HAL
open science

Contribution à l'étude des conséquences économiques des divulgations d'information en matière de franchissements de seuils de contrôle

Simon Gueguen

To cite this version:

Simon Gueguen. Contribution à l'étude des conséquences économiques des divulgations d'information en matière de franchissements de seuils de contrôle. Gestion et management. Université Paris sciences et lettres, 2016. Français. NNT : 2016PSLED044 . tel-01553675

HAL Id: tel-01553675

https://theses.hal.science/tel-01553675v1

Submitted on 3 Jul 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

THÈSE DE DOCTORAT

de l'Université de recherche Paris Sciences et Lettres
PSL Research University

Préparée à l'Université Paris-Dauphine

Contribution à l'étude des conséquences économiques des divulgations d'information en matière de franchissements de seuils de contrôle

École Doctorale de Dauphine — ED 543

Spécialité **Sciences de gestion**

COMPOSITION DU JURY :

Pr. Laurent BATSCH
Université Paris-Dauphine
Président du jury

Pr. Philippe RAIMBOURG
Université Panthéon-Sorbonne
Rapporteur

Pr. Laurence CARASSUS
Université de Reims Champagne-Ard.
Membre du jury

M. Pascal QUIRY
HEC
Membre du jury

Pr. Olivier RAMOND
Université Paris-Dauphine
Directeur de thèse

Soutenue le 09.12.2016
par Simon GUEGUEN

Dirigée par **Olivier RAMOND**

DAUPHINE UNIVERSITÉ PARIS | PSL RESEARCH UNIVERSITY PARIS

L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

à Kristelle et Hadrien

Remerciements

En tout premier lieu, je souhaite remercier mon directeur de thèse, Monsieur le Professeur Olivier Ramond, pour la confiance qu'il m'a accordée tout au long de ce travail doctoral. La richesse de nos échanges, ses conseils toujours judicieux, et ses encouragements permanents ont été une source d'apprentissage considérable, et aussi de plaisir dans le travail. Je lui suis infiniment reconnaissant pour tout le chemin parcouru.

Je remercie sincèrement Monsieur le Professeur Eric Paget-Blanc, *Université d'Evry-Val-d'Essonne*, et Monsieur le Professeur Philippe Raimbourg, *Université Panthéon-Sorbonne*, d'avoir accepté d'être rapporteurs de thèse et de me faire ainsi l'honneur d'apprécier ma contribution académique. Je remercie aussi très vivement le Professeur Philippe Raimbourg d'avoir en plus participé au jury de thèse.

Mes remerciements les plus chaleureux s'adressent également à Monsieur le Professeur Laurent Batsch, *Université Paris-Dauphine,* et à Monsieur Pascal Quiry, Professeur affilié à *HEC*, qui ont toujours été pour moi source d'inspiration au cours de ces années de recherche doctorale, et ont accepté d'être membres suffragants du jury de thèse.

Ma reconnaissance va aussi à Madame le professeur Laurence Carassus, *Université de Reims Champagne-Ardenne*, pour l'attention qu'elle a portée à mon travail, positionné à la frontière de ses champs d'investigation, et pour avoir accepté de prendre part à mon jury de soutenance en qualité de suffragante.

Mes remerciements s'adressent également aux chercheurs qui ont accepté de consacrer du temps à mes travaux, et m'ont permis d'améliorer mes recherches et de surmonter les moments de doute. Je voudrais en particulier remercier à ce titre Monsieur le Professeur Daniel Ferreira, *London School of Economics*, Monsieur le Professeur Roni Michaely, *Cornell University*, Madame le Professeur Sylvia Rossetto, *Toulouse School of Economics*, et Monsieur le Professeur Frederiek Schoubben, *University of Leuven*, ainsi que Monsieur le Professeur Jean-François Casta, Madame le Professeur Edith Ginglinger, Monsieur le Professeur Sidartha Gordon et Monsieur le Professeur Arnaud Raynouard, *Université Paris-Dauphine*. Je souhaite également remercier vivement tous mes collègues dauphinois, et notamment M. Philippe Bernard, M. Régis Bourbonnais, M. Thierry Habib, Mme Hélène Lenoble, M. Lionel Melka, M. Frédéric Peltrault, et M. Marius Zoican pour leur aide et leurs conseils précieux.

J'adresse ma gratitude à tous les membres de l'équipe de Finance du laboratoire DRM, en particulier sa responsable Madame le Professeur Carole Gresse, ainsi que Madame Françoise Carbon pour sa disponibilité et sa bonne humeur.

Ma reconnaissance va aussi à l'ensemble des participants des séminaires de Paris-Dauphine, ainsi qu'aux participants de la conférence *International Risk Forum* 2016 de l'*Institut Louis Bachelier,* et de la *World Finance Conference* 2016, pour leurs remarques constructives et pertinentes.

Enfin, cette thèse n'aurait pas pu aboutir sans le soutien sans faille de ma famille et de mes amis, qui m'ont accompagné dans les différentes phases de ce travail, et ont toujours su donner du sens à mes réalisations.

Référencement bibliographique

Nous utilisons dans cette thèse le style de référencement *Harvard Style*. Ce style de référencement suit le format indiqué par :

« Citing and referencing: Harvard Style », *Imperial College London* , août 2016, disponible à l'adresse web : *http://www.imperial.ac.uk/media/imperial-college/administration-and-support-services/library/public/harvard.pdf*

Ainsi :

Référencement d'auteur(s) inclus dans le texte :

- Pour un auteur : Spence (1973) ;
- Pour deux ou trois auteurs : Bebchuk, Brav et Jiang (2015) ;
- Pour quatre auteurs ou plus : Brav *et al.* (2008).

Référencement d'auteur(s) non inclus dans le texte :

- Pour un auteur : (Akerlof, 1970) ;
- Pour deux ou trois auteurs (Fishman et Hagerty, 1992) ;
- Pour quatre auteurs ou plus : (Beyer *et al.*, 2010).

Référencement dans la bibliographie :

Edmans, A., Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.

Table des acronymes

AMF	*Autorité des Marchés Financiers*
AR	*Abnormal Return*
CAR	*Cumulative Abnormal Return*
CFD	*Contract For Difference*
DTR	*Directive Transparence Révisée*
EBITDA	*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*
EPS	*Earnings Per Share*
FSA	*Financial Services Authority*
MCO	*Moindres Carrés Ordinaires*
MEDAF	*Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers*
OCEANE	*Obligation Convertible En Actions Nouvelles ou Existantes*
OLS	*Ordinary Least Squares*
OPA	*Offre Publique d'Achat*
OPE	*Offre Publique d'Echange*
OPRO	*Offre Publique de Retrait Obligatoire*
OPTF	*Offre au Public de Titres Financiers*
ROA	*Return On Assets*
RTD	*Revised Transparency Directive*
SEC	*Securities and Exchange Commission*
TRS	*Total Return Swap*
WLRK	*Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*

Sommaire

Introduction générale 13

1. Problématique d'ensemble et questions de recherche 19
2. Théories fondamentales et principaux outils mobilisés 23
3. Analyse de la littérature 27
4. Méthodologie et organisation de la thèse 35

Bibliographie 39

Chapitre 1. Déclarations de franchissements de seuils de contrôle et contrats d'*equity swaps* : éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire 45

1. Introduction 48
2. Les insuffisances de la directive Transparence et de l'ordonnance de 2009 53
3. Les contrats d'*equity swaps*, catalyseurs des prises de contrôle rampantes 55
4. Les évolutions du droit interne vers le principe d'assimilation extensive 57
5. Le réveil européen de 2011 : vers davantage d'harmonisation ? 61
6. Quelques réflexions complémentaires sur le système déclaratif des franchissements de seuils 63
7. Conclusion 68

Bibliographie 69

Annexes 71

Chapitre 2. The determinants of the market reaction to the disclosure of active and passive blockholdings 83

Résumé du chapitre 2 85

1. Introduction 90
2. Regulatory background on the French market and international comparison 95
3. Literature review and tested hypothesis 101
4. Data collection, statistics and research design 109
5. Market impact of blockholder disclosure (and factors influencing the market impact) 115
6. Active and passive blockholders: the market reaction to statements of interest 123
7. Conclusion 127

References 129

Chapitre 3. Shareholder activism and the timing of blockholder disclosure 133

Résumé du chapitre 3 135

1. Introduction 140
2. Related literature 144
3. Model framework 147
4. Equilibrium of the model 155
5. Empirical predictions of the model 165
6. Conclusion 171

References 173

Appendix 177

Conclusion générale 191

Bibliographie générale 197

Table des matières 209

Figures et tableaux 212

Introduction générale

INTRODUCTION GENERALE

« One should hardly have to tell that information is a valuable resource: knowledge is power. » George Stigler (1961).

« Nothing is more opaque than absolute transparency. » Margaret Atwood (1995).

Face aux évolutions rapides des techniques et pratiques financières, la réglementation financière doit s'adapter. Les crises entraînent la mise en place de nouvelles normes : loi Sarbanes-Oxley (2002) aux Etats-Unis et directive Transparence du Parlement européen (2004) après les faillites d'Enron et de Worldcom, loi Dodd-Frank (2010) aux Etats-Unis et révision de la directive Transparence (2013) après la crise dite des *subprimes*.

L'exigence de davantage de transparence est un élément central de ces évolutions. Elle trouve sa source dans l'idée ancienne selon laquelle les asymétries d'information sont la cause de dysfonctionnements de marché (Akerlof, 1970). Il est souhaitable d'obliger les investisseurs les mieux informés à divulguer rapidement leurs informations, pour améliorer l'efficience du marché (Fama, 1970) et pour ne pas décourager la participation au marché des agents non-informés (Fishman et Hagerty, 1992).

Mais le plus haut degré de transparence sur les marchés financiers est-il nécessairement souhaitable ? L'augmentation de la quantité d'informations rendues publiques quotidiennement présente un certain nombre de problèmes. D'abord, les limites techniques ou cognitives des investisseurs peuvent leur rendre difficile le traitement de l'information, en particulier pour les moins expérimentés d'entre eux (Agnew et Szykman, 2005). Ensuite, obliger les agents économiques à rendre publique toute information dès qu'ils l'obtiennent peut conduire à une plus grande volatilité des actifs financiers (Grossman et Stiglitz, 1976) ou à décourager l'acquisition d'information (Diamond, 1985). Chaque fois que le législateur renforce les obligations déclaratives des différents acteurs du marché (émetteurs et investisseurs), il augmente encore le flux d'informations, et il affecte éventuellement le comportement stratégique des acteurs. En conséquence, il est légitime de soumettre à l'analyse ces évolutions réglementaires.

La question du niveau optimal de transparence a trouvé ces dernières années un terrain de débat exemplaire : celui de la propriété économique des sociétés cotées. Les prises de contrôle rampantes, la conception de produits financiers répliquant la performance des actions (*equity swaps*[1]), et le développement de stratégies activistes de la part d'actionnaires ne détenant qu'une part très minoritaire du capital de leur cible, ont provoqué une remise en question des règles de déclaration de franchissements de seuils de contrôle.

Aux Etats-Unis, le débat a été véritablement lancé par le célèbre cabinet d'avocats new-yorkais *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz* (WLRK). Ce cabinet, spécialisé dans les opérations de fusions-acquisitions, est considéré comme l'un des plus prestigieux des Etats-Unis[2] ; on attribue l'invention des pilules empoisonnées à l'un de ses fondateurs (Martin Lipton) dans les années 1980. WLRK a soumis à la *Securities and Exchange Commission* (SEC) en mars 2011 une pétition (la pétition WLRK) réclamant une révision de la réglementation américaine sur les déclarations de franchissements de seuils de contrôle. Le point central de cette pétition porte sur le délai de déclaration : 10 jours de négociation sur le marché américain. Ce délai, qui date du Williams Act de 1968, est le plus long dans le monde occidental. La pétition réclame qu'il soit ramené à un seul jour. L'objectif est clairement énoncé dans le texte : une plus grande transparence des marchés financiers.

Parmi les principaux opposants à cette pétition se trouve Lucian Bebchuk, professeur de finance à la *Harvard Law School*. Fondant ses arguments sur le constat empirique que les actionnaires activistes créent de la valeur non seulement à court-terme mais aussi à long-terme (Bebchuk, Brav et Jiang, 2015), il considère légitime de leur laisser ce délai pour qu'ils puissent capter à leur profit une plus grande part de la valeur créée. Supprimer ce délai conduirait à réduire le nombre de campagnes activistes, au détriment des petits actionnaires que la pétition prétend vouloir protéger.

Ce débat a été fortement relayé dans la presse spécialisée (*Wall Street Journal*, *Harvard Business Review*, *The Economist*…) ces dernières années. Les partisans de la pétition mettent en avant l'exigence de transparence des marchés, les adversaires répondent qu'il faut se préoccuper avant tout des conditions de la création de valeur. La question des déclarations de

[1] Un *equity swap* est un titre financier dérivé qui permet d'échanger un flux de trésorerie répliquant la performance boursière d'une action, contre un autre flux de trésorerie (généralement calculé sur un taux d'intérêt).
[2] Classé numéro un par *averyindex* en 2016.

franchissements de seuils de contrôle est devenue emblématique du problème du niveau optimal de transparence des marchés.

En Europe, ce sont des tentatives de prise de contrôle qui ont lancé ce débat. L'affaire la plus spectaculaire est la montée de LVMH au capital d'Hermès, en octobre 2010, par l'utilisation d'*equity swaps*, permettant d'échapper à la réglementation alors en vigueur sur les franchissements de seuils, et qui s'est finalement traduite en juillet 2013 par une amende record de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de 8 millions d'euros pour défaut d'information du marché[3]. La conséquence a été un élargissement du périmètre des titres assimilables à des actions dans le calcul des seuils, en droit français puis en droit communautaire.

La recherche académique sur les franchissements de seuils de contrôle s'est focalisée, depuis un article de Brav *et al.* (2008), sur l'activisme actionnarial. Le site *vernimmen.net* définit ainsi un actionnaire activiste : *« Investisseur (le plus souvent un fonds) qui prend une part minoritaire dans le capital d'une société cotée avec pour objectif de modifier ou d'influencer sa stratégie et/ou sa direction sans en prendre le contrôle direct »*. De nombreux travaux empiriques étudiant la réaction du marché aux déclarations de franchissements de seuils effectuées par des actionnaires activistes sur des échantillons américains ont été publiés (Clifford 2008, Greenwood et Schor 2009, Klein et Zur 2009, Becht *et al.* 2015).

En raison de spécificités réglementaires (déclarations très allégées pour les investisseurs passifs), il est difficile de mesurer sur le marché américain la réaction lorsque l'acquéreur n'a pas d'intention activiste. Pourtant, il existe des fondements théoriques au fait qu'un actionnaire qui détient une partie minoritaire mais significative du capital d'une entreprise puisse favoriser la création de valeur autrement que par l'activisme (Edmans et Manso, 2011). Les différentes parties au débat américain, mais aussi les institutions européennes, ont souligné l'importance de disposer d'études comparables sur d'autres marchés, européens notamment.

Les travaux empiriques dans la lignée de l'article de Brav *et al.* (2008) s'appuient sur des modèles théoriques qui portent sur les structures actionnariales et la création de valeur (par exemple Grossman et Hart, 1986, Bolton et Von Thadden, 1998). Il n'existe pas de cadre conceptuel prévoyant les stratégies de déclaration des actionnaires et les conséquences

[3] La règle sur les déclarations de franchissements de seuils ayant été respectée (dans sa lettre, sinon dans son esprit) par LVMH, c'est un article plus général du règlement de l'AMF (223.6) qui a été invoqué par la Commission des sanctions de l'AMF.

éventuelles d'un raccourcissement du délai réglementaire. L'objectif de cette thèse est de nourrir le débat sur les déclarations de franchissements de seuils de contrôle, d'analyser les conséquences économiques des évolutions réglementaires, d'évaluer la pertinence des déclarations selon les intentions actives ou passives de l'acquéreur, et de proposer un nouveau cadre conceptuel intégrant la possibilité de comportement stratégique des acteurs concernés.

1. Problématique d'ensemble et questions de recherche.

Dans la suite de cette thèse, pour désigner un actionnaire ayant acquis une participation significative (plus de 5%, selon la norme réglementaire actuellement en vigueur dans la plupart des pays) du capital de l'entreprise, nous utiliserons le terme anglais *blockholder*. Ce terme ne bénéficie pas de traduction directe en français ; on trouve parfois l'expression « actionnaire dominant », qui n'est pas totalement satisfaisante car le *blockholder* peut dans certains cas disposer d'une capacité d'influence très limitée.

Par ailleurs, nous utiliserons le terme *actionnaires minoritaires* pour désigner les actionnaires autres que le *blockholder* et que l'éventuel actionnaire majoritaire détenant le contrôle de l'entreprise avant l'apparition du *blockholder*. Nous incluons parmi les actionnaires minoritaires tous ceux qui sont susceptibles de négocier des parts (minoritaires) du capital de l'entreprise, qu'ils détiennent ou non des actions au moment de l'entrée au capital du *blockholder*. Ces actionnaires minoritaires sont également non-informés, au sens où ils ne reçoivent que l'information publique (concernant en particulier la présence, les actions et les intentions du *blockholder*). Selon Enriques et Gilotta (2015), l'objectif des règles concernant la divulgation d'information sur les marchés financiers est de protéger les investisseurs minoritaires et non-informés. Ces règles doivent leur fournir l'information dont ils ont besoin pour effectuer des décisions d'investissement correctes et leur éviter d'être exploités par les investisseurs informés.

La controverse sur les évolutions effectives (en Europe) ou réclamées (aux Etats-Unis) des réglementations sur les déclarations de franchissements de seuils est alimentée par des désaccords sur les effets attendus de ces évolutions. Selon les partisans d'une réglementation restrictive (extension du périmètre des titres assimilés, augmentation de la quantité d'informations à divulguer, raccourcissement du délai de déclaration), une plus grande transparence favorise le fonctionnement du marché. En obligeant le *blockholder* à divulguer très rapidement et de manière détaillée ses opérations de marché et ses intentions, on évite qu'il n'utilise ces informations pour continuer à négocier des titres au détriment d'investisseurs non-informés. A l'inverse, les adversaires d'une telle évolution considèrent que le *blockholder* lui-même doit être favorisé par la législation, car c'est lui qui permet de créer de la valeur, au bénéfice des autres actionnaires. Ainsi, la défense des intérêts des actionnaires minoritaires

apparaît comme un objectif commun. Mais l'absence de consensus sur les effets de ces évolutions réglementaires entraîne un débat sur les paramètres de la réglementation optimale.

Pour cette raison, et au vu de la littérature existante et des débats contemporains sur la transparence en matière de propriété économique des sociétés cotées, nous formulons la problématique suivante.

Problématique :

Quelle réglementation du système déclaratif des franchissements de seuils de contrôle permet de maximiser la valeur pour les actionnaires minoritaires ?

Afin de traiter la problématique ainsi formulée, nous appréhendons notre travail de recherche sous plusieurs angles.

Premièrement, des évolutions réglementaires concernant les déclarations de franchissements de seuils ont eu lieu récemment en Europe. Elles concernent notamment le périmètre des titres assimilables aux actions dans le calcul des seuils. La dynamique de ces évolutions en droit communautaire provient essentiellement de changements opérés en droit interne des états membres, eux-mêmes appuyés sur des rapports parlementaires. La France a été moteur en la matière, avec un rapport de l'AMF sous la présidence de Bernard Field (2008), suivi de travaux des parlementaires Nicole Bricq (2011) et Philippe Marini (2011), et qui a abouti à la loi Warsmann IV du 22 mars 2012. L'argument principal avancé dans ces textes défendant une évolution réglementaire vers davantage de transparence est la défense des intérêts des actionnaires, et en particuliers les minoritaires et les moins bien informés.

Le rapport de Bernard Field indique ainsi dans son introduction (page 3) que *« la préservation des droits des actionnaires d'une société cotée ne peut s'accommoder de la dissimulation des intérêts économiques et des objectifs réels d'un investisseur dès lors que celui-ci détient directement ou indirectement une fraction significative du capital ou des droits de vote »*.

Pourtant, la littérature académique est rare sur ce sujet spécifique, et les travaux ayant trait plus généralement à la régulation des marchés et à la diffusion de l'information ne permettent pas d'affirmer quelles sont les règles permettant de réduire les asymétries d'information et

d'améliorer la transparence des marchés. Ainsi, la problématique impose de s'interroger sur les effets des évolutions réglementaires européennes.

Question de recherche N°1 :

Les évolutions réglementaires européennes sur les déclarations de franchissements de seuils de contrôle ont-elles permis d'améliorer la transparence des marchés financiers ?

Deuxièmement, la surcharge informationnelle est devenue un sujet de préoccupation en sciences de gestion. La paternité de ce terme (dans sa version anglaise *information overload*) est attribuée à l'écrivain américain Alvin Toffler, dans un roman d'anticipation de 1970 (*Le Choc du futur*). Le sociologue français Edgar Morin (1980) parle aussi de *nuage informationnel*, sorte de brouillard dans lequel il devient difficile d'identifier les informations pertinentes. Plus tard, David Shenk (1997) a popularisé le terme d'*infobésité*. Dans la suite de cette thèse, nous qualifierons de *pertinente* une information dont la connaissance entraîne une modification de la perception de la valeur d'un actif (par exemple, d'un titre financier, ou d'une entreprise). Le terme utilisé dans les parties rédigées en anglais est *value relevant*. S'agissant des déclarations de franchissements de seuils, les informations sont pertinentes si leur divulgation au public entraîne une variation du cours de l'action.

En finance, Agnew et Szykman (2005) ont montré que les actionnaires pouvaient souffrir de cet excès d'information. En matière de franchissements de seuils de contrôle, les informations demandées peuvent être assez nombreuses. Outre les informations techniques relatives au seuil franchi, l'actionnaire acquéreur doit parfois déclarer ses intentions concernant la cible (prise de contrôle, réorientation stratégique…). De plus, le profil des actionnaires qui sont tenus de déclarer n'est pas le même selon que l'on se trouve sur le marché américain (seuls les actionnaires actifs sont concernés, les passifs bénéficiant d'un système de déclaration très allégé), ou sur un marché d'un pays de l'Union européenne (tous doivent déclarer lorsqu'ils franchissent le seuil légal). Il en résulte une quantité d'information diffusée différente selon la normalisation retenue. Si certaines de ces informations sont probablement utiles aux investisseurs, il est possible que d'autres ne fassent que nourrir le nuage informationnel. En conséquence, pour répondre à la problématique, il nous faut étudier la pertinence des informations divulguées lors des annonces de franchissements de seuils.

Question de recherche N°2 :

Les informations divulguées lors des annonces de franchissements de seuils sont-elles pertinentes ?

Troisièmement, l'une des difficultés majeures de la littérature actuelle sur les franchissements de seuils de contrôle est l'absence de modèle normatif. Depuis l'article de Brav *et al.* (2008), la question a été presque systématiquement traitée sous l'angle de la création de valeur par les actionnaires activistes. La focalisation des travaux empiriques sur les activistes est liée à une difficulté technique propre au marché américain (le système déclaratif allégé pour les passifs). Mais il apparaît un autre manque dans ces travaux : ils ne fournissent pas de résultat permettant de répondre au débat sur la normalisation idéale en matière de franchissements de seuils, et en particulier à la question posée par la pétition WLRK, celle des délais de déclaration. Les opposants à la pétition (par exemple Bebchuk, Brav et Jiang, 2015) fondent leurs analyses sur les modèles de gouvernance usuels, et sur l'intuition selon laquelle, puisque les actionnaires activistes créent de la valeur à court et à long terme, il est dans l'intérêt de tous les actionnaires de ne pas contraindre davantage les activistes en raccourcissant le délai. Ces résultats ne permettent cependant pas de trancher. Un modèle normatif intégrant la possibilité de comportements stratégiques (dans l'utilisation du délai de déclaration notamment) apparaît nécessaire pour répondre à la problématique.

Question de recherche N°3 :

Quelles seraient les conséquences économiques d'une réduction du délai de déclaration pour les actionnaires minoritaires ?

2. Théories fondamentales et principaux outils mobilisés

Nous présentons dans cette section les théories fondamentales et les outils et concepts que nous avons mobilisés pour répondre aux questions de recherche ainsi formulées.

Théorie de l'agence

La première théorie fondamentale utilisée est la théorie de l'agence. La question de la transparence sur la propriété économique des sociétés cotées se pose dans la mesure où les actionnaires ont une capacité imparfaite à influer sur la gestion des sociétés concernées. La source de ce problème est identifiée dans l'article phare de Berle et Means (1932) : la séparation entre propriété et contrôle. La théorie de l'agence, qui étudie les relations entre un principal (par exemple l'actionnaire) et un agent (par exemple le dirigeant), qui agit pour le compte du principal mais avec des intérêts éventuellement divergents, a été particulièrement développée depuis l'article fondateur de Jensen et Meckling (1976). Cet article développe une approche contractuelle de la gouvernance. Il étudie de quelle manière la structure du capital de l'entreprise (capitaux propres et dette) peut être utilisée pour résoudre une partie du problème d'agence.

La théorie de l'agence montre qu'il existe un *coût de l'agence* dès qu'un principal délègue un pouvoir de décision à un agent supposé agir dans l'intérêt du principal. Il s'agit alors d'étudier les mécanismes contractuels permettant de réduire ce coût (par exemple, Aghion et Bolton, 1992). La théorie de l'agence est mobilisée notamment dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise, pour étudier les relations entre actionnaires et dirigeants (Shleifer et Vishny, 1986, Hart, 1995). La présence d'un actionnaire majoritaire permet de résoudre le problème de l'absence de coordination des actionnaires minoritaires pour contrôler l'action des dirigeants. Mais un autre problème d'agence peut alors survenir, entre les actionnaires eux-mêmes. L'actionnaire majoritaire peut profiter de sa position pour capter des bénéfices privés au détriment des minoritaires (Dyck et Zingales, 2004). Dans le cas des franchissements de seuils de contrôle, la montée au capital d'un nouveau *blockholder* peut modifier la relation entre d'une part les dirigeant de la cible et/ou l'actionnaire majoritaire, et d'autre part les actionnaires minoritaires.

Théorie des asymétries d'information

La deuxième théorie fondamentale au cœur de nos questions de recherche est la théorie des asymétries d'information, à laquelle peut être associée la théorie du signal. L'article fondamental concernant les asymétries d'information est celui d'Akerlof (1970) ; il montre que les asymétries d'information peuvent empêcher un marché de fonctionner correctement. Concernant les marchés financiers, la présence d'asymétries d'information entraîne une hausse des primes de risque exigées par les investisseurs (Merton, 1987).

Dans de telles situations, il peut être utile pour un agent économique informé d'envoyer un signal aux autres agents. Le concept de signal a d'abord été formulé par Spence (1973) sur le marché du travail. Rothschild et Stiglitz (1976) ont repris cette idée en développant un modèle prévoyant les contrats optimaux dans le cas du marché de l'assurance. Par la suite, l'ensemble des travaux sur la divulgation d'information en sciences de gestion prend sa source dans la théorie des asymétries d'information.

Les règles obligeant à la divulgation d'information ont pour objectif de réduire les asymétries d'information et d'améliorer le fonctionnement du marché. Par exemple, Leuz et Verrecchia (2000) montrent qu'un renforcement de ces règles conduit à une augmentation de la liquidité des actifs. De même, les travaux sur la divulgation volontaire peuvent être rattachés à la théorie du signal. Par exemple, le fait pour des entreprises de rendre publiques volontairement des informations peut avoir pour conséquence une réduction du coût de capital (Lambert, Leuz et Verrecchia, 2012).

La théorie des asymétries d'information est bien entendu au cœur de nos questions de recherche. Lorsqu'il acquiert une participation significative, le *blockholder* détient sur le reste du marché un certain nombre d'avantages informationnels. D'une part, le fait même d'être entré au capital peut constituer une information pertinente (le *blockholder* va favoriser la création de valeur, ou il a la capacité d'identifier des titres sous-évalués). D'autre part, il connaît (peut-être imparfaitement) sa propre capacité à agir effectivement sur la gouvernance de la cible. L'obliger à révéler ces informations a pour objectif de réduire les asymétries d'information. Par ailleurs, le délai dont il dispose pour faire cette annonce lui laisse un choix stratégique ; nous verrons

(au chapitre 3) que sous certaines hypothèses le *blockholder* peut volontairement renoncer à ce délai pour signaler sa capacité à créer de la valeur.

Outils techniques

Nous utilisons, notamment au chapitre 2, des outils techniques issus de l'économétrie et des théories de la mesure de la performance. La paternité de la technique de régression linéaire est attribuée au mathématicien français Adrien-Marie Legendre (1805), qui utilisa cette technique pour étudier la trajectoire des comètes. En sciences, l'anthropologue Francis Galton (1896) fut le premier à recourir massivement à cette technique, et plus précisément celle des moindres carrés ordinaires (MCO) dans des travaux sur l'hérédité. La régression suivant la méthode des MCO est aujourd'hui très largement utilisée en sciences sociales pour des travaux empiriques. Elle permet de décrire des relations entre variables explicatives et variables à expliquer, de contrôler la significativité de certaines variables dans l'explication de phénomènes, et parfois d'effectuer des prédictions. En finance, elle est à la source de la plupart des modèles d'évaluation, notamment le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) (Sharpe, 1964), le modèle d'évaluation par arbitrage (Ross, 1976) et les extensions de ces modèles.

Concernant les déclarations de franchissements de seuils, nous utiliserons la méthode des MCO pour mesurer les facteurs explicatifs de la réaction du marché aux annonces faites par les *blockholders*, et pour évaluer la pertinence des informations divulguées lors de ces annonces. Des outils de mesure de la performance seront également mobilisés. En matière d'étude d'événements, les *abnormal return* (AR) et *cumulative abnormal return* (CAR), popularisés notamment par Brown et Warner (1980), sont des outils fréquemment utilisés pour mesurer les réactions du marché. Nous utiliserons les CAR pour mesurer la réaction de marché aux annonces selon différents paramètres (caractéristiques de l'annonceur et de la cible, contenu des informations divulguées, etc.).

Concept d'équilibre bayésien parfait

Nous mobiliserons également le concept d'équilibre bayésien parfait, comme outil de sélection des équilibres pour notre modèle normatif (chapitre 3). Il s'agit d'un raffinement de l'équilibre

de Nash bayésien, lui-même issu du concept d'équilibre de Nash. Ce concept permet de définir un équilibre dans une situation où les agents concernés peuvent adopter des comportements stratégiques. Dans un équilibre de Nash (Nash, 1950), la stratégie de chacun des agents est la meilleure réponse aux stratégies des autres agents. Ces équilibres peuvent être en stratégies mixtes, c'est-à-dire que la stratégie d'un ou plusieurs agents est décrite par une fonction de probabilité sur un ensemble d'actions possibles. Dans un équilibre de Nash bayésien, la stratégie de chaque agent lui permet de maximiser son utilité compte tenu non seulement de la stratégie des autres mais aussi des croyances de l'agent concernant les caractéristiques (par exemple, les préférences ou les capacités) des autres agents. Ce concept a été explicité par John Harsanyi (Harsanyi, 1967). Enfin, un équilibre bayésien parfait est un équilibre de Nash bayésien dans lequel non seulement les stratégies sont optimales compte tenu des croyances à chaque point du jeu, mais en plus les agents révisent leurs croyances à chaque étape en utilisant la règle de Bayes. Selten (1975) a développé ce concept, qui a ensuite été défini de façon plus formelle par Fudenberg et Tirole (1991). John Nash, John Harsanyi et Reinhart Selten ont tous les trois obtenu le Prix de la Banque de Suède en mémoire d'Alfred Nobel la même année (1994) pour ces concepts d'équilibre. Dans notre modèle normatif, notre définition de l'équilibre correspond à celle proposée par Fudenberg et Tirole (1991). Cette définition, plus restrictive que le simple équilibre de Nash, nous permet de sélectionner un équilibre dans une situation dans laquelle plusieurs équilibres de Nash peuvent exister simultanément.

3. Analyse de la littérature

Notre recherche se situe à l'intersection de trois champs de la littérature académique : les liens entre droit et finance, la divulgation (obligatoire ou volontaire) d'information, et l'activisme actionnarial. Nous présentons dans cette section les principales avancées de la recherche académique sur ces sujets et positionnons notre travail.

Droit et finance

Les liens entre droit et finance ont fait l'objet de nombreux développements académiques, en particulier depuis un célèbre article de La Porta *et al.* (1998) qui montre la relation entre le système légal d'un pays et la structure actionnariale des entreprises installées. Dans les pays de *common-law*, comme le Royaume-Uni et les Etats-Unis, la jurisprudence constitue la principale source du droit, alors que dans les pays de droit civil, en particulier la France (l'article précédemment cité parle même de *French civil-law countries*), le droit est essentiellement codifié. L'idée centrale de cet article est que les intérêts des investisseurs, minoritaires notamment, sont mieux protégés dans les pays dont le système juridique est celui de la *common-law* que dans les systèmes de droit civil. Dans le même temps, les auteurs constatent que le degré de concentration des structures actionnariales est fortement corrélé avec le degré de protection des investisseurs ; l'actionnariat est plus dispersé dans les pays de *common-law*, dans lesquels les intérêts des actionnaires (minoritaires) sont mieux défendus. L'importance de cet article provient du fait qu'il montre que l'étude des liens entre droit et finance permet non seulement d'identifier les systèmes juridiques les plus favorables au fonctionnement du marché, mais aussi de contribuer à l'étude de faits financiers (en l'occurrence, les structures actionnariales).

Dans un article publié un an plus tard, La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999) montrent qu'un système juridique qui protège les petits investisseurs d'une expropriation par les actionnaires dominants favorise le développement des marchés financiers. Ces résultats ont été par la suite confirmés. Par exemple, Faccio et Lang (2002) étudient la diversité des structures actionnariales dans le monde occidental, en prenant en compte les structures pyramidales et les droits de vote doubles ; Dyck et Zingales (2004) montrent que les actionnaires dominants

peuvent capter davantage de bénéfices privés au détriment des minoritaires lorsque ces derniers ne sont pas suffisamment protégés.

Des travaux empiriques ont étudié les canaux par lesquels un droit protecteur des investisseurs minoritaires permettait un meilleur fonctionnement global du marché. Par exemple, Morck, Yeung et Yu (2000) montrent qu'une telle protection renforce l'efficience du marché des actions : dans les pays à faible protection des minoritaires, les majoritaires utilisent des transferts de revenus entre les entreprises pour capter des bénéfices privés, ce qui réduit le contenu informationnel des bénéfices publiés par les entreprises et empêche les prix des actions de s'ajuster correctement. De même, une faible protection incite à pratiquer la manipulation des bénéfices publiés, toujours pour capter des bénéfices privés au détriment des minoritaires (Leuz, Nanda et Wysocki, 2003).

Outre une meilleure efficience des marchés, protéger les minoritaires favorise l'accès des entreprises aux financements externes (La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer, 2006) et des choix d'investissements plus favorables à la création de valeur actionnariale (Wurgler, 2000). Shleifer et Wolfenzon (2002) proposent un modèle dont les prédictions sont compatibles avec ces résultats empiriques : dans les pays à forte protection des minoritaires, les entreprises se financent plus facilement et investissent dans de meilleurs projets. McLean, Zhang et Zhao (2012) vérifient empiriquement sur un très large échantillon (44 pays, entre 1990 et 2007) qu'une meilleure protection des investisseurs conduit à des prix des actions plus justes (un marché plus efficient) et à une meilleure allocation des ressources (des meilleurs choix d'investissements).

Ces règles de protection des investisseurs sont de différentes sortes : normalisation des pratiques, sécurisation des contrats, pouvoir et moyens attribués aux autorités de marché, divulgation obligatoire des informations privées… La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (2006) ont testé empiriquement l'importance de ces différents aspects de la régulation financière sur le développement des marchés financiers. Les résultats de leur étude sur 49 pays sont particulièrement intéressants pour notre recherche : ils montrent que ce sont les règles de divulgation obligatoire d'information qui sont primordiales. Ils en déduisent que la divulgation obligatoire est le meilleur moyen d'empêcher les investisseurs informés de détourner des richesses à leur profit, au détriment des investisseurs non-informés. L'indice de mesure des obligations de divulgation construit par les auteurs est centré sur les informations concernant les dirigeants de l'entreprise : leur rémunération, leur détention d'actions, leurs transactions…

Les déclarations obligatoires des *blockholders*, dont l'objectif est aussi la protection des minoritaires, ne sont pas prises en compte dans cette étude.

Divulgation obligatoire et volontaire d'information

La littérature académique sur la divulgation d'information recouvre le champ de la divulgation obligatoire et celui de la divulgation volontaire d'information. A la source de cette littérature se trouve notamment un article de Hirshleifer (1971), qui montre que les comportements individuels d'acquisition et de divulgation d'information ne correspondent pas spontanément aux comportements optimaux du point de vue de l'ensemble des investisseurs.

Concernant la divulgation obligatoire d'information, la recherche a permis d'une part d'étudier les justifications économiques de ces obligations, et d'autre part d'en mesurer les conséquences et d'en évaluer la pertinence. Seligman (1983) propose un ensemble de justifications à l'obligation de divulgation. Son travail est focalisé sur les informations comptables et financières publiées par les entreprises. Il montre notamment que la nécessité de publications complètes et vérifiées n'a pas toujours fait l'objet d'un consensus (citant notamment Stigler, 1964). Il propose trois principaux arguments favorables à cette obligation : une meilleure évaluation de la valeur des actifs par les investisseurs non-informés, une limite à des rémunérations excessives des dirigeants, et une plus grande confiance du public dans les marchés financiers.

