

L'impact boursier des annonces des pratiques anticoncurrentielles

Ariste JERSON
Doctorant à l'ERFI
ATER à l'IUT GEA Perpignan,
Chemin Passio Vella – BP 79905
66 962 PERPIGNAN Cedex 9
Tél 04 67 86 65 40
aristejerson@yahoo.fr

Frédéric Le ROY
Professeur des Universités
Professeur Associé au Groupe Sup de Co Montpellier
Université Montpellier I, ISEM/ ERFI
Espace Richter, Rue Vendémiaire
CS 19519 - 34 960 Montpellier Cedex 2
frederic.le_roy@univ-montpl.fr

Patrick SENTIS
Professeur des Universités
Professeur Associé au Groupe Sup de Co Montpellier
Université Montpellier I, AES
Espace Richter, Bât. C, Rue Vendémiaire
34 960 Montpellier Cedex 2
patrick.sentis@univ-montpl.fr

Résumé :

Cette étude a pour objectif de compléter les recherches sur l'impact boursier des annonces des pratiques illégales, en s'intéressant aux pratiques anticoncurrentielles. La théorie des comportements illégaux des entreprises est notre référence théorique de base. Une étude d'événement est menée sur un échantillon de 130 cas avérés d'ententes et d'abus de positions dominantes sanctionnés par les autorités française et européenne de la concurrence pendant la période 1998-2005. Il ressort de notre analyse que l'annonce des sanctions des pratiques anticoncurrentielles produit un effet significativement négatif sur la rentabilité des titres. En outre, il a été constaté que l'importance du montant des amendes n'influence pas négativement la valeur boursière. Enfin, l'impact boursier des sanctions semble beaucoup plus important pour les entreprises réalisant de faibles montants de chiffres d'affaires que pour celles réalisant des montants importants de chiffres d'affaires.

Mots clés: Pratiques anticoncurrentielles, ententes, abus de position dominante, étude d'événement, comportements illégaux des entreprises.

L'impact boursier des annonces des pratiques anticoncurrentielles

Résumé :

Cette étude a pour objectif de compléter les recherches sur l'impact boursier des annonces des pratiques illégales, en s'intéressant aux pratiques anticoncurrentielles. La théorie des comportements illégaux des entreprises est notre référence théorique de base. Une étude d'événement est menée sur un échantillon de 130 cas avérés d'ententes et d'abus de positions dominantes sanctionnés par les autorités française et européenne de la concurrence pendant la période 1998-2005. Il ressort de notre analyse que l'annonce des sanctions des pratiques anticoncurrentielles produit un effet significativement négatif sur la rentabilité des titres. En outre, il a été constaté que l'importance du montant des amendes n'influence pas négativement la valeur boursière. Enfin, l'impact boursier des sanctions semble beaucoup plus important pour les entreprises réalisant de faibles montants de chiffres d'affaires que pour celles réalisant des montants importants de chiffres d'affaires.

L'impact boursier des annonces des pratiques anticoncurrentielles

INTRODUCTION

La dynamique de la concurrence a impliqué, ces dernières années, de nombreuses affaires qui ont suscité un très vif intérêt médiatique que ce soit au niveau mondial, communautaire ou national. Parmi les plus connus figurent les désaccords entre le géant de l'informatique, Microsoft, et l'antitrust Américain puis Européen ; le démantèlement de plusieurs cartels internationaux dont le célèbre « cartel des vitamines » et le rebondissement de plusieurs affaires impliquant l'opérateur historique de la télécommunication française.

Les autorités de la concurrence arrivent, au bout de la plupart de leurs investigations, à prouver que nombre d'entreprises adoptent des comportements qui entravent le libre jeu de la concurrence et écoupent à cet effet de lourdes sanctions. Ainsi, les rapports du Conseil de la concurrence et de la Commission européenne montrent que les pratiques anticoncurrentielles règnent toujours sur le marché ; presque tous les secteurs d'activités et des TPE du quartier aux multinationales sont concernés.

