



FAUT-IL ACHETER LES ACTIONS DES ENTREPRISES APPARAISSANT SUR LES LISTES NOIRES DU CONSEIL DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ?

FABRICE HERVÉ*

Les gestionnaires financiers de fonds de pension sont confrontés à l'alternative suivante lorsqu'ils détiennent des actions d'entreprises peu performantes : soit ils vendent ces actions (*exit*), soit ils encouragent ces firmes à modifier leurs stratégies par l'intermédiaire de l'exercice des droits de vote que leur confèrent ces actions (*voice*). Suivre la *Wall Street Rule*, i.e. vendre, ne semble pas être le meilleur choix pour un fonds de pension. Une première preuve de cette assertion est que les fonds de pension publics américains ont adopté la seconde solution.

Plusieurs éléments permettent de mieux cerner pourquoi cette pratique s'est développée. La forte augmentation de la taille des institutions financières les a amenées à détenir une partie significative du marché actions américain¹. Cet accroissement de l'encours des fonds de pension, notamment, soulève plusieurs problèmes lorsqu'il s'agit d'adopter une attitude de type *exit*. Les positions de certains fonds sont tellement importantes qu'elles sont devenues très peu liquides. En effet, si de telles institutions financières veulent vendre, elles seraient, soit obligées de supporter des baisses de cours, résultant d'un impact significatif de leurs agissements sur le marché (Lakonishok et Chan, 1993, 1995), soit amenées à étaler leurs ventes sur une longue période de temps (Coffee, 1991). Ce manque de liquidité, conjugué à un marché haussier durant les années 1990 et aux nombreuses remises en cause de l'intérêt de mener une gestion active, ont amené les fonds de pension à indexer de larges parties

* LEO - Université d'Orléans.

L'auteur remercie tout particulièrement Anne Lavigne, Philippe Saucier et un rapporteur anonyme de la *Revue d'économie financière* pour leurs critiques constructives ayant permis une amélioration sensible de cet article. Je remercie aussi le Conseil régional du Centre pour son support financier. Toutes erreurs ou omissions restantes sont imputables à l'auteur.



de leurs portefeuilles : des proportions importantes de leurs actifs sont investies de façon à répliquer (partiellement ou non) la composition d'un indice de marché. De plus, le risque de se voir confrontés à une diversification inadéquate de leur portefeuille contraint les *managers* des fonds à ne pas vendre les actions sous-performantes (Minow et Monks, 1995).

On comprend alors que les fonds ont tout intérêt à adopter une attitude de type *voice*. La manifestation de ce comportement est appelée l'activisme des actionnaires (*shareholder activism*)². Elle montre combien la séparation entre contrôle et propriété, chère à la théorie de l'agence, demeure un problème d'actualité. Par ailleurs, suite à l'émergence de cette pratique, d'aucuns arguent que l'on est passé d'un modèle de *corporate governance* fondé sur le marché (cf. les vagues d'OPA dans les années 1980) à un modèle de nature plus politique avec l'intervention des institutionnels par le biais des droits de vote (Pound, 1992 ; Black, 1992). Pound suggère que le modèle politique de *corporate governance* est préférable au modèle de marché parce que plus flexible, plus souple et donc mieux adapté aux problèmes spécifiques des entreprises peu performantes. Cette évolution est complètement en accord avec l'attitude activiste des investisseurs institutionnels. Il faut cependant modérer notre propos. Il nous semble que l'activisme (modèle politique de *corporate governance*) ne soit pas venu se substituer aux OPA (discipline par le marché), mais soit plutôt venu compléter la panoplie de moyens de pression dont disposent les investisseurs institutionnels pour discipliner les entreprises. En effet, une différence fondamentale entre ces deux techniques disciplinaires réside dans leur coût. La pratique de l'activisme est effectivement nettement plus économique qu'une OPA.

Dans cet article, nous discutons des effets de l'activisme des fonds de pension américains - mené par l'intermédiaire du Conseil des investisseurs institutionnels (CII) - sur la performance boursière³ des entreprises. En premier lieu, nous effectuons un bref rappel sur le fonctionnement de l'activisme des actionnaires. Puis, nous évoquons quelques raisons visant à justifier le choix du type d'activisme étudié. Enfin, nous examinons l'impact de l'activisme sur les performances des firmes à long terme.