Après l'article de Seligman, d'autres justifications ont été avancées. Les publications d'une entreprise n'informent pas seulement sur cette entreprise, mais aussi sur une situation de marché en général (par exemple, la situation du secteur économique de l'entreprise). Il existe donc des externalités informationnelles qui justifient des règles de divulgation exigeantes (Admati et Pfleiderer, 2000). Ces externalités peuvent conduire, par exemple, les concurrents de l'entreprise concernée à ajuster leur volume de production (Darrough, 1993). Concernant de manière spécifique les informations comptables, le fait de fixer des règles de divulgation obligatoire permet aussi d'améliorer la comparabilité entre les entreprises, pour les investisseurs notamment. Dye et Sridhar (2008) proposent un modèle qui prévoit que la normalisation comptable facilite l'acquisition d'information par les investisseurs et contribue ainsi à augmenter la valeur des entreprises.

Même s'ils sont minoritaires dans cette littérature, nous souhaitons mentionner l'existence de travaux qui prévoient que la divulgation obligatoire d'information peut dans certains cas présenter plus d'inconvénients que d'avantages. Des règles trop exigeantes peuvent réduire le bien-être social (Verrecchia, 1983), ou conduire les agents économiques qui ne sont pas soumis à ces règles à produire moins d'information, avec un effet net négatif sur l'efficience du marché (Beyer et Guttman, 2012).

Les travaux empiriques mesurant les conséquences de la divulgation obligatoire d'information sont très nombreux. Une large majorité d'entre eux concerne la réaction des marchés aux publications comptables et financières des entreprises (de bonnes revues de cette littérature sont proposées par Healy et Palepu, 2001, ainsi que Beyer *et al.*, 2010). Kothari (2001) propose une synthèse des travaux sur la pertinence de l'information comptable. Il utilise le même concept de pertinence (*value relevance*) que celui retenu dans cette thèse : une information (comptable, en l'occurrence) est pertinente si l'on peut attribuer une variation du cours de l'action à la divulgation de cette information. Par la suite, des auteurs ont établi un lien entre la pertinence de l'information comptable et l'environnement réglementaire de l'entreprise. Par exemple, DeFond, Hung et Trezevant (2007) montrent que le marché réagit davantage aux publications de résultats dans les pays à forte protection des investisseurs.

Les évolutions réglementaires ont fourni un terrain d'expérimentation permettant d'évaluer l'impact de la divulgation obligatoire d'information au niveau du marché dans son ensemble. Il en est ainsi de la loi Sarbanes-Oxley, avec des résultats contrastés : Zhang (2007) obtient des CARs négatifs pour les actions d'entreprises américaines au moment des annonces législatives, alors que Li, Pincus et Rego (2008) obtiennent des CARs positifs, particulièrement pour les entreprises qui avaient tendance par le passé à manipuler les résultats. Ces derniers déduisent de leur étude que le renforcement des obligations réglementaires améliore la qualité de l'information contenue dans les états financiers, et réduit ainsi les asymétries d'information. Les évolutions réglementaires prévues (aux Etats-Unis) et effectives (en Europe) sur les déclarations de franchissements de seuils de contrôle constituent également une source d'analyse et d'expérimentation pour la recherche académique sur la divulgation d'information.

Notre problématique relève de la divulgation obligatoire d'information. En Europe comme aux Etats-Unis, il n'est pas laissé au choix du *blockholder* d'annoncer ou non le franchissement d'un seuil de contrôle. Pourtant, une partie de notre travail peut être rapprochée de la littérature sur la divulgation volontaire : la question du délai de déclaration. Nous étudions dans le chapitre

3 la possibilité de comportements stratégiques du *blockholder* dans le choix d'annoncer le franchissement de seuil immédiatement ou d'utiliser pleinement le délai réglementaire. Bebchuk, Brav et Jiang (2015) montrent qu'une partie des *blockholders* choisit d'annoncer immédiatement ; notre modèle propose une explication stratégique à ce comportement (induire un comportement du management de la cible qui lui soit favorable en termes de gouvernance). De ce point de vue, l'on peut considérer le fait de renoncer au délai réglementaire et d'annoncer avant d'être obligé à le faire comme une divulgation volontaire d'information.

Cette possibilité de divulgation volontaire constitue également un champ de recherche académique. Dans certains cas, il peut être optimal pour un agent informé de divulguer volontairement son information. C'est le cas en particulier lorsque la réduction des asymétries d'information est favorable à cet agent (Grossman et Hart, 1980, Milgrom et Roberts, 1986). Suijs (2005) propose un modèle qui inclut des coûts de divulgation, et montre que dans ce cas les entreprises auront tendance à divulguer les informations lorsqu'elles sont très positives ou très négatives, et à les retenir lorsqu'elles sont plus neutres. Easley et O'Hara (2004) montrent que les entreprises parviennent à réduire leur coût du capital en améliorant la quantité et la qualité des informations qu'elles divulguent.

Des travaux empiriques ont testé les conséquences de ces divulgations volontaires d'information. Leuz et Verrecchia (2000) montrent que les divulgations volontaires améliorent la liquidité des actions de l'entreprise concernée. Heflin, Shaw et Wild (2005), sur le même sujet, obtiennent un résultat paradoxal : une réduction du *bid-ask spread*[4] mais aussi une réduction de la profondeur du marché pour les actions de l'entreprise. Lambert, Leuz et Verrecchia (2007) confirment pour leur part le lien établi par la théorie entre divulgations volontaires et baisse du coût du capital.

Le *timing* des annonces constitue également un sujet de recherche. De nombreux travaux empiriques montrent que les bonnes nouvelles sont annoncées tôt, et les mauvaises nouvelles tard (par exemple Penman, 1987). Il existe donc des stratégies d'annonce, dont l'objectif peut être d'avancer ou de retarder la réaction du marché. Un autre objectif peut être de choisir le moment des annonces de manière à capter davantage l'attention des investisseurs (Da, Engelberg et Ga, 2011) ou au contraire de profiter des périodes d'inattention du marché pour divulguer des informations négatives (DellaVigna et Pollet, 2009). Boulland et Dessaint (2015)

[4] Ecart entre le prix d'achat le plus élevé et le prix de vente le plus bas pour le titre considéré.

montrent que les entreprises annoncent longtemps à l'avance la date de divulgation de leurs bénéfices lorsque ceux-ci sont bons, et que cette stratégie permet effectivement d'obtenir davantage d'attention des investisseurs le jour de la divulgation.

Activisme actionnarial

Concernant les déclarations de franchissements de seuils de contrôle, les travaux empiriques publiés portent presque tous sur l'activisme actionnarial. Cette littérature prend sa source dans les théories de gouvernance d'entreprise. La principale réponse au problème de la séparation entre propriété et contrôle (Berle et Means, 1932) est l'existence dans la structure actionnariale de l'entreprise d'un actionnaire majoritaire, qui possède une taille suffisante pour être engagé dans la surveillance (coûteuse) de l'action des dirigeants (Shleifer et Vishny, 1986). Une telle structure possède toutefois également des inconvénients ; en permettant un contrôle plus étroit des dirigeants, elle peut réduire leurs initiatives (Burkart, Gromb et Panunzi, 1997).

Une autre possibilité pour l'actionnaire majoritaire, lorsqu'il n'est pas satisfait de la gouvernance de l'entreprise et qu'une intervention reviendrait trop cher, est de vendre ses titres (Kahn et Winton, 1998).

Edmans et Manso (2011) reprennent la terminologie introduite par Hirschman (1970) dans son étude sur les organisations en déclin : *voice* et *exit*. Lorsque le *blockholder* n'est pas satisfait de la gouvernance de l'entreprise, le comportement *voice* consiste à lancer une campagne activiste. Celle-ci peut aller d'une simple demande de siège au conseil d'administration jusqu'à un *proxy fight*[5] contre les dirigeants actuels. Mais le *blockholder* peut aussi choisir le comportement *exit*, qui consiste simplement à vendre ses titres (la même idée est présente dans Kahn et Winton, 1998). Edmans et Manso (2011) montrent qu'une structure actionnariale composée de plusieurs *blockholders* permet d'améliorer la gouvernance en combinant un comportement *voice* de la part des activistes et la menace d'*exit* de la part des *blockholders* passifs. Cet article est essentiel comme fondement théorique de notre chapitre 2, dans lequel nous étudions la pertinence des

[5] Un *proxy fight* est une bataille pour le contrôle d'une entreprise lors de laquelle des parties adverses (par exemple, un *blockholder* activiste face à une équipe dirigeante ou face à un actionnaire qui détient le contrôle) essaient de rassembler une majorité de votes d'actionnaires lors d'une assemblée générale.

informations révélées par les *blockholders* passifs lorsqu'ils annoncent des franchissements de seuils de contrôle.

Aux Etats-Unis, les investisseurs passifs qui franchissent un seuil de contrôle ne sont pas tenus de l'annoncer dans les jours qui suivent (ils sont soumis à des obligations spécifiques, très allégées). Alors que la pétition WLRK réclame une plus grande transparence des marchés, elle ne remet pas en cause les règles différenciées pour les *blockholders* actifs et passifs. Il existe pourtant des fondements théoriques au fait que des *blockholders* passifs peuvent contribuer à créer de la valeur (auquel cas leur montée au capital d'une entreprise serait une information pertinente). Outre l'article d'Edmans et Manso (2011), Admati et Pfleiderer (2009) proposent un modèle dans lequel un *blockholder* informé a intérêt à vendre lorsque la valeur fondamentale de l'action est inférieure à son prix. En agissant ainsi, il contribue à rapprocher le prix de marché de la valeur fondamentale, ce qui pénalisera les dirigeants. *Ex ante*, cette menace incite les dirigeants à maximiser la valeur actionnariale.

Concernant spécifiquement les activistes, les premières études empiriques mesurant l'impact de leurs initiatives sur la valeur des actions ont apporté des résultats mitigés. Lorsque la réaction du marché est mesurée au moment où est annoncée une initiative de l'activiste (demande de représentation, réorientation stratégique, *proxy fight*…), les CARs obtenus sont faibles et souvent non significatifs (Karpoff, Malatesta et Walkling, 1996, Black, 1998, Gillan et Starks, 2007). Deux principales raisons ont été avancées pour expliquer ces résultats. D'une part, les marchés anticipent ces actions au moment où le *blockholder* activiste entre au capital de l'entreprise. D'autre part, certains investisseurs activistes ont davantage la capacité de créer de la valeur que d'autres : les *hedge funds*[6] (en raison notamment de leur meilleur système d'incitation à la performance, et de contraintes réglementaires plus faibles que pour les autres fonds d'investissement). En conséquence, les chercheurs se sont intéressés aux déclarations de franchissements de seuil de contrôle par les *hedge funds* activistes, sur des échantillons américains. Et les résultats ont été effectivement beaucoup plus significatifs, avec des CARs compris entre +2.0% et +10.2% suivant l'échantillon étudié (Brav *et al.*, 2008, Clifford, 2008, Greenwood et Schor, 2009, Klein et Zur, 2009).

Cette thèse contribue à la littérature sur l'activisme actionnarial sur deux points principaux. Premièrement, nous étudions la réaction du marché aux annonces de franchissements de seuils

[6] Fonds d'investissement à caractère spéculatif.

sur un autre marché que le marché américain. Le champ d'application plus large des obligations déclaratives dans la réglementation européenne (et française en particulier) nous permet d'étudier cette réaction pour différents types de *blockholders*, et pas uniquement les activistes. Notre très large base de données inclut les déclarations d'intention des *blockholders*. Ce travail empirique sur des données françaises nous permet donc de tester les modèles qui prévoient que les *blockholders* passifs peuvent aussi créer de la valeur, et de mesurer la pertinence des informations divulguées selon les caractéristiques du *blockholder* et de la cible. Par ailleurs, nous proposons un modèle qui autorise un comportement stratégique du *blockholder* dans le timing de son annonce de franchissement de seuil. Ce modèle est constitué de deux phases interdépendantes : une phase de négociation, durant laquelle le *blockholder* acquiert sa participation et effectue son annonce, puis une phase de gouvernance, lors de laquelle une campagne activiste est (éventuellement) lancée. A notre connaissance, ce modèle est le premier à proposer une description de la stratégie du *blockholder* et à permettre ainsi une étude des conséquences d'un éventuel raccourcissement du délai de déclaration réglementaire.

4. Méthodologie et organisation de la thèse

Nos questions de recherche conduisent à des développements d'ordre positif, démarche consistant à décrire le monde tel qu'il est (par exemple, les conséquences des évolutions réglementaires, ou le degré de pertinence des informations divulguées), et à des développements d'ordre normatif, démarche consistant à formuler des propositions pour décrire le monde tel qu'il devrait être (par exemple, la réglementation souhaitable des déclarations de franchissements de seuils).

Différents courants épistémologiques proposent des paradigmes méthodologiques pour répondre à ces questions. La méthodologie retenue pour ce travail s'inscrit dans la tradition positiviste, selon laquelle *« il n'y a de connaissances réelles que celles qui reposent sur des faits observés »* (Comte, 1842). Cette approche épistémologique, et en particulier son extension que constitue le courant positiviste logique (par exemple Carnap, 1928), est aujourd'hui dominante en sciences de gestion (Gavard-Perret *et al.*, 2012), même si d'autres approches sont possibles. En s'inscrivant dans cette tradition, nous postulons l'existence d'un réel qui existe indépendamment de l'observateur (en l'occurrence, du chercheur), et nous adoptons une méthodologie dans laquelle nous nous plaçons en position d'extériorité par rapport aux faits étudiés. Nous adoptons une méthode hypothético-déductive, au sens de Karl Popper (1963) : la théorie précède l'expérience. Il s'agit d'abord d'élaborer une théorie, puis de la confronter avec le réel, cette confrontation ne pouvant aboutir qu'à réfuter (ou non) la théorie. En suivant cette démarche méthodologique, une théorie n'est jamais totalement validée ; elle peut au mieux être « corroborée » (selon le vocabulaire de Popper), par une série d'expériences qui n'ont pas permis de la réfuter. Notons que ce point de vue méthodologique n'exclut pas que le chercheur, dans l'élaboration de sa théorie, puisse s'inspirer de faits observés (Popper, 1982).

Notre recherche est organisée en trois chapitres.

Le premier chapitre analyse les évolutions réglementaires intervenues en droit interne et en droit communautaire ces dernières années. Il étudie le lien entre les motivations juridiques et les effets économiques attendus de ces évolutions, en particulier en matière de transparence des marchés financiers.

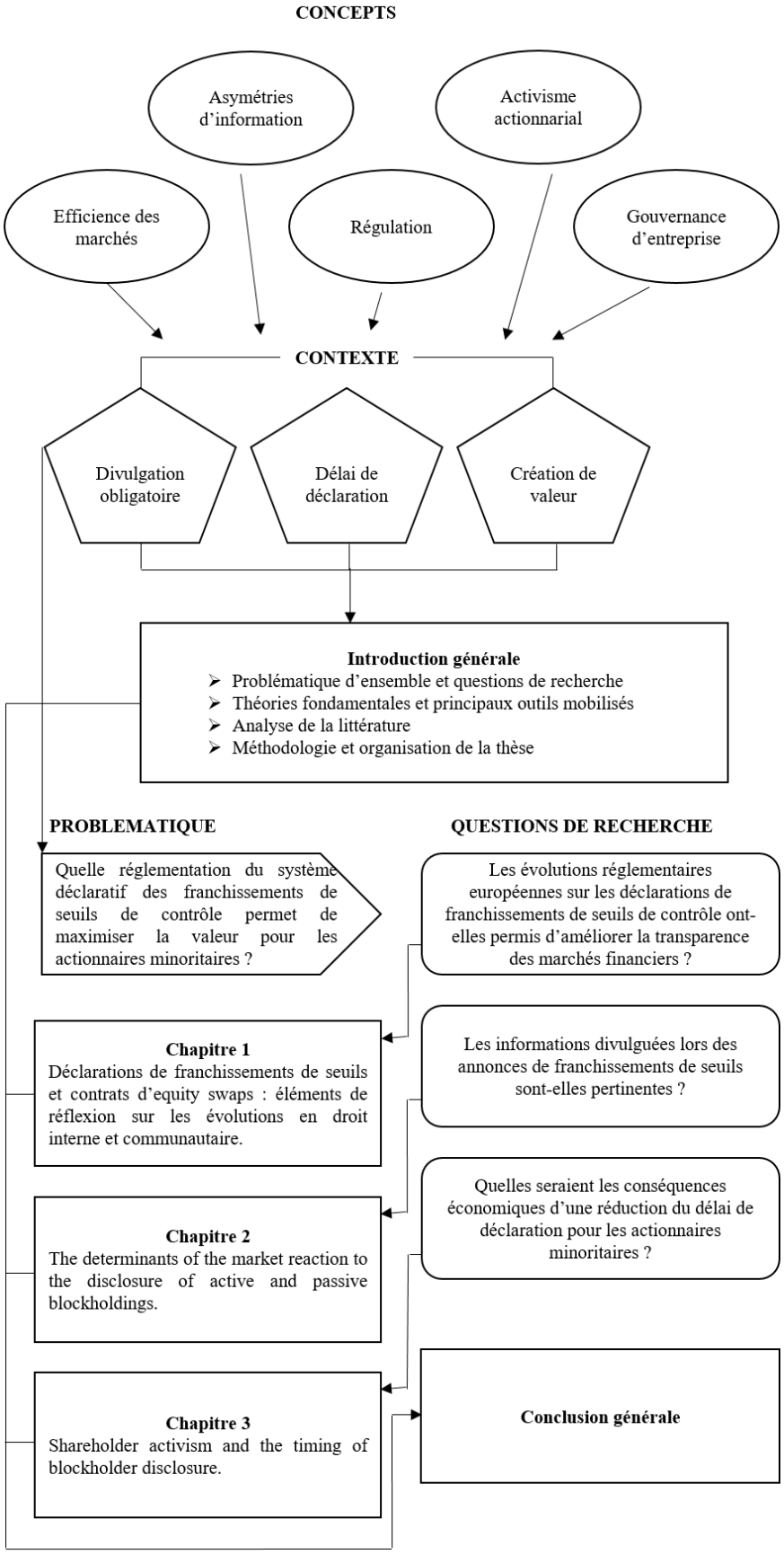
Le deuxième chapitre étudie empiriquement la pertinence des informations divulguées lors des annonces de franchissement de seuil. A partir d'un échantillon très large collecté à la main sur

le marché français (franchissements de seuils annoncés par l'AMF entre 2008 et 2012), nous étudions les paramètres explicatifs de la réaction du marché aux informations divulguées. En particulier, les spécificités de la réglementation française (les *blockholders* doivent déclarer quelles que soient leurs intentions ; et une déclaration d'intention est obligatoire à partir du seuil de 10% du capital) nous permettent de comparer les annonces des *blockholders* actifs et passifs. Nous fournissons ainsi une confirmation empirique de modèles théoriques tels que Edmans et Manso (2011) dans lesquels les *blockholders* passifs contribuent aussi à la création de valeur. Par ailleurs, la pétition WLRK, qui considère que la transparence des marchés doit être la plus élevée possible, n'évoque pas la question des règles de déclaration allégées pour les passifs en droit américain. Nos résultats fournissent une évaluation de la réaction du marché à l'annonce d'un franchissement de seuil de contrôle par un *blockholder* qui s'engage à rester passif.

Le troisième chapitre propose un modèle théorique dans lequel l'utilisation du délai réglementaire de déclaration relève d'un choix stratégique de la part du *blockholder*. Les études empiriques sur les déclarations de franchissements de seuils, qui portent presque toujours sur la question de l'activisme actionnarial, se fondent sur des hypothèses théoriques qui ne prennent pas en compte cette possibilité. Notre modèle inclut les deux phases de l'activisme actionnarial. D'abord, l'acquisition d'une participation et la stratégie de déclaration. Ensuite, la phase de gouvernance, avec le lancement éventuel d'une campagne activiste hostile si les dirigeants actuels de la cible ne coopèrent pas. Nous établissons un lien entre ces deux phases : la première informe (partiellement) les dirigeants de la cible sur l'intention et la capacité du *blockholder* à lancer une campagne activiste hostile. Ce modèle fournit des prédictions ouvrant la voie à des études empiriques sur la stratégie de déclaration des *blockholders*. Il permet également de prendre position au sujet de la réduction du délai de déclaration réclamée par la pétition WLRK.

Les deuxième et troisième chapitres sont rédigés en anglais, en vue de préparer la soumission à des conférences et revues en langue anglaise. Nous fournissons cependant un résumé en français de chacun de ces chapitres.

Figure 0.1. Architecture générale de la thèse



Bibliographie

Admati, A. R., Pfleiderer, P. (2000). Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities. *Review of Financial Studies*, 13(3), 479-519.

Admati, A. R., Pfleiderer, P. (2009). The "Wall street walk" and shareholder activism: exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22, 2645-2685.

Aghion, P., Bolton, P. (1992). An incomplete contract approach to financial contracting. *Review of Economic Studies*, 59(3), 473-494.

Agnew, J.R., Szykman, L.R. (2005). Asset allocation and information overload: the influence of information display, asset choice, and investor experience. *Journal of Behavioral Finance*, 6(2), 57-70.

Akerlof, G.A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Atwood, M. (1995). Helen of Troy does countertop dancing, from Morning in the Burned House. *Houghton Mifflin Co*.

Autorité des Marchés Financiers. (2008). Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention. *Groupe de travail présidé par Bernard Field, membre du Collège de l'AMF, octobre 2008*.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jiang, W. (2015). The long-term effect of shareholder activism. *Columbia Law Review*, 115, 1085-1156.

Becht, M., Franks, J., Grant, J., Wagner, H.F. (2015). The returns to hedge fund activism: an international study. *ECGI - Finance Working Paper n°402/2014*.

Berle, A.A., Means, G.G.C. (1932). The modern corporation and private property. *Transaction publishers*.

Beyer, A., Guttman, I. (2012). Voluntary disclosure, manipulation, and real effects. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1141-1177.

Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., Walther, B.R. (2010). The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 296-343.

Black, B. S. (1998). Shareholder activism and corporate governance in the United States. *New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, 459-465.

Bolton, P., Von Thadden, E.L. (1998). Blocks, liquidity and corporate control. *Journal of Finance*, 53(1), 1-25.

Boulland, R., Dessaint, O. (2015). Announcing the announcement. *American Finance Association 2015 Boston meeting paper*.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.

Brown, S.J., Warner, J.B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.

Burkart, M., Gromb, D., Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.

Carnap, R. (1928). La construction logique du monde. *Librairie philosophique Vrin.*

Clifford, C. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.

Commission européenne. (2010). The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues. *Commission staff working document, COM(2010)243*.

Comte, A. (1842). Discours sur l'esprit positif. *Librairie philosophique Vrin*.

Da, Z., Engelberg, J., Gao, P. (2011). In search of attention. *Journal of Finance*, 66(5), 1461-1499.

Darrough, M.N. (1993). Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand. *Accounting Review*, 68(3), 534-561.

Defond, M., Hung, M., Trezevant, R. (2007). Investor protection and the information content of annual earnings announcements: international evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 37-67.

Dellavigna, S., Pollet, J.M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. *Journal of Finance*, 64(2), 709-749.

Diamond, D.W. (1985). Optimal release of information by firms. *Journal of Finance*, 40(4), 1071-1094.

Dyck, A., Zingales, L. (2004). Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 537-600.

Dye, R.A., Sridhar, S.S. (2008). A positive theory of flexibility in accounting standards. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2), 312-333.

Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance,* 59(4), 1553-1583.

Edmans, A., Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.

Enriques, L., Gilotta, S. (2015). Disclosure and financial market regulation. *The Oxford Handbook of Financial Regulation*.

Faccio, M., Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.

Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fishman, M.J., Hagerty, K.M. (1992). Insider trading and the efficiency of stock prices. *Rand Journal of Economics*, 23(1), 106-122.

Fudenberg, D., Tirole, J. (1991). Perfect Bayesian equilibrium and sequential equilibrium. *Journal of Economic Theory*, 53(2), 236-260.

Galton, F. (1896). Committee on the measurement of plants and animals. *Pearson*.

Gavard-Perret, M.L., Gotteland, D., Haon, C., Jolibert, A. (2012). Méthodologie de la recherche en sciences de gestion. *Pearson Education*.

Gillan, S.L., Starks, L. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.

Greenwood, R., Schor, M. (2009). Investor activism and takeovers. *Journal of Financial Economics,* 92(3), 362–375.

Grossman, S. J., Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.

Grossman, S.J., Hart, O.D. (1986). The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719.

Grossman, S.J., Stiglitz, J. (1976). Information and competitive price systems. *American Economic Review*, 66(2), 246-253.

Harsanyi, J.C. (1967). Games with incomplete information played by Bayesian players. *Management Science*, 14(3), 159-182.

Hart, O.D. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *Economic Journal*, 105(430), 678-689.

Healy, P.M., Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.

Heflin, F., Shaw, K., Wild, J. (2005). Disclosure policy and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes. *Contemporary Accounting Research*, 22, 829–866.

Hirschman, A.O. (1970). Exit, voice and loyalty: responses to the decline in firms, organizations, and states. *Cambridge M.A., Harvard University Press*.

Hirshleifer, J. (1971). The private and social value of information and the reward to inventive activity, *American Economic Review*, 61(4), 561-574.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kahn, C., Winton, A. (1998). Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *Journal of Finance*, 53(1), 99-129.

Karpoff, J., Malatesta, P., Walkling, R. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 42(3), 365-395.

Klein, A., Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *Journal of Finance*, 64(1), 187-229.

Kothari, S.P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics,* 31(1), 105-231

Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2006). What works in securities laws ? *Journal of Finance*, 61(1), 1-32.

Legendre, A.M. (1805). Nouvelles méthodes pour la détermination des orbites des comètes, *Firmin-Didot*.

Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.

Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.

Li, H., Pincus, M., Rego, S. (2008). Market reaction to events surrounding the Sarbanes - Oxley Act of 2002 and earnings management. *Journal of Law and Economics*, 51, 111-134.

McLean, R.D., Zhang, T, Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *Journal of Finance*, 67(1), 313-350.

Merton, R.C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.

Milgrom, P., Roberts, J. (1986). Price and advertising signals of product quality. *Journal of Political Economy*, 94(4), 796-821.

Morck, R., Yeung, B., Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1), 215-260.

Morin, E. (1980). Pour sortir du XXème siècle. *Seuil*.

Nash, J.F. (1950). The bargaining problem. *Econometrica*, 18(2), 155-162.

Parlement européen et Conseil. (2004). Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Parlement européen et Conseil. (2013). Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Penman, S.H. (1987). The distribution of earnings news over time and seasonalities in aggregate stock returns. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 199-228.

Popper, K. (1963). Conjectures and refutations: the growth of scientific knowledge. *Routledge*.

Popper, K. (1982). Realism and the aim of science: from the postscript to the logic of scientific discovery. *Routledge*.

Rothschild, M, Stiglitz, J. (1976). Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629-649.

Ross, S.A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.

Seligman, J. (1983). Historical need for a mandatory corporate disclosure system. *Journal of Corporation Law*, 9(1), 1-59.

Selten, R. (1975). Re-examination of the perfectness concept for equilibrium points in extensive games. *International Journal of Game Theory*, 4, 25-55.

Sénat. (2011). Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier. *Présentée par M. Philippe Marini, Sénateur, 29 juin 2011*.

Sénat. (2011). Rapport fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier. *Par Mme Nicole Bricq, Sénatrice, 20 décembre 2011*.

Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: a theory of equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Shenk, D. (1997). Data smog: surviving the information glut. *Harperone*.

Shleifer, A., Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Shleifer, A., Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3-27.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-394.

Stigler, G.J. (1961). The economics of information. *Journal of Political Economy*, 69(3), 213-225.

Stigler, G.J. (1964). A theory of oligopoly. *Journal of Political Economy*, 72(1), 44-61.

Suijs, J. (2005). Voluntary disclosure of bad news. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(7), 1423-1434.

Toffler, A. (1970). Future Shock. *Random House*.

United States Congress. (2002). Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act (Sarbanes-Oxley Act) *(public law n°107-204)*.

United States Congress. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (public law n°11-203)*.

Verrecchia, R.E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. (2011). Petition for rulemaking under Section 13D of the Securities Exchange Act of 1934. *Petition submitted to the SEC on 7th of March, 2011*.

Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58, 187-214.

Zhang, I. (2007). Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics,* 44(1), 74-115.

CHAPITRE 1

Chapitre 1. Déclarations de franchissements de seuils et contrats d'*equity swap* : éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire.

Ce chapitre[7] porte sur les objectifs et les effets économiques attendus des nombreuses évolutions de ces dernières années, en droit interne et communautaire, relatives aux déclarations de franchissements de seuils de contrôle. En particulier, il étudie les conséquences de l'extension du périmètre des titres assimilables aux actions dans le calcul des seuils. La réglementation particulièrement exigeante, en droit français notamment, génère un dispositif déclaratif assez lourd et la divulgation de nombreuses informations. Au nom de la transparence, et en appliquant le concept d'image fidèle, issu de la comptabilité financière, à la propriété économique des sociétés cotées, ce dispositif réglementaire réduit le droit à l'anonymat des actionnaires et prend le risque d'augmenter la surcharge informationnelle des investisseurs.

[7] Une version antérieure de ce chapitre a été publiée sous la référence :
Gueguen, S., Ramond, O., Raynouard, A. (2013). Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'equity swap: éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire. *Bulletin Joly Bourse*, 9, 439-446.

1. Introduction

La retentissante sanction de 8 millions d'euros infligée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), le 25 juin 2013, au groupe de luxe LVMH dans l'affaire l'opposant à Hermès, a constitué un record historique[8]. La Commission des sanctions de l'AMF s'est appuyée sur l'article 223-6 de son règlement général aux termes duquel *« Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier »* doit en informer le marché. Cette affaire a relancé le débat sur l'efficience du système déclaratif lié aux franchissements de seuils et sur les projets communautaires en devenir. De nombreuses évolutions réglementaires ont eu lieu, trouvant leur source dans des textes législatifs européens et nationaux. Des incertitudes réglementaires subsistent néanmoins, en particulier dans l'interprétation qui sera donnée des notions d'*image fidèle* appliquée à la propriété économique des sociétés, et d'*effet économique équivalent* à la détention d'actions. La jurisprudence en la matière est extrêmement rare.

La connaissance et la maîtrise de la géographie actionnariale ont toujours été des sujets de préoccupation pour les dirigeants des sociétés qui font offre au public de titres financiers (OPTF)[9] et présentent, le cas échéant, un capital flottant significatif, autrement dit, un capital représenté, dans une large proportion, par des valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé. Nous utiliserons dans la suite le vocable communément admis de « société cotée ». Deux raisons, non exclusives l'une de l'autre, expliquent cet intérêt : d'une part, la nécessité de prévenir les stratégies d'acquisition hostile de la part de groupes concurrents ou d'investisseurs jugés peu délicats et, d'autre part, le souhait d'organiser une communication optimale auprès des actionnaires en permettant à ces derniers d'être tenus informés des choix stratégiques affectant leurs investissements.

Cette communication jugée optimale peut permettre, sous certaines conditions, de fédérer au moment voulu les actionnaires historiques et, par là même, contrevenir à une tentative de prise

[8] Ce record a été battu le 24 octobre de la même année, avec une sanction de 14 millions d'euros infligée au fonds américain Elliott dans une affaire de transaction sur information privilégiée.

[9] L'article 211-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers définit, de manière négative, l'OPTF en précisant que ne constitue *pas* une offre au public, une offre de titres financiers (1) soit dont le montant est jugé trop faible (inférieur à 100 000 € ou inférieur à 5 millions d'euros et un flottant de moins de 50 % du capital), (2) soit dont les transactions présentent une valeur faciale standardisée supérieure à 100 000 € (les investisseurs déboursent au moins cette somme par transaction, ou alors la valeur nominale des titres est au moins égale à ce montant). Cette définition de l'OPTF laisse aux entreprises de marché la charge d'arrêter les critères positifs d'identification d'une introduction de titres financiers sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.

de contrôle d'une société tierce. Girard et Gates (2014) montrent de quelle manière les pratiques de gouvernance des sociétés françaises, et le rôle de l'Etat dans l'économie, permettent aux sociétés de « résister » à ces prises de contrôle. Cette communication est aussi utilisée pour assurer la promotion des choix stratégiques décidés par les dirigeants ; il suffit de regarder le développement des « lettres d'actionnaires » des grandes entreprises pour s'en convaincre (Poole, 2016).

L'information financière a sans doute un objet plus large, qui sert notamment à assurer l'efficience des marchés. Ces derniers ne fonctionnent pas correctement en eux-mêmes en raison des asymétries d'information naturelles (Akerlof, 1970), qu'il convient de contrer en imposant une symétrie artificielle : une obligation d'information (Fishman et Hagerty, 1995). Les déclarations de franchissements de seuils participeraient donc, de manière plus spécifique, à cet objectif général. On ajoutera qu'un autre intérêt attaché à cette information, rarement exprimé, mais indiscutablement d'actualité en ces périodes de « globalisation » sur fond de crise, concerne la protection des intérêts nationaux, toujours susceptibles, sur un marché ouvert ne connaissant plus de contrôle des changes, de passer sous contrôle étranger (Moschieri et Campa, 2014).

Ainsi marqué par un élan protectionniste, le législateur, aussi bien national qu'européen, met plus souvent en avant la première raison. La directive n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004, plus connue sous le nom de directive Transparence, est venue poser timidement – elle est d'harmonisation minimale – les premiers jalons en matière d'information obligatoire lors de la prise de participation dans une société cotée. Sa raison d'être principale vise le renforcement *« à la fois [de] la protection des investisseurs et [de] l'efficacité du marché »*. Son texte fut ensuite révisé pour donner lieu à la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013, appelée Directive Transparence Révisée (DTR).

Le droit positif français des mécanismes déclaratifs concernant les prises de participation a fait l'objet de la loi[10] dite pour la confiance et la modernisation de l'économie et d'une ordonnance relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissements de seuils et aux déclarations d'intentions[11]. Le régime des franchissements de seuils qui en est issu est inscrit aux articles

[10] L. n° 2005-842, 26 juill. 2005 : JO 27 juill. 2005, p. 12160.
[11] Ord. n° 2009-105, 30 janv. 2009, prise sur habilitation de la loi de modernisation économique n° 2008-776 du 4 août 2008 (art. 152).

L. 233-7, L. 233-9 et L. 233-14 du Code de commerce. La législation française va au-delà des obligations déclaratives minimales imposées par la DTR, sur trois points.

Premièrement, les seuils légaux de déclaration sont plus nombreux. L'article 9 de la DTR identifie huit seuils : 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % *ou* 1/3, 50 %, 75 % *ou* 2/3. L'obligation de déclaration s'applique lorsque l'un de ces seuils est franchi à la hausse ou à la baisse. L'article L. 233-7 du Code de commerce en identifie onze : 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 %, 2/3, 90 %, 95 %. Les seuils de 90 % et 95 % ouvrent la possibilité de déclenchement d'une offre publique de retrait obligatoire (OPRO). La législation européenne qui s'applique en la matière est l'article 15 de la directive n° 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, qui énonce notamment (alinéa 2) :

« Les États membres veillent à ce qu'un offrant puisse exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix. Les États membres introduisent ce droit dans un des deux cas suivants : (a) lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote et 90 % des droits de vote de la société visée, ou (b) lorsque, à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis ou s'est fermement engagé par contrat à acquérir des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote de la société visée et 90 % des droits de vote faisant l'objet de l'offre.

Dans le cas visé au point a), les États membres peuvent fixer un seuil plus élevé pour autant toutefois qu'il ne dépasse pas 95 % du capital assorti de droits de vote et 95 % des droits de vote. »

En complément de ces seuils figés, le législateur français a laissé la possibilité aux sociétés cotées, à travers leurs statuts sociaux, de recourir à des obligations de notification dès lors que des seuils supérieurs à 0,5 %[12] (et, en toute logique, inférieurs à 5 %) sont franchis par un actionnaire[13]. La France reste dans ce domaine, avec la Belgique qui connaît une possibilité de seuil social à 1 %, une exception en Europe. Il s'agit cependant, en cas de franchissement de ces seuils, d'informer uniquement la société émettrice (et non le public via un courrier à l'AMF).

[12] C. com., art. L. 233-7, III.
[13] « […] par toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert […] » (C. com., art. L. 233-7, I).

Surtout, ces seuils s'appliquent en France aussi bien au capital qu'aux droits de vote (un point similaire à la notion de *beneficial ownership* utilisée en droit américain), alors que la DTR n'impose de déclaration que pour les franchissements de seuils en droits de vote. Ce sont donc 22 seuils qui en réalité déclenchent l'obligation de déclaration. De nombreux États membres de l'Union européenne s'en tiennent à des seuils en droits de vote : c'est le cas du Royaume-Uni et de l'Allemagne (en revanche, dans ces deux pays, le premier seuil est de 3% des droits de vote).

Deuxièmement, la législation française ajoute une obligation supplémentaire de déclaration d'intention. Cette obligation s'applique lorsqu'est franchi à la hausse l'un des seuils suivants : 10 %, 15 %, 20 %, 25 % du capital ou des droits de vote. Les seuils de 15 % et 25 % ont été ajoutés à partir du 1er août 2009, en application de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions.

L'initiateur doit préciser ses intentions vis-à-vis de la cible pour les six prochains mois[14]. Une obligation similaire existe en Allemagne mais reste l'exception parmi les pays européens. Cette spécificité française, associée au fait que, contrairement au droit américain, les mêmes règles de déclaration s'appliquent aux investisseurs actifs et passifs, nous permettra au chapitre 2 d'évaluer la pertinence des information divulguées dans ces déclarations d'intention, et en particulier des intentions (actives ou passives) de l'actionnaire déclarant.