Par pratiques anticoncurrentielles, nous faisons référence aux pratiques interdites au titre de l'article L420-1 et L420-2 du Code de commerce ainsi que des articles 81 et 82 du Traité instituant la Communauté Européenne. Elles se manifestent sous forme d'abus de position dominante et d'entente.

Face à ces excès de comportement qui sont souvent allés au delà de la règle de jeu, les chercheurs se sentent interpellés. Les recherches antérieures tentent essentiellement d'expliquer les comportements des acteurs à l'aide des déterminants structurels ou sectoriel (Levenstein M., Suslow V., 2001). La question de la relation de causalité entre les comportements anticoncurrentiels d'une entreprise et ses performances est très peu abordée alors que la question de la performance est capitale dans la prise de décision stratégique.

Dans la théorie classique de la firme, le dirigeant, représenté par l'entrepreneur, avait à la fois le statut de propriétaire et de manager de l'organisation. La maximisation du profit était son principal objectif.

La montée en puissance des nouvelles théories de management dans lesquelles cette recherche s'inscrit, change la façon dont on peut interpréter les comportements stratégiques des firmes. Ainsi, les théories des droits de propriété, de l'agence et des coûts de transaction ont mis en lumière les conflits d'intérêts pouvant exister entre les différentes parties prenantes

de l'entreprise, en particulier entre actionnaires et dirigeants. Ces conflits d'intérêts semblent aujourd'hui être occulté par l'objectif de créations de valeur actionnariale affiché par les dirigeants des grandes entreprises.

Cette recherche se propose d'étudier le lien entre les pratiques anticoncurrentielles et la performance boursière. Les annonces des sanctions pour entente ou abus de position dominante produisent-elles des impacts significatifs sur les rentabilités des titres ? Est-ce que l'éventuelle réaction du marché varie avec l'importance des amendes ? Les entreprises de grandes tailles connaissent-elles les mêmes impacts que les entreprises de petites tailles ?

Afin de répondre à ces questions, une base de données a été constituée. Elle est composée d'un échantillon de 130 cas avérés de pratiques anticoncurrentielles publiés par les autorités française¹ et européenne² de la concurrence pendant la période de 1998 à 2005 et pour lesquelles une sanction pécuniaire a été prononcée. Une étude d'évènement a été effectuée à partir de cette base de données, étude dont nous présentons ici les premiers résultats après une revue de la littérature sur les comportements illégaux des entreprises.

1. LA THEORIE DES COMPORTEMENTS ILLEGAUX DES ENTREPRISES

1.1. Une conception élargie des comportements illégaux

Il est actuellement rare d'avoir des situations dans lesquelles une entreprise peut choisir sa stratégie sans se poser au préalable la question de sa licéité. Les entreprises exercent leurs activités sous un nombre important de contraintes. Les dirigeants doivent en effet prévoir et mesurer les dimensions économiques, sociales, environnementales et juridiques de chacune de leurs décisions stratégiques.

Pourtant, de nombreuses grandes sociétés font souvent face à des procès suite aux infractions qui peuvent être des actes intentionnels ou involontaires et relevant généralement des différentes branches du droit. L'analyse des comportements illégaux d'entreprises constitue un vaste champ de recherche et a suscité de nombreux travaux de recherche en gestion. Sz wajkowski [1985] a défini le comportement illégal d'entreprise comme des activités illégales émanant des membres ou des agents d'une Société, engagés principalement pour agir dans l'intérêt de la dite Société.

Le traitement de ces affaires repose sur la supposition que les managers connaissaient ou, une fois réalisées, ont pris connaissance de l'illégalité de leurs actions (Baucus et Near, 1991). Les pratiques illégales des entreprises aboutissent souvent à des conséquences sociales

¹ Le Conseil de la Concurrence

² La Direction Générale de la concurrence (Ex-DG IV)

indésirables, pouvant s'agir des dépenses financières directes, des handicaps et maladies aux employés et consommateurs, des dégradations de l'environnement; d'un épuisement de ressources naturelles, et des hausses de prix aux consommateurs.