QUELQUES PRÉCISIONS SUR LE FONCTIONNEMENT DE L'ACTIVISME

L'activisme au sens large peut se définir comme la manifestation de la part d'un investisseur de son mécontentement quant à la stratégie ou à la performance d'une firme dont il est actionnaire. Ainsi, ce n'est pas tant le mode de communication avec la firme qui fait qu'un investisseur est activiste, mais plutôt le signal qu'il émet à l'encontre de cette firme.

Ce signal peut prendre plusieurs formes : poursuite en justice de firmes s'engageant dans des activités préjudiciables aux actionnaires, vote contre la nomination de membres de la direction au sein du conseil d'administration et ciblage formel de firmes. C'est cette dernière forme de l'activisme qui nous intéresse ici. Le ciblage signifie qu'une firme devient la cible, au sens péjoratif du terme, d'un fonds de pension.

Wahal (1996) distingue deux grands types de ciblagés : le ciblage par *proxy* et le ciblage pour performance. Le ciblage par *proxy* suppose la soumission d'une proposition (*proxy proposals*) lors de l'assemblée générale d'actionnaires d'une firme. Le ciblage pour performance se caractérise par l'expression publique du mécontentement d'un fonds quant à la performance d'une firme.

Le premier type de ciblage implique plusieurs étapes (Wahal, 1996 ; Carleton et *alii*, 1998) ;

- il faut, en premier lieu, que le fonds sélectionne les entreprises à cibler dans son portefeuille ;

- puis, le fonds cherche à mettre en place un dialogue avec la firme ciblée (lettre, appel téléphonique). Ceci n'est pas nécessairement dévoilé publiquement (cf. TIAA-CREF par exemple), mais peut l'être (cf. CalPERS) ;

- ensuite, le fonds soumet une (ou des) proposition(s) (*shareholder proposals*) qui sera (seront) examinée(s) et votée(s) durant l'assemblée annuelle des actionnaires de la firme ciblée. Ces résolutions sont formulées en utilisant la règle 14a-8 de la SEC qui impose que celles-ci ne fassent pas plus de 500 mots et qui permet que ces propositions apparaissent dans le rapport envoyé aux actionnaires de l'entreprise avant l'assemblée (*proxy statement*). Cette règle possède un caractère non obligatoire (donc si elle est acceptée, les directeurs de l'entreprise concernée ne sont pas obligés de l'appliquer si elle concerne la stratégie de l'entreprise⁴). De plus, elle est assez contraignante, puisqu'elle est limitée à certains sujets⁵ et impose de soumettre la résolution jusqu'à six mois avant l'assemblée des actionnaires ;

- alors, soit un accord est établi entre le fonds et la firme ciblée avant ou après le vote, soit les deux parties n'arrivent pas à s'entendre. Si l'accord survient avant le vote de la résolution, le fonds ne soumet pas sa proposition et l'entente demeure donc confidentielle ;

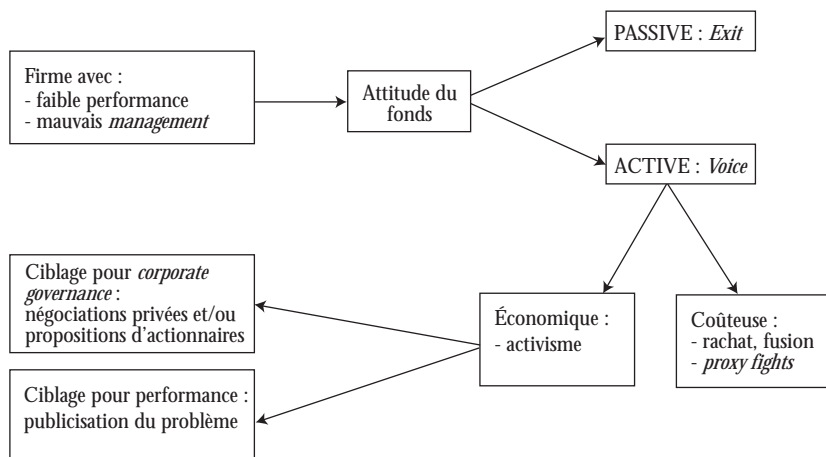
- enfin, le fonds se livre au contrôle du respect de l'accord par l'entreprise. En fait, la première étape est cruciale et reflète l'attitude du fonds activiste. En effet, les critères de ciblage diffèrent selon les fonds : certains ciblent en prenant en compte uniquement des notions de *corporate governance* ou des mesures liées aux lois anti-OPA, d'autres ne se basent que sur la performance passée du cours de bourse. Il semble que le second type de ciblage soit le plus pratiqué depuis le début des années