Troisièmement, les instruments dérivés à dénouement en numéraire, tels les contrats d'échange d'actions (*equity swaps*) ou les contrats avec paiement d'un différentiel (*contracts for difference*, *CFD*) sont désormais assimilés aux actions dans le calcul des seuils de contrôle. Cette règle est applicable depuis le 1er octobre 2012 ; elle est issue de la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite loi Warsmann IV.

Relativement simple à comprendre, en dépit des complexités de mise en œuvre, la déclaration des dépassements de seuils vise à informer le marché, c'est-à-dire les investisseurs et les actionnaires, des mouvements quant à la géographie de l'actionnariat des sociétés. La difficulté de l'information du marché provient de diverses sources et a été largement étudiée dans la

[14] En application de l'article L. 233-7, VII, du Code de Commerce.

littérature académique : qualité de l'information (Lambert, Leuz et Verrecchia, 2012), quantité (Kurlat et Veldkamp, 2015), pertinence (Tama-Sweet et Zhang, 2015)… En l'occurrence, le développement d'instruments financiers qui n'entrent pas aisément dans les catégories identifiées pour déclencher les obligations d'information de franchissement de seuils a posé problème. Nous nous intéressons ici à la question des dérivés, et plus précisément des *equity swap,* sujet particulièrement débattu à l'occasion de l'affaire LVMH-Hermès

Nous discutons dans la suite de l'article le processus qui a abouti à retenir en droit interne un principe d'assimilation extensive des instruments financiers en matière d'obligation d'information de dépassement d'un seuil.

2. Les insuffisances de la directive Transparence et de l'ordonnance de 2009

L'article 13 de la directive Transparence a posé le principe de l'assimilation pour les instruments dérivés à dénouement physique : le nominal de ces instruments est ajouté aux actions détenues « en dur » dans le calcul des seuils à déclarer. Dans sa directive d'exécution de la directive Transparence[15], la Commission a précisé le type d'instrument concerné : « Le détenteur de l'instrument doit bénéficier, à l'échéance, soit du droit inconditionnel d'acquérir les actions sous-jacentes, soit du pouvoir discrétionnaire d'acquérir ou non ces actions ». Il fallait également que l'instrument porte sur des actions déjà émises. Etaient visés notamment les contrats à terme, contrats d'options, ou *equity swaps* à dénouement en titres.

En revanche, la directive dans sa version originale n'imposait pas de déclaration lorsque le détenteur de la position longue au contrat ne pouvait acquérir les titres sans condition et de sa seule initiative (options à barrière) ou lorsque l'instrument portait, pour tout ou partie, sur des actions non encore émises. Il en est ainsi des obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes (OCEANE), puisque le mode de conversion (actions existantes ou actions à émettre) se fait au choix de l'émetteur. De même, étaient exclus des obligations déclaratives les instruments dérivés dénouables en numéraire.

L'ordonnance de 2009 transposant dans le Code de commerce les principes de la directive Transparence est allée plus loin en ajoutant au principe de l'assimilation prévu par la directive une obligation d'information séparée pour les instruments portant sur des actions à émettre ainsi que pour les instruments dénouables en numéraire et *« ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions »*. Ce principe d'information séparée signifie que l'actionnaire qui avait franchi le seuil de 5% du capital ou des droits de vote (en n'incluant dans ce calcul que les titres assimilables) devait ajouter dans sa déclaration de franchissement de seuil la détention de ce genre d'instrument, sans pour autant les inclure dans le montant de sa participation. Ce texte entré en vigueur dans le règlement général de l'AMF à compter du 1er août 2009 a montré ses limites et laissé ouvert le débat en droit interne.

D'une part, l'article L. 233-9 du Code de commerce renvoie au règlement général de l'AMF la fixation des modalités de détermination des accords et instruments financiers considérés comme

[15] Dir. n° 2007/14/UE, 8 mars 2007 : JO n° L 69, 9 mars 2007, p. 27.

« ayant un effet économique similaire à la possession d'actions ». Dans une consultation publique en date du 28 avril 2009, l'AMF a fait état de ses interrogations concernant la mise en œuvre pratique de ce principe.

D'autre part, la vision avancée par le rédacteur de l'ordonnance de 2009, en défendant une approche de l'information séparée pour les instruments dérivés dénouables en numéraire, n'a pas tardé à être sérieusement remise en question. Les instruments financiers constituant cette sous-classe n'étaient déclarables auprès de l'AMF que de manière accessoire, c'est-à-dire sous la condition qu'un seuil ait été franchi au préalable avec des instruments financiers assimilés (souvent référencés par les textes par la terminologie « actions en dur »). L'utilisation des contrats d'*equity swaps* dans des montées au capital de sociétés cotées a apporté une illustration de l'insuffisance de la directive Transparence et de la fébrilité opérationnelle du système déclaratif de l'information séparée de l'ordonnance de 2009.

3. Les contrats d'*equity swaps*, catalyseurs des prises de contrôle rampantes

Les contrats d'*equity swaps* (ou contrats d'échange d'actions) relèvent de la catégorie des contrats financiers[16] – c'est-à-dire des instruments financiers à terme, pouvant présenter une nature optionnelle. Ils ont pour objet d'organiser, au cours d'une période de temps et selon une fréquence prédéterminées, l'échange de flux financiers entre deux parties à un contrat – souvent, un établissement bancaire et une société. Cet échange économique est généralement fonction du cours d'une action ou d'un panier d'actions de référence, dénommé *equity benchmark*.

Ayant à l'origine un dessein spéculatif (parier sur la hausse de l'*equity benchmark*) ou de couverture de risque (se protéger contre une variation de l'*equity benchmark*) en s'appuyant sur des versements monétaires – *cash-settled equity swap*, la possibilité d'un transfert de propriété de la ou des actions – *physically-settled equity swap* – sous-jacentes au contrat, en maturité de ce dernier, a relancé le débat de la transparence de l'information véhiculée sur les marchés financiers. Si les *equity swaps* prévus pour être dénoués en titres faisaient déjà l'objet d'une assimilation pour le calcul des seuils définis par la directive Transparence et l'ordonnance de 2009, il n'en allait pas de même pour les contrats dénouables en numéraire. Pourtant, ces derniers peuvent faire l'objet d'une exécution (*in fine)* en titres, par simple avenant au contrat initial… conclu lors du dénouement.

Cette possibilité est liée au fait que les contreparties financières aux contrats d'*equity swap* (le plus souvent, des établissements bancaires) se couvrent traditionnellement en achetant les actions sous-jacentes. Elles peuvent donc proposer, pour le règlement de la dernière échéance contractuelle, de verser les actions en contrepartie du règlement en numéraire, à la société contrepartie au contrat ; c'est ce qui s'est passé dans l'affaire LVMH-Hermès. Dans cette affaire, LVMH déclarait à l'AMF, en date du 27 octobre 2010, avoir franchi, le 21 octobre, par le biais de six sociétés de son groupe, les seuils de 5 % et 10 % du capital et 5 % des droits de vote d'Hermès International, puis les seuils de 15 % du capital et 10 % des droits de vote, trois jours après (pour atteindre 17,07 % du capital et 10,74 % des droits de vote), en ayant recours à des *equity swaps* dénouables en numéraire mais dénoués en titres.

[16] Au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier.

Précédemment, en 2007, Wendel était monté au capital de Saint-Gobain en utilisant cette technique. Le groupe a contracté des *total return swaps* (produit équivalent à des *equity swaps* à dénouement en numéraire) auprès de plusieurs banques, pour chaque fois moins de 5 % du capital, et les banques se couvraient par la détention d'actions Saint-Gobain. À l'échéance des contrats, Wendel a acquis les actions Saint-Gobain et a ainsi pu monter à 21 % du capital par surprise. Dans cette affaire, la commission des sanctions de l'AMF a condamné le groupe Wendel et son ancien patron Jean-Bernard Laffonta à une amende de 1,5 millions d'euros chacun pour « défaut d'information du marché ». L'AMF a notamment estimé que les financements mis en place par Wendel montraient que l'intention était bien d'acquérir les titres ; il y avait donc eu un « contournement déloyal » des obligations déclaratives.

Le recours à ces produits a donc remis en cause l'une des informations considérées comme essentielles aux marchés financiers-actions : la traçabilité de la géographie actionnariale des sociétés cotées. Outre-Rhin, les cas illustratifs ne sont pas en reste : Porsche/Volkswagen et Continental/Schaeffler. De manière identique, en Grande-Bretagne, les affaires Philip Green Marks & Spencer ou encore BAE Systems/Alvis ont défrayé la chronique au cours de l'année 2004. Toutes ces affaires ont révélé la nécessité d'une évolution de la législation vers un principe d'assimilation plus large que le minimum exigé par la directive.

4. Les évolutions du droit interne vers le principe d'assimilation extensive

La loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, plus communément appelée loi Warsmann IV, a modifié en droit interne le régime déclaratif des franchissements de seuils. Elle a inséré au sein de l'article L. 233-9, I, du Code de commerce, un 4° *bis* aux termes duquel sont assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à déclaration, les actions déjà émises ou les droits de vote sur lesquels porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour cette personne un *« effet économique similaire à la possession d'actions »*. Cette loi a permis d'introduire en France les dispositifs déjà adoptés au Royaume-Uni, en complément de la directive Transparence, et en Suisse, défendant l'idée d'une meilleure traçabilité de la géographie actionnariale. Elle est issue de deux rapports et de deux propositions de lois, sans toutefois reprendre l'ensemble des recommandations qui avaient été émises.

Le rapport sur les déclarations de franchissements de seuils de participation et les déclarations d'intention de l'AMF d'octobre 2008, issu du groupe de travail présidé par Bernard Field et mieux connu sous le nom de « rapport Field », s'était déjà positionné dans la lignée des réglementations britannique et suisse, en allant au-delà des simples réquisitions de la directive d'exécution de la directive Transparence. Parmi les 20 recommandations du groupe de travail figurait en effet le principe d'assimilation pour les *equity swaps* à dénouement en numéraire (page 12) :

> *« Recommandation n° 3 : Les instruments financiers à terme à dénouement monétaire procurant une exposition économique aux actions d'un émetteur devraient être assimilés aux participations détenues dans le capital de ce même émetteur : contrats d'échange d'actions (equity swaps), contrats avec paiement d'un différentiel (CFD) et tout accord ayant un objet ou un effet équivalent ».*

Cette recommandation tournée vers le principe d'un système de l'information globale, par opposition au système de l'information séparée, n'a pas été retenue par l'ordonnance de 2009, publiée trois mois après la remise du rapport du groupe de place, en raison sûrement des réserves exprimées par certains des membres du groupe de travail AMF (Martin-Laprade et Dariosecq, 2011). Ainsi, le règlement général de l'AMF en vigueur au 1er août 2009 n'aura pas repris ce principe, laissant le débat législatif ouvert. De même, l'inclusion d'un nouveau seuil déclaratif à 3 % (comme en Allemagne et au Royaume-Uni) n'a pas été retenue. En revanche,

le raccourcissement du délai de déclaration à quatre jours de négociation (contre cinq auparavant), une autre proposition du rapport Field, a été repris dans le règlement général de l'AMF.

Deux ans après, dans sa proposition de loi de juin 2011 (Sénat, 2011a), le sénateur Philippe Marini a repris à son compte cette idée selon laquelle une information plus globalisante des positions, non seulement « en dur » mais également économiques, prises par les investisseurs, était de nature à favoriser la transparence des marchés financiers en évitant les écueils des prises de contrôle rampantes. De manière plus précise, ses propositions se sont articulées autour d'une triple refonte des déclarations de franchissement de seuil.

Premièrement, un abaissement du seuil de première déclaration de 5 % à 3 %. Cette proposition, déjà présente dans le rapport Field, aurait aligné la pratique française sur la règle mise en place par le régulateur britannique, le *Financial Services Authority*[17] (FSA). L'argument majeur, dont chacun appréciera la pertinence, en faveur de cette mesure restait celui de « coller » à la pratique de la principale place financière en Europe (voir à ce sujet Martin-Laprade, 2011), alors même que cette dernière est loin de faire l'unanimité au sein de la communauté financière européenne. Le seuil actuel le plus bas en Europe est un seuil de 2 % pratiqué en Italie et au Portugal. La Grande-Bretagne, la République Tchèque, l'Espagne, l'Allemagne et l'Irlande pratiquent un seuil plancher de 3 % (voir à ce sujet le document de travail Commission européenne, 2010). Dans une étude du cabinet Mazars menée en 2009, à la question *« faut-il ramener les seuils de déclaration plancher à 2 % ou 3 % sur les places financières européennes ? »*, un tiers des 385 personnes interrogées, dans le panel des analystes financiers, autorités de marché, émetteurs d'instruments financiers (actions et dettes), investisseurs institutionnels, associations professionnelles et fournisseurs de données financières, répondaient positivement, contre 45 % négativement et 22 % sans opinion.

Si le seuil de 3 % semble se justifier dans le cas britannique en raison de la plus faible concentration de l'actionnariat des groupes cotés (voir à ce sujet La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer, 1999, ou plus récemment Holderness, 2016), il entraînerait dans le cas français un accroissement des déclarations de franchissements de seuils sans que ces informations soient nécessairement représentatives d'une montée significative au capital.

[17] *Disclosure and Transparency Rules*, 5.1.2, par.1.

Deuxièmement, l'introduction d'un régime d'assimilation plus extensif, venant suppléer le régime plus timoré de l'information séparée. Cette proposition prenait soin toutefois de conserver le régime de l'information séparée pour deux types d'instruments : (1) les actions déjà émises qu'une partie à un contrat financier ne peut acquérir de sa seule initiative (deux exemples sont fournis : les options à barrière et les *warrants* – options à longue échéance)[18] ; et (2) les titres hybrides qui donnent accès à terme, en tout ou partie, à des actions non encore émises telles que les obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes (OCEANE), en raison de l'incertitude liée à l'augmentation future du capital par émission de nouvelles actions.

Troisièmement, la dévolution à l'AMF de la détermination des modalités déclaratives en cas de modification du mode de détention ou de dénouement des titres. Le règlement général de l'AMF doit alors fixer les conditions d'application dans lesquelles un accord ou instrument financier est considéré comme ayant un effet économique similaire à la possession d'actions, question qui était demeurée sans réponse depuis la consultation publique d'avril 2009.

Le 17 novembre 2011, la commission des finances du Sénat a nommé Nicole Bricq rapporteure de la proposition. Ses conclusions ont été rendues publiques (Sénat, 2011b) en fin d'année 2011 et soutenaient pour l'essentiel les dispositions de la proposition de loi, tout en soulignant leur convergence avec la nouvelle proposition de loi de Jean-Luc Warsmann.

Finalement, la loi Warsmann IV fut adoptée le 22 mars 2012, et le nouveau règlement général de l'AMF qui en est issu est applicable depuis le 1er octobre 2012. Le rabaissement du plancher déclaratif à 3 % n'a pas été retenu. En revanche, les instruments dérivés à dénouement en numéraire sont désormais assimilés aux actions dans le calcul des seuils. Le règlement général de l'AMF précise par ailleurs les conditions d'application de ce régime d'assimilation extensif :

- les instruments dérivés à dénouement en numéraire sont pris en compte lorsqu'ils procurent un *« effet économique similaire »* à la détention d'actions ; le règlement général de l'AMF cite les contrats avec paiement d'un différentiel, les contrats d'échange d'actions, les instruments indexés sur une action ou un panier d'actions ;
- ces instruments ne sont assimilés aux actions qu'à hauteur du produit du nominal par le delta de l'instrument, c'est-à-dire sa sensibilité à la variation de l'action sous-jacente

[18] Cette première catégorie renvoie directement aux principes de l'article 11 de la directive n° 2007/14/CE.

(pour les instruments dénouables en titres, seul le nominal est pris en compte). Cette règle est semblable à celle mise en place au Royaume-Uni à compter du 1er juin 2009.

Sept ans après la première loi de transposition de la directive Transparence (26 juillet 2005), la réglementation française sur les déclarations de franchissements de seuils semblait enfin stabilisée (à compter du 1er octobre 2012, mise en place du nouveau règlement de l'AMF). Pourtant, au niveau communautaire, le droit a continué d'évoluer, ce qui conduira à un nouvel ajustement technique du règlement de l'AMF (le règlement actuellement applicable est entré en vigueur le 5 décembre 2015).

5. Le réveil européen de 2011 : vers davantage d'harmonisation ?

À l'échelon communautaire, le débat a connu un regain d'intérêt avec la proposition de directive, publiée le 25 octobre 2011, modifiant l'article 13 de la directive Transparence de 2004[19], comme suit :

> *« 1. Les obligations en matière de notification […] s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement :*
>
> *a) des instruments financiers qui, à l'échéance, lui donnent, en vertu d'un accord formel, soit le droit inconditionnel d'acquérir, soit la faculté d'acquérir des actions auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé ;*
>
> *b) des instruments financiers aux effets économiques semblables à ceux visés au point a), qu'ils donnent droit à un règlement physique ou non.*
>
> *La notification exigée inclut la répartition par types d'instruments financiers détenus conformément au point a) du premier alinéa et d'instruments financiers détenus conformément au point b) dudit alinéa. »*

Par ailleurs, la proposition précisait dans son 10e considérant que le régime d'assimilation devait faire l'objet d'une harmonisation totale (la fixation d'un premier seuil inférieur à 5 % continuant de relever des États membres pour tenir compte de leurs spécificités en matière de concentration du capital). De nombreuses questions techniques de mise en œuvre sont alors apparues (et ne sont pas résolue aujourd'hui) : faudra-t-il en revenir à une mesure en nominal des instruments dérivés comme le prévoit le texte européen, alors que la France et le Royaume-Uni qui ont déjà réformé leur législation appliquent une mesure en delta pour les instruments à dénouement monétaire ? Pourra-t-on aboutir à une définition consensuelle de la notion d'*effet économique similaire* à la détention d'actions ? Précédemment, ces questions étaient du ressort du régulateur national.

[19] Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission, 25 oct. 2011.

La commission des affaires juridiques du Parlement européen a rendu le 27 septembre 2012 un rapport (Parlement européen, 2012) sur ce projet de directive, favorable à son adoption avec quelques amendements. L'un d'entre eux proposait notamment que le point a) de l'article 13 exposé ci-dessus inclue désormais les titres à dénouement physique portant sur des actions à émettre (on pense au cas des OCEANE), titres qui étaient toutefois logiquement déjà intégrés dans la formulation du point b) du même article de la proposition de directive. Cette formulation a été retenue dans la version finale de la directive (DTR), adoptée le 22 octobre 2013.

Cette directive a repositionné la France comme avant-gardiste en la matière parmi les pays européens. Sa transposition en droit interne en 2015[20] n'a donné lieu qu'à quelques ajustements techniques, l'essentiel du contenu ayant déjà été adopté par la législation française. Le principal de ces ajustements concerne les titres à dénouement physique. Une curiosité de la législation française voulait que la notion d'*effet économique similaire* ne s'applique qu'aux titres à dénouement monétaire ; lorsque le titre pouvait être dénoué en actions non encore émises (cas des OCEANE par exemple), il n'était pas inclus dans le périmètre d'assimilation. Cette particularité a disparu, et le nouveau règlement est applicable depuis le 5 décembre 2015.

[20] Ordonnance 2015-1576 du 3 décembre 2015

6. Quelques réflexions complémentaires sur le système déclaratif des franchissements de seuils

Ces enchevêtrements de projets de loi et directives marquent les errements conceptuels des législateurs communautaire et national en matière de déclarations de franchissements de seuils et de prise en compte des instruments financiers, potentiellement complexes, à intégrer au cadre déclaratif. De manière plus précise, les problèmes posés, que les législateurs ne sont pas parvenus à résoudre définitivement, sont de cinq ordres.

Le champ des instruments financiers déclarables

La première difficulté réside dans l'identification des instruments financiers devant être déclarés par toute personne ou groupe de personnes physique(s) ou morale(s) venant à les détenir. Face à l'inépuisable imagination ingénieuse des financiers, il est peu réaliste de vouloir arrêter une liste exhaustive des instruments financiers permettant d'acquérir le capital ou les droits de vote d'une société cotée. Les possibilités ouvertes par le démembrement des droits sociaux et des flux sociaux laissent entrevoir de nouvelles générations d'instruments financiers qu'un simple décompte ne pourrait encadrer sous peine d'obsolescence rapide. Il en est ainsi par exemple des « actions reflets » ou « actions traçantes » (*tracking stocks*, en anglais), dont la performance est indexée sur celle d'une filiale de société cotée, mais qui ne donnent pas de droit de vote (voir à ce sujet Mousseron, 2005).

Le sujet des instruments financiers présentant des effets économiques équivalents à la détention d'actions reste ouvert. Ce terme reste peut-être trop générique pour permettre d'atteindre un objectif concret. L'AMF s'est pourtant risquée, dans l'article 223-11, II, de son règlement général, à une énumération (non restrictive) des instruments financiers concernés. La formule retenue est la suivante :

« Les instruments financiers mentionnés au 4° du I dudit article sont notamment :

1. *Les obligations échangeables ou remboursables en actions ;*
2. *Les contrats à terme ;*
3. *Les options, qu'elles soient exerçables immédiatement ou à terme, et quel que soit le niveau du cours de l'action par rapport au prix d'exercice de l'option. »*

Le terme « notamment » permet de ne pas contredire la formulation plus générale de la DTR (*effet économique similaire*). L'argument avancé pour une telle formulation est de vouloir éviter qu'une énumération trop précise des instruments concernés soit rapidement contournée par l'innovation financière.

Nulle solution pratique ne semble se dessiner facilement. Faudra-t-il attendre l'élaboration d'une jurisprudence abondante en la matière ? Rien n'est moins sûr, tant la jurisprudence en matière de franchissements de seuils reste rare. Par ailleurs, la quantification par le juge des limites des « effets économiques » risquerait de provoquer des jeux de contournement par les acteurs de marché, ou au contraire un périmètre d'assimilation extrêmement large : un titre financier qui accompagnerait l'action dans plus de 50% de ses variations quotidiennes ou hebdomadaires pourrait-il être considéré comme ayant un effet économique similaire à la détention de l'action ?

L'auto-déclaration du profil psychologique du détenteur

Faute de pouvoir identifier dans l'absolu l'intégralité de la géographie actionnariale, en mouvement perpétuel, le législateur national tente une autre approche en exigeant des investisseurs la mise à nu de leur profil psychologique et notamment de leurs intentions vis-à-vis de la société dans laquelle ils viennent d'acquérir des titres et/ou droits (à partir du seuil de 10 %). Dans le chapitre 2, nous évaluons la pertinence des informations divulguées dans ces déclarations d'intention. En l'absence d'une telle évaluation, et au risque d'augmenter la surcharge informationnelle sur les marchés financiers, le maintien de cette règle poursuivait peut-être un autre objectif. Exiger des investisseurs qu'ils divulguent et actualisent, sur une base régulière, leurs profils psychologiques (intentionnels), peut conduire à rassurer les dirigeants de la société cotée, qui par nature ne peuvent l'être s'ils n'entretiennent aucune relation avec ces investisseurs. Ne conviendrait-il pas alors de créer un lien ou d'instaurer un dialogue entre l'investisseur et l'émetteur ? Ce lien actuellement n'existe pas de manière automatique, en France, car l'investisseur ne connaît de relations obligatoires qu'avec l'autorité de régulation qui est dépositaire du système déclaratif.

L'organisation du système déclaratif autour du régulateur

L'AMF doit contrôler son propre règlement – c'est-à-dire les règles qu'elle édicte, en vue de la régulation des marchés – et organiser la collecte des déclarations. Ne serait-il pas préférable de laisser cette dernière tâche de collecte des données aux émetteurs de valeurs mobilières eux-mêmes ?

Le rapport du cabinet Mazars (2009) indique que 34 % du panel des personnes interrogées soutiennent l'idée d'une décentralisation du système déclaratif au niveau des sociétés cotées, contre 39 % pour un système centralisé auprès du régulateur. La solution d'un système décentralisé semble mieux acceptée par les régulateurs que par les émetteurs, plus partagés sur la question. Ce dernier constat conduit à débattre du rôle de l'AMF, régulateur tiraillé, dans le système déclaratif actuel, entre un rôle de messager et un rôle de contrôleur du message, et ce afin de faciliter la protection d'un intérêt plus général, celui de la transparence des marchés financiers. Bien qu'étant gage d'impartialité, une centralisation extensive des informations auprès d'un régulateur n'est pas chose souhaitable en raison notamment des délais de traitement de l'information par les services compétents. Cette situation pourrait s'avérer contreproductive et conduire à transformer, dans certains cas particuliers, des informations publiques en information privilégiée.

La concrétisation de la transparence des marchés financiers : l'image fidèle de la propriété économique des sociétés cotées

La directive Transparence de 2004, l'ordonnance de 2009, la proposition de loi Marini, la loi Warsmann IV de 2012, la DTR de 2013, ont toutes pour point commun de mettre en avant la défense de la transparence des marchés et la protection des investisseurs non-informés. Là où la DTR évoque *« un degré approprié de transparence à l'égard des investisseurs »* assuré par *« un flux régulier d'information »* et permettant d'apprécier *« une image fidèle économique »*, terme curieusement emprunté à la réglementation comptable, les textes français restent, quant à eux, muets sur la définition de la transparence des marchés financiers bien qu'ils revendiquent la protection de cette dernière.

Dans une note de février 2012, le Conseil des barreaux européens, la CCBE, vient défendre l'idée selon laquelle *« L'intérêt des obligations de déclaration des franchissements de seuils est de donner au marché une image fidèle de l'émetteur, de son capital, et ainsi des intentions de prises de contrôle que certains tiers peuvent avoir. Cet objectif se trouve menacé par la*

détention de produits dérivés complexes qui favorisent les montées au capital occultes »[21]. Cette idée d'image fidèle de la propriété économique des sociétés cotées est sous-tendue par la DTR qui soutient (dans son 8ème considérant) que : *« L'innovation financière a entraîné la création de nouveaux types d'instruments financiers […] ce qui peut entraîner des abus de marché et donner une image faussée de la propriété économique de sociétés cotées en bourse. Pour que les émetteurs et les investisseurs aient une connaissance complète de la structure de la propriété d'une société, la définition des instruments financiers doit englober tous les instruments d'effet économique comparable à la détention d'actions et de droits d'acquérir des actions ».*

Le concept de transparence des marchés financiers, opérationnalisé par le législateur européen sous la voie de l'image fidèle de la propriété économique des sociétés cotées, laisse à craindre un mélange des genres hasardeux, une assimilation de l'information macroéconomique et microéconomique pouvant conduire, à terme, à un phénomène d'hyper-transparence de l'information financière, potentiellement inutile en matière de franchissements de seuils et qui serait, au final, inexploitable pour le consommateur final, c'est-à-dire l'investisseur actuel ou potentiel. Si cette tendance devait s'accentuer, c'est le droit à l'anonymat des actionnaires, mêmes minoritaires, qui serait progressivement remis en cause. Le problème qui émerge de cette tendance est le risque de décourager la montée au capital d'actionnaires extérieurs dont le rôle disciplinaire en matière de gouvernance d'entreprise est pourtant établi. En conséquence, ces évolutions réglementaires entraînent deux questions pour la recherche académique : celle de la pertinence des informations divulguées, et celle des effets d'un renforcement des obligations déclaratives.

Abandon de souveraineté en matière d'identification de la géographie actionnariale

À l'heure d'une exposition accrue des sociétés cotées à des opérations hostiles du fait d'une dépréciation encore généralisée des cours de la bourse et d'un constat de faiblesse de la réglementation en vigueur, les services d'identification des actionnaires se convertissent en une véritable niche économique comme en atteste l'accord signé, le 10 octobre 2011, entre Euroclear et Capital Precision et les démarches engagées depuis 2011 par plusieurs grands groupes pour établir une cartographie de leurs pourvoyeurs de fonds capitalistiques. Euroclear

[21] Commentaires du CCBE sur la proposition de directive modifiant la directive Transparence n° 2004/109/CE, note sur la prise en compte des produits dérivés à dénouement exclusivement monétaire dans le calcul des franchissements de seuils, 16 févr. 2012, 3 pages.

propose (en partenariat avec Capital Precision), depuis quelques années, une offre de services à l'attention des sociétés cotées françaises, hollandaises, belges, suédoises et finlandaises permettant à ces dernières de cartographier et d'identifier leur actionnariat par type d'actionnaires (par ex., actionnaires non-résidents /résidents, fonds, compagnie d'assurances, établissements bancaires etc.) et par styles de gestion (investissement long terme, *hedge fund* spéculatif, etc.). Couplés aux mécanismes juridiques traditionnels et en cours d'élaboration, l'élaboration et le pilotage de ces systèmes d'information laissent envisager de nouvelles perspectives de stratégies défensives intéressantes pour les sociétés peu désireuses de voir des concurrents s'inviter à l'improviste à leur capital et dans leurs organes décisionnaires.

Ils soulèvent, par la même occasion, des questionnements sur le rôle de l'État et du régulateur dans ces démarches de soutien à la transparence des marchés financiers et de la complémentarité éventuelle des services fournis, dans des domaines connexes, par les entreprises de marché et autres sociétés financières de droit privé.

7. Conclusion

Le droit des déclarations de franchissements de seuils de contrôle a fortement évolué en Europe depuis 2004. Plusieurs scandales, liés à des prises de contrôle rampantes utilisant une inadaptation réglementaire aux nouveaux instruments financiers, ont conduit le législateur (interne et européen) à renforcer les obligations déclaratives. Un élément clé de ces évolutions est l'inclusion, dans le calcul des taux de participation déclenchant l'obligation déclarative, d'instruments financiers complexes ayant pour le détenteur un effet économique équivalent à la détention d'actions, même lorsque le dénouement de ces instruments ne conduit pas à l'obtention desdites actions.

Les évolutions en droit interne ont généralement précédé le droit communautaire, si bien que la transposition des directives a eu des effets relativement limités sur la législation française et, finalement, le règlement de l'AMF, qui appliquait déjà un périmètre d'assimilation large. Plus généralement, la réglementation française des déclarations de franchissements de seuils est particulièrement exigeante. Elle génère un dispositif déclaratif assez lourd et la divulgation de nombreuses informations. Au nom de la transparence, et en appliquant le concept d'image fidèle, issu de la comptabilité financière, à la propriété économique des sociétés cotées, ce dispositif réglementaire réduit le droit à l'anonymat des actionnaires et prend le risque d'augmenter la surcharge informationnelle des investisseurs. Cette tendance réglementaire, au moment où le régulateur américain (la SEC) envisage également une réforme vers plus de transparence, pose au moins deux questions. D'une part, le risque d'une hyper-transparence qui rendrait inexploitable l'excès d'informations financières pour l'investisseur. D'autre part, les effets de la mise en place d'une réglementation plus exigeante, et en particulier le risque de décourager la montée au capital d'actionnaires potentiellement créateurs de valeur.

Pour cette raison, nous procédons dans le chapitre 2 à une évaluation de la pertinence des informations divulguées à l'occasion des franchissements de seuils, et nous proposons dans le chapitre 3 une nouvelle modélisation de l'activisme actionnariale, prenant en compte les deux phases de cette activité : la montée au capital (et sa divulgation) et la phase de gouvernance (décision de lancer ou non une campagne activiste éventuellement hostile).

Bibliographie

Akerlof, G.A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Assemblée nationale. (2012). Loi relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives. *Dite loi “Warsmann IV” du 22 mars 2012, loi n° 2012-387*.

Autorité des Marchés Financiers. (2008). Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention. *Groupe de travail présidé par Bernard Field, membre du Collège de l'AMF, octobre 2008*.

Fishman, M.J., Hagerty, K.M. (1995). The mandatory disclosure of trades and market liquidity. *Review of Financial Studies*, 8(3), 637-676.

Girard, C., Gates, S.R. (2014). Global drivers of and local resistance to French shareholder activism. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 94-100.

Holderness, C.G. (2016). Culture and the ownership concentrations around the world. *Journal of Corporate Finance*, *forthcoming*.

Kurlat, P., Veldkamp, L. (2015). Should we regulate financial information? *Journal of Economic Theory*, 158(B), 697-720.

Lambert, R.A., Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2012). Information asymmetry, information precision and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.

Martin Laprade, F. (2011). Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuil. *Bulletin Joly Sociétés*, 10, 837-843.

Martin Laprade, F., Dariosecq, S. (2011). LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ? *Bulletin Joly Bourse*, 73, 152-157.

Mazars (2009). Transparency Directive assessment report, prepared for the EU Commission Internal Market and Services DG (prepared by F.Demarigny et C. Clerc), *Mazars Group Communication*.

Moschieri, C., Campa, J.M. (2014). New trends in mergers and acquisitions: idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, 67(7), 1478-1485.

Martin Laprade, F. (2011). Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuil. *Bulletin Joly Sociétés*, 10, 837-843.

Mousseron, P. (2005). Du démembrement des droits sociaux au démembrement des flux sociaux. *Bulletin Joly Sociétés*, 4, 465-475.

Parlement européen. (2012). Rapport sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission (rapporteure: Arlene McCarthy).

Parlement européen et Conseil. (2004). Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Parlement européen et Conseil. (2013). Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Poole, R. (2016). Good times, bad times: a keyword analysis of letters to shareholders of two *Fortune 500* banking institutions. *International Journal of Business Communication*, 53(1), 55-73.

Sénat. (2011a). Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier. *Présentée par M. Philippe Marini, Sénateur, 29 juin 2011.*

Sénat. (2011b). Rapport fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier. *Par Mme Nicole Bricq, Sénatrice, 20 décembre 2011.*

Tama-Sweet, I., Zhang, L. (2015). The value relevance of fair value financial assets during and after the 2008 financial crisis: evidence from the banking industry. *Journal of Finance*, 3(1), 11-24.

Annexes

Annexe 1. Quelques scandales financiers récents liés aux déclarations de franchissements de seuils.

Annexe 2. Chronologie des évolutions de la réglementation française.

Annexe 3. Synthèse des principales dispositions réglementaires françaises.

Annexe 4. Exemples de déclaration de franchissement de seuil et de déclaration d'intention sur le marché français.

Annexe 5. Eléments de comparaison avec d'autres réglementations nationales.

Annexe 1. Quelques scandales financiers récents liés aux déclarations de franchissements de seuils.

Affaire Wendel/ Saint-Gobain. En 2007, après avoir annoncé détenir 6% du capital de Saint-Gobain, Wendel était monté en quelques mois à 21% en utilisant des *total return swaps* (TRS). Elle contractait des TRS avec différentes banques (la Deutsche Bank, Natixis, HSBC et la Société Générale), pour chaque fois moins de 5% du capital, et les banques se couvraient par la détention d'actions Saint-Gobain. A l'échéance des TRS, Wendel a acquis les actions auprès des banques, et a ainsi pu monter à 21% par surprise. Le 13/12/2010, Wendel et son ancien patron Jean-Bernard Lafonta ont été condamnés à une amende de 1,5 millions d'euros chacun par l'AMF, pour défaut d'information du marché. L'AMF a notamment estimé que les financements mis en place par Wendel montraient que l'intention était bien d'acquérir les titres ; il y aurait eu « contournement déloyal » des obligations déclaratives.

Affaire Porsche/Volkswagen. Le 26 octobre 2008, Porsche annonce détenir 74,1% de Volkswagen, 42,6% directement et 31,5% sous la forme d'options. Etant donné que le Land de Basse-Saxe détenait 20,2%, le flottant de Volkswagen était extrêmement faible. Cela a conduit de nombreux *hedge funds* à racheter des positions vendeuses, et le titre s'est envolé de 146,6% en bourse le 27 octobre 2008. Plusieurs plaintes ont été déposées par des fonds d'investissement, mais elles n'ont pas abouti.

Affaire LVMH/Hermès. En octobre 2010, LVMH déclare d'un coup détenir 17% du capital d'Hermès sans avoir eu à déclarer au préalable le seuil de 5%, grâce à l'utilisation d'*equity swaps*. Plus précisément : le 27 octobre, LVMH déclarait avoir franchi les seuls de 5% et 10% du capital et 5% des droits de vote de Hermès le 21 octobre, et de 15% du capital et 10% des droits de vote le 24 octobre (pour atteindre 17,07% du capital et 10,74% des droits de vote). Le 25 juin 2013, le groupe LVMH est condamné à une amende record de 8 millions d'euros pour défaut d'information du marché. En revanche, les transactions effectuées ne sont pas annulées.

Affaire Pershing/Vornado/J.C.Penney. En octobre 2010, aux Etats-Unis, (Pershing) et *Vornado Realty Trust* (Vornado) sont montés au capital de la chaîne de grands magasins *J.C.Penney*. Pershing a dans un premier temps acquis 4,9% de J.C.Penney. Le fonds est ensuite monté au capital, de concert avec Vornado, profitant du délai de 10 jours après le franchissement du seuil de 5%. Au moment de signaler au marché le franchissement de seuil, Pershing détenait 16,5% du capital (incluant les options assimilées), et Vornado 9,9%. L'annonce a entraîné la hausse du titre J.C.Penney de plus de 15% ; Pershing et Vornado ont donc pleinement profité des dix jours pour acquérir des titres à un prix inférieur à celui qu'ils auraient obtenu sur un marché bien informé. Cette acquisition a été faite dans les règles de la réglementation financière, mais elle a été utilisée par les partisans d'un changement comme symbolique des abus permis par la réglementation actuelle.

Annexe 2. Chronologie des évolutions de la réglementation française.

26/07/2005 : loi n°2005-842 Les mécanismes de la **Directive Transparence** sont transposés en droit français.

01/10/2008 : Rapport de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, présidé par Bernard Field, dit « **Rapport Field** ». Les propositions incluent notamment :

- Un abaissement à 4 jours du délai de déclaration de franchissement de seuil (au lieu de 5).
- Un nouveau seuil de déclaration de 3% (il ne sera finalement pas retenu).
- Une assimilation plus large des instruments dérivés, incluant notamment les instruments à dénouement en numéraire (equity swaps, CFD).
- L'ajout des seuils de 15% et 25% pour les déclarations d'intention, et une réduction à 6 mois (au lieu de 12) de la validité de l'engagement.