Si les premiers travaux de recherches dans le domaine de comportements illégaux des entreprises étaient concentrés exclusivement sur les violations de la loi antitrust (Riedel, 1968 ; Asch et Seneca, 1976), un effort d'élargissement du champs à d'autres types de violation a été constaté depuis la fin des années 80 grâce aux recherches menées par Baucus et Near [1991], Hill, Agle, Hitt et Hoskisson [1992], McKendall et Wagner [1997].

1.2. Les déterminants de comportement illégal d'entreprise

Selon la théorie d'*illégalité d'entreprise*, trois facteurs doivent être réunis pour que le comportement illégal se manifeste. D'abord, il doit y avoir un motif ou une pression incitant l'organisation à s'engager dans le comportement illégal. Il peut s'agir d'un mobile de réalisation d'objectifs et/ou d'assurance de la survie économique. Deuxièmement, en présence de cette motivation, les circonstances doivent être favorables et présentent l'occasion d'enfreindre la loi. Etant donné le motif et l'occasion, des actions probablement illégales émanant des firmes ne peuvent se réaliser qu'en absence de commandes efficaces conçues pour empêcher un tel comportement. L'*illégalité d'entreprise* arrive ainsi à l'intersection de motif, de l'occasion et de l'absence de contrôle (McKendall, 1999).

1.2.1. Les motivations

Le motif est au cœur du processus car il explique les raisons qui incitent les membres de l'organisation à s'engager dans une action illégale. Karl MARX avait soutenu aux 19^e siècle qu'une Société qui fixe les profits comme unique objectif, allait se comporter obligatoirement de façon illégale en exploitant d'une manière abusive ses employés.

Les motivations de comportement illégal s'inscrivent actuellement dans un référentiel compétitif. La rentabilité et la rentabilité font partie des conditions de survie des entreprises oeuvrant dans un environnement « hypercompétitif ». En effet, les espérances de haute rentabilité et le respect accordé aux sociétés qui font preuve d'une telle réalisation peuvent agir comme une incitation pour des entreprises à enfreindre la loi s'il est perçu qu'un tel comportement aboutira au gain financier (Yeager, 1986).

Des espérances de profits élevés peuvent donc créer une atmosphère compétitive qui produira la motivation à s'engager dans des actions illégales. Par conséquent, une entreprise

peut être motivée à adopter un comportement illégal si elle perçoit qu'une telle action assurera sa position par rapport à d'autres entreprises (Hill et al., 1992).

On peut admettre que la rentabilité de l'industrie crée les pressions économiques qui motivent les acteurs à acquérir des ressources, à améliorer la position concurrentielle, ou à réduire les coûts par des actions pouvant être illégales. « *Les entreprises cherchent donc à limiter la concurrence pour créer des « sanctuaires » ou des « districts » bien protégés des intentions de prédation extérieure* » pour réduire l'incertitude de son propre futur (Baumard, [2000]).

1.2.2. L'occasion

Le motif doit se combiner avec l'occasion pour que l'entreprise soit incitée à se comporter illégalement. L'occasion de commettre des actes illégaux existe lorsque les caractéristiques de l'entreprise ou de son environnement lui offre une option de se comporter de façon illégale. L'occasion peut trouver son origine dans des facteurs aussi bien internes qu'externes. La concentration de l'industrie, la taille de l'organisation et sa structure sont souvent considérées comme variables explicatives de l'occasion.

En effet, la forte concentration de l'industrie est un facteur externe qui peut favoriser une entente par exemple, car elle est plus facile à gérer dans le cadre d'un petit nombre de sociétés (Clinard et al., 1979) et parce que les industries concentrées peuvent être capables d'exercer leurs influences sur les institutions régulatrices. Cette hypothèse est radicalement opposée à celle de Szwajkowski [1986] ; une hypothèse selon laquelle une faible concentration pourrait aboutir à l'illégalité parce que l'examen minutieux et la détection sont moins probables dans une industrie.