1990. Ainsi, Wahal (1996), qui étudie l'activisme pratiqué par les plus gros fonds publics américains (CalPERS, CalSTRS, Colpera, NYCPF, PSERS, TIAA-CREF, NYSCR et FSBA) entre 1987 et 1993, nous apprend que sur 356 cas de ciblage, 50 sont liés à la performance et 48 sur 185 surviennent entre 1991 et 1993⁶.

Il faut, bien sûr, noter que le ciblage lié à la performance ne fait pas l'objet du processus dont nous avons parlé précédemment ; il ne peut y avoir de vote sur ce point au cours d'une assemblée générale d'actionnaires. Ce second type de ciblage, n'impliquant pas de soumission de proposition d'actionnaire, ne saurait être caractérisé en terme d'étapes. En fait, ce type d'activisme suppose que l'investisseur mécontent signifie publiquement à une firme qu'elle est sous-performante. CalPERS a pratiqué cet activisme par le biais de ses *lemon lists*, l'USA (United Shareholders Association) aussi en publiant ses *target 50 lists*. L'activisme mené par le CII (Council of Institutional Investors) est aussi de ce type, notamment à partir de la moitié des années 1990 (puisque jusqu'en 1995, d'autres critères que la performance étaient pris en considération). Avant de dévoiler publiquement ses listes, le CII prévient par l'envoi d'un courrier les firmes qui vont y apparaître. Ce type de ciblage est moins formel que le précédent. Opler et Sokobin (1997) qualifient celui-ci de *quiet activism* (activisme tranquille).

Il est possible de visualiser les alternatives s'offrant aux fonds de pension pour manifester leur mécontentement de la manière suivante :

Schéma n°1
Possibilités s'ouvrant aux fonds de retraites
pour signifier leur mécontentement aux entreprises
connaissant des déficiences en termes de performance
ou de « corporate governance »





L'activisme des fonds de pension est une pratique controversée, parce que peu probante. Ainsi, la majorité des études ne trouvent pas d'effets significatifs sur la performance ou alors les effets ne sont pas les mêmes selon les études (et donc les échantillons)⁷. Plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer ces résultats. Les premières portent sur les fonds eux-mêmes : les fonds de pension publics connaissent en leur sein des problèmes d'agence importants et leurs actions sont entachées de considérations politiques (Romano, 1993). Les fonds connaissent aussi des problèmes d'incitation. Ainsi, en adoptant une attitude activiste, ceux-ci se voient confrontés à un problème de *free riding*. En effet, les investisseurs institutionnels ne détiennent en général que de faibles pourcentages des actions d'une entreprise (ils ont obligation de diversifier leurs portefeuilles en vertu des lois ERISA et de *Prudent Man Rule* : au mieux, ils en détiennent 2 % (Admati et *alii*, 1994 ; Murphy et Van Nuys, 1994). Alors, si un fonds devient activiste, il supporte l'ensemble des coûts liés à cette pratique, alors que son action profite à l'ensemble des actionnaires de l'entreprise⁸. Cet argument paraît peu crédible si on réfléchit en termes de coûts et bénéfices : si les bénéfices attendus sont supérieurs aux dépenses, alors il est rationnel de devenir activiste. Une autre raison concernant la nature des propositions peut être avancée : les points sur lesquels porte l'attention des fonds en matière de *corporate governance* ont peu d'impact sur la performance (indépendance du *board*, limite sur les rémunérations des dirigeants) (Romano, 2000).

L'INTÉRÊT D'ÉTUDIER LES EFFETS DE L'ACTIVISME COORDONNÉ

Nous nous attachons à examiner principalement les effets de l'activisme se manifestant par ciblage pour performance, et non par le biais de proposition d'actionnaires (*proxy targeting*). En effet, Porter (1992) note que ce type d'activisme est, en général, utilisé comme un moyen de dernier ressort dans des situations de crise. Il est, de plus, coûteux relativement à un ciblage pour performance. Par ailleurs, l'évolution des pratiques d'activisme des fonds de pension amène naturellement à s'intéresser au ciblage pour performance. Ainsi, ce type de ciblage s'est nettement développé au cours des années 1990. Enfin, une enquête menée par le Conseil de direction de CalPERS (le plus important des fonds publics américains en termes d'encours) dans 13 pays industrialisés, en 1995, met en avant le fait que la préoccupation principale des investisseurs institutionnels est la performance des entreprises.