30/01/2009 : **ordonnance n°2009-105** relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuil et aux déclarations d'intentions. Elle ne retient pas le principe d'une assimilation extensive (les instruments dénouables en numéraire ne sont pas assimilés, mais font l'objet d'une information séparée).

01/08/2009 : par arrêté du 27/07/2009 portant homologation du **règlement de l'AMF**, nouveau dispositif des franchissements de seuil. C'est **l'entrée en vigueur de l'ordonnance de 2009**. Il inclut les dispositions suivantes :

Concernant les franchissements de seuils

- Un élargissement du périmètre d'assimilation aux instruments dérivés donnant accès à des actions existantes.
- Une obligation d'information séparée pour les instruments financiers à dénouement numéraire permettant d'obtenir un « effet similaire à la possession d'actions » (par exemple les *equity swaps* à dénouement en numéraire).
- Un délai de déclaration de 4 jours (au lieu de 5 jours).

Concernant les déclarations d'intentions

- Deux nouveaux seuils à 15 % et 25 % (en plus des seuils 10% et 20%).
- Un délai pendant lequel le déclarant est tenu par sa déclaration de 6 mois (au lieu de 12 mois).

- Un assouplissement des conditions de changement d'intention (il suffit de faire une nouvelle déclaration, qui fait courir un nouveau délai de 6 mois).

29/06/2011 : proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, présentée par le sénateur Philippe Marini, dite « **proposition de loi Marini** ». Elle contient principalement deux dispositions : l'inclusion d'un nouveau seuil de déclaration de 3%, et l'application du principe d'assimilation pour tous les titres ayant un « effet économique similaire » à la détention d'actions.

20/12/2011 : Rapport au nom de la commission des finances sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, par la sénatrice Nicole BRICQ, dit « **Rapport Bricq** ». Le rapport porte sur la proposition de loi de Philippe Marini et sur l'examen de l'article 21 bis de la loi Warsmann IV en préparation. Dans l'ensemble, le rapport soutient les propositions de la loi Warsmann IV, en particulier le principe de l'assimilation pour les instruments dérivés dénouables en numéraire. En revanche, la rapporteure est favorable à l'introduction d'un nouveau seuil de déclaration de 3%, conformément à la proposition de loi Marini, qui n'a pas été retenu dans la loi Warsmann IV. De même, elle n'est pas favorable à l'alignement du mode de calcul des franchissements de seuils et des déclenchements d'OPA obligatoire.

22/03/2012 : Loi n°2012-387 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite **loi Warsmann IV**. Elle modifie le régime déclaratif des franchissements de seuil. Les titres financiers dérivés dénouables en numéraire sont désormais assimilés dans le calcul des seuils (au lieu de faire l'objet d'une déclaration séparée).

01/10/2012 : entrée en vigueur du **nouveau règlement de l'AMF** en application de la loi Warsmann IV. Les instruments financiers à dénouement en numéraire sont assimilés aux actions dans le pourcentage de détention. A compter de cette date, est inséré au sein de l'article L. 233-9, I, du Code de commerce, un 4° bis aux termes duquel sont assimilés aux actions ou

aux droits de vote possédés par la personne tenue à déclaration, *« les actions déjà émises ou les droits de vote sur lesquels porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions »***.** Le pourcentage de détention assimilé de ces instruments est calculé par produit du nominal par le delta de l'instrument (alors que c'est le nominal seul qui est utilisé concernant les instruments à dénouement en titres). Il est à noter que le dénominateur n'est pas ajusté (le total de détention peut donc excéder 100%), et que seuls les positions acheteuses sur les dérivés sont prises en compte.

03/12/2015 : Ordonnance n°2015-1576 portant **transposition de la directive 2013/50/UE** du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

05/12/2015 : Mise en application du **nouveau règlement de l'AMF**. L'ensemble des titres d'*effet économique similaire* à la détention d'actions entre dans le périmètre d'assimilation (la nouveauté concerne les titres dénouables en actions non encore émises, qui étaient auparavant exclus du périmètre). Il s'agit du règlement actuellement en vigueur sur le marché français.

Annexe 3. Synthèse des principales dispositions réglementaires françaises.

Source du droit

Les **articles 223-11 à 223-15** du règlement général de l'AMF portent sur les obligations déclaratives en matière de franchissements de seuils de contrôle, en application des articles **L233-7 et L233-9** (portant définition des titres assimilés aux actions dans le calcul des seuils) du Code de Commerce.

Seuils et délais de déclaration.

L'initiateur doit signaler dans un délai de 4 jours de bourse le franchissement, à la hausse ou à la baisse, des seuils 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50%, 2/3, 90% et 95% du capital ou des droits de vote.

Titres assimilés

Sont assimilés aux actions dans le calcul des seuils :

- les instruments dérivés à dénouement en actions (y compris s'ils portent sur des actions non encore émises, depuis le 05/12/2015 ; avant cette date les titres à dénouement physiques portant sur des actions non encore émises n'entraient pas dans le calcul du taux de participation), à hauteur du nominal de l'instrument ;
- les instruments dérivés à dénouement monétaire, à hauteur du produit du nominal de l'instrument par son *delta* (à compter du 01/10/2012 ; avant cette date, ces instruments font seulement l'objet d'une information séparée lorsqu'un seuil est franchi).

Déclaration d'intention

Lorsque l'initiateur franchi à la hausse les seuils de 10%,15%, 20% et 25% du capital ou des droits de vote de la cible, il doit signaler dans les 5 jours de bourse (contre 4 pour le franchissement de seuil lui-même ; en pratique, les déclarations d'intention sont presque toujours incluses aux déclarations de franchissements de seuils correspondantes) ses intentions en matière de contrôle de la société. Il doit indiquer en particulier s'il envisage :

- de continuer à accumuler des actions de la société émettrice ;
- de demander à obtenir un siège au conseil d'administration ou au conseil de surveillance ;
- de réclamer une inflexion dans la stratégie de la société émettrice ;
- de lancer une OPA/OPE ;
- de prendre le contrôle de la société émettrice.

Annexe 4. Exemples de déclaration de franchissement de seuil et de déclaration d'intention sur le marché français.

Franchissement de seuil.

Le 31 juillet 2012, l'AMF informe le marché que le fonds d'investissement écossais F&C Asset Management a franchi à la hausse le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la société cotée (sur Euronext Paris) Tour Eiffel.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

212C0987
FR0000036816-FS0465

31 juillet 2012

Déclaration de franchissement de seuils (article L. 233-7 du code de commerce)

TOUR EIFFEL

(Euronext Paris)

Par courrier reçu le 30 juillet 2012, la société de droit écossais F&C Asset Management Plc (80 George Street, Edinburgh, EH2 3BU, Ecosse, Royaume Uni), agissant pour le compte de clients sous gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 25 juillet 2012, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la société TOUR EIFFEL et détenir, pour le compte desdits clients, 309 502 actions TOUR EIFFEL représentant autant de droits de vote, soit 5,23% du capital et des droits de vote de cette société[1].

Ce franchissement de seuils résulte d'une acquisition d'actions TOUR EIFFEL sur le marché.

Le déclarant a précisé, au titre de l'article 223-14 III 3° et IV du règlement général, détenir 14 957 « Contracts for Differences » sans échéance prévue, portant sur autant d'actions TOUR EIFFEL, réglés exclusivement en espèces.

http://www.amf-france.org

Déclaration d'intention.

Le 19 mars 2012 l'AMF publie la déclaration d'intention du fonds d'investissement Qatar Holding LLC sur l'entreprise cotée (sur Euronext Paris) Lagardère SCA.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

212C0411
FR0000130213-FS0179

19 mars 2012

Déclaration de franchissement de seuil et déclaration d'intention
(article L. 233-7 du code de commerce)

LAGARDERE SCA

(Euronext Paris)

1. Par courrier reçu le 19 mars 2012, la société Qatar Holding LLC[1] (Doha, PO Box 23224, Qatar) a déclaré avoir franchi en hausse, le 14 mars 2012, le seuil de 10% des droits de vote de la société LAGARDERE SCA et détenir 16 820 531 actions LAGARDERE SCA représentant autant de droits de vote, soit 12,83% du capital et 10,05% des droits de vote de cette société[2].

   Ce franchissement de seuil résulte d'une acquisition d'actions LAGARDERE SCA sur le marché.

2. Par le même courrier, la déclaration d'intention suivante a été effectuée :

   « La société Qatar Holding LLC déclare :

   - l'acquisition d'actions LAGARDERE SCA a été financée par fonds propres ;
   - agir seule ;
   - qu'elle pourrait augmenter sa participation dans la société LAGARDERE SCA ;
   - ne pas envisager de prendre le contrôle de la société LAGARDERE SCA ;
   - envisager de discuter avec tout acteur intéressé, le cas échéant, en vu de partenariats stratégiques permettant la création de valeur à long terme pour les actionnaires de la société, étant précisé qu'il n'existe actuellement aucun projet spécifique à cet égard, ni le souhait de réaliser l'une des opérations listées à l'article 223-17 I 6° du règlement général de l'AMF ;
   - envisager de proposer sa nomination au conseil de surveillance de la société LAGARDERE SCA ;
   - ne pas avoir conclu d'accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et/ou les droits de vote de la société LAGARDERE SCA. »

http://www.amf-france.org

Annexe 5. Eléments de comparaison avec d'autres réglementations nationales.

Allemagne

Les seuils de déclaration sont 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% et 75% des droits de vote uniquement. Le délai est de 4 jours de négociation. Le 11 février 2011 a été adopté par le Bundestag un amendement incluant les instruments dénouables en numéraire dans le périmètre de déclaration.

Royaume-Uni

C'est la réglementation DTR 5 (*Disclosure and Transparency Rules*) de la FSA (*Financial Services Authority*) qui s'applique. Comme en Allemagne, seuls les seuils en droits de vote sont déclarés. Les seuils appliqués sont tous les seuils de 1% entre 3% et 100% (3%, 4%, 5%, etc.). Le délai est de deux jours de négociation. Depuis le 1er juin 2009, les instruments financiers ayant un effet économique similaire à la détention d'actions sont assimilés pour le calcul des seuils.

Etats-Unis

C'est la règle 13D (*Schedule 13D*) de la Securities and Exchange Commission (SEC) qui s'applique. Les seuils en « *voting power* » et en « *investment power* » (capacité d'acheter et de vendre les titres) s'appliquent. Le premier seuil est de 5%, puis il faut une notification immédiatement (1 jour) à chaque pourcentage supplémentaire franchi. Le délai actuel pour signaler le franchissement de seuil à 5% est de 10 jours. Ce délai de 10 jours fait débat. Une pétition a même été lancée par une société d'avocats américaine basée à New York (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, WLRK). Cette pétition réclame un raccourcissement du délai, considérant qu'il laisse trop de temps à l'initiateur pour accumuler des titres et augmenter sa détention avant que le marché soit informé de la démarche.

Concernant le périmètre d'assimilation, seuls les instruments dérivés dénouables en titres à échéance de moins de 60 jours sont inclus dans le calcul. La pétition réclame également une extension du périmètre d'assimilation, semblable à la législation européenne.

La déclaration d'intention est incluse. Pour un investisseur totalement passif, qui n'a aucune intention d'influencer le management, il est autorisé à remplir un formulaire 13G au lieu de 13D. Au seuil de 5%, le délai est alors très long : 45 jours après la fin de l'année où le seuil a été franchi.

Japon

Proche du système américain, mais le délai est plus court. Le franchissement de seuil doit être signalé à partir de 5%, dans les 5 jours du franchissement de seuil. Puis les franchissements de 1% doivent être signalés, à la hausse et à la baisse. Comme aux Etats-Unis, il existe un dispositif allégé pour les actionnaires passifs. Ces derniers ne doivent signaler les positions excédant 5% que deux fois par mois depuis le 01/01/2007 (contre une fois tous les trois mois auparavant).

Chapitre 2

Résumé du chapitre 2

L'objet de ce chapitre est de fournir une étude empirique de la pertinence des informations divulguées en matière de franchissements de seuils de contrôle. La théorie économique prévoit que l'existence d'un actionnaire détenteur d'une part importante du capital permet de résoudre partiellement le problème d'agence né de la séparation entre propriété et contrôle (Shleifer et Vishny, 1986). La présence au capital d'un *blockholder*, même détenteur d'une part minoritaire, peut aussi favoriser la création de valeur, soit par une intervention directe sur la gouvernance de l'entreprise (on parle alors d'activisme actionnarial), soit par la menace de vendre des titres (Admati et Pfleiderer, 2009, Edmans et Manso, 2011). La valeur ainsi créée par les *blockholders* est généralement partagée par l'ensemble des actionnaires, en particulier les minoritaires ; par exemple, l'activisme du *blockholder* peut permettre de diminuer des bénéfices privés qui seraient captés par l'actionnaire majoritaire au détriment des minoritaires (Bebchuk et Jackson, 2012).

De précédents travaux empiriques ont tenté de mesurer la création de valeur au moment de l'annonce d'initiatives activistes de la part de *blockholders*, par exemple le lancement de *proxy contest*[22], avec des résultats mitigés. Gillan et Stark (2007) constatent que cette littérature n'a pas permis d'établir clairement une création de valeur de la part des activistes. Clifford (2008) explique que cette absence de résultat provient du fait que le marché anticipe la création de valeur au moment où la présence du *blockholder* est révélée.

Les études se sont donc portées sur les annonces de franchissements de seuils, et en particulier celles effectuées par des *hedge funds* activistes, considérés comme plus à même que d'autres investisseurs de créer de la valeur. Les résultats obtenus sont en effet très significatifs (par exemple Brav *et al.*, 2008). Toutefois, les spécificités de la réglementation américaine (les actionnaires passifs sont soumis à des règles très allégées) ne permettent pas de comparer la réaction du marché selon les intentions du *blockholder*. La plupart des études empiriques sur les franchissements de seuils de contrôle se sont donc intéressées exclusivement aux activistes, sur les marches américains (Greenwood et schor, 2009, Klein et Zur, 2009) ou non-américains (Mietzner et Schweizer, 2011, sur le marché allemand, Croci et Petrella, 2015, sur le marché italien, Becht *et al.*, 2015, pour une étude internationale). S'ils ont largement contribué à

[22] Course aux procurations en vue de remplacer les dirigeants actuels.

l'identification de la création de valeur par les activistes, ces travaux n'ont pas permis de confirmer empiriquement que les *blockholders* passifs pouvaient également créer de la valeur (comme par exemple dans le modèle d'Edmans et Manso, 2011).

Dans ce chapitre, nous utilisons les spécificités de la réglementation française (actifs et passifs sont soumis aux mêmes obligations déclaratives, déclaration d'intention obligatoire à partir du seuil de 10%) pour étudier la pertinence des informations divulguées selon les caractéristiques de l'acquéreur et de la cible. De plus, nous mesurons la réaction du marché aux déclarations d'intention du *blockholder*. Nos principaux résultats sont les suivants :

1. Le marché réagit positivement aux annonces de franchissements de seuils à la hausse sur le marché français. Sur notre échantillon exhaustif des annonces publiées par l'AMF entre août 2008 et septembre 2012, nous obtenons un CAR de +1.50%, significatif au seuil de 1% (**tableau 2.7**). Ce résultat est obtenu sur un échantillon plus large que ceux des études précédentes, et qui inclut des annonces par différents types de *blockholders* (financiers, industriels, individuels), quelles que soient leurs intentions sur la gouvernance de la cible.
2. La réaction du marché est plus élevée lorsque le seuil a été franchi par l'acquisition d'un bloc d'actions hors marché (*block trade*) (+2.09%) que lorsqu'il s'agit d'une acquisition sur le marché (+1.62%) (**tableau 2.8**). Ceci est conforme au modèle d'Easley et O'Hara (1987), qui suggère que le contenu informationnel de l'acquisition d'un bloc est supérieur à celui de l'acquisition d'une participation équivalente sur le marché.
3. Les informations divulguées dans les déclarations d'intention sont pertinentes. Le marché réagit davantage lorsque le *blockholder* déclare des intentions activistes (+2.79%, contre +1.72% pour les passifs) (**tableau 2.10**). En cas de déclaration activiste, la réaction de marché est particulièrement forte pour les investisseurs non-financiers (+4.17%) et lorsque l'intention est de modifier la stratégie de l'entreprise (+5.04%). Ces résultats indiquent que des activistes autres que les *hedge funds*, qui ont fait l'objet de presque tous les travaux académiques sur le sujet, peuvent contribuer à la création de valeur.
4. La réaction du marché reste élevée économiquement et significative statistiquement lorsque le *blockholder* déclare ne pas avoir d'intention activiste (+1.72%). Ce résultat apporte une confirmation empirique des modèles qui prévoient que des *blockholders* passifs peuvent contribuer à la création de valeur (Edmans et Manso, 2011).

Finalement, les résultats obtenus confirment que les informations divulguées dans les déclarations de franchissements de seuils de contrôle sont pertinentes, même sur le marché français dont la réglementation en la matière est particulièrement exigeante. Il est notable que la pétition WLRK, qui réclame un renforcement de la régulation sur le marché américain, n'aborde pas la question des règles spécifiques aux investisseurs passifs. Si l'objectif à atteindre par la réglementation est, comme l'affirme la pétition, le plus haut degré de transparence possible sur les marchés, cette question mériterait d'intégrer le débat sur la réforme de la réglementation américaine.

En revanche, à l'issue de cette étude, la question du délai de déclaration optimal (posée par la pétition) reste ouverte. Pour l'aborder, il est nécessaire d'étudier les motivations et stratégies de déclaration des *blockholders*.

Chapitre 2: The determinants of the market reaction to the disclosure of active and passive blockholdings

In this chapter, we provide empirical evidence of the value relevance of the information disclosed in blockholding announcements. We study the determinants of the market reaction, with a special focus on the purpose of transaction. The specificities of the French market allow us to compare the market reaction when the blockholder has active or passive intents. Our results support that active investors create more shareholder value, but there is still a positive and significant market reaction when the blockholder commits to remain passive.

1. Introduction

The intertwining of a firm's blockholders activism and its corporate governance structure has been widely discussed over the last two decades but remains partially understood. Although the way large shareholders may influence the course of a company through direct interventions benefits from a longstanding research consideration (Shleifer and Vishny, 1986; La Porta *et al.*, 1999), the anticipation and prior beliefs of market participants over the changes implemented by blockholders, and thus the benefit for shareholders of these interventions, are still under study. They are potentially leading to major economic consequences (Brav *et al.*, 2008).

The difficulty encountered by prior empirical studies is to clearly identify blockholders' investment strategies and their impact over the firm's run, so that the potential competitive advantages can be traced to value creation. This peculiar focus is currently referred by the literature as the *value of control*. More specifically, Damodaran (2012) defines the value of control as *« the product of the change in value from altering the way a firm is operated and the probability that this change will occur »*.

Since blockholders expertise span from mere stock selection to strategic planning advice (Edmans, 2013) and may be bounded by sector regulation as in the case of mutual and pension funds (Black, 1998; Karpoff, 2001; Gillan and Starks, 2007), the value of control as perceived by market participants should be then conditioned by the intrinsic characteristics of the blockholder acquiring shares – for instance, whether the blockholder is potentially willing to enforced new ways of running a business – and, if so, the probability of a successful achievement in redesigning the business strategy. One can argue that blockholder simply performing stock picking with no pretention over the business strategy should not lead to any value creation; it may still at least convey a signal of potential undervaluation of the stock. Some theoretical papers also suggest that passive minority blockholders may create value by reducing agency costs through the threat of selling their shares (Admati and Pfleiderer, 2009).

In this chapter, we provide an analysis of the factors influencing the market reaction to blockholder disclosure. In particular, we show that the price reaction is statistically significant even in the case where the acquiring shareholder notifies in a statement of interest that she has no any active intent on the target. Still, the reaction is higher in case of activism, especially when concrete strategic actions are announced or when the blockholder is a non-financial company. To our knowledge this is the first study of this kind which uses a comprehensive

dataset of blockholder disclosure without any prior restriction on a special kind of shareholder or transaction method.

In order to define shareholder activism, authors usually focus on the governance part of this activity. For example, Black (1998) explains that there are two distinct approaches of activism: *"presenting or threatening to present a shareholder proposal on a corporate governance issue at a company's annual shareholder meeting"* or *"jawboning on a particular firm's managers or board of directors to achieve a change in management or strategy"*. Even if this author recognizes that large institutions are more likely to engage in this activity than individuals, activism is defined as a behavior rather than a type of investor.

A clear majority of the academic research on activism has focused on activism from institutional investors, as explained by Denes, Karpoff and McWilliams (2016). Mutual funds and pension funds, in particular, may engage in activism; however, they rarely achieve significant benefits for shareholders (Romano, 2001, Gillian and Stark, 2007). For this reason, more recent papers concentrated on hedge funds. Hedge funds are supposed to be better monitors because their managers are more incentivized to value creation, and because they can more easily concentrate their positions on a small number of companies.

Since the article of Brav *et al.* (2008), activism is specifically identified to hedge funds. We now speak about activist hedge funds as a specific category of investor, and activism itself frequently refers to the strategy of these activist hedge funds. For example, Klein and Zur (2009) define hedge fund activism as a *"strategy in which a hedge fund purchases a 5 percent or greater stake in a publicly-traded firm with the stated intent of influencing the firm's policies"*. Interestingly, these authors consider as part of the activist strategy the trading stage, while previous definitions only referred to the governance stage of activism. In the 3rd chapter of our work, we introduce a new model which includes both the trading stage and the governance stage of activism.

Another interesting feature of the definition given by Klein and Zur (2009) is that we usually speak about "activism" when the shareholder entering this strategy holds a relatively small share of the firm's capital. Typically, an activist is more a blockholder who owns a bit more than 5% of the target, than a large shareholder who exerts monitoring in a classical governance framework.

The blockholders' legal filing requirements imposed by financial regulation offer a fertile ground for studying the impact of these blockholders on the target's share price. Several empirical papers focusing on U.S. data have shown a significant price reaction to these announcements in the last decade (Brav *et al.*, 2008; Clifford, 2008; Greenwood and Schor, 2009, Klein and Zur, 2009; Bebchuk, Brav and Jiang, 2015). We may also find some empirical evidence on non-U.S. data (on Japan: Buchanan, Chai and Deakin, 2014; on Germany: Weber and Zimmermann, 2013; Mietzner and Schweizer, 2014; on Italy: Croci and Petrella, 2015; on the UK: Becht *et al.*, 2009; International: Becht *et al.*, 2014). All these papers have for common characteristic to focus on hedge fund activism.

Beside the academic interest of contributing to the debate on value creation by those institutions, another reason of this focus is linked to the specificities of the U.S. regulation, known as the 13D/13G regulation (as it is defined in the Section 13D and Section 13G of the *Securities Exchange Act*). A major specificity of the U.S. 13D regulation is that only active investors should fill out a Schedule 13D form. An investor which has no purpose of changing or influencing the control of the target (and which remains under the 20% threshold) is exempted from Schedule 13D and only fills a Schedule 13G form. A Schedule 13G form is notably less informative for two reasons: its content is lighter, and it must be filed only on an annual basis (within 45 days after the end of the calendar year). Thus, there is a several months' delay between the crossing of the threshold and the filing of a Schedule 13G. It makes virtually impossible any direct comparison of active with passive blockholding announcements on U.S. data.

In this study, the French regulatory setting is used. In the French case, the disclosure obligation does not depend on the active or passive nature of the investor and thus allows to closely analyze any economic consequence implied by a blockholder acquiring shares. The objective of this chapter is to provide new evidence on the stock market reaction over blockholder disclosure and to determine the economic factors influencing this reaction. For this we use a comprehensive dataset of blockholding announcements on the French market between August 2008 and September 2012.

Research in corporate finance has shown the critical role of blockholders in the governance of companies. The distinction between managers and owners leads to agency problems highlighted by the seminal article of Berle and Means (1932). Only large shareholders have the incentive to engage in costly monitoring (Shleifer and Vishny, 1986), which justifies that the

shareholding structure of most companies is not fully dispersed. Faccio and Lang (2002) document that a large majority of Western European firms (63%, and 86% in the French case) have a controlling shareholder owning at least 20% of equity. Holderness (2009) considers blockholdings starting from a 5% ownership (a definition which is similar to most regulations) and finds that almost all public firms contain at least one such blockholder (96% in the United States, 99% in France).

Following the Hirschman (1970) terminology, the blockholder governance behavior has been classified into *voice* and *exit* options. Examples of *voice* go from suggesting a strategic change to voting against directors. Together with the presence of a large blockholder, the existence of several minority blockholders may help an activist to put pressure on the management or even engage in a proxy contest. Edmans and Manso (2011) show that when shareholding is dispersed the free-rider problem is exacerbated and it makes more difficult for an activist to exert governance through *voice*.

In other words, the presence of passive minority blockholders (with no intention of direct *voice* action) may increase the probability of a *voice* action by an existing or a potential activist shareholder. *Exit*, also called the "Wall Street Rule" or "voting with your feet" consists in putting the price down by simply selling the block. It may be considered as a governance mechanism since the threat of exit may induce the management to maximize shareholder value (Admati and Pfleiderer, 2009).

Besides, the fact that blockholders engage in the acquisition of private information and trade using this information has been well documented (Scholes, 1972; Bushee and Goodman, 2007). When a shareholder builds up a new block by acquiring shares on the market, she sends a positive signal about the intrinsic value of the target; and she also immediately threatens to sell her shares. Like *voice*, *exit* concerns both active and passive shareholders. For this reason, studying the market impact of blockholder disclosure by activist hedge funds only tells a part of the story. The French regulation offers the possibility to compare all kinds of blockholders acquisitions or disposals, by active or passive shareholders, through market acquisition or block trading.

The remainder of this chapter is organized as follows. In section 2, we expose the specificities of the French regulatory background and draw some international comparison. Section 3 reviews the literature on blockholder disclosure and presents our tested hypothesis. In section

4, we discuss the data employed in this study. The empirical analysis is on sections 5 and 6. Section 7 summarizes our results and concludes.

2. Regulatory background on the French market and international comparison

The rules governing notification of major shareholdings seek to provide the market with information about the shareholder geography of an issuer. As in many countries, the first threshold that triggers public disclosure in the French regulation is 5%. This threshold applies to voting power as well as to cash flow rights. In the United States, the notion of *beneficial ownership* referred to in the *Securities and Exchange Commission* (SEC) regulation also covers both voting power and cash flow rights, so the regulations are similar on that point. The legal deadline in France between the crossing of the threshold and notification to the market authority is 4 days. With a possible additional 2 days' delay before public announcement by the market authority, the total time period between the transaction date and the announcement date may be up to 6 days. This is significantly shorter than in the SEC regulation, where the current deadline is 10 days.

The WLRK petition

This deadline is a source of a vivid controversy among the U.S. financial and law community. The 13D regulation has been questioned. In March 2011, the famous law firm *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz* (WLRK), also known as the inventors of poison pills in the early 80s, submitted to the SEC a petition (thereafter the WLRK petition) for a change in the U.S. ownership reporting regulation. The main purpose of the petition is to ask for a shorter reporting deadline. The current reporting regime, which dates to the *Williams Act* of 1968, is said to be out-of-date. The 10 days' deadline under current U.S. regulation is the longest among developed markets. It is 5 business days in Japan, 4 days or shorter among the member countries of the European Union (plus a possible public announcement delay when the market is not directly informed by the blockholder), 2 days in Australia.

The petition argues that this ten days' gap allows investors to secretly accumulate shares before notification, at a price lower than the one of a well-informed market. The Dodd-Frank legislation (2010) allows the SEC to impose a shorter deadline, and the petition asks the Commission to do so. They recommend that the SEC require a Schedule 13D filing (the official notification form) within one business day following the crossing of the five percent of

ownership threshold, arguing that this type of investor *« will almost always be a sophisticated, experienced investor, with the resources to submit the required filings promptly »* (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2011). Incidentally, giving a high priority to market transparency, the petition also asks for the introduction of a two business days' "cooling-off period" prohibiting the acquisition of additional shares just after the filing of Schedule 13D form.

French regulation and international comparison

The regulation of blockholder disclosure remains highly varied across countries, even among member countries of the European Union. **Table 2.1** and **Table 2.2** present the major aspects of the blockholders' legal filing requirements under the French, German, U.K, Japanese and U.S. regulations. These requirements differ by the maximum delay between the transaction date and the announcement date, by the first ownership threshold triggering disclosure obligations (usually 5% but sometimes lower, like in Germany or the U.K.), by the specific rules applied to passive blockholders, and by the submission process.

Table 2.1. Comparative regulation of blockholder disclosure in Europe

This table presents the regulation of blockholder disclosure across three different European countries.

Country	**France**	**Germany**	**United Kingdom**
Related law	Articles L.233.7, L.233.9 and L.233.14 of the Commercial Code	Articles 21 and 26 of the Securities Trading Act	Disclosure and Transparency rule number 5.1 of the Financial Services Authority
Delay from transaction date to public annoucement	6 days (4 days for the blockholder + 2 days for the market authority)	7 days (4 days for the blockholder + 3 days for the issuer)	2 days
First threshold	5% of cash flow rights or voting rights	3% of voting rights	3% of voting rights for U.K. issuers, 5% of voting rights for non-U.K. issuers
Active and passive blockholders	Active and passive blockholders must disclose	Active and passive blockholders must disclose	Active and passive blockholders must disclose
Submission process	The blockholder must sumbit a *"Declaration of crossing of shareholding threshold"* to the market authority. It is then made public by the market authority within 2 days.	The blockholder must submit a *"Notification of voting rights"* to the issuer and the market authority. It is then made public by the issuer within 3 days.	The blockholder must submit a TR-1 to the issuer with a copy to the Stock exchange

Table 2.2. Comparative regulation of blockholder disclosure outside Europe

This table presents the regulation of blockholder disclosure in Japan and the United States.

Country	Japan	United States
Related law	Article 27.23 of the Financial Instruments and Exhange Act	Section 13(d) of the Securities and Exchange Act
Delay from transaction date to public annoucement	5 days	10 days
First threshold	5% of the number of shares outstanding	5% of beneficial ownership (cash flow rights or voting rights)
Active and passive blockholders	Some passive blockholders may follow the "special reporting provision" (Article 27.26 of the Financial Instruments and Exchange Act)	Only active blockholders are required to submit a 13D form. Schedule 13G, which is much lighter, applies to passive shareholders
Submission process	The blockholder must submit a "Large volume holding report" to the Ministry of Finance and to the Stock exchange	The blockholder must submit a Schedule 13D form to the SEC

The most specific features of the U.S. regulation are the deadline (which led to the WLRK petition) and the light requirements for passive blockholders (not addressed by the petition). There are also significant differences across the rules applied in member countries of the European Union, although the Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004, revised by the Directive 2013/50/EU of 12 June 2013 (known as the *Revised Transparency Directive* (RTD), has laid the foundations for a convergence.

This legislation has introduced a minimum harmonization of the mandatory notifications, which remain largely specific to each member state. The RTD states that a shareholder who acquires or disposes of a proportion of voting rights of an issuer admitted to trading on a regulated market shall notify the issuer (or the market authority) when she crosses some defined thresholds, within four trading days (or shorter). The thresholds imposed by the directive are 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% or 1/3, 50%, 75% or 2/3. As it is a minimum harmonization directive, the legislation of member countries of the European Union may go beyond these requirements. For example, in the UK, the first threshold is 3% and the maximum delay is 2 trading days.

In France, the regulation comes in application of the L.233.7, L.233.9 and L.233.14 articles of the French Commercial Code. The first threshold is 5% and the delay 4 days, as required by the RTD. Still, the French legislation goes beyond by several aspects, including:

- It imposes the disclosure of ownership whether in voting power or in cash-flow rights (like in the U.S. legislation), while only voting power is required by the Directive;
- It imposes the disclosure of a statement of interest whenever the 10% threshold is crossed (the blockholder must notify whether she has any activist intent on the target).

Another specific feature of the French legislation is that it is centered on the market authority (AMF, *Autorité des Marchés Financiers*). The blockholder must inform the AMF, and the AMF then makes the information public (sometimes with an additional one or two trading days' delay, which makes a potential 6 days' gap between the date of transaction and the date on which the market is informed).

Progressively, the French legislation has moved on toward tighter requirements, anticipating an evolution in the European legislation. Starting from the 1st of October 2012 (after the period of our data collection), cash-settle derivatives have been included in the computation of ownership (following the implementation of the Warsmann IV legislation). This decision was largely

influenced by the LVMH/Hermes case. In October 2010, the luxury conglomerate LVMH surprised the market by disclosing a 17% stake in Hermes, without previous notification of the lower thresholds. This has been made possible using cash-settled derivatives, by which LVMH got economic exposure to Hermes. They finally negotiated simple covenants to the contracts with the counterpart banks to unsettle those contracts with actual Hermes equity. LVMH has finally been fined 8 million euros in July 2013 by the AMF, the largest fine it had ever imposed at that date. The inclusion of cash-settled derivatives is now also imposed at European level by the amending Directive 2013/50/EU; it concerns very few cases. This adjustment in regulation is the reason why the last blockholding announcement in our sample occurs in September 2012.

3. Literature review and tested hypothesis

Blockholders and governance

We provide here a brief review of the literature on blockholder disclosure. Theory considers monitoring by shareholders as a way to reduce the agency conflicts arising from the separation between ownership and control (Jensen and Meckling, 1976). This is a way to answer the famous question raised by Alchian and Demsetz (1972):

« But who will monitor the monitors? »

Yet this monitoring is costly and firms with a dispersed shareholding structure suffer from a free-rider problem. Only large blockholders may have a sufficient incentive to monitor managers and overcome the free rider problem (Grossman and Hart, 1980, Shleifer and Vishny, 1986).

The motivation for large shareholders to exert monitoring are various; most of them result in shareholder value creation (for all shareholders, including minority shareholders). However, a source of motivation could be to obtain private benefits at the expense of other shareholders. These private benefits may be, for example, high wages for directors directly linked to the large shareholder, below-market transfer prices using other companies that they also own, or a strategic orientation of the firm which favors this large shareholder's interests. In general, private benefits are costly; in this case, monitoring by the large shareholder will in fact destroy shareholder value, and the large shareholder will only benefit from a transfer of value from the minority shareholders (Zwiebel, 1995). Thus, the announcement of the presence of this kind of large shareholder in the capital of the firm could induce a negative price reaction from the market.

Another possible motivation is the acquisition of a toehold, in order to prepare a takeover. A reason to acquire such a toehold is that it will reduce the total price paid for the acquisition (the toehold is acquired at the market price, much lower than the tender offer price). The acquirer may also simply want to trade on private information (Noe, 2002). In this case this acquisition is not creating value, but it is still revealing value and value relevant. It also improves market efficiency and, specifically, the price accuracy of the firm's stock. Finally, the acquirer may simply want to create value through monitoring (Shleifer and Vishny, 1986).

Focusing on activists as we defined earlier[23] (following Klein and Zur, 2009), most recent empirical studies show that their motivation is shareholder value creation, and that they usually manage to do it at list in the short run (Brav *et al.*, 2008) and probably also in the long run (Bebchuk, Brav and Jiang, 2015). Because they are typically not large shareholders and don't exert full control on the target, they usually tend to implement changes in the company which benefit to all shareholders. For example, there may be a dominant large shareholder who captures private benefits at the expense of the other shareholders. In this case, the activist shareholder may contribute to reduce these private benefits. However, they also have the possibility to capture a large part of the created value by trading shares before the market gets informed of their presence, using the reporting window.

Still, earlier empirical studies on the impact from activism during the governance stage (the launch of friendly or hostile activist campaigns while the activist is already a blockholder of the company) has produced mixed results. Focusing on a single activist, Hermes UK, Becht *et al.* (2009) find a significant reaction to governance outcomes of activism. Some papers also document a negative stock price impact on activists' proposals. Focusing on proxy contests in Europe, Cziraki, Renneboog and Szilagyi (2010) obtain negative CARs around general meetings. Prevost and Rao (2000) find that the market reaction to the announcement of proposals from public pension funds may be negative, since it is a signal of bad company management. Several studies (Gillan and Stark, 2000, Karpoff, 2001), have found no significant impact of the action of activists on the value of targets. Gillan and Stark (2007), reviewing the evidence on the impact of blockholder activism in the United States, show that there is little evidence of any improvement on the value of targets.

As noted by Clifford (2008), a possible explanation of this lack of evidence comes from the difficulty to capture the moment at which the market incorporates the action of activists. The creation of shareholder value may be anticipated when the blockholding is constituted, which would explain the absence of a clear market reaction when governance initiatives are undertaken. This is the reason why the literature on activism changed its focus from the governance stage of activism to the acquisition and blockholder disclosure stage.

[23] Blockholders who acquire a participation above 5% of company and sometimes induce governance change for the target.

Table 2.3. Previous empirical studies on blockholder disclosure

This table presents the market reaction to blockholder disclosure found in recent studies. CARs are cumulated abnormal returns over the [$t-t_1$; $t-t_2$] time period, where t is the day of announcement. They are all focused on activists, though Clifford (2008) also computes the CARs of threshold crossings by usually active hedge funds when they have no active intent (under Schedule 13G).