Des particularités organisationnelles et la structure sont souvent évoquées pour expliquer l'occasion de déclenchement d'un comportement illégal d'entreprise. La taille de l'organisation est une des variables « occasion » qui ont été largement étudiées. La plupart des études ont soutenu l'hypothèse de la corrélation positive entre la taille et la suspicion d'illégalité (Asch et Seneca, 1976; Baucus et Near, 1991; Cochran et Nigh, 1987). La structure d'entreprise est une autre variable d'occasion interne mais qui a suscité peu d'étude. Les fortes spécialisations et la décentralisation conduisent à fragmenter la communication et à diminuer la coordination et le contrôle par les instances supérieures. Tous ces facteurs favorisent l'organisation d'une action illégale.

1.2.3. L'absence de contrôle

Lorsque les motifs et l'occasion sont réunis, le choix de s'engager dans une pratique illégale dépendra de la présence ou de l'absence de mécanismes de contrôle efficaces. Les mécanismes de contrôle peuvent fonctionner de différentes manières. Ils peuvent lever la probabilité de détection, récompenser le comportement désirable et/ou punir très sévèrement les transgressions. Deux types de contrôles peuvent atténuer le comportement illégal d'entreprise.

Le premier relève des facteurs externes et consiste soit à rendre la détection de violations plus probable soit à motiver les décideurs d'entreprise à se soumettre à la loi (Yoder, 1978). L'existence des autorités de régulation et la présence de sanctions significatives sont des exemples de contrôles externes.

Un deuxième type de contrôle résulte des mécanismes internes qui peuvent normativement encourager la conformité à la légalité et détecter les transgressions. La culture d'entreprise et les pratiques morales, qui établissent des normes comportementales, peuvent fonctionner comme des systèmes de contrôle internes.

1.3. Les conséquences des comportements illégaux

L'impact de la révélation des comportements présumés illégaux d'entreprise avec leurs motifs possibles constitue une piste de recherche qui mérite un développement. Les principaux travaux analysent l'effet dissuasif de la révélation et leur conséquence sur les performances financières des auteurs de comportements illégaux. Ces conséquences peuvent être analysées selon l'horizon temporel et selon d'autres variables telles que le type, le sérieux, la durée et le nombre de l'infraction.

1.3.1. Les conséquences financières du comportement illégal d'entreprise

Fondement analytique

L'engagement dans une activité illicite est une fonction croissante de l'aversion de son auteur pour le risque. La démarche standard suppose la neutralité au risque, c'est-à-dire que le décideur compare tout simplement les espérances de gains associées aux différents choix possibles sans y associer d'autre raisonnement qu'économique dans une démarche amoral. Becker [1968] avait jeté une base analytique reliant les motivations et les conditions d'engagement dans une activité illicite. En effet, un agent rationnel, neutre au risque et qui envisage de s'engager dans des activités illicites doit comparer le gain qu'il peut retirer d'une action légale avec celui que lui procure une activité illicite. Le second gain doit tenir compte

du risque relatif à l'illégalité, donc il faut en déduire le montant de l'éventuelle sanction s'il se fait attraper.

Ce raisonnement est tout à fait applicable en matière de pratiques anticoncurrentielles. KOENIG [2004] a précisé que « *l'action concurrentielle peut s'analyser comme un investissement dont il convient d'estimer au préalable les dividendes à venir* ». Une firme qui décide de s'engager dans une entente illicite en toute connaissance de cause, doit comparer ce qu'elle obtiendrait en se comportant de façon concurrentielle avec ce qu'elle espère obtenir du fait de l'entente, tout en tenant compte d'une éventuelle sanction. Cette sanction probable est un produit de deux termes, à savoir la probabilité de détection du comportement anticoncurrentiel et la sanction moyenne qui peut être infligée.