Dans ce qui suit, nous nous intéressons aux effets du ciblage pour performance et plus particulièrement au ciblage coordonné, mené conjointement par un ensemble de fonds de retraite. Ce ciblage se mani-

feste par la publication annuelle d'une « liste noire » (*focus list*) par le Conseil des investisseurs institutionnels (CII) sur la performance de long terme des entreprises « listées ». Le CII est une organisation, fondée en 1985⁹, qui rassemble des fonds de pension publics et privés. Il s'intéresse « aux investissements affectant la taille ou la sécurité des actifs des fonds, ne s'occupe pas de questions sociales et n'oblige pas ses membres à adhérer à ses positions ». Il rassemble actuellement plus d'une centaine de fonds de pension dont l'actif agrégé excède 1000 milliards de dollars.

Étudier une telle manifestation de l'activisme comporte de nombreux avantages :

1. ceci nous permet d'étudier un activisme coordonné, et donc d'évincer le problème de passer clandestin ;

2. des fonds de pension privés appartiennent à ce conseil. Nous pouvons donc supposer que le problème de politisation de l'activisme est évité ;

3. il n'existe pas de biais lié à une préférence pour certains fonds envers certains types de ciblage (cf. Wahal, 1996 ; ou Del Guercio et Hawkins, 1999). Ainsi, CalPERS privilégie, lors de ciblage par *proxy*, les propositions touchant aux pilules empoisonnées ; alors que NYC soumet principalement des résolutions relatives au vote confidentiel ;

4. les critères de ciblage ont évolué conformément à l'orientation précédemment évoquée : au début, le CII choisissait les entreprises selon des critères de bonne *governance*, puis, au moins pour les 5 dernières années, le seul critère pris en considération est la sous-performance boursière¹⁰. Ainsi, le critère de ciblage est homogène ;

5. les firmes ciblées sont certainement moins « récalcitrantes » que celles concernées lors de soumission de *proxy* ; ceci suppose donc un biais de sélection nul (Opler, Sokobin, 1997). En effet, les firmes sollicitées par le biais de *proxys* sont supposées avoir refusé les suggestions proposées lors de la rencontre privée avec le fonds activiste (première étape du processus d'activisme). On peut donc supposer que celles-ci sont particulièrement récalcitrantes.

A priori, intuitivement, les effets attendus de la publication annuelle d'une *focus list* sur la performance devraient être positifs, notamment à long terme¹¹. En effet, suite à la mauvaise publicité liée à cette apparition sur la liste pour la firme, on peut penser que les *managers* vont agir en conséquence. Ils devraient prendre en compte le signal émis par cette communauté d'investisseurs pour manifester son mécontentement. De plus, on peut aussi supposer qu'un signal émis par un groupe d'investisseurs est certainement doté de plus de crédibilité qu'un signal provenant d'un individu isolé (ce qui est le cas d'une proposition soumise en assemblée d'actionnaires). En conséquence, on peut envisager que ce

signal aura plus d'impact, que celui émanant d'un investisseur isolé, sur la performance des entreprises considérées.

Notre attention se porte principalement ici sur l'impact de l'activisme coordonné à long terme. En effet, un fonds de pension a - *a priori* - principalement une optique de long terme et donc mesurer l'impact à court terme n'a que peu d'intérêt. On peut être sceptique sur le fait que les fonds possèdent une optique de long terme (Karpoff, 1998), mais deux éléments viennent renforcer ce point de vue : les problèmes de liquidité rencontrés par ces fonds (cf. *supra*) et le fait que les fonds continuent à détenir les actions des entreprises sous-performantes plusieurs années après un ciblage (Wahal, 1996).