Reference	Market of analysis	CARs	Considered blockholders
Becht *et al.* (2015)	23 countries, 2000 to 2010	+7% [-20;+20] U.S. +6.4% [-20;+20] Europe +4.8% [-20;+20] Asia	only activist hedge funds
Brav *et al.* (2008)	U.S., 2001 to 2006	+7.2% [-20;+20] +2.0% [0;+1]	only activist hedge funds
Clifford (2008)	U.S., 1998 to 2005	+3.4% [-2;+2] 13D (active) +1.6% [-2;+2] 13G (passive)	only activist hedge funds, with active or passive intents
Croci and Petrella (2013)	Italy, 2000 to 2007	+0.93% [-4;+3] around disclosure +1.76% [-4;+3] around trading date	only activist hedge funds
Greenwood and Schor (2009)	U.S., 1993 to 2006	+3.6% [-10;+5]	only activist blockholders (mostly hedge funds)
Hamao, Kutsuna and Matos (2010)	Japan, 1998 to 2009	+1.8% [-20;+20]	only activist hedge funds
Klein and Zur (2009)	U.S., 2003 to 2005	+10.2% [-30;+30] hedge funds +5.1% [-30;+30] other activists	only confrontational activists
Mietzner and Schweizer (2011)	Germany, 2001 to 2007	+4.5% [-20;+20]	only hedge funds and private equity funds

Prior empirical results on U.S. data

This more recent literature, based on blockholder disclosure, has frequently found a positive price reaction to the announcement of a 5% ownership acquisition, especially when the acquirer is considered an activist (**table 2.3**). The WLRK petition has launch a controversy which initiated several articles on blockholder disclosure in the United States. Because of the specificities of the 13D regulation, these articles have focused on activist investors, especially hedge funds. As noted by Brav *et al.* (2008), hedge funds are more likely than other types of investors to intervene in the governance of their targets. First, because they don't suffer from the diversification requirement imposed on other mutual funds, especially pension funds. Second, because their manager's compensation is largely based on performance, which increases their incentive to engage in activism.

Bebchuk and Jackson (2012) explain that a tightening of the regulation is not necessarily desirable if it reduces the incentives of activism by hedge funds. They explain that the 10 days reporting delay is used by activists to accumulate stocks at a price which does not yet incorporate the expectation of their actions, allowing them to capture a part of the value creation due to their effort. Reducing this delay, they say, may discourage them from acquiring blocks and intervene in companies.

Brav *et al.* (2008) examine the market reaction around the announcement of crossing of the 5% ownership threshold by activist hedge funds in the United States. Their sample covers the years 2001 to 2006. They find an average +7.2% abnormal returns to the filing of a Schedule 13D form by activist hedge funds on the [-20;+20] window (and +2% on [t;t+1]). They notice an improvement in the operational performance (measured by return on assets) of targets in the subsequent year.

Comparing two samples of Schedule 13D filings by activists, Klein and Zur (2009) show that the market reacts positively to acquisitions of blockholdings by hedge funds (+10.2%) as well as by other kinds of activists (notably entrepreneurial) (+5.1%) (on a large window [-30;+30]). They selected two subsamples of Schedule 13D filings of about 150 events each, only when there is a clear stated intent to influence the governance of the target. Hedge funds have a more significant impact because they tend to modify the targets governance and strategy more substantially than other kinds of activists. Greenwood and Schor (2009) also find a positive

market reaction from hedge fund activism in the United States and attribute it to the ability of hedge funds to force targets into takeovers.

Clifford (2008) is probably the closest to our work. He wants to compare active and passive blockholder disclosure. His sample covers a period from 1998 to 2005 in the U.S. based on Schedule 13D and Schedule 13G filings by hedge funds. In order to compare 13D (active) and 13G (passive) events, he only selects a very small subsample of 13G filings: those where the disclosing blockholder is usually an activist (and is included in his 13D sample), and when the 13G form is filled within 10 days after the acquisition of a 5% ownership (while the regulation only imposes a disclosure 45 days after the end of calendar year). This procedure makes 13D and 13G samples more comparable, but there is potentially a strong selection bias on the 13G subsample. He finds that a positive and significant market reaction to both the announcement of an active (13D) and a passive (13G) acquisition (+3.39% and +1.64% on a [-2;+2] window, respectively), for the same sample of hedge funds. The higher market reaction to Schedule 13D filings is attributed to the incorporation of the expected activism into the stock price. Still, interestingly, there is a positive market reaction to blockholding announcements by passive blockholders.

Few studies on non-U.S. data

The hedge fund activism literature has clearly focused on the U.S. market; similar studies on non-U.S. data are scarce. Hamao, Kutsuna and Matos (2010) provide an analysis of investor activism in Japan. From a sample of 916 acquisitions of stakes exceeding 5% of shares by 34 activist hedge funds from 1998 and 2009 on the Japanese market, they obtain a positive abnormal return of +1.8%. The Japanese regulation is similar to the SEC regulation, with looser notification requirements for passive than for active investors. Thus, these results may be compared to those obtained on the U.S. market. It appears that the market reaction to activist blockholding announcements is significantly lower in Japan than in the U.S.

Regarding European countries, Croci and Petrella (2015) study the price reaction to blockholding announcements in Italy, where the first threshold targeting the disclosure requirement is very low (2%). They also consider hedge funds only, and have a final sample of 126 hedge fund-target firm pairs. They find a 0.93% [-4;+3] CAR at the date of disclosure, and

a +1.76% [-4;+3] CAR at the date of trading (which precedes the announcement); they conclude that the "trading effect" is larger than the "announcement effect". Mietzner and Schweizer (2014), find a +4.47% [-20;+20] market reaction to blockholding announcements by activists in Germany.

Becht *et al.* (2015) provide an interesting international comparison of market reaction to activist hedge funds engagements. On a [-20;+20] event window, they find a +7% CAR for North America, +6.4% for Europe and +4.8% for Asia. Once again the focus is on hedge funds which have a clear intention to change the way the target is managed. For example, their French sample includes 27 hedge fund engagements in their 2000 to 2010 period, while the total number of blockholding announcements on the French market in this period has been several thousands.

All these studies try to capture the impact of hedge fund activism when the constitution of blockholding is announced. They select a subsample of announcements where the acquirer is considered an activist hedge fund. However, passive blockholders may also create shareholder value, especially through the threat of exit. Edmans and Manso (2011) show in a theoretical model that the presence of several small passive blockholders may induce a higher managerial effort because it increases informed trading (exit). In other words, the constitution of a blockholding may create shareholder value even if the acquirer is not an activist.

In this chapter, we measure the market reaction to blockholding announcements on a comprehensive dataset of blockholding announcements on the French market between August 2008 and September 2012. This allows us to study the factors influencing the price impact of all kinds of blockholding announcements. We also exploit the fact that the French regulation obliges to file a statement of interest when the 10% of ownership threshold is crossed upwards. This statement of interest is a document by which the blockholder notifies her intents (active or passive) regarding the company. Doing so, we are able to compare the market impact of blockholder disclosure with active and passive intents.

Tested hypothesis

The existing literature leads us to formulate the following hypothesis.

H1: The acquisition of shares by a blockholder above the 5% of ownership threshold is a value relevant information.

This hypothesis is supported by governance theories showing that blockholders create shareholder value. While large shareholders agree to spend monitoring costs (Shleifer and Vishny, 1986), Edmans and Manso (2011) show that blockholders may contribute to value creation even when they are not large controlling shareholders.

As discussed in the previous section, most of recent empirical studies have focused on activist hedge funds. Our approach is to use a comprehensive dataset of blockholding announcements on the French market. The specificities of the French regulation (all blockholders must disclose, and a purpose of transaction is required at the 10% of ownership threshold) allows us to study the market reaction for different characteristics of blockholders (and targets).

H2: The market reaction is higher in case of block trade than in case of acquisition of shares on the market.

This hypothesis is supported by the model of Easley and O'Hara (1987), which shows that the information content of block trades is higher that the information content of market trades of the same amount.

H3: If the blockholder has activist intents, the market reaction is higher.

This hypothesis means that the purpose of transaction is value relevant. It is supported by the idea that the market anticipates the value creation that will occur when the blockholder will (positively) influence the governance of the target. This is the idea developed by Brav *et al.* (2008); however, their U.S. sample does not allow them to compare blockholders with active and with passive intents.

In our empirical study, we also analyze in more details the information disclosed in the statements of interest, and we measure the market reaction to different kinds of activist intents.

H4: There is a positive market reaction to the blockholding announcement when the blockholder commits to remain passive.

Following Edmans and Manso (2011), blockholders may contribute to shareholder value creation even when they remain passive. As a result, an announcement from a passive blockholder could also be value relevant. In order to make an empirical assessment of this idea, we need a sample on a market where the regulation imposes the same disclosure obligations to active and passive shareholders, and where the purpose of transaction must be disclosed. The French market meets these specificities.

4. Data collection, statistics and research design

For our empirical analysis, we hand-collected all blockholding announcements on the French market by the AMF from 1st of August 2008 to 30th of September 2012. These filings are available to the public on the AMF website (*www.amf-france.org*) under the *declarations of participations, intent, crossing of shareholding thresholds* item. They are usually made public zero to two days after the AMF received from the blockholder a notification that an ownership threshold has been crossed. Because the legal delay for the blockholder to notify is 4 days, it makes a possible total of up to 6 days between the transaction date and the disclosure date. Still, a significant number of events (19% of our sample) are announced more than 7 days after the trading date. Bebchuk *et al.* (2013) also find that more than 10% of announcements on the U.S. market (where the reporting window is 10 days) are late. We call them thereafter *late events*. In a small number of cases, the delay may be very high. Blockholders may notify *for regularization purpose* that they have crossed an ownership threshold several years earlier (the longest delay in our sample is superior to 10 years!). Notice that, in December 2015, the French market authority has tightened the enforcement rules regarding this timing of announcement (the maximum fine for absence of disclosure is now €100 millions).

The notifications include:

- the date on which the shares of the target have been acquired or disposed;
- the date on which the initiator sent the information to the AMF;
- the date on which the information is made public by the AMF (date of notification);
- the crossed thresholds, upward or downwards, whether in voting power or cash-flow rights;
- the percentage voting power and cash flow right obtained by the initiator at the date of disclosure;
- the mean by which these shares have been acquired or disposed (market transaction, block trade, capital increase operation, share buy-backs, takeover bid, change in voting rights associated to a class of shares…).

Additionally, for any upward crossing of a threshold at least equal to 10%, the blockholder must disclose a *statement of interest* by which she must tell if she intends to:

- continue to accumulate stocks of the targets;

- take control of the target;
- ask for a seat at the board of directors or at the supervisory board;
- influence the strategy of the target;
- initiate a takeover bid.

This statement of interest is binding on the disclosing blockholder for the next 6 months, but may be modified at any time by a new statement.

The total number of notifications in our period of study is 3,397. In some cases, a threshold has been crossed upwards and then downwards (or conversely) the same day. In this case the blockholder still submits a notification, and this notification is disclosed by the AMF. Sometimes these two crossings are related in two different notifications. We removed these events from our sample. This gives us a total number of 3,291 events concerning 511 different targets (**table 2.4**). There are no significant peaks and troughs in the occurrence of events in the period of study. All the economic sectors are represented (**table 2.5**).

Table 2.4. Sample split per year and number of targets

This table reports the total number of events per year in the sample (from 1st of August 2008 to 30th of September 2012). "Late events" are crossings of ownership thresholds announced by the market authority more than 7 days after the date at which the threshold has been crossed. The" number of different targets" are the number of unique targets for the total sample and for each year.

	Total	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Number of events	3,291	310	802	753	883	543
including Late events	*712*	*50*	*179*	*173*	*179*	*131*
including upward crossings	*1,786*	*191*	*442*	*392*	*477*	*284*
including downward crossings	*1,505*	*119*	*360*	*361*	*406*	*259*
Number of different targets	511	160	271	272	288	227

Table 2.5. Sample split per ICB industry

This table reports the split of the final sample per Industry Classification Benchmark (ICB) industry.

	upward crossings	**%**	**downward crossings**	**%**	**Full sample**	**%**
0 - Oil & Gas	34	1.9%	21	1,4%	55	1.7%
1 - Basic Materials	92	5.2%	86	5,7%	178	5.4%
2 - Industrials	373	20.9%	273	18,1%	646	19.6%
3 - Consumer Goods	267	14.9%	252	16,7%	519	15.8%
4 - Healthcare	87	4.9%	77	5,1%	164	5.0%
5 - Consumer Services	315	17.6%	255	16,9%	570	17.3%
6 - Telecommunications	25	1.4%	13	0,9%	38	1.2%
7 - Utilities	14	0.8%	14	0,9%	28	0.9%
8 - Financials	247	13.8%	222	14,8%	469	14.3%
9 - Technology	332	18.6%	292	19,4%	624	19.0%
Total	1,786	100%	1,505	100%	3,291	100%

Accounting and financial data presented in **table 2.6** are from Thomson Reuters Worldscope. They include net sales, EBITDA, total assets, market capitalization, leverage (defined as total debt as a percentage of common equity), return on assets (defined as net income divided by total assets), the payout ratio (defined as total dividend divided by net income), and the free float (which is the percentage of shares available to the public, computed by Datastream). All these data are lagged one year. Size-related data are strongly positively skewed due to the presence of a small number of announcements where the target is a blue chip. We consider the firm's return on assets (ROA) because it is an indicator of the firm's operating performance. Investors may consider a firm's past ROA as an indicator of how effective the management is. We may expect the market reaction to the emergence of a new blockholder in the shareholding structure to be higher for firms with relatively low past ROA. However, Brav *et al.* (2008) notice that firms with larger returns on assets tend to have a higher probability to be targeted by activist hedge funds, which indicates an evolution in activism compared to earlier institutions targeting companies with low operating performance.

Coverage is from I/B/E/S and is measured as the number of financial analysts providing earnings per share (EPS) forecasts for the firm. We will include it in our control variables when we measure the factors influencing market reaction, since it is a proxy of asymmetry of information on the firm. All these data are winsorized at 1% both side in order to reduce the influence of extreme or miscoded values.

Table 2.6. Accounting and financial characteristics of target firms

This table presents descriptive statistics of financial characteristics of the sample. Sales are the net sales. EBITDA are earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Assets are the book value of assets. Market value is the market capitalization. LEVERAGE is the ratio of total debt/common equity. ROA is return on assets, defined as net income/total assets. Payout is dividends / net income. Float is the free float factor, the percentage of total shares available to ordinary investors. Coverage is the number of analyst covering the security. All these data are lagged 1 year compared to the date of blockholder disclosure. In order to reduce the influence of extreme values, they are winsorized at 1% both sides.

	Mean	**Median**	**Std deviation**	**Skewness**	**Kurtosis**
Sales ('000€)	4,101,535	269,478	12,332,071	4.9	29.6
EBITDA ('000€)	555,599	36,823	1,684,273	4.8	28.2
Assets ('000€)	6,694,661	460,599	22,342,930	6.0	44.2
Market value ('000€)	2,374,165	216,562	5,815,989	3.6	15.7
leverage (%)	80.5	54.0	118.6	1.9	10.0
ROA (%)	2.1	3.0	8.5	-2.3	13.1
Payout (%)	25.4	21.1	26.1	0.7	2.5
Float (%)	56.6	56.0	27.5	-0.1	2.0
Coverage	7.1	3.0	8.5	1.3	3.8

Market price data are from Thomson Reuters Datastream. Abnormal returns are computed versus a large value-weighted index of French stocks provided by Datastream (TOTMKFR). In the next sections, we report statistics and regressions for CARs computed as the cumulated difference between the daily stock return of the target and the market index:

$$CAR_j[t-t_1;t+t_2] = \sum_{i=t-t_1+1}^{t+t_2} \left(\frac{P_{i,j}-P_{i-1,j}}{P_{i-1,j}} - \frac{P_{i,M}-P_{i-1,M}}{P_{i-1,M}}\right)$$

where t is the date of blockholder disclosure by the AMF, $CAR_j[t-t_1;t+t_2]$ is the cumulative abnormal return of firm *j*'s stock from t_1 days before disclosure to t_2 days after disclosure, $P_{i,j}$ is the share price index of firm *j* at date *i* including re-investment of dividends so that $\frac{P_{i,j}-P_{i-1,j}}{P_{i-1,j}}$ is the daily total shareholder return of firm *j* at date *i*, and $P_{i,M}$ is the share price index of the stock market index at date *i*.

CARs reported in the next sections are computed on the [-10;+3] time period around announcement by the AMF. This short window includes the date at which the threshold has been crossed, since the notification delay is 4 days for the blockholder and we must add a possible 2 days' delay before the announcement is made public by the AMF.

5. Market impact of blockholder disclosure (and factors influencing the market impact)

In this section, we present the market impact of blockholder disclosure on univariate tables and compute regressions where this market impact is the dependent variable in order to analyze the factors influencing this market reaction.

On the full sample, we find a positive CAR of +1.50% [-10;+3] (**table 2.7**) for upward crossings and negative -0.60% for downward crossings. These results provide empirical evidence of hypothesis **H1**. Both are significant at 1%, but the market impact of upward crossings is higher than that of downward crossings. When we limit our analysis to events where the 5% threshold has been crossed, which makes it more comparable to previous studies, the market reaction to upward crossings is almost the same (+1.49%), while CARs of downward crossings becomes statistically not different from zero. Surprisingly, for downward crossings, when the event is announced more than 7 days after the operation (late events), the negative impact of the announcement is higher.

Table 2.7. Market reaction to blockholding announcements

This table reports the CARs on a [-10;+3] window to the crossing of ownership thresholds announced to the market by the AMF. The *p-value* is computed using standard t-tests. *, ** and *** denote statistical significance at the 10%, 5% and 1% thresholds, respectively.

Panel A : upward crossing	**Number of events**	**Average CAR [-10,+3]**	**p-value**
5%, excl. late	874	1.66%***	0.0000
5% late events	170	0.60%	0.2914
5% threshold	1,044	1.49%***	0.0000
Full sample, excl. late	1,401	1.60%***	0.0000
Full sample, late events	385	1.14%***	0.0033
Full sample	1,786	1.50%***	0.0000
Panel B : downward crossing			
5%, excl. late	844	-0.02%	0.9345
5% late events	154	-1.54%***	0.0096
5% threshold	998	-0.26%	0.3068
Full sample, excl. late	1,178	-0.38%	0.1088
Full sample, late events	327	-1.41%***	0.0011
Full sample	1,505	-0.60%***	0.0038

We next consider the type of operation leading to blockholder disclosure. The French regulation imposes the blockholder to notify which operation led her to crossing the ownership threshold. We collected these notifications for all the events of the sample, and grouped the operations into five categories:

- purchasing (or disposal) of shares on the market;
- block transaction;
- capital increase: if the blockholder participates to the capital increase, she may cross upwards, if she does not participate, she may cross downwards;
- change in voting rights: typically, the allocation of double voting rights, without any transaction;
- other operations, which include transactions on derivatives, maturity of convertible bonds, or the constitution of shareholder's groups acting in concert.

Results are presented in **table 2.8.** Focusing on upward crossings, the CARs are statistically significant when the blockholding is obtained through a market transaction (+1.62%), a block trade (+2.09%), or a change in the voting right structure of the issuer (+1.93%). The price impact is positive for all kinds of operations, but not statistically significant in case of capital increase (and in the "other" category). Interestingly, it is higher in case of block transactions than when shares are purchased on the market (supporting **H2**). This is in line with previous papers arguing that the price impact of block trades is likely to be higher than that of transactions on the market, because the information content of those trades is higher (Easley O'Hara, 1987, Chan and Lakonishok, 1993, Chiyachantana *et al.*, 2004).

Table 2.8. Market reaction to blockholding announcements per type of operation and per category of blockholder

This table reports the market reaction to upward crossing announcements split by the type of operation which resulted in the crossing of an ownership threshold. "On the market" means that the blockholding resulted from the purchase of available shares on the stock market. "Block transaction" means that the threshold has been crossed after the transaction of a block of shares. "Capital increase" refers to the situation where shares have been acquired through the participation to a capital increase by the issuer. "Voting rights" means there was a change in the distribution of voting rights structure of shares (usually the allocation of double voting rights). "Other" mainly refers to operations involving derivatives or the constitution of shareholder groups.

A. Type of operation	**Number of events**	**Average CAR [-10;+3]**	**p-value**
On the market	760	1.62%(***)	0.0000
Block transaction	389	2.09%(***)	0.0000
Capital increase	154	0.34%	0.6187
Voting rights	192	1.93%(***)	0.0004
Other	291	0.76%	0.1041
B. Category of blockholder	**Number of events**	**Average CAR [-10;+3]**	**p-value**
Financial	1,295	1.59%(***)	0.0000
Industrial	225	1.44%(***)	0.0083
Individual/Household	266	1.15%(**)	0.0197
Full sample	1,786	1.50%(***)	0.0000

It is noticeable that the price impact is high and significant in the case of a change in the voting rights structure of the firm (which led to higher voting rights for the reporting blockholder). In such cases, the control of this blockholder on the firm is reinforced without share transactions. On their Italian sample of hedge funds, Croci and Petrella (2015) find higher CARs around the date of trade than around the date of disclosure, and suggest that most of the total increase in the market value of the target comes from a trading effect. We find that the announcement of an attribution of additional voting rights to a blockholder is a category of operation which leads to a positive market reaction without any transaction. Few studies have measure the market impact from the announcement of the creation of dual-class shares (Ang and Megginson, 1989, find a positive market reaction on the British market).

Regarding the type of blockholder, we split the events into three categories: when the blockholder is a financial firm ("financial"), a non-financial firm ("industrial") or a natural person ("individual/household"). The abnormal return is positive and significant for all three categories; it is higher when the blockholder is a financial institution (+1.59%) and lower when it is an individual (+1.15%). In order to consider different factors which may influence the price reaction, we regress the obtained CARs on the type of operations, the category of buyer, and several control variables. The results are presented in **table 2.9**.

Table 2.9. Analysis of the factors influencing the market reaction to blockholding announcements

This table presents the estimates of regressions where the dependent variable is the CAR in the event window [-10;+3] around announcement by the market authority. The numbers in bold type are the coefficient estimates of the tested variables. *, ** and *** denote statistical significance at the 10%, 5% and 1% thresholds, respectively. The regressions are performed using standard OLS method.

Dependent variable	**CAR [-10;+3]**		**p-value**	**CAR [-10;+3]**		**p-value**	**CAR [-10;+3]**		**p-value**
Test variables									
Type of operation									
MARKET	**1.059948**	*	0.072				**0.949462**		0.125
BLOCK	**1.234710**	*	0.063				**1.160177**	*	0.081
CAPITAL	**-0.367077**		0.666				**-0.427448**		0.616
VOTING	**1.350172**	*	0.098				**1.309941**		0.109
OTHER (omitted)									
Category of blockholder									
FIN				**0.880657**		0.138	**0.720637**		0.232
INDUS				**0.453313**		0.558	**0.480086**		0.536
INDIV (omitted)									
Control variables									
NBCROSS	0.069790		0.645	0.063783		0.57	0.068772		0.572
LATE	-0.810434		0.122	-0.714733		0.155	-0.760040		0.138
SIZE	-0.086917		0.555	-0.079695		0.655	-0.094359		0.597
LEVERAGE	0.003735	*	0.052	0.003147	*	0.112	0.003702	*	0.064
ROA	0.071480	***	0.008	0.076119	***	0.006	0.073233	***	0.008
PAYOUT	-0.000985		0.91	-0.000334		0.97	-0.001398		0.875
FLOAT	-0.009209		0.278	-0.009298		0.253	-0.008904		0.28
COVERAGE	-0.035489		0.499	-0.040587		0.381	-0.040392		0.385
VOLATILITY	2.699917	*	0.063	2.803673	**	0.041	2.744861	**	0.046
Year fixed effects	included			included			included		
Industry fixed effects	included			included			included		
Number of observations	1,786			1,786			1,786		
R^2	0.024			0.0207			0.0249		

The effects suggested by the univariate analysis are confirmed by the regressions. The CARs are significantly higher when the crossing of threshold results from a block trade or the attribution of special voting rights. On this full sample of upward crossings, it is higher when the reporting blockholder is a financial firm. The coefficients associated with control variable have the expected sign, although few of them have statistical significance. Notice that the R^2 is low; this is also the case in other studies on the market reaction to blockholder disclosure; the aim is to measure the impact of different explanatory variable, not to explain the full market variation which remains largely case specific. Still, this indicates that explanatory variables of this market impact are probably yet to be identified.

The market reaction tends to be higher when the number of thresholds that have been crossed is higher, and lower when the announcement is made more than 7 days after the operation (late events). However, the coefficient associated to the *Late* dummy variable is only 0.81, which is to compare with average CARs in the sample of +1.50%. This confirms that these announcements have a positive market impact even when they are reported after a delay which is longer than what is imposed by the regulation: there is still a surprise effect.

The CARs are higher when the firm is smaller (*size* is measured by the log of total assets) and has lower analyst coverage. These companies face a high level of asymmetry of information between insiders and outsiders, so that the information included in the blockholding announcement is more valuable.

Interestingly, the coefficient associated to ROA is positive (+0.0716) and statistically significant. Not only are firms with higher ROA most likely to be targeted by potential blockholders (or activist hedge funds as documented in Brav *et al.* 2008), but the price reaction associated to the constitution of a blockholding in these firms is also higher, once controlled for other standard influencing variables. A possible explanation would be that a higher ROA could indicate undervaluation of the target; in this case the blockholder could contribute to reduce this undervaluation. This is clearly a field to investigate for future research: blockholders tend to target high ROA companies (Brav *et al.*, 2008) and they also obtain higher increase in share price on those targets (our results).

Brav *et al.* (2008) find that the average CAR around the announcement of a schedule 13D filing is decreasing a lot over the years studied, from +15.9% in 2001 to 3.4% in 2006. They attribute

this to the incorporation of the possibility of activism in the valuation of stocks overtime. On our sample, the year fixed effects show no pattern for the years 2008 to 2012.

6. Active and passive blockholders: the market reaction to statements of interest

We now consider the market price reaction to blockholding announcements with active or passive intents. The French regulation imposes to the blockholder to submit a statement of interest whenever the 10% of ownership (in cash-flow rights or in voting rights) is crossed upwards. There are 626 such statements of interest in our database. We classify them are "active" or "passive" depending on the content of this statement of interest. It is active when one (or more) of the following intents is disclosed:

- constitute an agreement of shareholders acting in concert;
- take control of the target;
- ask for a seat at the board of directors or at the supervisory board;
- influence the strategy of the target;
- initiate a takeover bid.

We do not include "continue to accumulate stocks of the target" into the active category (while it is described as an active intent in the French regulation), because nearly all statements of interests include a mention that the buyer "does not exclude to continue to accumulate shares in the market", which is not really indicative of an activist intent (as long as no other intent is disclosed). Doing so, 175 (28%) of the statements of interest in our sample are of an "active" nature.

Table 2.10. Market reaction to statements of interest

This table reports the average CARs of blockholding announcements including a statement of interests. The purpose of transaction is considered as active when at least one of the following intent is disclosed: entering a shareholder's agreement, taking control of the company, asking for board's seats, launching a takeover offer, changing the strategy of the company. 10.A. is the split of all such statements in the sample. 10.B., 10.C. and 10.D. only include those statements where an active intent is disclosed, and are split per type of operation, category of buyer, and intent, respectively.

	Number of events	Average CAR [-10,+3]	p-value
A. Full sample by purpose of transaction			
Active	175	2.79%(***)	0.0001
Passive	451	1.72%(***)	0.0000
All purpose of transaction	626	2.02%(***)	0.0000
B. Active only by type of operation			
on the market	23	3.48%	0.1433
block transaction	85	3.92%(***)	0.0002
capital increase	17	0.69%	0.7563
voting rights	5	2.72%	0.4142
Other	45	1.11%	0.2737
All active blockholders	175	2.79%(***)	0.0001
C. Active only by category of buyer			
Financial	101	2.90%(***)	0.0022
Industrial	46	4.17%(***)	0.0025
Individual/Household	28	0.15%	0.9133
All active blockholders	175	2.79%(***)	0.0001
D. Active only by intent			
shareholder's agreement	5	-0.09%	0.9837
Control	84	2.99%(***)	0.0013
Board	136	2.58%(***)	0.0011
Takeover	19	1.22%	0.4628
Strategy	21	5.04%(**)	0.0367
All active blockholders	175	2.79%(***)	0.0001

Table 2.10 reports the market price reaction to blockholding announcements including a statement of interest. The CARs are higher than for the full sample (2.02% vs 1.50%), which is due to the fact this subsample is constituted from events where the 10% of ownership threshold has been crossed. The market reaction is higher when intentions are active (+2.79%), but is still high and significant (+1.72%) when they are passive. These results support **H3** and **H4**. In particular, the constitution of a blockholding may create value even without directly influencing the management of the firm, through the support of other blockholders (*voice*) or the threat of selling their shares (*exit*).

Focusing on statements of interest with active intents, the market reaction is higher when the blockholder is a non-financial firm (+4.17%) than when it is a financial firm (+2.90%). We remind that on the full sample of blockholder disclosure, the price impact was higher in the case of a financial blockholder (1.57% vs 1.44%). In case of activism, it seems that the ability of an industrial blockholder to increase the value of the firm is higher. This is compatible with a valuation by the market of the possibility to achieve an improvement in performance through synergies. When no activist intent is disclosed, the information content of the announcement is higher when the blockholder is a financial firm than when it is a non-financial firm, which may be the consequence of a higher ability of financial firms to identify undervalued companies. Another interesting result is that the market reaction is much stronger when the disclosed intent is to implement a strategic change. This is also confirmed by the regression, presented on **table 2.11**. A consequence of these results is that only focusing on hedge funds in activist studies probably fails to address the diversity of activist investors. Non-financial companies implementing strategic changes on the targets appear to be strongly value enhancing.

Table 2.11. Analysis of the relations between statements of interest and market price reaction

This table presents the estimates of regressions where the dependent variable is the CAR of market reaction in the event window [-10;+3] around announcement of a statement of interest by the market authority. AGREEMENT means that the blockholder intends to enter a shareholder's agreement; BOARD that she intends to ask for a seat at board of director or supervisory board; CONTROL that she intends to take control of the company; TAKEOVER that she intend to launch a takeover bid; STRATEGY that she intends to ask for a change in the firm's strategy.

	Panel A: all statements of interest				Panel B: active intents only			
Dependent variable	**CAR [-10;+3]**	**p-value**	**CAR [-10;+3]**	**p-value**	**CAR [-10;+3]**	**p-value**	**CAR [-10;+3]**	**p-value**
Test variables								
ACTIVISM	**1.548625** *	0.087	**1.513427** *	0.099				
Statement of interest items								
AGREEMENT					**-1.899641**	0.687	**-2.917767**	0.545
BOARD					**-0.572391**	0.795	**-1.701234**	0.473
CONTROL					**-0.381946**	0.859	**-0.129513**	0.955
TAKEOVER					**-0.798036**	0.761	**-2.658979**	0.331
STRATEGY					**5.123105** **	0.037	**5.424985** **	0.03
Type of operation								
MARKET			**0.705281**	0.543			**0.859991**	0.761
BLOCK			**2.348478** **	0.03			**3.814274** *	0.069
CAPITAL			**1.179813**	0.372			**-1.364204**	0.669
VOTING			**0.991103**	0.453			**1.614981**	0.732
OTHER (omitted)								
Category of blockholder								
FIN			**0.863275**	0.341			**2.43363**	0.346
INDUS			**1.649109**	0.175			**3.34985**	0.233
INDIV (omitted)								
Control variables								
NBCROSS	0.034209	0.817	-0.080962	0.626	0.172500	0.545	-0.055039	0.863
LATE	-0.109150	0.897	-0.010001	0.991	-2.647613	0.354	-2.695040	0.353
SIZE	0.156477	0.61	0.133098	0.666	1.118138	0.091	1.020609	0.126
LEVERAGE	-0.002510	0.415	-0.002495	0.425	-0.004555	0.518	-0.001112	0.878
ROA	0.061780	0.159	0.067870	0.127	0.043960	0.627	0.037872	0.678
PAYOUT	0.000185	0.99	-0.001113	0.943	0.012596	0.699	0.007865	0.813
FLOAT	0.007662	0.579	0.013158	0.351	-0.008757	0.742	0.003420	0.904
COVERAGE	0.013368	0.871	0.009564	0.908	-0.127359	0.511	-0.132632	0.5
VOLATILITY	1.661705	0.429	1.987073	0.349	8.820691 **	0.026	9.651463 **	0.016
Year fixed effects	included		included		included		included	
Industry fixed effects	included		included		included		included	
Number of observations	626		626		175		175	
R^2	0.0593		0.071		0.1849		0.2254	

7. Conclusion

Economic theory predicts that the constitution of a blockholding creates shareholder value, because the blockholder can be active in the company (monitor the management or directly implement strategies). Complex shareholding structures with several minority blockholders may also be value enhancing (Admati and Pfleiderer, 2009), because governance may be improved through direct intervention or the threat of selling shares.

Previous studies have shown that the market anticipates the value created by blockholders and incorporates a part of it when the constitution of the blockholding is announced. A clear majority of them has focused on activist hedge funds and on the U.S. market. The French regulation offers a fertile ground for measuring the value creation by blockholders, since disclosure obligations are the same for blockholders with active and passive intents, and a statement of interest must be disclosed at the 10% of ownership threshold.

This chapter contributes to the literature in several ways. First, we measure the market reaction to blockholding announcements on a comprehensive dataset including all kinds of buyers (or sellers) and acquisition methods. On our sample constituted by more than 3200 announcements (including more than 1700 upward crossings), we obtain a CAR of +1.50% on a [-10;+3] window for upward crossings and -0.60% for downward crossings. The market impact is higher in case of block transaction, which is consistent with the idea that the information content of these trades is higher than the information content of market transactions.

Second, we provide empirical evidence of the theoretical prediction that blockholders may create value even if they remain passive. Considering announcements including a statement of interest, we show that the market impact is higher when active intents are disclosed (+2.79%), but remain significant and economically large when the blockholder commits to remain passive (+1.72%). This direct comparison is possible because we use a comprehensive dataset of blockholder disclosure where rules are the same for active and passive blockholders.

Third, focusing on activists, we show that the market reaction is higher when the acquirer is an industrial firm that when it is a financial firm. This may be due to a greater capacity to create value through synergies and the implementation of industrial strategies.

This last result opens possible future research questions on industrial blockholders, since nearly every study on this issue has focused on activist hedge funds until now. Another issue worth

investigating is the timing of disclosure by the buyer (or seller). Most of the U.S. controversy has focused on the long maximum delay between the date of transaction resulting in a threshold crossing and the date of disclosure (10 days in the US). Bebchuk *et al*. (2013) notice that a majority of blockholders use the full reporting window; however, a significant part of them choose to disclose immediately after the acquisition of a 5% ownership. The motivations and disclosure strategies of these investors are still to be understood.

References

Admati, A. R., Pfleiderer, P. (2009). The "Wall street walk" and shareholder activism: exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22, 2645-2685.

Alchian, A.A., Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *Amercain Economic Review*, 62(5), 777-795.

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56.

Ang, J. S., Megginson, W. L. (1989). Restricted voting shares, ownership structure, and the market value of dual-class firms. *Journal of Financial Research*, 12(4), 301-318.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jackson, R.J. (2012). The law and economics of blockholder disclosure. *Harvard Business Law Review*, 2(1), 40-60.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jackson, R.J., Jiang, W. (2013). Pre-disclosure accumulations by activist investors: evidence and policy. *Journal of Corporation Law*, 39(1), 1-34.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jiang, W. (2015). The long-term effect of shareholder activism. *Columbia Law Review*, 115, 1085-1156.

Becht, M., Franks, J., Mayer, C., Rossi, S. (2009). Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies,* 22(8), 3093-3129.

Becht, M., Franks, J., Grant, J. (2010). Hedge fund activism in Europe. *ECGI - Finance Working Paper* n° 283/2010.

Becht, M., Franks, J., Grant, J., Wagner, H.F. (2015). The returns to hedge fund activism: an international study. *ECGI - Finance Working Paper n°402/2014*.

Berle, A.A., Means, G.G.C. (1932). The modern corporation and private property. *Transaction publishers*.

Black, B. S. (1998). Shareholder activism and corporate governance in the United States. *New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, 459-465.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.

Buchanan, J., Chai, D.H., Deakin, S. (2014). Hedge fund activism in Japan: the limits of shareholder primacy, *Social Science Japan Journal*, 18(1), 129-131.

Bushee, B. J., Goodman, T. H. (2007). Which institutional investors trade based on private information about earnings and returns? *Journal of Accounting Research*, 45(2), 289-321.

Chan, L., Lakonishok, J. (1993). Institutional trades and intra-day stock price behavior. *Journal of Financial Economics*, 33(2), 173-199.

Chiyachantana, C.N., Pankaj, K.J., Jiang, C., Wood, R.A. (2004). International evidence on institutional trading behavior and price impact. *Journal of Finance*, 59(2), 869-898.

Clifford, C. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.

Croci, E., Petrella, G. (2015). Price changes around hedge fund trades: disentangling trading and disclosure effects. *Journal of Management & Governance*, 19(1), 25-46.

Cziraki, P., Renneboog, L., Szilagyi, P. (2010). Shareholder activism through proposals: the European perspective. *European Financial Management*, 16, 738-777.

Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, *John Wiley & Sons*.

Denes, M.R., Karpoff, J.M., McWilliams, V.B. (2016). Thirty years of shareholder activism: a survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, *forthcoming*.

Easley, D., O'hara, M. (1987). Price, trade size, and information in securities markets. *Journal of Financial economics*, 19 (1), 69-90.

Edmans, A., Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.

Edmans, A. (2013). Blockholders and corporate governance. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 23-50.

European Parliament and the Council. (2004). *Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*.

European Parliament and the Council. (2013). *Directive 2013/50/UE of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*.

Faccio, M., Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.

Gillan, S.L., Starks, L. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275–305.

Gillan, S.L., Starks, L. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.

Greenwood, R., Schor, M. (2009). Investor activism and takeovers. *Journal of Financial Economics,* 92(3), 362–375.

Grossman, S. J., Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.