Si on note par π_c le profit concurrentiel ; π_i le profit résultant d'une activité illégale ou d'une pratique anticoncurrentielle (on suppose que $\pi_i > \pi_c$) ; S la sanction moyenne et p la probabilité de détection ; trois cas de figure peuvent se présenter pour une firme neutre au risque :

- $(\pi_i - pS) > \pi_c$: la firme a intérêt à s'engager dans une pratique anticoncurrentielle parce que le gain espéré d'une telle action est plus important que celui qui pourrait être obtenu en situation concurrentielle ;
- $(\pi_i - pS) = \pi_c$: le gain espéré d'une pratique anticoncurrentielle est égal au profit concurrentiel. La firme se trouve dans une situation d'indifférence.
- $(\pi_i - pS) < \pi_c$: il n'est pas rentable pour la firme d'entreprendre une pratique anticoncurrentielle.

La mise en œuvre de cet arbitrage suppose bien évidemment la perfection des informations.

La révélation des pratiques anticoncurrentielles : une perte d'avantages concurrentiels ?

A l'aide de la théorie des oligopoles, les économistes tentent d'expliquer les raisons qui incitent les entreprises à s'entendre. Cette théorie montre qu'à long terme, les profits des firmes sont nuls si elles se trouvent dans une situation de concurrence pure et parfaite ; alors qu'à l'exception de la situation d'oligopole pure « à la Bertrand », les firmes en situation d'oligopole dégagent des profits positifs à l'équilibre : la somme de ces profits reste toutefois inférieure au profit total d'un monopoleur si les membres de l'oligopole n'adoptent pas un comportement collusif. C'est donc la recherche d'une *rente de monopole* que constitue le but

ultime de toutes pratiques anticoncurrentielles. En se soustrayant au jeu concurrentiel, on maintient artificiellement une position de monopole et on devient *price maker*³ au lieu de *price taker*.

Dans un environnement concurrentiel, Porter [1986] a proposé un cadre d'analyse nous permettant de comprendre en quoi le choix d'un comportement potentiellement anticoncurrentiel peut-il être une décision stratégique ? Pour être présent dans un secteur, il faut faire des investissements dont la possibilité de récupération dépend de la réalisation d'une rentabilité confortable pendant une certaine période. Cette rentabilité est conditionnée par cinq forces fondamentales : l'intensité de la rivalité entre concurrents, les menaces des nouveaux entrants, les effets des produits et des technologies de substitution et enfin la dynamique des rapports de force avec les clients et les fournisseurs. Plus l'intensité de ces forces est élevée, plus la rentabilité potentielle de l'activité devient faible. On peut donc facilement comprendre que les entreprises soient amenées à adopter des stratégies qui peuvent être anticoncurrentielles pour conforter leur position individuelle ou collective sur le marché.

Cette approche issue de l'économie industrielle considère la firme comme une collection de produits-marchés et propose de construire une position forte et de la protéger en érigeant un certain nombre de barrière. Une autre approche, plus récente, définit la firme comme un ensemble de ressources et de compétences. La firme doit analyser ses ressources pour en tirer le meilleur profit, investir dans des ressources complémentaires et chercher à en protéger l'accès.

Si la manière de parvenir à la construction d'un avantage concurrentiel oppose les deux courants de recherches, la nécessité du maintien ou de la durabilité de l'avantage ainsi obtenu fait l'unanimité. Porter (1996) a mis l'accent sur l'imitabilité de la stratégie pour obtenir un avantage concurrentiel durable. Barney (1991) a défini quatre caractéristiques essentiels que doit satisfaire une ressource pour procurer un avantage concurrentiel, à savoir : la valeur, la rareté, l'imitabilité imparfaite et la non substituabilité. En prolongeant les travaux de Barney, Peteraf (1993) confirme cette nécessité de maintenir l'avantage concurrentiel en explicitant les conditions.

Les situations d'ententes et d'abus de position dominantes ne peuvent pas être assimilées en tant que telles à un avantage concurrentiel, pourtant ils procurent les mêmes effets en mettant leurs auteurs à l'abri d'une forte pression concurrentielle. Ainsi, la cessation d'une

³ Les estimations de Levenstein et Suslow [2001] montrent que les hausses de prix induites par un cartel peuvent atteindre jusqu'à 60%.

entente ou d'un abus de position dominante pourrait s'interpréter, aux yeux de ses acteurs, comme une perte d'avantages compétitifs.

