edward Elgar Publishing, 2025.

Ventoruzzo M., *Comparative corporate law*, St.Paul, MN, West Academic Publishing, 2015.

Doctrines

Anabtawi I. and Stout L., “Fiduciary duties for activist shareholders”, *Stanford Law Review*, VOL.60, March 2008.

Bebchuk L. and Fried J., “Pay without Performance : Overview of the Issues”, *Journal of Applied Corporate Finance*, V.17 N°4, 2005.

Brav A. et Jiang W. et Partnoy F. et Thomas R., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper* No. 139/2006, May 2008.

Golshani S. et Lamarche D. et Thillaye F. et Segard V., “Shareholder Rights and Activism in France”, *White & Case LLP*, 2025.

Greenwood R. and Schor M., “Investor activism and takeovers”, *Journal of Financial Economics* 92, 2009, p.362-375.

Hansmann H. and Kraakman R., “The End of History for Corporate Law”, *Harvard Law School Discussion Paper* N°280, January 2000.

Kahan M. and Rock E., “Hedge funds in corporate governance and corporate control”, *University of Pennsylvania Law Review*, VOL.155 N°5, May 2007.

Lipton M., “Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2023.

Moeser A., “Private Equity and Activism”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, April 2019.

Ringe W-G., “Adaptive Advocacy : The Reinvention of Shareholder Activism”, *ECGI Working Paper Series in Law* N° 835/2025, March 2025.

Snow E., “The SEC’S proposed rule for reporting large security-based swap positions”, *The review of Securities & Commodities Regulation*, VOL.56 N°13, July 2023.

Vermeille S., “Shareholders’ Rights & Shareholder Activism”, *White & Case LLP*, 2025, p.34-48.

Bulletins

Blyschak P. and Freelan B. and Kravitz N. and McGlaughlin G. and Rose C., “What Private Equity Can Learn From Shareholder Activism – And Vice Versa?”, *Fasken Bulletin*, January 2023.

Textes normatifs

Securities Exchange Act of 1934, codifié à 15 U.S.C. § 78a et s.

SEC, Proposed Rule on Reporting of Certain Security-Based Swap Positions, Release No. 34-97618, June 20, 2023.

SEC, Schedule 13D Beneficial Ownership Report, 17 C.F.R. § 240.13d-1.

Delaware General Corporation Law (DGCL), Del. Code Ann. tit. 8.

Décisions

In re Trados Incorporated Shareholder Litigation C.A. No. 1512-VCL, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

Moran v. Household Intern., Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985)

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

In re Dell Technologies Inc. Class V Stockholders Litigation C.A. No. 2018-0816-JTL (Del. Ch. June 11, 2020)

Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc. 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)

Corwin v. KKR Financial Holdings LLC. 125 A.3d 304 (Del. 2015)

Kahn v. M&F Worldwide Corp. (MFW), 88 A.3d 635 (Del. 2014)

Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., C.A. No. 12150, 1991 WL 277613 (Del.Ch.1991)