Gompers, P.A., Ishii J.L., Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics,* 118(1), 107-155.

Hamao, Y., Kutsuna, K., Matos, P.P. (2010). U.S.-style investor activism in Japan: the first ten years, *ECGI - Finance Working Paper n°290/2010*.

Hirschman, A.O. (1970). Exit, voice and loyalty: responses to the decline in firms, organizations, and states. *Cambridge M.A., Harvard University Press*.

Holderness, C. G. (2009). The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1377-1408.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Karpoff, J. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. *Working Paper, University of Washington*.

Klein, A., Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *Journal of Finance*, 64(1), 187-229.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

Mietzner, M., Schweizer, D. (2014). Hedge funds versus private equity funds as shareholder activists in Germany — differences in value creation. *Journal of Economics and Finance*, 38(2), 181-208.

Noe, T. (2002). Investor activism and financial market structure. *Review of Financial Studies*, 15(1), 289-318.

Prevost, A. K., Rao, R. P. (2000). Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds? *Journal of Business*, 73(2), 177-204.

Romano, R. (2001). Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance. *Yale Journal of Regulation*, 18, 174-251.

Scholes, M. S. (1972). The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. *Journal of Business*, 45(2), 179-211.

Shleifer, A., Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

United States Congress. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (public law n°11-203).*

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. (2011). Petition for rulemaking under Section 13D of the Securities Exchange Act of 1934. *Petition submitted to the SEC on 7th of March, 2011.*

Weber, P., Zimmermann, H. (2013). Hedge fund activism and information disclosure: the case of Germany. *European Financial Management,* 19(5), 1017-1050.

Zwiebel, J. (1995). Block investment and partial benefits of corporate control. *Review of Economic Studies*, 62(2), 161-185.

Chapitre 3

Résumé du chapitre 3

Plusieurs études récentes sur l'activisme actionnarial indiquent que cette pratique permet de créer de la valeur, non seulement à court terme (Brav *et al.*, 2008), mais aussi à long terme (Bebchuk, Brav et Jian, 2015). Ces travaux se sont intéressés en particulier à la date d'annonce de franchissement de seuil par un *blockholder*. Il apparaît en effet que la valeur créée est anticipée par le marché au moment où ce dernier apprend qu'un tel *blockholder* est entré au capital de l'entreprise. Précédemment, la recherche sur l'activisme actionnarial s'était concentrée sur les décisions de l'activiste relatives à la gouvernance de l'entreprise : l'annonce d'une demande de changement de direction ou de réorientation stratégique.

Nous proposons dans ce chapitre un modèle théorique qui intègre les deux phases de l'activisme actionnarial : la phase d'acquisition de la participation (et de déclaration de franchissement de seuil) et la phase de gouvernance. La particularité de notre modèle est qu'il autorise les comportements stratégiques de la part du *blockholder* dans le choix du délai de déclaration, ce choix ayant des conséquences sur la phase de gouvernance. Ce modèle nous permet, d'une part, de fournir un cadre conceptuel à l'étude du comportement du *blockholder* dans la phase d'acquisition (et notamment le choix d'utiliser le délai de déclaration ou d'y renoncer), et d'autre part de discuter des conséquences d'un éventuel raccourcissement du délai légal de déclaration, tel que réclamé par la pétition WLRK.

La première phase de notre modèle est la phase d'acquisition (*trading phase*). Le *blockholder* possède une double information privée : sa présence *ex ante* au capital de la cible (à un niveau inférieur au seuil de déclaration, typiquement 5%), et sa capacité, le cas échéant, à lancer une campagne activiste hostile. Il décide, sur cette information privée, de négocier des titres de la cible. Lorsque le *blockholder* a une capacité activiste, il choisit toujours d'acheter, et franchit ainsi le seuil l'obligeant à déclarer sa participation.

Il dispose alors d'un choix stratégique. Il peut profiter du délai de déclaration pour continuer à accumuler des titres sur un marché qui n'est pas encore informé. Il obtient alors un bénéfice de négociation (*trading stage benefit*) plus élevé. Mais il peut aussi choisir de renoncer au délai, et déclarer immédiatement sa position. Dans ce cas, le prix des actions de l'entreprise augmente. Il obtiendra un bénéfice de négociation plus faible, mais cette stratégie présente un autre

avantage. Dans une deuxième étape de négociation, le *blockholder*, s'il a une capacité activiste, continuera à accumuler des titres malgré l'augmentation du prix ; alors qu'un *blockholder* qui ne dispose pas de cette capacité sera tenté de profiter de l'augmentation du prix pour revendre les titres (et réaliser un profit de négociation à court terme). Cette stratégie permet ainsi au *blockholder* activiste de signaler que son intention est de créer de la valeur dans l'entreprise, et non d'obtenir un profit de négociation sur une manipulation de cours.

Le paramètre qui relie les deux phases de l'activisme est la croyance du dirigeant de l'entreprise en la capacité du *blockholder* d'engager une campagne activiste hostile (paramètre δ_G). En renonçant au délai de déclaration, le *blockholder* augmente la valeur de δ_G.

La deuxième phase du modèle est la phase de gouvernance. Lorsque la présence d'un *blockholder* a été révélée, le dirigeant peut décider de coopérer, c'est-à-dire de fournir un effort supplémentaire pour augmenter la valeur de l'entreprise. Par exemple, si le contrôle de l'entreprise est exercé par un actionnaire dominant qui capte des bénéfices privés au détriment des minoritaires, l'effort peut consister à renoncer à ces bénéfices privés. Le dirigeant peut également décider de ne pas coopérer ; il s'expose alors à une campagne activiste hostile, si le *blockholder* en a la capacité. En conséquence, plus δ_G est élevé, plus le dirigeant aura tendance à coopérer. Pour le *blockholder*, l'avantage de la coopération est qu'elle lui évite de lancer une campagne activiste hostile, coûteuse pour lui aussi.

Finalement, la stratégie de déclaration du *blockholder* dépend de la comparaison entre le bénéfice de négociation (*trading stage benefit*) d'une annonce tardive, et le bénéfice de gouvernance (*governance stage benefit*) d'une annonce précoce. Il choisit de renoncer au délai lorsque la croyance a priori de sa capacité activiste (q) est faible (sinon, il n'a pas besoin de se signaler), et que le coût de l'activisme (c) est élevé par rapport au potentiel de création de valeur (V) (sinon, le bénéfice de gouvernance d'une annonce précoce est faible).

Concernant la stratégie de déclaration, le modèle prévoit que le *blockholder* choisit plus souvent de renoncer au délai (et d'annoncer immédiatement) lorsque :

- la probabilité de présence *ex ante* d'un *blockholder* (α) est faible ;
- la croyance a priori de sa capacité activiste (q) est élevée ;
- l'aversion à l'activisme du dirigeant (λ) est élevée ;

- la liquidité (L) de l'action de l'entreprise est faible ;
- le seuil de déclaration (K) est bas.

Notre modèle permet en outre une analyse des conséquences d'un raccourcissement du délai réglementaire, tel que réclamé par la pétition WLRK. Conformément à l'argument développé par les adversaires de la pétition, ce délai permet à l'activiste de capter une plus grande part de la valeur qu'il permet de créer. Et conformément à leurs résultats empiriques (par exemple, Bebchuk *et al.*, 2013), certains *blockholders* décident de renoncer à ce délai. En revanche, les résultats de notre modèle ne confirment pas l'idée qu'un raccourcissement du délai entraînerait les activistes à renoncer à acquérir des participations.

Les *blockholders* qui décident d'utiliser pleinement le délai pour continuer à accumuler des actions et obtenir un profit de négociation sont ceux qui n'ont pas besoin d'envoyer au dirigeant de la cible un signal sur leur capacité activiste. La raison est qu'il s'agit des situations dans lesquelles le coût de lancement d'une campagne hostile est faible par rapport au potentiel de création de valeur. Raccourcir le délai légal de déclaration conduira effectivement à réduire le bénéfice total obtenu par les activistes, mais seulement dans les cas où la valeur créée est élevée par rapport au coût de l'activisme. Une telle réforme ne fera donc pas renoncer les activistes. Si l'intérêt des minoritaires est l'objectif de la réglementation, alors une réduction du délai de déclaration apparaît souhaitable.

La stratégie de déclaration du *blockholder* pourra faire l'objet d'études empiriques, pour confirmer ou infirmer les résultats de notre modèle. Par ailleurs, ce modèle pourra être complété en intégrant d'autres acteurs impliqués dans le processus activiste ; par exemple, les créanciers de l'entreprise.

Chapitre 3: Shareholder activism and the timing of blockholder disclosure

In this chapter, we propose a model including the trading stage (acquisition of shares and blockholder disclosure) and the governance stage of activism. We analyze the blockholder's timing of disclosure, allowing for a strategic behavior. In some cases, the blockholder voluntarily renounces to use the full reporting window and makes an immediate announcement. The key to our analysis is the idea that what happens during the trading stage influences the governance stage *via* the belief of the firm's incumbent about the wish or capacity of the blockholder to launch a confrontational activist campaign if he does not cooperate. Our model also offers the possibility to discuss the consequences of a shortening of the legal disclosure period.

1. Introduction

The role played by activists in the shareholder value creation has been well documented by the empirical literature in recent years. It appears that most of the positive impact of activism on the share price happens when the presence of an activist blockholder in the shareholding structure of the company is revealed (Brav *et al.*, 2008). On the longer run, Bebchuk, Brav and Jiang (2015) have shown that there is no price reversal. In a study based on activist campaigns on U.S. public firms between 1994 and 2007, they find that return and valuation (measured by Tobin's Q) are consistently higher five years after the activist campaign. They suggest that the positive cumulative abnormal returns (CARs) observed at blockholder disclosure are not a short-term price effect but represents the anticipation of a permanent value creation for the target due to future activist interventions.

In March 2011, a rulemaking petition has been submitted to the Securities and Exchange Commission (SEC) by a prominent law firm, *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz* (WLRK). Considering that the reporting rules for the acquisition of blockholdings are not up-to-date in today's financial markets, they ask for a tightening of these rules. The main claim of this petition is a reduction in the disclosure delay, which dates back to the *Williams Act* (1968). Currently, the time to publicly disclose acquisitions of over 5% of a company is 10 days; the WLRK associates propose to reduce it to one business day. They argue that the blockholders take advantage of this long time period to continue to accumulate shares above the 5% threshold, while the share price did not incorporate the value relevant information of the presence of the blockholder (see chapter 2). Market transparency and protection of small, uninformed investors, require to shorten the legal delay.

Some researchers have taken position against this petition. They explain that the blockholder disclosure regulation should not take full transparency as a final objective, and that any change in this regulation should not be undertaken before an examination of its economic implications for investors (Bebchuk and Jackson, 2012). Using the empirical evidence that blockholding announcements by activists lead to positive stock price reaction (Brav *et al.*, 2008, Clifford, 2008, Greenwood and Shor, 2009, Klein and Zur, 2009, Becht *et al.*, 2015), and that they create value in the long run (Bebchuk, Brav and Jiang, 2015), they consider the ability for these blockholders to capture a bigger part of this created value during the reporting window as legitimate. They develop the argument that shortening this delay would deter activist

blockholders to enter the shareholding of companies, and that this would result in less value creation for all the shareholders. As a result, the effect of such a change in regulation would also be detrimental to the minority (uninformed) shareholders, contrary to the alleged objective of the petition.

This opinion, however, is based on the idea that the trading profit obtained by activists through buying shares from uninformed investors during the legal delay is necessary to make activism profitable. The existing literature does not provide evidence supporting this idea. There exists a theoretical literature on shareholder activism, but it has mainly focused on the governance aspect of this activity, especially the trade-off faced by the activist between the costs and the benefits of monitoring (Admati, Pfleiderer and Zechner, 1994, Maug, 1998). In order to discuss the impact of a change in the legal delay, we need to take account on the fact that the blockholder may adopt a strategic behavior when she acquires and discloses her participation, and that this behavior may have an impact on the governance stage. The objective of this chapter is to provide a theoretical model considering the interactions between the trading and disclosure stage, and the governance stage of activism. To our knowledge, this is the first model of this kind in the literature.

Interestingly, Bebchuk *et al.* (2013) provide an empirical study on disclosure timing and pre-disclosure accumulation of shares by blockholders (on the U.S. market). They notice that most blockholders use the full legal delay (they disclose 8 to 10 days after crossing the 5% of ownership threshold), but a significant portion of them decide to disclose immediately (more than 10%). Another important finding is that investors other than activist hedge funds also make a substantial use of the legal delay. They use these results to sustain the idea that there is no need for a change in regulation. However, these findings are also compatible with the idea that the blockholders behave strategically regarding the timing of disclosure, and that the difference between activist hedge funds and the other kinds of blockholders are smaller than hypothesized in this literature.

Activism is a governance mechanism by which a shareholder of a company, generally holding a (possibly small) block of the company's equity, imposes the management to take specific measures. These measures can go from financial policy decisions (increase dividends, start a share buyback program…) to a change in the strategy or in the perimeter of the firm. Activist campaigns, however, are costly. Gantchev (2013) estimates the cost of a confrontational activist campaign at $10.71 billion, which is about two thirds of the return obtained by the activist from

the campaign. In such cases, both the activist shareholder and the current management of the firm would be better-off if the operational changes could occur before the campaign.

The management has an imperfect knowledge of the ability of such minority blockholders to launch an activist campaign. Some shareholders are usual suspects of future activism (like activist hedge funds or some industrial shareholders). However, the border between active and passive shareholders has become blurred. On one side, usual activists try to avoid costly activist campaigns by putting pressure on management. In March 2015, the activist investor Harry Wilson agreed to withdraw his nomination at the board of directors of General Motors after the firm announced a $5 billion share buyback program. On the other side, investors usually considered as passive are increasingly willing to behave like activists when they consider that the firm faces serious governance problems. The word “reluctavists” has emerged to describe those reluctant activists. Overall, the behavior of the management once the presence of such a blockholder is revealed depends on the belief that this blockholder will become active if changes are not implemented.

For this reason, being seen as a potential activist is important for the blockholder, because it may induce the management (or the controlling shareholder) to undertake favorable actions by himself. If the blockholder really has the intent and ability to launch an activist campaign, it may allow her to obtain the policy decisions she expected without bearing the cost of the campaign. If she does not have this intent or ability, she still has a chance to be seen as a potential activist and to obtain value creation.

In this chapter, we show that the timing of blockholder disclosure may be used as an instrument to convince the management to undertake those actions before a confrontational activist campaign is launched. Disclosing early, while the regulation does not require her to do so, is a way for the blockholder to show that she is more interested in the value created by governance improvements than in the possibility to realize trading profits by accumulating shares at a low price in the days preceding the announcement. We argue that the disclosure timing decision is the result of a trade-off between this ability to appear like a potential activist (early disclosure) and the possibility to legally trade share on superior information (late disclosure). The aim of this chapter is to provide a theoretical framework allowing to study this trade-off, the conditions under which the blockholder discloses earlier or later, and the consequences of a shortening in the legal disclosure delay.

The rest of the chapter proceeds as follows. Section 2 reviews the existing literature on shareholder activism and disclosure timing. Section 3 and 4 present our model and its equilibrium. Section 5 derives the empirical predictions of the model and analyses the consequences of a change in the disclosure regulation. Section 6 concludes.

2. Related literature

Most theoretical and empirical studies related to corporate disclosure consider announcements as exogenous. They predict or measure the impact of these announcements on stock prices or investors' behavior. For example, Pevzner, Xie and Win (2015) measure the market impact of earnings announcements in different countries. However, some papers consider the strategic decision of voluntary disclosure. Theoretical research on that issue has mainly focused on the information flow from managers to investors. Ferreira and Rezende (2007) propose a model where managers decide to reveal their strategic plan or keep this information private. They face a trade-off between keeping the possibility of changing project implementation (no disclosure) and providing incentives for partners to undertake project-specific investment (disclosure). Chemmanur and Tian (2012) show that many companies decide to delay the announcement of upcoming dividend cuts to the market. Only the companies with temporary difficulties decide to disclose early.

The most common discussion point in this literature is the intention by the manager to reduce or not information asymmetry with outside investors. Good news is usually disclosed early. Bad news may be disclosed early in order to reduce information asymmetry and increase liquidity (Balakrishnan *et al.*, 2014), or late when the news flow in the market is such that the impact of the bad news will be lower (Boulland and Dessaint, 2015).

The intraday disclosure strategy has also been studied, with the same idea of an asymmetry between good news and bad news disclosure. For example, Gennotte and Trueman (1996) show that managers prefer to release positive news during trading hours and negative news after trading hours. Michaeli, Rubin and Vedrashko (2014) provide evidence that the immediate market impact of earnings announcements is 50% smaller when they occur during trading hours. In the same vein, Dellavigna and Pollet (2009) find that investors temporarily underreact to news when they are disclosed on Fridays (however this result may be due to selection bias, as noted by Michaeli, Rubin and Vedrashko, 2016). Niessner (2015) shows that managers take advantage of this effect and disclose negative news on Fridays or before holidays, when investors are supposed to be distracted.

Takeover bids constitute business situations where voluntary disclosure occurs frequently. For example, Brennan (1999) study the voluntary earnings forecasts disclosure from targets of takeover bids on the U.K. market between 1988 and 1992. He shows that these targets tend to disclose more frequently in case of hostile takeover, with a disclosure bias in favor of good news. In the same vein, on a French sample of takeover bids between 2006 and 2011, Negre and Martinez (2013) show that both the bidder and the target use voluntary press releases to try to influence the outcome of the (friendly or hostile) bid.

Corporate insider trading also constitutes a possible cause of voluntary disclosure. Fishman and Hagerty (1995) propose a model of insider trading where the market cannot observe if the supposed insider is really informed. They show that making disclosure mandatory can lead to higher profits for uninformed insiders (they can mislead the market about their information and obtain trading profits). Cheng and Lo (2006) show that strategic disclosure may be used by informed managers to manipulate share prices and obtain trading profits: they tend to disclose bad news before the acquisition of shares.

Blockholder disclosure could not precisely be considered as voluntary disclosure, since the announcement is mandatory. However, the blockholder is not obliged to disclose immediately and may keep her trading private information for a few trading days. The fact that she sometimes decides to disclose early while she could disclose late is a strategic *early* disclosure. This issue is close to the question of voluntary disclosure, since the blockholder decides to give a valuable information to the market while she could keep it private for a few more days.

Shareholder activism has been the subject of several studies in the last 10 years. Most of them are empirical studies and focused on hedge fund activism. For example, Brav *et al.* (2008) find a +7.1% CAR of the target on a 20 days' window centered on blockholding announcement by an activist hedge fund. They also show that these activists earn a significantly higher return than the size-adjusted value-weighted stock portfolio. Similarly, Klein and Zur (2009) and Greenwood and Schor (2009) find a significant market reaction of blockholding announcements. All these papers focus on activist hedge funds on the U.S. market, and they measure CARs between 1.6% and 7.2% around the announcement. On an Italian sample, Croci and Petrella (2015) found a positive CAR around disclosure date (+0.93%) and trading date (+1.76%).

These empirical studies generally ignore passive blockholders. The U.S. blockholder disclosure regulation makes a big difference between active and passive blockholders. Active blockholders are submitted to the Schedule 13D rule: when their beneficial ownership (defined as proportion of cash-flow rights or voting rights in the firm's equity) reaches 5%, they must disclose their position within 10 trading days. If a blockholder has no intent to become active, she is submitted to the much lighter disclosure requirement known as Schedule 13G (the disclosure may occur several months after the trade). Despite this difference, Clifford (2008) compares the market impact of active (13D) and passive (13G) blockholders, and shows that the CAR is higher for 13D. On a French sample, where active and passive blockholders are submitted to the same disclosure rule, we have measured on chapter 2 that the market reaction is higher for active blockholders (+2.8% on a [-10;+3] window), but still positive and significant for passive blockholders (+1.7%). These empirical studies are built up on governance models where blockholders create value by monitoring the firm or threatening to sell their shares. Those two ways to create value are called *voice* and *exit* since the seminal article of Hirschman (1970).

However, there is a lack of theory on another aspect of blockholding announcements: the disclosure strategy. Because the blockholder is not obliged to disclose immediately, she can use the 10 days' legal delay to continue to accumulate shares at a price which is lower than the price that would prevail in a well-informed market. The objective of this chapter is to fill this gap. We propose a model explaining the timing of disclosure by the blockholder, and allowing a conceptual analysis of the impact of an elimination of the legal delay, as claimed by the WLRK petition.

3. Model framework

This section presents a multi-period model of ownership disclosure and activism by an outside blockholder.

Start of the game

When the game starts, a public firm is under the control of an incumbent (I), who may be a manager (in case of disperse or passive ownership from current shareholders) or a controlling shareholder. An investor, denoted in the following as the blockholder (B) and possibly owning a previously acquired toehold K of the firm's equity, considers buying an additional quantity of shares of the target. Typically, K is the level of ownership just below the legal threshold of blockholder disclosure (5% of shares outstanding minus one share in most regulations). For this reason, the existence of this blockholder is not a public knowledge. The prior probability of presence of such a blockholder in the firm's capital is α . In this chapter, we study the situation where the announcement of a blockholder has a significant impact on the firm's stock price. Typically, α should be small, so that the announcement is a relevant news. In our model, we set hypothesis H1.

H1: $\alpha < \frac{1}{3}$.

The blockholder is described as high *type* ($t = h$) if she has the ability to launch an activist campaign on the firm ($B = B_h$) and *low type* ($t = l$) if she only may remain passive ($B = B_l$). At the start of the game, only the blockholder knows her type. In the following, q is the prior probability of the blockholder being high type (conditional on her existence). The prior beliefs α and q are held by I and all the uninformed agents in the market (outside investors, other shareholders of the firm); the existence and type of the blockholder is only known by herself at the start of the game. Throughout the game, the incumbent and the uninformed agents will update their beliefs using Bayes' rule.

The rest of the game consists of two stages, each of them including several steps. The trading stage represents the acquisition and/or sale of shares by the blockholder, and its disclosure. The governance stage is a game where the players are the incumbent (current controlling shareholder or manager) and the blockholder. The major link between the trading stage and the governance stage is that the former will influence the belief of the incumbent about the type of the blockholder.

Trading stage

In the trading stage of the model, B (in case of existence) has the possibility to trade shares of the target. Because she already owns K, she knows that if she acquires more shares she will have to disclose her ownership. B may trade on her two informational advantages relative to the public: her existence and her type. We assume that B is risk-neutral, so that she simply maximizes her expected final wealth (denoted W_h if $t = h$ or W_l if $t = l$).

There are two rounds of trading in the trading stage (*trade 1* and *trade 2*). Regarding the price at each round of trading, I apply standard valuation concepts where the current value of the firm is equal to the discounted value of future cash flows. Here the only cash flow is the final value of the firm v. The discount factor is set equal to 1, so that the current price of the firm p_i prevailing at trade i is the expected value of v conditional on the public information when the shares are traded (semi-strong form efficiency):

$p_i = \mathrm{E}(v \mid I_i)$ for $i = 1,2$ where I_i the public information at the date of trade i.

Let's denote t_i as the percentage of the firm's shares traded by B at trade i ($t_i > 0$ if B buys shares, $t_i < 0$ if B sells shares). The blockholder pays (receives) $t_i p_i$ with $t_i > 0$ ($t_i < 0$) at trading i. At each round of trading, a maximum portion L of the firm's shares may be traded by B:

$t_1, t_2 \in [-L; < L]$.

If $t_1 > 0$, the acquisition triggers a disclosure obligation since the total size of the blockholding becomes larger than the first legal ownership threshold. B must truthfully disclose her ownership, but she is not required to do so immediately. She may disclose early (*early announcement,* $d = a$) or late (*late announcement,* $d = b$). Disclosing *early* means that she announces her ownership (larger than 5% if this is the legal threshold) immediately after the first trade at step T1. Disclosing *late* means that she does not make any announcement at that step (she will be obliged to disclose after the second trade).

Then the second round of trading (*trade 2*) occurs at step T2, after ($d = a$) or before ($d = b$) announcement. Following this second round, B is obliged to disclose. In case of early announcement, she must update her notification. In other words, at the end of the trading stage, the complete trading and disclosure behavior of B is publicly known. Notice that under the U.S. Schedule 13D regulation, the blockholder must promptly update her filing after any material change in the fact disclosed, like the acquisition (or disposal) of another 1% of the shares of the firm. Under the French regulation, a notification is required when the blockholder ownership reaches 10% or falls below the 5% threshold. If the announcement occurs several days after crossing the legal threshold, the blockholder has to disclose her ownership at the date of announcement (including the shares acquired during the reporting window). In our model, there is full disclosure after the trading stage, either because the blockholder chose to disclose late, or because she disclosed early and had to update her announcement after the second round of trading.

In the following, let's denote x as the portion of the firm's equity that B holds at the end of the trading stage:

$$x = K + t_1 + t_2 \ .$$

X will stand for the maximum possible ownership after the trading stage:

$$X = K + 2L \, .$$

It will be shown, under the assumptions of the model, that the high type blockholder B_h will always hold a portion X of the firm's equity at the end of the trading stage.

Governance stage

The end of the trading stage leads to the second stage of the model (governance stage).

Like in Gantchev (2013) and Johnson and Swem (2016), activism is sequential and its cost depends on the behavior of the incumbent.

The final value of the firm is v. We normalize the status quo value of the firm at zero (without loss of generality). This status quo value $v = 0$ is below the full potential value V, because reaching $v = V$ would require an additional effort from the incumbent (I), like a stronger monitoring, a reduction in the private benefits he extracts from the firm, or a managerial effort. Obviously, I may also benefit from an increase in the value of the firm (variable compensation if I is a manager, capital gain in proportion of the percentage of ownership if he is a controlling shareholder); however, this benefit must be lower than the cost of effort, otherwise I would make this effort even in case of status quo. Let's denote e the *net* cost of effort for the incumbent who decides to make this additional effort. In the following we hypothesize that e is strictly positive ($e > 0$).

I has 3 possible levels of utility (U_I). The status quo utility of the incumbent is set to:

$U_I = R$, with $R > e$.

For example, R may represent a level of private benefits that I can extract from controlling the firm. The utility of the incumbent when he decides to make the additional effort (what we call "cooperation") is:

$U_I = R - e$.

Finally, in case of confrontational activism from B, the level of utility of I would be significantly reduced. The utility of I in case of confrontational activism is normalized at:

$U_I = O$.

In other words, the incumbent is better off making the additional effort ($U_I = R - e$) than suffering from an aggressive activism ($U_I = O$).

In the following, we will also use λ as an indicator of aversion to activism from the incumbent, where $\lambda = \frac{R}{e} - 1$ ($\lambda > 0$). λ is high if the status quo utility of the incumbent is large relatively to the cost of cooperation.

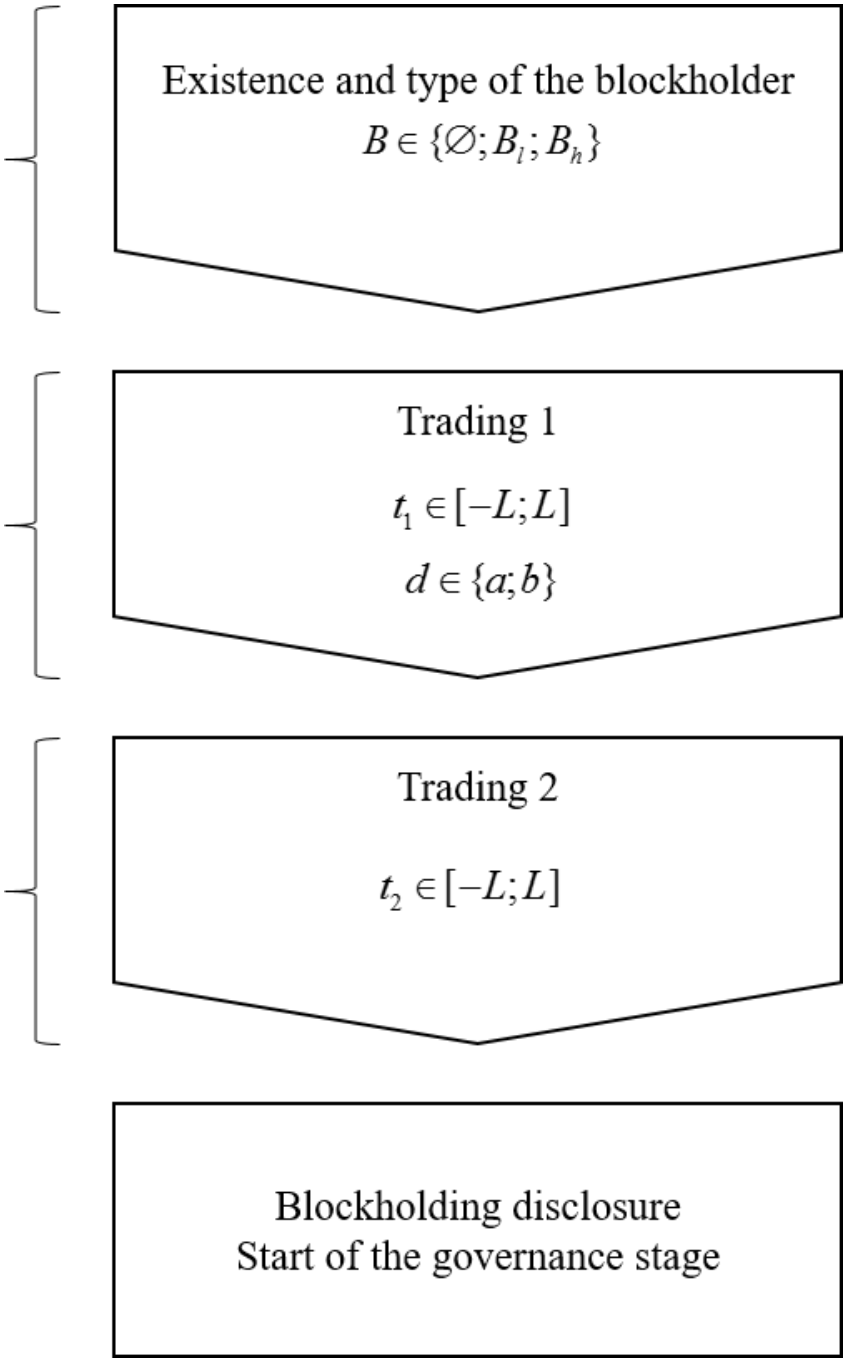
Remember that there are two types ($t = h$ or $t = l$) of blockholders. Some blockholders (B_h) are able to launch an aggressive (confrontational) activist campaign. However, since this kind of activism is costly (c represents the cost of activism for B_h), the blockholder will launch a campaign only if I does not make the effort e. The cost of activism is strictly positive, but it is sufficiently low that B_h will always engage in activism if she has bought shares at both rounds of trading and I did not make the effort. This is hypothesis H2.

H2: $0 < c < XV$.

The low type blockholder (B_l) is not able to launch such a campaign. B_l may make profit only by behaving like B_h and hoping for an effort from I, or by manipulating the share price and selling its shares during the trading stage. The proportion of high types of blockholders q is common knowledge (with $0 < q < 1$).

The sequence of events is presented in **figures 3.1** and **3.2** and described below.

Figure 3.1. Trading stage.



Sequence of events

The timing of the game works as follows.

Step T0. With a probability α, a blockholder B already owns a toehold K of the target firm's equity and considers buying or selling shares (with $(1-\alpha)$, there is no such blockholder and the game stops). K is one share below the threshold which triggers mandatory disclosure.

With probability q, the type of the blockholder is high ($B = B_h$), with probability $1-q$ it is low ($B = B_l$). Only B_h may launch a (costly) activist campaign during the governance stage.

Trading stage (figure 3.1)

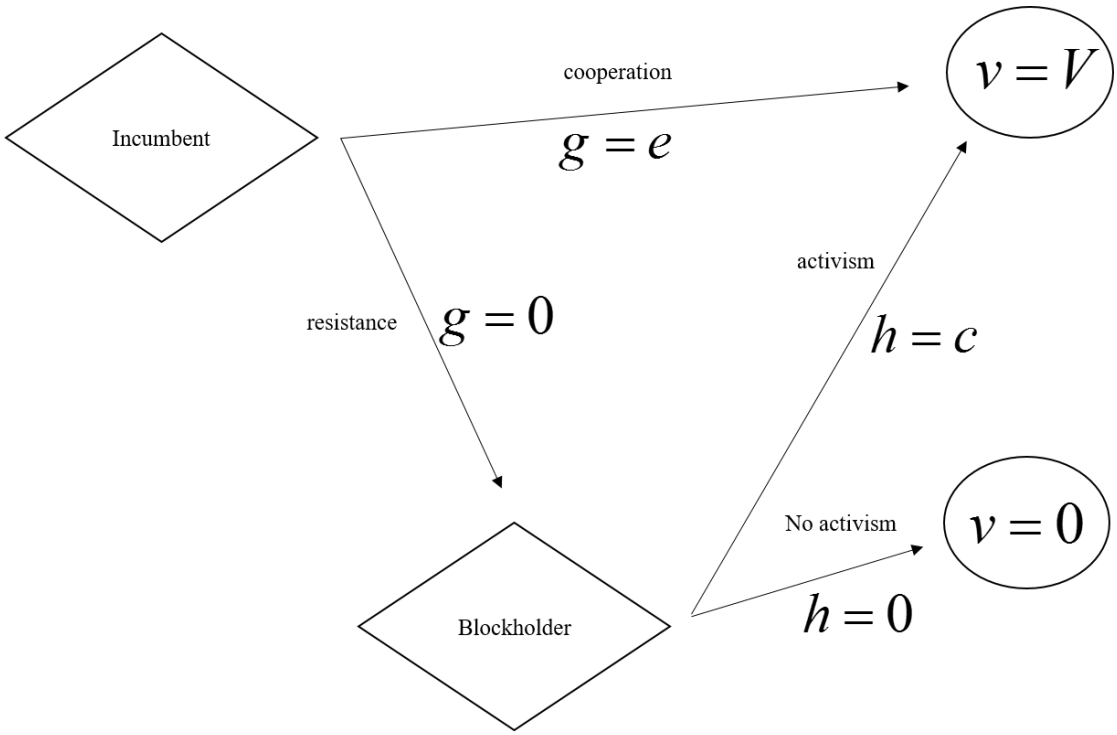
Step T1. B decides to trade shares of the firm. The maximum number of shares that she may trade represents a portion L of the firm's equity. The total price of the firm's equity at that step is p_1. The trading of B is $t_1 \in [-L; L]$, and the total price paid (received) is $t_1 p_1$ if $t_1 > 0$ ($-t_1 p_1$ if $t_1 < 0$).

If $t_1 > 0$, B must (truthfully) disclose her trade and total ownership. This announcement may be done early ($d = a$) or late ($d = b$). Early announcement means that disclosure is made at step T1 just after the acquisition. Late announcement means no disclosure at that step.

Step T2. This step is the second round of trading. B decides to trade a portion t_2 of the shares of the firm, with $t_2 \in [-L; L]$, at price p_2.

After step T2, if $t_1 > 0$ or $t_1 + t_2 > 0$, B must disclose her trade and ownership at the end of the trading stage. In case of early announcement ($d = a$), she must disclose her second trade and her final ownership. In case of late announcement ($d = b$), she must disclose her total trade of the trading stage and her final ownership. Notice that if $t_1 < 0$ and $t_1 + t_2 < 0$, there is no announcement. However, as will be shown in equilibrium computation, this absence of announcement will reveal that there is no high type blockholder, which is a sufficient information for the incumbent at governance stage.

Figure 3.2. Governance stage.



Governance stage (figure 3.2)

This stage occurs only if a blockholding announcement has been made (if this is not the case, it means that there is no high type blockholder in the game, and the value is $v = 0$).

Step G1. The incumbent I decides to cooperate ($g = e$) and makes an additional effort which will improve the firm's value, or resist ($g = 0$).

Step G2. If $B = B_h$, the blockholder may launch an aggressive activist campaign ($h = c$) or remain passive ($h = 0$). If $B = B_l$, the blockholder remains passive.

Step G3. The value v of the firm, the wealth of B and the utility of I are realized, and the game ends. The value of the firm is $v = V$ if I cooperated or if B launched an activist campaign. It is $v = 0$ otherwise.

4. Equilibrium of the model

The blockholder choses a trading, announcement and activism strategy to maximize her expected final wealth. The incumbent choses a cooperation strategy to maximize his expected utility. The market price of the firm's equity is equal to the expected final value of the firm given the public information available at the date of trading. The existence and type of the blockholder is her private information. The beliefs of uninformed agents are updated using Bayes' rule when an information is made public. The equilibrium is defined as follows.

Definition 1.

An equilibrium is a set of trading $\{t_1, t_2\}$, disclosure $\{d\}$ and governance $\{h\}$ strategies for each type $\{t\}$ of blockholder, with market prices $\{p_i\}$ at each trading date, and cooperation behavior $\{g\}$ from the incumbent, that satisfy:

(i) Wealth maximization from the blockholder, such that the trading, disclosure and governance behavior maximizes the expected wealth of the blockholder given her type, market prices and the cooperation behavior of the incumbent.

(ii) Utility maximization from the incumbent, such that his cooperation behavior maximizes his expected utility given the expected governance behavior of the blockholder.

(iii) Bayesian updating, such that the incumbent revises his priors on the presence and type of blockholder regarding her trading and disclosure strategy, and the market prices at each date of trading are the expected final values of the firm given the public information at that date.

This definition corresponds to a perfect Bayesian equilibrium for a multi-period games, as formally defined by Fudenberg et Tirole (1991).