Les implications

Les conséquences financières d'un acte illégal d'entreprise peuvent se présenter sous forme de dépenses directes de sanctions comme des amendes ou des dépenses prolongées de litige. L'illégalité engendre donc des coûts et détruit l'image et la réputation d'une Société vis-à-vis de ses partenaires en l'occurrence ses actionnaires et ses clients. Ces derniers peuvent en effet sanctionner une Société en réduisant le volume de ses ventes ou en baissant sa valeur de marché. Les travaux de Baucus et David [1997] ont démontré l'existence, à moyen et long terme, d'impact négatif des comportements illégaux des entreprises sur leur performance en précisant que ces impacts varient selon les mesures de performance retenues⁴.

Si on se situe dans le court terme, des travaux de recherche ont examiné les réactions des marchés financiers suite aux annonces des comportements illégaux des firmes. Ces études affirment que des marchés efficaces s'adaptent rapidement aux nouvelles informations ou aux informations imprévues. En étudiant les réactions du marché aux annonces des comportements illégaux des entreprises, Davidson, Worrell et Lee (1994) ont mis en évidence une réaction négative du marché à l'annonce de corruption, d'évasion fiscale et de violation d'engagements avec le gouvernement. De manière plus générale, Bhagat et Romano (2001) retrouvent l'existence de rendements anormaux négatifs lorsqu'une entreprise participe à un procès (qu'elle soit dans le camp d'attaquant ou de la défense).

Les principales études concluent que les marchés boursiers réagissent à court terme à l'information concernant la poursuite et les pénalités pour des infractions. Pourtant, commettre une infraction ou se faire attraper pour infraction peut ne pas toujours avoir un effet négatif sur la valeur d'une firme, indiquent Davidson Wallace et Worrell [1988]. Certaines infractions sont mauvaises en soi et peuvent nuire à la société (la pollution par exemple), tandis que d'autres, comme les violations de la loi antitrust, sont parfois économiquement justifiées. Les conséquences financières des pratiques illégales peuvent varier avec le type de l'illégalité (Davidson et Worrell [1992, 1994], Strachan et Al., [1983], Baucus et David [1997]).

Notre première hypothèse nous permettra de répondre à deux questionnements : Le marché boursier réagit-il aux annonces de condamnation des pratiques anticoncurrentielles ?

⁴ Baucus et David [1997] font référence au « Return on assets » (ROA) et au « Return on Sales » (ROS) pour mesurer la performance à long terme d'une firme.

Ces informations seraient-elles perçues comme de bonnes ou comme de mauvaises nouvelles ?

Hypothèse 1 : L'annonce de la condamnation des pratiques anticoncurrentielles produit des impacts négatifs sur la rentabilité des titres.

1.3.2. Le sérieux de l'infraction et performance de la Firma

Les conséquences d'une pratique illégale peuvent varier avec le « sérieux » de l'infraction. Une infraction très sérieuse implique une amende lourde et porte atteinte à la notoriété de son auteur en raison notamment de la diffusion d'une publicité négative.

En étudiant les réactions du marché aux annonces de procès contre des sociétés pour des violations de la loi antitrust, Randall et Newman [1979] ont constaté que le marché boursier réagit à court terme en fonction du « sérieux » de charges contre les sociétés.

Les résultats des travaux de Baucus et David [1997] révèlent des liaisons statistiquement significatives entre le *sérieux* et le *ROA* (*Return on assets*) à long terme, mais des rapports non significatifs entre le sérieux et le *ROS* (*Return on Sales*) ainsi que le *SR* (*Shareholder Returns*). Le sérieux se rapporte aussi significativement au *ROA* et au *ROS* en première année après une sanction. Les investisseurs réagissent plus fortement à une pratique illégale très sérieuse qu'à une infraction mineure. Pour formuler notre deuxième hypothèse, nous considérons qu'une infraction sérieuse se traduit par une forte amende.

Hypothèse 2 : Plus le montant des sanctions est élevé, plus la réaction du marché est importante.