En outre, d'aucuns arguent que les effets de l'activisme ne peuvent se révéler qu'à long terme (cf. Del Guercio et Hawkins, 1999). La justification de cette intuition tient au fait que les *managers* d'une entreprise sous-performante et cible d'une forme d'activisme ne peuvent prendre des dispositions dans le but de relancer l'entreprise en peu de temps. C'est donc sur un horizon plus lointain, i.e. plusieurs mois après le ciblage que les conséquences de l'activisme devraient se ressentir. Ainsi, les effets à court terme de l'activisme mesurent plus la réaction des intervenants du marché que celle des dirigeants des firmes. Les résultats obtenus par Hervé (2001) corroborent cette hypothèse. Les résultats sont les suivants : sur la première sous-période, où les critères d'inclusion sur les listes relèvent des pratiques de *corporate governance* et de la performance boursière, le marché réagit négativement à la diffusion des listes. Sur la seconde sous-période, durant laquelle l'inclusion sur les listes est conditionnée par la performance, le marché ne réagit pas. Ces résultats peuvent s'expliquer en termes d'efficience des marchés i.e. par la réaction des différents intervenants sur le marché. En effet, sur la première sous-période, la parution de la liste crée une « surprise » puisqu'il est *a priori* impossible d'anticiper quelles entreprises vont être listées. En revanche, sur la seconde sous-période, la composition de la liste peut être anticipée puisque l'information conditionnant l'inclusion est de nature publique (prix de marché des actions américaines).

L'IMPACT À LONG TERME DE L'ACTIVISME COORDONNÉ

La littérature portant sur les effets à long terme de l'activisme abonde dans le sens d'un impact positif à long terme de l'activisme - pour performance ou pour motifs liés aux pratiques de *corporate governance* - (cf. Nesbitt, 1994 ; Smith, 1996 ; Prevost et Rao, 1997 ou Opler et Sokobin, 1997, par exemple). Il faut noter que ces analyses ont pour période d'étude principalement la première moitié des années 1990.

Concernant le CII, une étude a été menée par Opler et Sokobin (1997) sur les effets de long terme de la publication des listes du CII. Elle mon-

tre que les effets à long terme de l'activisme du CII sont positifs et très significatifs. Hervé (2001) complète celle-ci en menant une analyse de court terme et en allongeant la durée de l'analyse (1991-1998 contre 1991-1994). Ceci permet donc de mesurer les effets de la publication de la liste sur deux périodes 1991-1995 et 1996-1998 durant lesquelles les critères d'inclusion dans la liste ne sont pas les mêmes (cf. *supra*). Les résultats de cette étude montrent que, sur la période (1991-1994), les effets de l'activisme du CII à long terme sont globalement positifs, ce qui est en accord avec ce que trouvent Opler et Sokobin (1997)¹² et confirme l'intuition précédemment évoquée. Mais, sur une période plus récente (1995-1998), l'impact est d'abord négatif et ensuite redevient positif. Cependant, sur l'ensemble de la période 1991-1998, l'impact de l'activisme est positif à horizon de 12 mois.

Nous ne pouvons donc exclure le fait qu'il existe un impact significatif de l'activisme sur la performance des actions des entreprises listées par le CII durant la période 1991-1998. Cependant, une interrogation subsiste quant à la systématisme de cet impact à long terme de l'activisme coordonné (cf. Hervé, 2001). D'une part, les effets ne sont pas constants dans le temps (positifs en début de période, puis négatifs). D'autre part, les tests effectués sur l'ensemble de la période et sur des sous-périodes permettent de relever le phénomène suivant : l'impact de l'activisme du CII ressort moins sur la sous-période 1995-1998¹³. Nous pouvons donc nous demander si les effets positifs décelés par les tests pour l'ensemble de la période ne sont pas guidés par les résultats de la première sous-période 1991-1994.

Les effets de l'activisme coordonné par le CII sur la performance des entreprises ciblées sont ambigus. À long terme, les résultats - entre 1991 et 1994 - vont dans le sens (Opler et Sokobin, 1997 ; Hervé, 2001) d'un impact positif de l'activisme coordonné sur la performance des firmes concernées, même si une divergence importante quant à la significativité des résultats existe entre les deux études. À partir de 1996 et jusqu'en 1997, les effets semblent s'inverser. En revanche, en 1998, la publication de la liste semblerait avoir influencé positivement et significativement les performances des entreprises. Il ne faut pas pour autant conclure que les effets de l'activisme coordonné sont incertains à long terme. En effet, en menant une analyse sur des sous-périodes et sur l'ensemble de la période 1991-1998, les effets de l'activisme sont positifs et significatifs. Ces résultats viennent appuyer ce qu'Opler et Sokobin supposent, i.e. l'activisme coordonné du CII influence positivement les performances des entreprises concernées.