We solve the game using backward induction. The solution of the governance stage is rather simple. Because of the hypothesis H2 ($0 < c < XV$), if the blockholder has bought the maximum possible shares at each round of trading, she will always launch an activist campaign if she is high type and the incumbent didn't cooperate. Lemma 1 presents the solution of the governance stage when $t_1 = t_2 = L$, which means $x = X$. We introduce δ_G as the probability of the blockholder being of type $t = h$ according to what she did in the trading stage. δ_G is obtained by the incumbent using Bayesian inference. This variable is a result of the trading stage, and is key in the resolution of the governance stage.

Lemma 1.

If $x = X$, there is the following equilibrium at governance stage:

- if $\delta_G > \frac{e}{R}$, then I decides to make the additional effort ($g = e$);
- if $\delta_G < \frac{e}{R}$, then I decides not to make the effort ($g = 0$);
- if $\delta_G = \frac{e}{R}$, then I is indifferent about making or not the effort. He may use any pure strategy, or even any mixed strategy where he makes the effort with a probability k , with $k \in [0,1]$;
- if I makes the effort, B does not launch an activist campaign; if I does not make the effort, B decides to launch an activist campaign if her type is $t = h$ and remains passive if her type is $t = l$.

Proof. See appendix.

Solving the governance stage for $x = X$ is a sufficient intermediate result to solve the trading stage, since at equilibrium the result of the trading stage will be $x = X$ in case of presence of a high type blockholder. If $x < X$, the updated belief about the type of the blockholder will be $\delta_G = 0$, and the governance stage will be straightforward (no cooperation and no activism).

The case $\delta_G = \frac{e}{R}$ is the result of the trading stage with a non-zero probability; therefore, in Lemma 1 we had to specify the behavior of I at equilibrium when $\delta_G = \frac{e}{R}$. The consequence of Lemma 1 is that the final value of the firm depends on the type of B and the decision of I; and this decision depends on the belief of I about the type of B. The value will be $v = V$ when $t = h$, since B will always buy at trading stage when her type is high (as will be shown in propositions 1 and 2). In this case, either I will cooperate, or B will launch an activist campaign. The value will also be $v = V$ if B is low type but the *belief* about her type is high enough ($\delta_G > \frac{e}{R}$). This is the reason why B_l will (sometimes) behave like B_h, hoping that the incumbent will cooperate.

Propositions 1, 2 and 3 are the main results of this chapter. Proposition 1 presents the equilibrium when the prior probability of $t = h$ is high, so that the blockholder will always buy even if she is low type, and the incumbent will always cooperate. In this case the announcement will always be late ($d = b$). Propositions 2 and 3 present the equilibria when the prior probability of $t = h$ is low, so that the low type blockholder will not always behave like a high type blockholder, and will follow a mixed strategy.

Proposition 1

If $q \geq \frac{e}{R}$, there exists an equilibrium where the blockholder always buys and never announces early, and the incumbent always cooperates:

- $t_1 = t_2 = L$
- $d = b$
- $\delta_G = q$
- $g = e$

- The market prices are given by $p_1 = p_2 = \alpha V$

Proof. See appendix.

This intuition of the proof is the following. If the prior belief of $t = h$ is high enough, even when the low type blockholder always decides to behave like the high type blockholder, the updated probability of $t = h$ remains high so that the incumbent is better off when he cooperates. In turn, because I will always cooperate, the blockholder always buys since she knows that the final value will be $v = V$ and she will not need to launch an activist campaign.

In terms of disclosure strategy, proposition 1 says that the disclosure will be late when the prior belief of $t = h$ is high. Because a large proportion of the blockholders are able to launch an activist campaign, announcing early will increase the price of the second trading round p_2 (by revealing the presence of the blockholder); this higher price will not induce the blockholder to sell at that step if she is low type, since she knows that her type will have no effect on the governance stage (no need to become active). As a result, an early announcement would only negatively affect the final wealth of the blockholder by increasing the price paid at step T2.

This is the source of the first important prediction of this model: when the blockholder is likely to be a potential activist, she tends to disclose late. Her reputation will be strong enough at the governance stage, so that she does not need to disclose early to put pressure on the incumbent.

We now turn to the more interesting case where $q < \frac{e}{R}$. In this case I will not always cooperate. We will show that after an early announcement ($d = a$) the incumbent will tend to cooperate more often than after a late announcement ($d = b$). The intuition of the result is that an early announcement will increase the price because it reveals the presence of a block (p_2 will be higher). As a result, if the blockholder is low type ($B = B_l$), it will be more expensive for her to imitate B_h (buying L at price p_2) and more profitable to sell at step T2. We will have a mixed strategy equilibrium where I needs to cooperate more often when $d = a$ in order to make B_l indifferent between buying and selling at step T2. Thus, if the block is high type, an early announcement reduces her expected cost of governance. Although, this early announcement increases the price at the second round of trading, because it reveals her presence. Consequently, it reduces the potential trading profit of the blockholder. The

disclosure strategy will depend on the result of this trade-off between cost of governance and trading profit.

Proposition 2 describes the equilibrium when the relative cost of activism $\frac{c}{V}$ is low, and proposition 3 when it is high. In the first case, there will be a late announcement in case of acquisition at first trading round ($d = b$); in the second case, there will be early announcement ($d = a$). The trading and governance strategy of the blockholder will now depend of her type.

Proposition 2

If

$q < \frac{e}{R}$

and $\frac{c}{V} < M$,

where $M = \frac{1}{2(1-2\alpha)}[X(1-\alpha) - 2Lq\alpha\lambda]$,

then there is an equilibrium with the following characteristics:

(i) Prices at step T1 and T2 are given by p_{1b} and p_{2b}, respectively.

(ii) If $B = B_h$, then $t_1 = t_2 = L$ and $d = b$.

(iii) If $B = B_l$, then the blockholder has a mixed strategy. With a probability m, B_l imitates B_h ($t_1 = t_2 = L$ and $d = b$); with a probability $(1-m)$, B_l sells shares at both rounds of the trading stage ($t_1 = t_2 = -L$).

(iv) If $t_1 = t_2 = L$ and $d = b$, then I decides to cooperate ($g = e$) with a probability k_b , and not cooperate ($g = 0$) with probability $(1-k_b)$.

(v) If $t_1 = t_2 = L$ and $d = a$ (out-of-equilibrium), then I decides to cooperate ($g = e$) with a probability k_{ba} , and not cooperate ($g = 0$) with probability $(1 - k_{ba})$. In this case the price will be p_{2ba} .

(vi) If $t_1 \neq L$ or $t_2 \neq L$ then I does not cooperate ($g = 0$).

(vii) If $B = B_h$ and $g = 0$ then B decides to launch an activist campaign. In all other cases B remains passive.

With

$$p_{1b} = p_{2b} = V \frac{1}{\frac{1}{\alpha q} - \frac{4L}{X}\lambda}$$

$$m = \frac{q}{1-q}\lambda$$

$$k_b = \frac{1}{\frac{X}{4L\alpha q} - \lambda}$$

$$k_{ba} = \frac{3}{2}k_b$$

$$p_{2ba} = 3p_{2b} = 3p_{1b}$$

Proof. See appendix.

Proposition 3

If

$$q < \frac{e}{R}$$

and $\frac{c}{V} > M$,

then there is an equilibrium with the following characteristics:

(i) Prices at step T1 and T2 are given by p_{1a} and p_{2a}, respectively.

(ii) If $B = B_h$, then $t_1 = t_2 = L$ and $d = a$.

(iii) If $B = B_l$, then the blockholder has a mixed strategy. With a probability m, B_l imitates B_h ($t_1 = t_2 = L$ and $d = a$); with a probability $(1-m)$ B_l buys at step T1, announces early, and sells at step T2 ($t_1 = L$, $d = a$ and $t_2 = -L$).

(iv) If $t_1 = t_2 = L$ and $d = a$, then I decides to cooperate ($g = e$) with a probability k_a, and not cooperate ($g = 0$) with probability $(1-k_a)$.

(v) If $t_1 \neq L$, $t_2 \neq L$ or $d = b$ then I does not cooperate ($g = 0$).

(vi) If $B = B_h$ and $g = 0$ then B decides to launch an activist campaign. In all other cases B remains passive.

With

$$p_{1a} = \alpha p_{2a}$$

$$p_{2a} = V \frac{1}{\frac{1}{q} - \frac{2L}{X}\lambda}$$

$$m = \frac{q}{1-q}\lambda$$

$$k_a = \frac{1}{\frac{X}{2Lq} - \lambda}$$

Proof. See appendix.

The general idea of propositions 2 and 3 is that the high type blockholder B_h faces the trade-off between the trading stage benefit of a late announcement and the governance stage benefit of an early announcement, while the low type blockholder B_l has a choice between imitating

B_h (buying at each round of trading and following the same disclosure strategy) or selling shares.

For B_h, the choice of announcing early or late is the result of a trade-off between:

- paying a lower price p_2 when she announces late (trading stage benefit of $d = a$)
- obtaining a higher probability of cooperation when she announces early (governance stage benefit of $d = b$).

At equilibrium, B_h will always buy at trading stage, and launch an activist campaign if I does not cooperate. The expected utility of B_h will thus be:

$$\mathrm{E}(U_h \mid t_1 = L, t_2 = L) = XV - Lp_1 - Lp_2 - (1-k)c$$

The choice to announce early or late comes at step T1, just after the first trade. So, the trade-off that B_h is facing may be formalized as a comparison between the trading stage benefit $L(p_{2a} - p_{2b})$ and the governance stage benefit $c(k_a - k_b)$.

If $L(p_{2a} - p_{2b}) > c(k_a - k_b)$, then B_h discloses late (she does not make an announcement after her first trade).

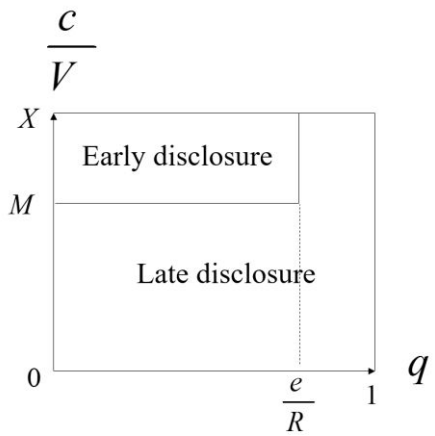
If $L(p_{2a} - p_{2b}) < c(k_a - k_b)$, then B_h discloses early in order to increase the probability that the incumbent will cooperate at governance stage.

These conditions are equivalent to $\frac{c}{V} < M$ and $\frac{c}{V} > M$, respectively.

Notice that the condition $\frac{c}{V} < M$ (respectively $\frac{c}{V} > M$) for proposition 2 (proposition 3) is sufficient for equilibrium but not necessary. All we need for proposition 2 (proposition 3) equilibrium is $\frac{c}{V} < X$ (respectively $\frac{c}{V} > \frac{X}{2}$).

We show in the demonstrations that $M \in]\frac{X}{2}, X[$. This means that there is a range of value for the relative cost of activism $\frac{c}{V}$ where both pooling equilibria ($d = a$ and $d = b$) coexist. The tie-breaking rule we used is the following: the chosen equilibrium is the one which maximizes the utility of B_h when the blockholder choses early or late disclosure (at the end of step T1). Notice that the low type blockholder always follow the same disclosure strategy as B_h when she crosses the disclosure threshold ($t_1 = L$). Notice also that with this tie-breaking rule, B_h does not always chose the equilibrium which maximizes her total utility, since she cannot commit to a disclosure strategy at the start of the game. It means that, since the price at step T1 is lower in case of late announcement ($p_{1b} < p_{1a}$), B_h would prefer a late disclosure more often than described by our threshold M if she could commit *not* to disclose early.

Figure 3.3. Disclosure strategy of the blockholder.



Overall, disclosure will be early when the *ex ante* probability of the blockholder to be high type is low enough, so that the incumbent will not always cooperate, and the relative cost of activism

is high enough, so that the blockholder wants to increase the probability of cooperation from the incumbent (**figure 3.3**). Next section presents the empirical predictions of the model.

5. Empirical predictions of the model

In this section, we derive the empirical predictions of the model. We discuss the two main points of controversy: the disclosure strategy of blockholders, and the possible impact of a shortening of the legal disclosure window.

Disclosure strategy of blockholders

Proposition 1 establishes that when the prior probability of B being of high type is high, the blockholder will always choose to disclose late. This is the first empirical prediction of the model about the disclosure strategy of the blockholder. When a blockholder has the reputation to be a potential activist, she does not need to disclose early because when her presence is revealed the pressure on the incumbent is high enough to generate cooperation.

However, our model also considers the case where the prior belief of B to be active is low. In this situation, an early announcement is a way to increase the pressure on the incumbent at the governance stage. By disclosing early and continuing to acquire shares at the second round of trading, B signals that her intent is not a short-term trading profit but the creation of shareholder value. Notice that the signaling effect does not come from the early announcement itself: at equilibrium, when the conditions of proposition 3 are satisfied, all types of blockholders will announce early (the equilibrium is pooling in disclosure strategies). The signaling effect appears at the second round of trading, when the blockholder continues (or not) to buy while she announced early.

The disclosure strategy of the blockholder depends on the cost of shareholder activism (c), relative to the final value of the firm in case of activism (V). If the cost of activism is relatively low, B_h will prefer to announce late since the trading stage benefit of a late announcement will exceed the governance stage benefit of an early announcement. Regarding B_l, if we are in the case where a high type blockholder would announce early, she will also buy at step T1 and announce early, so that she does not reveal her low type. At step T2 she follows a mixed strategy and buys with a probability m ($m = \frac{q}{1-q}\lambda$) and sells with $(1-m)$. She will buy more often when the prior belief about her type is that she is likely to be high type (q is high). In this case,

she tends to buy because the probability of cooperation from I is higher. B_l will also buy more often when the aversion to activism (λ) is higher (k_a is increasing in q and λ).

In case of late announcement, the mixed strategy of B_l occurs at step T1. Since we have a pooling equilibrium where both types of blockholder announce late (and obviously, there is no announcement if there is no block), seeing "no announcement" provides no information about the existence or the type of the block. Thus, $p_{1b} = p_{2b}$. This is the reason why if B_l wants to sell she should do it at step T1. The probability of imitating B_h is the same as in the case of an early announcement ($m = \frac{q}{1-q}\lambda$), and for the same reasons.

To derive empirical implications of the model about the disclosure strategy of the block (when q is low), we need to analyze the threshold M which separates our two equilibria.

$$M = \frac{1}{2(1-2\alpha)}[X(1-\alpha) - 2Lq\alpha\lambda]$$

When the relative cost of activism ($\frac{c}{V}$) is higher than M, there is early announcement if a blockholder crosses the notification threshold ($t_1 = L$). If it is lower, there is late announcement. As a consequence, in order to study the empirical predictions of the model, we have to analyze how M varies with the probability of arising of a blockholder (α), the prior belief about the type of this block (q), the liquidity of the firm (L), the size of the toehold (K) and the aversion to activism of the incumbent (λ). For a given relative cost of activism, late announcements (respectively early announcements) will be more frequent when M is higher (lower).

Probability of arising (α)

When α is higher, the blockholder tends to disclose later. In the trade-off $c(k_a - k_b)$ vs $L(p_{2a} - p_{2b})$, α only impacts k_b and Lp_{2b}. Using $p_{2b} = \frac{XV}{4} k_b$ we have:

$$ck_b - Lp_{2b} = (c - \frac{XV}{4})k_b$$

We know that if $c < \frac{XV}{4}$, the blockholder will chose a late disclosure ($d = b$). If $c > \frac{XV}{4}$, because k_b is increasing in α , a higher α will improve the net gain from late disclosure. When the probability of arising of a new blockholder is high, this block will tend to disclose late. This finding may be combined with the previous one (from proposition 1) that there will be late disclosure when the probability of the blockholder to be a potential activist is high. Overall, a prediction of the model is that blockholding announcement will be late for the firms that are most likely to be targeted by activist shareholders.

Prior belief (q) and aversion to activism (λ).

The prior belief about the type of the blockholder and the aversion to activism have the same impact on the disclosure strategy. When they are high, early announcements are more frequent (M is decreasing in q and λ). This result is not straightforward since a higher q or λ increases the cooperation and the prices in both announcement cases (k_a, k_b, p_{2a}, and p_{2b} are all increasing in q and λ).

Technically, the result comes from the fact that the influence of q and λ is higher on k_a than on k_b because of the role of α in k_b. Intuitively, if the prior belief is that the bock is likely to be a potential activist, and/or if the incumbent has a high degree of aversion to activism, I will cooperate more often to avoid a confrontational activist campaign. This is the case after a late announcement, but even more so after an early announcement because in this case the second

round of trading will play a signaling role about the type of the blockholder. Therefore, a higher prior belief (q) or aversion to activism (λ) induces an earlier disclosure.

Toehold (K) and liquidity (L).

The impact of the toehold can be seen through X ($X = K + 2L$). A higher toehold reduces the probability k of cooperation. This comes from the behavior of B_l, who will prefer to imitate B_h when the toehold is high because the potential gain if I cooperates is large. Thus, I must cooperate less frequently to make B_l indifferent at equilibrium. Because of the possibility of having no block, the (negative) impact of K is larger on k_a than on k_b, so M is increasing in K. When the toehold is large, the blockholder tends to disclose later.

A larger liquidity (L) also increases M and makes a late announcement more likely. The variation of M with L is easy to study: we have a factor $2(1-\alpha)-2q\alpha\lambda$ at the numerator, which is positive (using $\lambda < 1-\frac{1}{q}$).

There are in fact two competing effects regarding this liquidity. On the one hand, L has the same impact as the toehold: B_l will want to imitate B_h because the benefit in case of cooperation is higher, and as a result I will cooperate less frequently. On the other hand, it also has the same impact as the prior belief (q): if L is large, the incumbent knows that imitating the high type is costlier for B_l and he will tend to cooperate more often. The net effect however is in favor of a late announcement (when $q < \frac{e}{R}$). In other words, a prediction of the model is that when liquidity is large, the blockholder will tend to disclose late.

Analysis of a change in disclosure regulation

The main point of controversy about blockholder disclosure regulation in the U.S. is the possible shortening of the disclosure window. The SEC is considering this possibility, which was the main point of the WLRK petition. Bebchuk, Brav and Jiang (2015), among others, are against this idea. The consequence of a large disclosure window is that it gives the possibility for the blockholder to continue to accumulate shares at a low price before announcing the trade to the market (trading stage benefit in our model). Their argument is that this possibility allows the activist blockholder to capture a larger part of the value creation that wouldn't occur without her. In other words, shortening the window (to one trading day, as suggested by the petition) would deter some activist blockholders to enter the capital of firms, while they are a source of value creation. They suggest that minority shareholders benefit from a large disclosure window, since the gain from encouraging activist blockholders is larger than the loss due to the possibility for these blockholders to trade on private information.

They also show that, frequently, the blockholder decides to disclose early. In an earlier study, Bebchuk *et al.* (2013) also find that the blockholder does not always use the full legal delay and sometimes makes announcement immediately after crossing the 5% of ownership threshold. However, they do not consider the possibility of this early announcement being the result of a strategic choice. Our model is compatible with this empirical evidence, but we conclude the opposite regarding the minority shareholders interest.

If the purpose of the blockholder disclosure regulation is the best interest of the minority uninformed shareholders (the WLRK petition and Bebchuk, Brav and Jiang, 2015, agree on that point), our model supports the idea that tightening the regulation would fulfil this purpose. Shortening the disclosure window will have a consequence when the blockholder would prefer to disclose late. And this is the case when the relative cost of activism is low ($\frac{c}{V} < M$). In this case, the expected gain obtained by the (activist) blockholder is reduces; but those are the situations where the profit from activism is very high (low cost of activism, high value creation). In other words, if such a decision will reduce the total gain of the blockholder, it will not deter her from buying shares and creating shareholder value.

On the contrary, the blockholders who have a lower gain from activism (because activism if costlier to them, or the total potential value is low) are those who choose to announce early anyway, and shortening the announcement window will not change their disclosure strategy.

Notice that, if the blockholders are obliged to disclose early, it will not delete the governance stage benefit from this early announcement. The signaling effect comes from the behavior at step T2 (not selling shares, while the share price went up), not from the early announcement itself.

A reduction in the legal delay will not reduce the expected benefit from the blockholder when the relative cost of activism is high ($\frac{c}{V} > M$). These are the situations where the potential activist blockholders are the most likely to renounce the acquisition of shares if the expected gain from their operation is reduced. However, these also are the situations on which the reduction of the reporting window claimed by the WLRK petition would have no effect.

According to our model, shortening the disclosure window will not hinder activist campaigns. It will only affect the distribution of the created value when the cost of activism is low. The activist blockholders will still obtain substantial benefits from their campaigns, but they will not be able to continue to trade against uninformed investors during the legal delay. As a consequence, a larger part of the created value will go to the minority uninformed shareholders.

6. Conclusion

The SEC is considering to shorten the legal disclosure period for blockholders after an acquisition above the 5% of ownership threshold. The WLRK petition asks for a reduction from 10 days to 1 day of this period. Both the supporters and opponents to such a change consider the best interest of the uninformed minority shareholders as the relevant purpose of blockholder disclosure regulation. However, the scarce empirical evidence and the absence of a theoretical model of blockholder disclosure precludes any argued prediction of the impact of a change in regulation. We propose a model that includes the trading and governance stages of activism, allowing the behavior of the blockholder during the trading stage to affect the outcome of the governance stage.

This model highlights the strategic aspect of the choice in the timing of blockholder disclosure. The blockholder may disclose late, in order to accumulate shares at a low price during the delay. Doing so, she captures a larger part of the value created by its activism, as explained by Bebchuk and Jackson (2012). She also may disclose early, immediately after crossing the 5% of ownership threshold. Disclosing early and not selling her shares after the announcement is used as an (imperfect) signal of she being a potential confrontational activist. As a result, the incumbent will choose to cooperate more frequently in order to avoid an activist campaign.

The blockholder who has the potential to launch such a campaign (B_h) faces a trade-off between the trading stage benefits associated with a late announcement, and the governance stage benefits associated with an early announcement. Our model predicts that, when the cost of activism is low relatively to the value creation, the blockholder will use the full legal delay, while when this relative cost is high, she will disclose immediately to put pressure on the incumbent and avoid the costs associated to confrontational activism. When the blockholder does not have the ability to go for a confrontational activist campaign (B_l), she may trade on the price increase after the blockholder disclosure, or hope for cooperation from the incumbent at governance stage.

Considering the possibility that the trading stage of activism influences the governance stage, our model offers the possibility to analyze the disclosure strategy of blockholders, and study the possible impact of the regulation change advocated by the WLRK petition. Bebchuk *et al.* (2013) find empirical evidence that some blockholders decide to disclose immediately after

acquisition, while they are not obliged to do so. Our model is compatible with this evidence, but its predictions regarding the effect of a shortening of the reporting window are the opposite.

Although such a change will reduce the part of the created value that the activist blockholder is able to capture, we do not find that it would prevent or inhibit activism. Reducing the legal reporting window will only affect the expected benefit of the blockholder when the cost of activism is low or the created value is high; it will not restrain the acquisition of shares by blockholders or their involvement in the process of value creation. Thus, our model predicts that, if the purpose of the regulation is the best interest of the minority uninformed shareholders, the proposition of the petition should be adopted.

This prediction cannot easily receive empirical support, since a shortening in the reporting window from 10 days to 1 day would be a unique event. However, our model makes several other empirical predictions, concerning in particular the key variables in the timing of announcement. An empirical analysis of the timing of blockholder disclosure, studying the variables explaining the choice of the blockholder (early or late disclosure), could confirm or contradict our model, and improve the overall understanding of shareholder activism strategies.

In this chapter, we have focused on the best interest of the minority uninformed shareholders, since both the supporters and opponents to a change in blockholder disclosure regulation agree that this should be the purpose of financial regulation. Our model ignores the interest and possible influence of other kinds of investors in the activist process. First, it does not consider the effect of complex shareholding structures with several blockholders, and the possibility of coalitions during the governance stage. There is empirical evidence that the presence of multiple blockholders in the shareholding structure of a firm may affect its value (for example Basu, Paeglis and Rahnamaei, 2016). Second, debtholders play no role in our model, while there is empirical evidence that they may react to shareholder activism, with an impact on loan spreads (Sunder, Sunder and Wongsunwai, 2014). Allowing different kinds of investors to play a role in the process of activism would certainly be a valuable extension of our model.

References

Admati, A.R., Pfleiderer, P., Zechner, J. (1994). Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1097-1130.

Balakrishnan, K., Billings, M.B., Kelly, B.T., Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: on the causal effects of voluntary disclosure. *Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278.

Basu, N., Paeglis, I., Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 66(c), 66-78.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jackson, R.J., Jiang, W. (2013). Pre-disclosure accumulations by activist investors: evidence and policy. *Journal of Corporation Law*, 39(1), 1-34.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jiang, W. (2015). The long-term effect of shareholder activism. *Columbia Law Review*, 115, 1085-1156.

Bebchuk, L.A., Jackson, R.J. (2012). The law and economics of blockholder disclosure. *Harvard Business Law Review*, 2(1), 40-60.

Becht, M., Franks, J., Grant, J., Wagner, H.F. (2015). The returns to hedge fund activism: an international study. *ECGI - Finance Working Paper n°402/2014*.

Boulland, R., Dessaint, O. (2015). Announcing the announcement. *American Finance Association 2015 Boston meeting paper*.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.

Brennan, N. (1999). Voluntary disclosure of profits forecasts by target companies in takeover bids. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(7), 883-917.

Burkart, M., Gromb, D., Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.

Chemmanur, T.J., Tian, X. (2012). Preparing the equity market for adverse corporate events: a theoretical analysis of firms cutting dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(5), 933-972.

Cheng, Q., Lo, K. (2006). Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 815-848.

Clifford, C. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.

Croci, E., Petrella, G. (2015). Price changes around hedge fund trades: disentangling trading and disclosure effects. *Journal of Management & Governance*, 19(1), 25-46.

Dellavigna, S., Pollet, J.M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. *Journal of Finance*, 64(2), 709-749.

Edmans, A., Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.

Ferreira, D., Rezende, M. (2007). Corporate strategy and information disclosure. *RAND Journal of Economics*, 38(1), 164-184.

Fishman, M.J., Hagerty, K.M. (1995). The mandatory disclosure of trades and market liquidity. *Review of Financial Studies*, 8(3), 637-676.

Fudenberg, D., Tirole, J. (1991). Perfect Bayesian equilibrium and sequential equilibrium. *Journal of Economic Theory*, 53(2), 236-260.

Gantchev, N. (2013). The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610-631.

Gennotte, G., Trueman, B. (1996). The strategic timing of corporate disclosures. *Review of Financial Studies*, 9(2), 665-690.

Greenwood, R., Schor, M. (2009). Investor activism and takeovers, *Journal of Financial Economics*, 92(3), 362–375.

Hirschman, A.O. (1970). Exit, voice and loyalty: responses to the decline in firms, organizations, and states. *Cambridge M.A., Harvard University Press*.

Johnson, T.L., Swem, N. (2016). Reputation and hedge fund activism, *Working Paper*.

Klein, A., Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *Journal of Finance,* 64 (1), 187-229.

Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53(1), 65-98.

Michaeli, R., Rubin, A., Vedrashko, A. (2014). Corporate governance and the timing of earnings announcements. *Review of Finance*, 18(6), 2003-2044.

Michaeli, R., Rubin, A., Vedrashko, A. (2016). Are Friday announcements special? Overcoming selection bias. *Journal of Financial Economics*, 122(1), 65-85.

Negre, E., Martinez, I. (2013). Une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires émis lors des OPA/OPE. *Comptabilité – Contrôle – Audit*, 2(19), 71-100.

Niessner, M. (2015). Strategic disclosure timing and insider trading. *Yale School of Management Working Paper*.

Pevzner, M., Xie, F., Xin, X. (2015). When firms talk, do investors listen? The role of trust in stock market reactions to corporate earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 190-223.

Sunder, J., Sunder, S.V., Wongsunwai, W. (2014). Debtholder responses to shareholder activism: evidence from hedge fund interventions. *Review of Financial Studies*, 27(11), 3318-3342.

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. (2011). Petition for rulemaking under Section 13D of the Securities Exchange Act of 1934. *Petition submitted to the SEC on 7th of March, 2011*.

Appendix

Appendix 1. Proof of Lemma 1.

Appendix 2. Proof of Proposition 1.

Appendix 3. Proof of Proposition 2.

Appendix 4. Proof of Proposition 3.

Appendix 1. Proof of Lemma 1.

The blockholder B maximizes her wealth and the incumbent I maximizes his expected utility.

We start with the behavior of B at step G2.

The blockholder is risk-neutral and her expected utility is her expected wealth. She holds a portion X of the firm's shares, which means that $t_1 = t_2 = L$.

After the governance stage, her wealth is

$W_l = W_h = Xv - L(p_1 + p_2)$ if she remains passive and

$W_h = XV - L(p_1 + p_2) - c$ if she launches an activist campaign, which is only possible if $t = h$

.

If I already decided to make the effort ($g = e$), the value will be $v = V$. Since $c > 0$ from hypothesis H1, it is obvious that in this case B will remain passive.

If I does not make the effort ($g = 0$), the behavior of B depends on her type. B_l has no other choice than staying passive. B_h has a choice between:

$W_h = 0 - L(p_1 + p_2)$ if she remains passive, and

$W_h = XV - L(p_1 + p_2) - c$ in case of activist campaign.

With H2 ($c < XV$), B_h launches an activist campaign. Therefore, the value of the firm will always be $v = V$ at the end of the game if $t = h$.

We have shown that:

(vii) If $t = h$ and $g = 0$ then B decides to launch an activist campaign;

(viii) In all other cases, B remains passive.

We now turn to the behavior of the incumbent.

If $g = e$, the value of the firm is maximized at $v = V$ and B does not need to launch a costly activist campaign. The utility of I is then $U_I = R - e$.

If $g = 0$, the utility of I depends on the behavior of B . $U_I = R$ if B remains passive, $U_I = 0$ if she launches an activist campaign. This only depends on the type of B: B_h will launch a campaign and B_l will remain passive. Thus, the expected utility of I depends on the updated probability δ_G that $t = h$:

$$U_I = (1 - \delta_G)R$$

For this reason, I decides to cooperate if

$$R - e > (1 - \delta_G)R$$

which is equivalent to $\delta_G > \frac{e}{R}$,

and I does not cooperate if

$$\delta_G < \frac{e}{R}.$$

The case $\delta_G = \frac{e}{R}$ will not be a singularity at equilibrium since it may be the result of the trading stage. In this case I will be indifferent between his 2 possible actions; in particular he may implement any mixed strategy where he plays $g = e$ with a probability k and $g = 0$ with probability $(1 - k)$.

q.e.d.

Appendix 2. Proof of Proposition 1.

If B always buys and announces late, her behavior is not informative of her type and $\delta_G = q$, so $\delta_G \geq \frac{e}{R}$. Lemma 1 implies that $g = e$ at governance stage.

We now show that an equilibrium exists where $t_1 = t_2 = L$ and $d = b$ for all types of blockholders. For this we need to check that B has no profitable deviation at equilibrium. Because the behavior of B does not depend on her type at equilibrium, we will need to set up an out-of-equilibrium belief about B's type when she deviates. This belief will apply to all uninformed agents, and affect market prices and the incumbent's behavior at this out-of-equilibrium node of the game.

First we compute the utility of B at equilibrium. For this we need the prices p_1 and p_2. Because B always buys and I always cooperates, the final value is $v = V$ if there is a block at the start of the game and $v = 0$ if there is no block, so

$p_2 = \mathrm{E}[v \mid I_2]$ where $I_2 = \{t_1 = L, t_2 = L, d = b\}$

$p_2 = \alpha V$

The absence of announcement does not provide any information about the block's existence or type. For this reason, the updated probability of a high final value $v = V$ is equal to the prior belief of presence of a block (α). The prices at both trading rounds are the same:

$p_1 = p_2 = \alpha V$

The final wealth of B does not depend on her type since her behavior is the same and she never needs to launch an activist campaign:

$W_h = W_l = XV - t_1 p_1 - t_2 p_2$

$W_h = W_l = [K + 2L(1-\alpha)] \cdot V$

In order to check that B has no profitable deviation from her disclosure strategy at equilibrium, we need to complete the game with the market price p_2 and the incumbent's decision g if B decides to announce early. A simple way is to set the out-of-equilibrium belief of the market and the incumbent at $\delta_G = q$ even if $d = a$. In this case the behavior of I is always to cooperate (we still have $\delta_G > \frac{e}{R}$). The only change is the price after announcement, since the presence of a block is now public knowledge:

$p_2 = V$

Now, if she decides to sell at T2, the utility of the block is:

$W_h = W_l = L(1-\alpha)\cdot V$, which is lower than her utility at equilibrium.

Obviously, if she buys at T2, announcing early also reduces her utility since the only effect is to increase p_2. This confirms $d = b$ at equilibrium.

If B decides to deviate from $t_1 = t_2 = L$, then the final value will be $v = 0$ so the best she can do is to sell at both trading date. Her wealth will be:

$W_h = W_l = L(p_1 + p_2)$

$W_h = W_l = 2L\alpha V$

Since $\alpha < \frac{1}{3}$ (H1), this is also lower than the equilibrium utility.

q.e.d.

Appendix 3. Proof of Proposition 2.

We will first show that $M \in]\frac{X}{2}, X[$.

We start with showing that $M < X$

$$M = \frac{1}{2(1-2\alpha)}[X(1-\alpha) - 2Lq\alpha\lambda] \text{ , so}$$

$$M < \frac{1}{2(1-2\alpha)}[X(1-\alpha)]$$

$\alpha < \frac{1}{3}$ implies that $\frac{1-\alpha}{2(1-2\alpha)} < 1$

which proves that $M < X$.

We now have to check that $M > \frac{X}{2}$:

$$M = \frac{1}{2(1-2\alpha)}[X(1-\alpha) - 2Lq\alpha\lambda] \text{ , with } \lambda < \frac{1}{q} - 1$$

$$M > \frac{1}{2(1-2\alpha)}[X(1-\alpha) - 2L\alpha(1-q)]$$

We now use the fact that $2L \leq X$

$$M > \frac{1}{2(1-2\alpha)}[X(1-\alpha) - X\alpha + 2L\alpha q)]$$

$M > \frac{X(1-2\alpha)}{2(1-2\alpha)}$ and $M > \frac{X}{2}$.

To prove proposition 2, we start with the governance stage.

At step G2, if $t = h$ then $t_1 = t_2 = L$ so $x = X$. It implies from lemma 1 that B launches an activist campaign if I did not cooperate ($c < XV$ from H2) and remains passive if I did cooperate ($c > 0$). **(vii)**.

We now solve step G1.

At that step, in case of buying at trading stage and late announcement ($t_1 = t_2 = L$ and $d = b$), I needs to compute $\delta_G = \mathrm{P}(B = B_h \mid t_1 = L, t_2 = L, d = b)$ using Bayesian updating. With q the prior belief and m the probability of $t_1 = t_2 = L$ if $t = l$, we have:

$$\delta_G = \frac{q}{q + (1-q)m}$$

With $m = \frac{q}{1-q}\lambda$, this gives

$$\delta_G = \frac{1}{1+\lambda} = \frac{e}{R}$$

According to lemma 1 I may follow a mixed strategy with $k = k_b$. **(iv)**.

If $t_1 \neq L$, then I knows that the blockholder has low type, and $g = 0$ is the best response. **(vi)**.

We also need to describe the incumbent's behavior out-of-equilibrium, when $d = a$. Since the blockholder never behaves like this at equilibrium (whatever her type), we need to impose δ_{ba} an out-of-equilibrium belief about the updated probability of $t = h$. This out-of-equilibrium belief is the same for all uninformed agents.

$$\delta_{ba} = \frac{p_{2ba}}{V(1 + k_{ab}\lambda)}, \text{ with } p_{2ba} = 3p_{2b}$$

This belief δ_{ba} is the one compatible with p_{2ba}.

Notice that $k_{ba} \in]0,1[$, $p_{2ba} < V$ and $\delta_{ba} \in]0, q[$:

$$k_b = \frac{1}{\frac{X}{4L\alpha q} - \lambda}$$

$q < \frac{e}{R}$ is equivalent to $\lambda < \frac{1}{q} - 1$. With $\alpha < 1/3$ and $X \geq 2L$ this gives:

$k_b < \frac{1}{\frac{1}{2q} + 1}$ so $0 < k_b < \frac{2}{3}$, which implies $0 < k_{ba} < 1$.

$p_{2b} = V \frac{1}{\frac{1}{\alpha q} - \frac{4L}{X}\lambda}$ gives

$p_{2b} < V \frac{1}{2 + \frac{1}{q}}$ so $p_{2b} < \frac{1}{3}V$, and $p_{2ba} < V$ which also gives

$0 < \delta_{ba} < q$ (using $\lambda < 1 - \frac{1}{q}$)

We now show that with this belief I may use a mixed strategy with parameter k_{ba} .

With $p_{2ba} = 3p_{2b}$ and $k_{ba} = \frac{3}{2}k_b$, B_l is indifferent at step T2 (after $d = a$) between selling L or buying and imitating B_h :

$$Lp_{2ba} = -Lp_{2ba} + k_{ba}XV$$

So B_l may at that step use a mixed strategy with a probability m_{ba} of buying like:

$$m_{ba} = \frac{\delta_{ba}}{1 - \delta_{ba}}\lambda \quad .$$

At step T2, after $t_1 = L$ and $d = a$, B_h always buys, like at equilibrium ($t_2 = L$).

This strategy gives the same updated probability of $t = h$ than the equilibrium case: $\delta_G = \frac{\delta_{ba}}{\delta_{ba} + (1 - \delta_{ba})m_{ba}} = \frac{e}{R}$

and from Lemma 1, I may follow the described mixed strategy. **(v)**.

We now need to solve the trading stage.

At step T2, after $t_1 = L$ and $d = b$, the market price is

$p_{2b} = \mathrm{E}(v \mid I_3)$.