Les autorités de la concurrence définissent le montant des amendes en fonction de la gravité de l'infraction, donc implicitement en fonction, entre autres, du chiffre d'affaires réalisé sur le marché concerné, de la durée de l'infraction, du rôle joué dans l'organisation et dans le fonctionnement de l'entente ou de l'abus de position dominante, de la coopération pendant les enquêtes, du récidive ... Ainsi, l'importance de l'amende n'est pas forcément proportionnelle au chiffre d'affaires de l'entreprise sanctionnée. Une entreprise réalisant un important chiffre d'affaires peut être présente sur plusieurs marchés ou détenteur d'une grosse part de marché lui permettant ainsi d'amortir les conséquences de l'annonce de la condamnation. Les sanctions peuvent donc être perçues de manière différente selon la taille de l'entreprise, en particulier, de façon plus sérieuse par les petites entreprises.

Hypothèse 3 : Les sanctions suscitent des réactions plus importantes aux entreprises de petites tailles par rapport à celles de grandes tailles.

2- METHODE

2.1. Echantillon

L'étude porte sur un échantillon de 130 événements issus de cas avérés de pratiques anticoncurrentielles publiés par les autorités française⁵ et européenne⁶ de la concurrence pendant la période de 1998 à 2005 et pour lesquelles une sanction pécuniaire a été prononcée. Cet échantillon est constitué de 18 cas d'abus de position dominante et de 44 cas d'ententes impliquant 104 entreprises cotées. Ces dernières sont de différentes origines (du Japon à l'Amérique), de tailles très différentes, issues de divers secteurs d'activités et sont cotées dans des places différentes. L'échantillon a été obtenu à partir d'un recensement de toutes les décisions des autorités Française et Européenne de la concurrence au cours de la période 1998-2005 en appliquant deux principaux critères de sélection : un montant minimal d'amende et la disponibilité des données boursières.

Nous avons remarqué lors des lectures des Décisions aussi bien du Conseil de la concurrence que de la Commission Européenne que certaines amendes sont symboliques et ne pourront pas affecter de façon considérable la situation financière de l'entité concernée. C'est ainsi que nous avons systématiquement éliminé de l'échantillon les cas correspondant aux amendes inférieures à 300 000 euros.

Les données boursières ont été extraites de la base Datastream. Pour chaque société de l'échantillon, nous avons collecté les cours de clôture quotidiens ajustés ainsi que le cours de clôture de l'indice général du marché de référence.

Nous disposons de plusieurs dates d'annonces pour chaque événement : la date officielle à laquelle la décision a été prise, la date de la communiqué de presse émanant des autorités de la concurrence et la date d'annonce dans la presse. L'identification des dates d'annonce presse a été effectuée à partir des quotidiens économiques (AFP économiques, Les échos, La tribune, Financial Times,...) et d'informations générales (Le Monde, Le Figaro,...) disponibles sur le site d'archives de presse « Europresse ». La date que nous avons retenue pour l'étude d'événement est la première date d'annonce publique de la sanction pour pratique anticoncurrentielle. Si un article de presse a publié l'information avant la date d'annonce officielle, c'est la date de parution de l'article qui a été prise comme date de référence. Sinon, nous avons retenu la date officielle de la décision.

⁵ Le Conseil de la Concurrence

⁶ La Commission de la concurrence

2.2. Traitement des données

Nous utilisons, dans le cadre de ce travail, une méthodologie d'étude d'événements pour évaluer les effets des annonces des sanctions pour pratiques anticoncurrentielles sur la valeur boursière des entreprises. Depuis les travaux pionniers de Ball et Brown [1968], Fama, Fisher, Jensen et Roll [1969], cette méthodologie a trouvé son succès dans les domaines de la finance, stratégie, ressources humaines et récemment en marketing. Elle s'appuie sur l'idée selon laquelle les marchés financiers réagissent immédiatement à de nouvelles informations susceptibles d'affecter la profitabilité future de l'entreprise. Ce qui suppose l'efficacité des marchés financiers.