Ainsi, le signal émis par le CII influence à la hausse les performances des entreprises, mais cette influence demeure assez faible à partir de 1995. Ceci amène donc à penser que, globalement, l'impact de l'acti-

visme du CII est discutable. Ce constat va dans le sens de la littérature, essentiellement empirique, relative à ce sujet. La revue de littérature de Karpoff (1998) recense, sur 15 études relatives aux propositions d'actionnaires, 1 seule étude comportant des résultats significatifs à court terme et sur 5 études concernant les négociations privées, 2 relevant un impact significatif à court terme et enfin, sur 7 études traitant indifféremment des ciblage par *proxy* ou pour performance, 2 (dont celle d'Opler et Sokobin) fournissent des résultats significatifs et positifs.

Devons-nous penser, comme le note Wahal (1996), que l'activisme des actionnaires ne semble pas constituer un substitut - du fait de son impact négligeable - à un marché actif de contrôle des entreprises (i.e. des fusions et acquisitions) ? Dans ce cas, il semblerait qu'il vienne plutôt compléter l'ensemble des moyens de pressions dont disposent les investisseurs institutionnels pour influencer les firmes.

Enfin, une autre hypothèse émise par J. Biggs¹⁴ directeur du fonds TIAA-CREF peut venir expliquer ce manque d'impact significatif de l'activisme sur les entreprises ciblées : il est possible que les effets de l'activisme soient plus globaux, i.e celui-ci contribue à accroître la performance de l'ensemble des firmes du marché et ses effets ne se reflètent donc pas uniquement à travers la performance des entreprises directement ciblées.

NOTES

1. TIAA-CREF, un fonds de pension privé activiste, détient 1 % du marché actions américain en 1998 (Carleton et *alii*, 1998). Les fonds de pension privés et publics représentent 22 % du marché actions américain en 1999.
2. Cet activisme est surtout le fait des fonds publics. Cette pratique a aussi attiré des fonds privés. On parle alors de *relationship investing* (Wahal, 1996, note 2 p. 2). La différence sémantique n'est certainement pas anodine. En effet, la notion d'activisme se réfère nettement plus à une notion de pression ou de contraintes que celle d'investissement relationnel. Cette dernière suppose une entente mutuelle alors que la première manifeste plus une situation de désaccord. Les fonds privés ne peuvent pas pratiquer un activisme tel que celui initié par les fonds publics puisqu'ils peuvent potentiellement être amenés à travailler pour les entreprises contre lesquelles ils prendraient position (il faut rappeler que le vote est *a priori* non confidentiel) (Black, 1990).
3. Les études sur l'activisme ne traitent pas uniquement de ses effets sur les performances boursières des entreprises concernées, mais analysent aussi son impact sur certaines mesures de performances comptables. Cependant, nous prenons le parti ici d'étudier les effets de l'activisme du point de vue du principal intéressé, i.e. le fonds de pension. Alors, il semble fort logique que la seule variable d'intérêt pour un fonds de retraite soit la performance boursière, puisque c'est la seule variable qui puisse influencer l'évolution de son portefeuille.
4. Ils sont en revanche obligés de l'appliquer si la résolution votée a pour objet une question procédurale (eg vote confidentiel).
5. Elle exclut, par exemple, les questions relatives à la conduite de l'entreprise (*ordinary business*) ainsi que les avis relatifs aux nominations des membres du conseil d'administration.
6. L'autre type de ciblage très important sur cette période concerne le vote confidentiel (62 ciblage). Le ciblage lié à la performance est donc deuxième en termes d'occurrence sur cette période. Sur la période précédente, cette pratique était minoritaire : on comptait 2 ciblage pour mauvaise performance.