The absence of announcement is not an information for the market, since this is the behavior of both types of blockholder (and obviously, this is what happens in the absence of blockholder). This does not provide any new information on the presence or type of the blockholder. For this reason, the price p_{2b} is the same as p_{1b}, which is the unconditional value of the firm.

The final value of the firm is $v = V$ if there is a block (probability α), and:

- $t = h$ (probability conditional on existence q);
- or $t = l$ $(1-q)$, B_l decides to imitate B_h (m) and the incumbent cooperates (k_b).

This gives:

$$p_{1b} = p_{2b} = \alpha[q + (1-q)mk_b]V$$

$$p_{1b} = p_{2b} = \alpha q(1 + \lambda k_b)V$$

with $k_b = \dfrac{1}{\dfrac{X}{4L\alpha q} - \lambda}$

$$p_{1b} = p_{2b} = \frac{XV}{4L} k_b ,$$

or $p_{1b} = p_{2b} = \dfrac{1}{\dfrac{1}{\alpha q} - \dfrac{4L}{X}\lambda} V$. **(i)**.

We now prove the behavior of B_h at trading stage.

At step T2, if she buys she obtains an expected wealth:

$$E(W_h) = XV - Lp_{1b} - Lp_{2b} - (1-k_b)c$$

$E(W_h) = XV - 2Lp_{1b} - (1-k_b)c$,

which is her expected wealth at equilibrium.

A deviation from buying at step T2 will have the consequence that the incumbent will never cooperate. If the blockholder decides to be activist at the last step, it is obvious that she will buy at each round of trading since the price is lower than V . If she decides to remain passive, the final value will be $v = 0$. Consequently, if she does not buy at both trading rounds, B_h has to sell at both trading rounds. We simply check that this behavior would reduce her expected wealth.

If she sells at both trading rounds, B_h obtains:

$E(W_h) = 2Lp_{1b}$

With $p_{1b} = \frac{XV}{4L} k_b$, this is lower than her expected utility at equilibrium. **(ii)**.

Finally, we must prove the behavior of the blockholder at trading stage if $t = l$. The expected final wealth of B_l if she follows the equilibrium strategy is:

$E(W_l) = XVk_b - 2Lp_{1b}$

$E(W_l) = \frac{1}{2} XVk_b$

At step T2, after $t_1 = L$ and $d = b$, she does not deviate from $t_2 = L$ since the best she could obtain from deviation is a zero final wealth with $t_2 = -L$.

We now study the behavior of B_l at step T2. In particular, we have to prove that $d = a$ is not a profitable deviation after $t_1 = L$.

After $t_1 = L$ and $d = a$, we show that B_l is indifferent between buying and selling at step T2. If she buys, we are in the out-of-equilibrium situation described in (v) and the expected final wealth of B_l is:

$$E(W_l) = XVk_{ba} - Lp_{1b} - Lp_{2ba}$$

$$E(W_l) = XVk_{ba} - 4Lp_{1b}$$

And if she sells ($t_2 = -L$):

$$E(W_l) = -Lp_{1b} + Lp_{2ba}$$

$$E(W_l) = 2Lp_{1b}$$

With $p_{1b} = \frac{XV}{6L} k_{ba}$, B_l is indifferent between buying and selling at step T2, and obtains the same expected final wealth as in the equilibrium case, so that there is no profitable deviation.

Finally, we have to show that B_l is indifferent between imitating B_h ($t_1 = t_2 = L$ and $d = b$) and selling at both trading rounds, so that she may follow the described equilibrium mixed strategy. This is straightforward, since selling at both trading rounds gives her:

$E(W_l) = 2Lp_{1b}$. (**iii**).

q.e.d.

Appendix 4. Proof of Proposition 3.

The governance stage is similar to proposition 2.

At step G2, if $t = h$ then $t_1 = t_2 = L$ so $x = X$. It implies from lemma 1 that B launches an activist campaign if I did not cooperate ($c < XV$ from H2) and remains passive if I did cooperate ($c > 0$). **(vi)**.

At step G1, in case of buying at trading stage and early announcement ($t_1 = t_2 = L$ and $d = a$), I needs to compute $\delta_G = \mathrm{P}(B = B_h \mid t_1 = L, t_2 = L, d = a)$ using Bayesian updating. With q the prior belief and m the probability of $t_1 = t_2 = L$ if $t = l$, we have:

$$\delta_G = \frac{q}{q + (1-q)m}$$

With $m = \frac{q}{1-q}\lambda$, this gives

$$\delta_G = \frac{1}{1+\lambda} = \frac{e}{R}$$

According to lemma 1 I may follow a mixed strategy with $k = k_a$. **(iv)**.

If $t_1 \neq L$, then I knows that the blockholder has low type, and $g = 0$ is the best response.

We still need to study the case where $t_1 = L$ and $d = b$ (which is out-of-equilibrium) in order to solve the governance stage. Since the blockholder never behaves like this at equilibrium, the updated probability of having a high-type blockholder in case of absence of announcement at step T1 must be zero (no announcement means no blockholder). For this reason, the price at step T2 will be:

$$p_{2ab} = 0$$

In this situation the blockholder does not gain anything from selling, and we may consider $t_2 = L$. At step G1, after $t_1 = t_2 = L$ and $d = b$, the (out-of-equilibrium) belief about the type is:

$\delta_G = 0$. From Lemma 1, I does not cooperate. (**v**).

We now solve the trading stage. At step T2, after $t_1 = L$ and $d = a$, the market is informed of the presence of a blockholder but has no information on her type (since at equilibrium $t_1 = L$ and $d = a$ for both type of blockholder). The market price is the expected final value of the firm. With a probability q , the blockholder has high type and the final value will be $v = V$. If the blockholder has low-type ($1-q$), the probability of $v = V$ is the probability that B_l imitates B_h (m) and I cooperates (k_a). Thus:

$$p_{2a} = [q + (1-q)mk_a]V$$

$$p_{2a} = Vq(1 + \lambda k_a)$$

$$p_{2a} = V \frac{1}{\frac{1}{q} - \frac{2L}{X}\lambda} .$$

This will be the price at step T2 at equilibrium if there is a block. As a consequence, the price at step T1 is:

$p_{1a} = \alpha p_{2a}$. (**i**).

We now prove the behavior of B_h at trading stage. If she follows the equilibrium strategy, her expected final wealth is:

$$E(W_h) = XV - Lp_{1a} - Lp_{2a} - (1-k_a)c .$$

If she remains active at governance stage in case of no cooperation, she obviously wants to buy at each trading stage since the final value will be $v = V$. Selling at step T2 (and remaining passive at governance stage) will result in a final value of $v = 0$. The expected final wealth will be:

$$E(W_h) = -Lp_{1a} + Lp_{2a} .$$

With $p_{2a} = \frac{XV}{2L} k_a$ and $c < XV$, this is lower than the equilibrium expected final wealth.

If B_h decides to deviate from $d = a$ and does not announce early, she will be able to buy at step T2 at price 0, but I will never cooperate. Thus, her expected final wealth will be:

$E(W_h) = XV - Lp_{1a} - c$.

This is lower than the equilibrium expected wealth if $c > \frac{XV}{2}$, which is true since $M > \frac{X}{2}$.

Selling at step T1 and remaining passive at governance stage gives the expected final wealth:

$E(W_h) = Lp_{1a}$.

With $\alpha < \frac{1}{3}$ and $p_{2a} = \frac{XV}{2L} k_a$, this is lower than the expected final wealth at equilibrium. **(ii)**.

If $t = l$, when the blockholder imitates B_h she gets the expected final wealth:

$E(W_l) = XVk_a - Lp_{1a} - Lp_{2a}$.

If she buys at step T1, announces early and sells at step T2 ($t_1 = L$, $d = a$ and $t_2 = -L$), she obtains:

$E(W_l) = L(p_{2a} - p_{1a})$.

Both expected final wealth are equal, since $p_{2a} = \frac{XV}{2L} k_a$. They are higher than the final wealth if B_l sells immediately (Lp_{1a}), since $\alpha < \frac{2}{3}$. This proves that there is no profitable deviation from the described mixed strategy for B_l at equilibrium. **(iii)**.

q.e.d.

Conclusion générale

CONCLUSION GENERALE

Ce travail de recherche s'est proposé de contribuer à l'étude des conséquences économiques des divulgations d'information en matière de franchissements de seuils de contrôle. La réglementation financière de la plupart des pays impose à un actionnaire de rendre publique sa participation au capital d'une entreprise cotée lorsque cette participation dépasse un certain seuil (généralement, 5% du capital ou des droits de vote). Les paramètres de cette réglementation varient fortement selon les pays : délai de déclaration, modalités de calcul des participations, obligation ou non de déclaration pour les actionnaires passifs, ajout d'une déclaration d'intention obligatoire… En Europe, les règles ont été partiellement harmonisées, et les évolutions ont surtout porté sur le périmètre des titres assimilables aux actions dans le calcul des taux de participation. Aux Etats-Unis, la controverse porte sur le délai de déclaration, particulièrement élevé (10 jours). Dans un contexte de surcharge informationnelle pour les investisseurs, il est utile de mesurer la pertinence des informations divulguées, et d'étudier les conséquences possibles de modifications de la réglementation.

Trois chapitres ont été développés. Le premier chapitre porte sur les objectifs et les effets économiques attendus des évolutions réglementaires ayant eu lieu ces dernières années, en droit français et en droit communautaire. En particulier, il étudie les conséquences de l'extension du périmètre des titres assimilables aux actions dans le calcul des seuils. Il souligne les incertitudes réglementaires qui peuvent naître de la notion d'*effet économique similaire* à la détention d'actions introduite par le législateur. Il montre les difficultés d'application de la notion d'*image fidèle* à la propriété économique des entreprises, et les effets économiques possibles de ces évolutions réglementaires.

Le deuxième chapitre mesure le degré de pertinence[24] des informations divulguées dans les annonces de franchissements de seuils. La partie empirique porte sur un échantillon de plus de 3200 franchissements de seuils, dont plus de 1700 franchissements à la hausse, sur le marché français entre 2008 et 2012 ; à notre connaissance, il s'agit de l'échantillon le plus large utilisé jusqu'à présent pour ce genre d'étude. Surtout, les spécificités de la réglementation française (déclaration obligatoire quelles que soient les intentions du *blockholder*, obligation de

[24] Au sens où nous l'avons défini en introduction, équivalent français de l'anglais *value relevance.*

déclaration d'intention à partir du seuil de 10%) offrent la possibilité de comparer les réactions de marché selon le profil (actif ou passif) du *blockholder*. Le contenu de la déclaration d'intention est pertinent. Le marché réagit davantage lorsque le *blockholder* annonce une intention activiste, et en particulier lorsqu'il envisage de demander une réorientation stratégique. Toutefois, conformément aux modèles théoriques récents qui prévoient que les *blockholders* peuvent créer de la valeur même en restant passifs, nous montrons que le marché réagit de manière significative à l'annonce de franchissements de seuils par des *blockholders* sans intention activiste. Une telle annonce constitue donc aussi une information pertinente ; pourtant, la réglementation américaine ne soumet pas les investisseurs passifs aux mêmes obligations déclaratives que les actifs. Outre l'apport que constitue une étude empirique sur un échantillon non américain et de grande taille, la principale contribution de ce chapitre à la littérature existante est de fournir une confirmation empirique du rôle des *blockholders* passifs dans la création de valeur.

Le troisième chapitre étudie l'utilisation du délai de déclaration par les *blockholders*. Beaucoup d'entre eux effectuent leur annonce à la fin du délai réglementaire, ce qui leur permet de continuer à accumuler des actions avant que le marché ne soit informé de leur entrée au capital. D'autres choisissent de se dévoiler immédiatement. Nous proposons un modèle dans lequel cette décision relève d'un choix stratégique. La principale nouveauté de ce modèle est qu'il inclut les deux phases de l'activisme : la phase d'acquisition d'actions (et de divulgation), et la phase de gouvernance. L'idée centrale est que le comportement du *blockholder* lors de la phase d'acquisition influence la perception par les dirigeants de la cible (et par les autres investisseurs) de la capacité de ce *blockholder* à lancer une campagne activiste hostile. Ce chapitre contribue à la littérature sur l'activisme actionnarial en proposant un modèle explicatif du comportement du *blockholder* pendant la phase d'acquisition, et en offrant un cadre d'analyse des évolutions réglementaires envisagées. Les résultats obtenus indiquent qu'un raccourcissement du délai réglementaire pourrait ne pas conduire à décourager les campagnes activistes, contrairement à la crainte exprimée par les adversaires de la pétition WLRK. Une telle décision serait donc, selon notre modèle, favorable aux actionnaires minoritaires (et non-informés), conformément aux arguments développés dans la pétition.

Sur le plan réglementaire, le débat sur les déclarations de franchissements de seuils est loin d'être clos. En Europe, la capacité de sanction des autorités de marché en cas de manquement

aux obligations de déclaration a été étendue[25]. Chaque pays membre de l'Union dispose de sa propre réglementation, les directives européennes étant d'harmonisation minimale. Une évolution vers plus d'harmonisation est possible ; mais le débat portera alors, une fois de plus, sur le niveau de transparence souhaitable. Aux Etats-Unis, depuis la loi Dodd-Frank, le régulateur (la SEC) a la possibilité de réduire le délai de déclaration. Mais, à ce jour, la SEC n'a pas modifié son règlement en matière de franchissements de seuils de contrôle. Pour cette raison, deux sénateurs américains, Tammy Baldwin (Sénatrice du Wisconsin) et Jeffrey Merkley (Sénateur de l'Orégon) ont entrepris une démarche législative. Ils ont déposé le 17 mars 2016 une proposition de loi visant à réduire le délai de déclaration des franchissements de seuils de contrôle, de 10 jours à 2 jours de négociation (la pétition WLRK réclamait un délai de 1 seul jour). Il est toutefois peu probable que la loi soit adoptée avant les prochaines échéances électorales américaines. En revanche, il est possible que cette initiative incite finalement la SEC à modifier sa réglementation, sans attendre l'adoption d'une telle loi.

Sur le plan académique, de nombreux travaux, empiriques et théoriques, pourront encore approfondir l'analyse des déclarations de franchissements de seuils, et alimenter le débat sur les évolutions réglementaires. Pour poursuivre notre travail, une étude sur les délais de déclaration pourrait, par exemple, confirmer ou infirmer notre hypothèse d'existence de comportements stratégiques du *blockholder*. Par ailleurs, notre modélisation de l'activisme actionnariale pourrait être étendue pour inclure d'autres acteurs dont le comportement peut être modifié par la présence d'un activiste (par exemple, les créanciers). Les articles de recherche sur l'activisme actionnarial ont le plus souvent concerné soit la phase de montée au capital, soit la phase (amicale ou hostile) de mise en place des réformes. De nombreux travaux sont encore nécessaires pour améliorer notre compréhension du lien entre ces deux phases.

L'objectif déclaré de la réglementation sur les franchissements de seuils de contrôle, en Europe comme aux Etats-Unis, est la protection des petits investisseurs non-informés. Cet objectif ne fait guère l'objet de débat parmi les partisans et les adversaires d'une réglementation plus stricte ; le désaccord porte sur les moyens d'y parvenir. Dans notre travail, nous n'avons pas discuté cet objectif. Pourtant, il existe sur les marchés des intérêts parfois contradictoires. De plus, la réglementation financière peut avoir des effets au-delà de la sphère financière elle-

[25] Par exemple, en France, depuis l'ordonnance n°2015-1576 du 3 décembre 2015, l'AMF peut infliger une amende d'un montant maximal de 100 millions d'euros en cas de défaut de déclaration.

même. En conséquence, la question des objectifs que doit poursuivre la réglementation financière est légitime.

La divulgation, obligatoire ou volontaire, d'information, et la transparence des marchés financiers, constituent un large champ de recherche. Notre thèse concerne une situation dans laquelle un investisseur informé est autorisé à négocier des titres, face à des investisseurs non-informés, pendant plusieurs jours avant de remplir son obligation de divulgation d'information. Au-delà de notre problématique, ces situations dans lesquelles il est possible pour un initié de négocier des titres sans commettre de délit, constituent un terrain fertile pour de futures recherches.

Bibliographie générale

A

Admati, A. R., Pfleiderer, P. (2000). Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities. *Review of Financial Studies*, 13(3), 479-519.

Admati, A. R., Pfleiderer, P. (2009). The "Wall street walk" and shareholder activism: exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22, 2645-2685.

Admati, A.R., Pfleiderer, P., Zechner, J. (1994). Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1097-1130.

Aghion, P., Bolton, P. (1992). An incomplete contract approach to financial contracting. *Review of Economic Studies*, 59(3), 473-494.

Agnew, J.R., Szykman, L.R. (2005). Asset allocation and information overload: the influence of information display, asset choice, and investor experience. *Journal of Behavioral Finance*, 6(2), 57-70.

Akerlof, G.A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Alchian, A.A., Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *Amercain Economic Review*, 62(5), 777-795.

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56.

Ang, J. S., Megginson, W. L. (1989). Restricted voting shares, ownership structure, and the market value of dual-class firms. *Journal of Financial Research*, 12(4), 301-318.

Assemblée nationale. (2012). Loi relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives. *Dite loi “Warsmann IV” du 22 mars 2012, loi n° 2012-387*.

Atwood, M. (1995). Helen of Troy does countertop dancing, from Morning in the Burned House. *Houghton Mifflin Co*.

B

Balakrishnan, K., Billings, M.B., Kelly, B.T., Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: on the causal effects of voluntary disclosure. *Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278.

Basu, N., Paeglis, I., Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 66(c), 66-78.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jackson, R.J. (2012). The law and economics of blockholder disclosure. *Harvard Business Law Review*, 2(1), 40-60.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jackson, R.J., Jiang, W. (2013). Pre-disclosure accumulations by activist investors: evidence and policy. *Journal of Corporation Law*, 39(1), 1-34.

Bebchuk, L.A., Brav, A., Jiang, W. (2015). The long-term effect of shareholder activism. *Columbia Law Review*, 115, 1085-1156.

Becht, M., Franks, J., Grant, J. (2010). Hedge fund activism in Europe. *ECGI - Finance Working Paper n° 283/2010*.

Becht, M., Franks, J., Grant, J., Wagner, H.F. (2015). The returns to hedge fund activism: an international study. *ECGI - Finance Working Paper n°402/2014*.

Becht, M., Franks, J., Mayer, C., Rossi, S. (2009). Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies,* 22(8), 3093-3129.

Berle, A.A., Means, G.G.C. (1932). The modern corporation and private property. *Transaction publishers*.

Beyer, A., Guttman, I. (2012). Voluntary disclosure, manipulation, and real effects. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1141-1177.

Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., Walther, B.R. (2010). The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 296-343.

Black, B. S. (1998). Shareholder activism and corporate governance in the United States. *New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, 459-465.

Bolton, P., Von Thadden, E.L. (1998). Blocks, liquidity and corporate control. *Journal of Finance*, 53(1), 1-25.

Boulland, R., Dessaint, O. (2015). Announcing the announcement. *American Finance Association 2015 Boston meeting paper*.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.

Brennan, N. (1999). Voluntary disclosure of profits forecasts by target companies in takeover bids. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(7), 883-917.

Brown, S.J., Warner, J.B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.

Buchanan, J., Chai, D.H., Deakin, S. (2014). Hedge fund activism in Japan: the limits of shareholder primacy, *Social Science Japan Journal*, 18(1), 129-131.

Burkart, M., Gromb, D., Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.

Bushee, B. J., Goodman, T. H. (2007). Which institutional investors trade based on private information about earnings and returns? *Journal of Accounting Research*, 45(2), 289-321.

C

Carnap, R. (1928). La construction logique du monde. *Librairie philosophique Vrin.*

Chan, L., Lakonishok, J. (1993). Institutional trades and intra-day stock price behavior. *Journal of Financial Economics*, 33(2), 173-199.

Chemmanur, T.J., Tian, X. (2012). Preparing the equity market for adverse corporate events: a theoretical analysis of firms cutting dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(5), 933-972.

Cheng, Q., Lo, K. (2006). Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 815-848.

Chiyachantana, C.N., Pankaj, K.J., Jiang, C., Wood, R.A. (2004). International evidence on institutional trading behavior and price impact. *Journal of Finance*, 59(2), 869-898.

Clifford, C. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.

Commission européenne. (2010). The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues. *Commission staff working document, COM(2010)243*.

Comte, A. (1842). Discours sur l'esprit positif. *Librairie philosophique Vrin*.

Croci, E., Petrella, G. (2015). Price changes around hedge fund trades: disentangling trading and disclosure effects. *Journal of Management & Governance*, 19(1), 25-46.

Cziraki, P., Renneboog, L., Szilagyi, P. (2010). Shareholder activism through proposals: the European perspective. *European Financial Management*, 16, 738-777.

D

Da, Z., Engelberg, J., Gao, P. (2011). In search of attention. *Journal of Finance*, 66(5), 1461-1499.

Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, *John Wiley & Sons*.

Darrough, M.N. (1993). Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand. *Accounting Review*, 68(3), 534-561.

Defond, M., Hung, M., Trezevant, R. (2007). Investor protection and the information content of annual earnings announcements: international evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 37-67.

Dellavigna, S., Pollet, J.M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. *Journal of Finance*, 64(2), 709-749.

Denes, M.R., Karpoff, J.M., McWilliams, V.B. (2016). Thirty years of shareholder activism: a survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, *forthcoming*.

Diamond, D.W. (1985). Optimal release of information by firms. *Journal of Finance*, 40(4), 1071-1094.

Dyck, A., Zingales, L. (2004). Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 537-600.

Dye, R.A., Sridhar, S.S. (2008). A positive theory of flexibility in accounting standards. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2), 312-333.

E

Easley, D., O'hara, M. (1987). Price, trade size, and information in securities markets. *Journal of Financial economics*, 19 (1), 69-90.

Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance,* 59(4), 1553-1583.

Edmans, A. (2013). Blockholders and corporate governance. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 23-50.

Edmans, A., Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.

Enriques, L., Gilotta, S. (2015). Disclosure and financial market regulation. *The Oxford Handbook of Financial Regulation*.

F

Faccio, M., Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.

Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Ferreira, D., Rezende, M. (2007). Corporate strategy and information disclosure. *RAND Journal of Economics*, 38(1), 164-184.

Fishman, M.J., Hagerty, K.M. (1992). Insider trading and the efficiency of stock prices. *Rand Journal of Economics*, 23(1), 106-122.

Fishman, M.J., Hagerty, K.M. (1995). The mandatory disclosure of trades and market liquidity. *Review of Financial Studies*, 8(3), 637-676.

Fudenberg, D., Tirole, J. (1991). Perfect Bayesian equilibrium and sequential equilibrium. *Journal of Economic Theory*, 53(2), 236-260.

G

Galton, F. (1896). Committee on the measurement of plants and animals. *Pearson*.

Gantchev, N. (2013). The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610-631.

Gavard-Perret, M.L., Gotteland, D., Haon, C., Jolibert, A. (2012). Méthodologie de la recherche en sciences de gestion. *Pearson Education*.

Gennotte, G., Trueman, B. (1996). The strategic timing of corporate disclosures. *Review of Financial Studies*, 9(2), 665-690.

Gillan, S.L., Starks, L. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275–305.

Gillan, S.L., Starks, L. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.

Girard, C., Gates, S.R. (2014). Global drivers of and local resistance to French shareholder activism. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 94-100.

Gompers, P.A., Ishii J.L., Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics,* 118(1), 107-155.

Greenwood, R., Schor, M. (2009). Investor activism and takeovers. *Journal of Financial Economics,* 92(3), 362–375.

Grossman, S. J., Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.

Grossman, S.J., Hart, O.D. (1986). The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719.

Grossman, S.J., Stiglitz, J. (1976). Information and competitive price systems. *American Economic Review*, 66(2), 246-253.

H

Hamao, Y., Kutsuna, K., Matos, P.P. (2010). U.S.-style investor activism in Japan: the first ten years, *ECGI - Finance Working Paper n°290/2010*.

Harsanyi, J.C. (1967). Games with incomplete information played by Bayesian players. *Management Science*, 14(3), 159-182.

Hart, O.D. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *Economic Journal*, 105(430), 678-689.

Healy, P.M., Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.

Heflin, F., Shaw, K., Wild, J. (2005). Disclosure policy and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes. *Contemporary Accounting Research*, 22, 829–866.

Hirshleifer, J. (1971). The private and social value of information and the reward to inventive activity, *American Economic Review*, 61(4), 561-574.

Hirschman, A.O. (1970). Exit, voice and loyalty: responses to the decline in firms, organizations, and states. *Cambridge M.A., Harvard University Press*.

Holderness, C. G. (2009). The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1377-1408.

Holderness, C.G. (2016). Culture and the ownership concentrations around the world. *Journal of Corporate Finance*, *forthcoming*.

J

Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Johnson, T.L., Swem, N. (2016). Reputation and hedge fund activism, *Working Paper*.

K

Kahn, C., Winton, A. (1998). Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *Journal of Finance*, 53(1), 99-129.

Karpoff, J. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. *Working Paper, University of Washington*.

Karpoff, J., Malatesta, P., Walkling, R. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 42(3), 365-395.

Klein, A., Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *Journal of Finance*, 64(1), 187-229.

Kothari, S.P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics,* 31(1), 105-231

Kurlat, P., Veldkamp, L. (2015). Should we regulate financial information? *Journal of Economic Theory*, 158(B), 697-720.

L

Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420

Lambert, R.A., Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2012). Information asymmetry, information precision and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2006). What works in securities laws ? *Journal of Finance*, 61(1), 1-32.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

Legendre, A.M. (1805). Nouvelles méthodes pour la détermination des orbites des comètes, *Firmin-Didot*.

Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.

Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.

Li, H., Pincus, M., Rego, S. (2008). Market reaction to events surrounding the Sarbanes - Oxley Act of 2002 and earnings management. *Journal of Law and Economics*, 51, 111-134.

M

McLean, R.D., Zhang, T, Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *Journal of Finance*, 67(1), 313-350.

Martin Laprade, F. (2011). Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuil. *Bulletin Joly Sociétés*, 10, 837-843.

Martin Laprade, F., Dariosecq, S. (2011). LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ? *Bulletin Joly Bourse*, 73, 152-157.

Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53(1), 65-98.

Mazars (2009). Transparency Directive assessment report, prepared for the EU Commission Internal Market and Services DG (prepared by F.Demarigny et C. Clerc), *Mazars Group Communication*.

Merton, R.C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.

Michaeli, R., Rubin, A., Vedrashko, A. (2014). Corporate governance and the timing of earnings announcements. *Review of Finance*, 18(6), 2003-2044.

Michaeli, R., Rubin, A., Vedrashko, A. (2016). Are Friday announcements special? Overcoming selection bias. *Journal of Financial Economics*, 122(1), 65-85.

Mietzner, M., Schweizer, D. (2014). Hedge funds versus private equity funds as shareholder activists in Germany — differences in value creation. *Journal of Economics and Finance*, 38(2), 181-208.

Milgrom, P., Roberts, J. (1986). Price and advertising signals of product quality. *Journal of Political Economy*, 94(4), 796-821.

Morck, R., Yeung, B., Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1), 215-260.

Morin, E. (1980). Pour sortir du XXème siècle. *Seuil*.

Moschieri, C., Campa, J.M. (2014). New trends in mergers and acquisitions: idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, 67(7), 1478-1485.

Mousseron, P. (2005). Du démembrement des droits sociaux au démembrement des flux sociaux. *Bulletin Joly Sociétés*, 4, 465-475.

N

Nash, J.F. (1950). The bargaining problem. *Econometrica*, 18(2), 155-162.

Negre, E., Martinez, I. (2013). Une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires émis lors des OPA/OPE. *Comptabilité – Contrôle – Audit*, 2(19), 71-100.

Niessner, M. (2015). Strategic disclosure timing and insider trading. *Yale School of Management Working Paper*.

Noe, T. (2002). Investor activism and financial market structure. *Review of Financial Studies*, 15(1), 289-318.

P

Parlement européen. (2012). Rapport sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission (rapporteure: Arlene McCarthy).

Parlement européen et Conseil. (2004). Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Parlement européen et Conseil. (2013). Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Penman, S.H. (1987). The distribution of earnings news over time and seasonalities in aggregate stock returns. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 199-228.

Pevzner, M., Xie, F., Xin, X. (2015). When firms talk, do investors listen? The role of trust in stock market reactions to corporate earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 190-223.

Popper, K. (1963). Conjectures and refutations: the growth of scientific knowledge. *Routledge*.

Popper, K. (1982). Realism and the aim of science: from the postscript to the logic of scientific discovery. *Routledge*.

Poole, R. (2016). Good times, bad times: a keyword analysis of letters to shareholders of two *Fortune 500* banking institutions. *International Journal of Business Communication*, 53(1), 55-73.

Prevost, A. K., Rao, R. P. (2000). Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds? *Journal of Business*, 73(2), 177-204.

R

Romano, R. (2001). Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance. *Yale Journal of Regulation*, 18, 174-251.

Rothschild, M, Stiglitz, J. (1976). Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629-649.

Ross, S.A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.

S

Scholes, M. S. (1972). The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. *Journal of Business*, 45(2), 179-211.

Seligman, J. (1983). Historical need for a mandatory corporate disclosure system. *Journal of Corporation Law*, 9(1), 1-59.

Selten, R. (1975). Re-examination of the perfectness concept for equilibrium points in extensive games. *International Journal of Game Theory*, 4, 25-55.

Sénat. (2011). Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier. *Présentée par M. Philippe Marini, Sénateur, 29 juin 2011.*

Sénat. (2011). Rapport fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier. *Par Mme Nicole Bricq, Sénatrice, 20 décembre 2011.*

Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: a theory of equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Shenk, D. (1997). Data smog: surviving the information glut. *Harperone*.

Shleifer, A., Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Shleifer, A., Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3-27.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-394.

Stigler, G.J. (1961). The economics of information. *Journal of Political Economy*, 69(3), 213-225.

Stigler, G.J. (1964). A theory of oligopoly. *Journal of Political Economy*, 72(1), 44-61.

Suijs, J. (2005). Voluntary disclosure of bad news. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(7), 1423-1434.

Sunder, J., Sunder, S.V., Wongsunwai, W. (2014). Debtholder responses to shareholder activism: evidence from hedge fund interventions. *Review of Financial Studies*, 27(11), 3318-3342.

T

Tama-Sweet, I., Zhang, L. (2015). The value relevance of fair value financial assets during and after the 2008 financial crisis: evidence from the banking industry. *Journal of Finance*, 3(1), 11-24.

Toffler, A. (1970). Future Shock. *Random House*.

U

United States Congress. (2002). Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act (Sarbanes-Oxley Act) *(public law n°107-204)*.

United States Congress. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (public law n°11-203).*

V

Verrecchia, R.E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

W

Weber, P., Zimmermann, H. (2013). Hedge fund activism and information disclosure: the case of Germany. *European Financial Management,* 19(5), 1017-1050.

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. (2011). Petition for rulemaking under Section 13D of the Securities Exchange Act of 1934. *Petition submitted to the SEC on 7th of March, 2011.*

Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58, 187-214.

Z

Zhang, I. (2007). Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics,* 44(1), 74-115.

Zwiebel, J. (1995). Block investment and partial benefits of corporate control. *Review of Economic Studies*, 62(2), 161-185.

Table des matières

Remerciements **5**

Référencement bibliographique **7**

Table des acronymes **9**

Sommaire **11**

INTRODUCTION GENERALE **13**

1. Problématique d'ensemble et questions de recherche 19
   - *Problématique* *20*
   - *Question de recherche N°1* *21*
   - *Question de recherche N°2* *22*
   - *Question de recherche N°3* *22*
2. Théories fondamentales et principaux outils mobilisés 23
   - *Théorie de l'agence* *23*
   - *Théorie des asymétries d'information* *24*
   - *Outils techniques* *25*
   - *Concept d'équilibre bayésien parfait* *25*
3. Analyse de la littérature 27
   - *Droit et finance* *27*
   - *Divulgation obligatoire et volontaire d'information* *29*
   - *Activisme actionnarial* *32*
4. Méthodologie et organisation de la thèse 35
   - **Bibliographie** **39**

CHAPITRE 1. Déclarations de franchissements de seuils et contrats d'*equity swaps* : éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire **45**

1. Introduction 48
2. Les insuffisances de la directive Transparence et de l'ordonnance de 2009 53
3. Les contrats d'*equity swaps*, catalyseurs des prises de contrôle rampantes 55
4. Les évolutions du droit interne vers le principe d'assimilation extensive 57
5. Le réveil européen de 2011 : vers davantage d'harmonisation ? 61
6. Quelques réflexions complémentaires sur le système déclaratif des franchissements de seuils 63

Le champ des instruments financiers déclarables *63*

L'auto-déclaration du profil psychologique du détenteur *64*

L'organisation du système déclaratif autour du régulateur *65*

La concrétisation de la transparence des marchés financiers : l'image fidèle de la propriété économique des sociétés cotées *65*

Abandon de souveraineté en matière d'identification de la géographie actionnariale *66*

7. Conclusion 68

Bibliographie **69**

Annexes **71**

Annexe 1. Quelques scandales financiers récents liés aux déclarations de franchissements de seuils *72*

Annexe 2. Chronologie des évolutions de la réglementation française *74*

Annexe 3. Synthèse des principales dispositions réglementaires françaises *77*

Annexe 4. Exemples de déclaration de franchissement de seuil et de déclaration d'intention sur le marché français *78*

Annexe 5. Eléments de comparaison avec d'autres réglementations nationales *80*

CHAPITRE 2. The determinants of the market reaction to the disclosure of active and passive blockholdings **83**

Résumé du chapitre 2 ..... **85**

1. Introduction 90
2. Regulatory background on the French market and international comparison 95

The WLRK petition *95*

French regulation and international comparison *96*

3. Literature review and tested hypothesis 101

Blockholders and governance *101*

Prior empirical results on U.S. data *104*

Few studies on non-U.S. data *105*

Tested hypothesis *107*

4. Data collection, statistics and research design 109
5. Market impact of blockholder disclosure (and factors influencing the market impact) 115
6. Active and passive blockholders: the market reaction to statements of interest 123
7. Conclusion 127

References **129**

CHAPITRE 3. Shareholder activism and the timing of blockholder disclosure..... 133

Résumé du chapitre 3 135

1. Introduction..... 140
2. Related literature..... 144
3. Model framework 147

Start of the game..... 147

Trading stage..... 148

Governance stage 150

Sequence of events..... 153

4. Equilibrium of the model..... 155

Definition 1..... 155

Lemma 1 156

Proposition 1 157

Proposition 2 159

Proposition 3 160

5. Empirical predictions of the model..... 165

Disclosure strategy of blockholders 165

Analysis of a change in disclosure regulation..... 169

6. Conclusion 171

References..... 173

Appendix..... 177

Appendix 1. Proof of Lemma 1 178

Appendix 2. Proof of Proposition 1 180

Appendix 3. Proof of Proposition 2..... 182

Appendix 4. Proof of Proposition 3..... 188

CONCLUSION GENERALE 191

Bibliographie générale 197

Table des matières..... 209

Figures et tableaux 212

Figures et tableaux

Figure 0.1. Architecture générale de la thèse 37
Figure 3.1. Trading stage 152
Figure 3.2. Governance stage 154
Figure 3.3. Disclosure strategy of the blockholder 163

Table 2.1. Comparative regulation of blockholder disclosure in Europe 97
Table 2.2. Comparative regulation of blockholder disclosure outside Europe 98
Table 2.3. Previous empirical studies on blockholder disclosure 103
Table 2.4. Sample split per year and number of targets 111
Table 2.5. Sample split per ICB industry 111
Table 2.6. Accounting and financial characteristics of target firms 113
Table 2.7. Market reaction to blockholding announcements 116
Table 2.8. Market reaction to blockholding announcements per type of operation and per category of blockholder 118
Table 2.9. Analysis of the factors influencing the market reaction to blockholding announcements 120
Table 2.10. Market reaction to statements of interest 124
Table 2.11. Analysis of the relations between statements of interest and market price reaction 126

Résumé

La question du niveau optimal de transparence sur les marchés financiers a trouvé un terrain de débat exemplaire : celui de la propriété économique des sociétés cotées. La conception de nouveaux produits financiers et le développement de stratégies activistes ont provoqué une remise en question des règles de déclaration de franchissements de seuils de contrôle. Cette thèse analyse les conséquences économiques des évolutions réglementaires, évalue la pertinence des déclarations de l'acquéreur, et propose un nouveau cadre conceptuel intégrant la possibilité de comportements stratégiques des acteurs concernés. Selon nos résultats empiriques, les informations contenues dans les annonces sont pertinentes, même lorsque le blockholder s'engage à rester passif. Notre modèle théorique suggère que les blockholders utilisent le délai de déclaration de manière stratégique, et qu'un raccourcissement de ce délai serait favorable aux actionnaires minoritaires.

Abstract

The debate on the optimum level of transparency in financial markets found a major point of controversy: the ownership of public companies. The design of new financial products and the development of shareholder activism called the blockholder disclosure rules into question. This thesis analyzes the economic impact of changes in regulation, measures the value relevance of the content of blockholding announcements, and introduces a new conceptual framework allowing strategic behavior of the involved economic agents. According to our empirical results, the information disclosed by blockholders are value relevant, even when the blockholder commits to remain passive. Our theoretical model suggests that blockholders make a strategic use of the reporting window, and predicts that a shortening of the legal time period would be favorable to minority shareholders.

Mots Clés

Transparence des marchés, Réglementation financière, Divulgation d'information, Blockholding, Actionnaires minoritaires, Création de valeur, Activisme actionnarial.

Keywords

Market transparency, Financial regulation, Disclosure, Blockholding, Minority shareholders, Value creation, Shareholder activism.