7. On pourra se reporter aux revues de littérature de Black (1998) et Karpoff (1998) pour mesurer combien les effets de l'activisme sont controversés. Romano (2000), même si ce n'est pas l'objet principal de son travail, balaye aussi très largement la littérature.
8. Fama (1980) note à ce propos que les investisseurs, étant amenés à détenir des actions dans nombre de firmes (diversification), n'ont pas d'intérêt particulier à contrôler les activités se déroulant au sein des firmes dont ils sont actionnaires.
9. Cependant, la publication des « focus lists » n'a débuté qu'en 1991.
10. Ces informations nous ont été communiquées par le CII suite à l'envoi d'un mail.
11. Les études portant sur ce type d'activisme (pour performance) mettent toutes en avant le fait qu'il a un effet positif sur la performance des firmes ciblées (cf. Strickland, Wiles et Zenner, 1996, pour le cas de l'USA ; Nesbitt, 1994 et Smith, 1996, pour CalPERS et Opler et Sokobin pour le CII).
12. Cependant, une divergence existe entre les deux études. Celle-ci est relative à la significativité des résultats (ceux d'Opler et Sokobin sont très significatifs).
13. Des tests menés sur les sous-périodes 1991-1995 et 1996-1998 vont aussi dans ce sens.
14. La citation exacte est : « The significance [of shareholder activism] is not the three or four laggards you catch - it's that you get the herd to run. We need to scare all the animals ».

BIBLIOGRAPHIE

- ADMATI A.R., PFLEIDERER O., ZECHNER J. (1994), « Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium », *Journal of Political Economy*, 102, pp 1097-1130.
- BLACK B. S. (1992), « Agents watching agents: The promise of institutional investor voice. », *UCLA Law Review*, 39, pp 811-893.
- BLACK B.S. (1998), « Shareholder activism and corporate governance in the United States », *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Peter Newman ed.
- CARLETON W.T., NELSON J.M., WEISBACH M.S. (1998), « The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF », *Journal of Finance*, 53, pp 1335-1362.
- COFFEE J.C. (1991), « Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor » *Columbia Law Review*, 91, pp 1277-1368.
- DEL GUERCIO D., HAWKINS J. (1999), « The motivation and impact of pension fund activism », *Journal of Financial Economics*, 52, pp 293-340.
- FAMA E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, 88 : 21.
- HERVE F. (2001), « L'impact de l'activisme des fonds de pension américains : l'exemple du Conseil des Investisseurs Institutionnels », *Document de recherche du LOG n°2001-04*.
- KARPOFF J.M. (1998), « The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings », University of Washington *Working Paper*.
- LAKONISHOK J., CHAN L.K. (1993), « Institutional Trades and Intraday Stock Price Behavior », *Journal of Financial Economics*, 33(2), Avril, pp 173-199.
- LAKONISHOK J., CHAN L.K. (1995), « The Behavior of Stock Prices around Institutional Trades », *Journal of Finance*, 50(4), Septembre, pp 1147-1174.
- MINOW N., MONKS A.G. (1995), « Corporate Governance », Basil Blackwell, Cambridge.
- MURPHY K., VAN NUYS K. (1994), « State pension funds and shareholder inactivism », Harvard Business School *Working Paper*.
- NESBITT S.L. (1994) « Long-term rewards from shareholder activism: A study of the ' CalPERS ' effect », *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, Été, pp 75-80.
- OPLER T.C., SOKOBIN J. (1997), « Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors », Ohio State University *Working Paper*.
- PORTER M. E. (1992), « Capital Choices : Changing the Way America Invests in Industry », US Council on Competitiveness, Washington.
- POUND J. (1992), « Raiders, targets, and politics: The history and future of American corporate control », *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, pp 6-18.



FAUT-IL ACHETER LES ACTIONS DES ENTREPRISES APPARAISSANT SUR LES LISTES NOIRES
DU CONSEIL DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ?

PREVOST A.K., RAO P. (1997), « Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds? », Texas Tech University *Working Paper*.

ROMANO R. (1993), « Public pension fund activism in corporate governance reconsidered », Columbia Law Review, 93:, pp 795-853.

ROMANO R. (2000), « Less is More : Making Shareholder Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance », Yale Law School *Working Paper*.

SMITH M.P. (1996), « Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS », *Journal of Finance*, 51, pp 227-252.

STRICKLAND D., WILES K.W., ZENNER M. (1996), « A requiem for the USA: Is small shareholder monitoring effective? », *Journal of Financial Economics*, 40, pp 319-338.

WAHAL S. (1996), « Pension fund activism and firm performance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp 1-23.