Le recours à cette méthode doit faciliter la mise en lumière de l'impact de l'événement étudié sur les cours d'une action sur une période donnée, en comparant sa rentabilité effectivement observée sur cette période avec la rentabilité qui aurait été observée sur cette période si l'événement n'était pas survenu. L'écart constaté, qualifié de rentabilité anormale, est alors interprété comme la mesure de l'impact de l'événement sur le cours de l'action durant cette période. Les rentabilités anormales des différentes actions, agrégées sous la forme de rentabilités anormales moyennes correspondant à une date précise et cumulées sur toute la période supposée d'impact de l'événement sur les cours, ont été l'objet de tests statistiques destinés à juger de la pertinence de la relation entre les annonces des sanctions et la valeur boursière des entreprises analysées.

Si l'on observe des rentabilités anormales significatives, cela signifie que l'événement étudié a produit un impact significatif sur les cours boursiers. La rentabilité normale est ici mesurée à l'aide du modèle de marché et la rentabilité anormale RA_{it} pour chaque action i le jour t s'exprime ainsi :

$$RA_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i^* R_{mt})$$

où R_{it} est le logarithme népérien de la rentabilité du titre i observée le jour t .

$\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i^*$ sont les paramètres de la droite de régression représentative du modèle de marché pour le titre i .

R_{mt} est le logarithme népérien de la rentabilité de l'indice de référence⁷ le jour t .

Afin d'éviter les problèmes liés à un éventuel asynchronisme des données, le paramètre $\hat{\beta}_i^*$ est mesuré à l'aide de la méthodologie de Scholes et Williams [1977]. Le bêta de Scholes

⁷ Les entreprises de l'échantillon sont cotées sur plusieurs places différentes. L'indice de référence est donc l'indice le plus représentatif de la place de cotation considérée.

et Williams nécessite le calcul de trois régressions MCO et de la corrélation entre la rentabilité du marché au jour t et celle au jour $t-1$ (c'est-à-dire le coefficient de corrélation sérielle d'ordre un de la rentabilité du marché, ρ_m). Le coefficient β^{-1} désigne le coefficient de régression MCO entre la rentabilité du titre et celle du marché avec un décalage en arrière d'un jour. De manière similaire, β est le coefficient de régression simultané et β^{+1} est calculé avec un décalage en avant d'un jour :

$$\hat{\beta}_i^* = \frac{\hat{\beta}_i^{-1} + \hat{\beta}_i + \hat{\beta}_i^{+1}}{1 + 2\hat{\rho}_m}$$

Les paramètres de régressions ont été estimés sur une période de 150 jours, 10 jours avant la date d'événement.

L'analyse de l'impact de l'événement est effectuée sur une période dite période d'événement, comprenant les cinq jours précédant (ce qui permet de tenir compte des éventuelles anticipations des marchés financiers) et les cinq jours suivant la date de l'événement (ce qui permet de tenir compte des éventuelles corrections des marchés financiers). La période d'événement comprend ainsi 11 jours et s'étend de -5 jours à +5 jours autour de la date d'annonce.

La moyenne des rentabilités anormales pour l'échantillon total, RAM_t , est calculée à chaque jour de la période d'événement :

$$RAM_t = \frac{\sum_{i=1}^N RA_{it}}{N}$$

où t est un jour de négociation de la période d'événement et N est la taille de l'échantillon. La moyenne des rentabilités anormales permet de déterminer l'impact de l'événement étudié sur un jour donné.

Le cumul des rentabilités anormales moyennes entre les dates T_1 et T_2 , $RAMC_t$, se calcule ainsi :

$$RAMC_t = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} RA_{it}}{N}$$

L'analyse de ce cumul ($RAMC_t$) sur différentes fenêtres autour de la date d'annonce sera effectuée pour couvrir la dimension polymorphe de l'événement. Le test paramétrique classique (test de Student) est utilisé pour mesurer la significativité des résultats.

3. RESULTATS

Les résultats de l'étude consistent à présenter les rentabilités anormales moyennes (RAM) et les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) pour chacun des jours (de $j-5$ à $j+5$) de la fenêtre de l'événement, ainsi que les résultats du test de significativité (test t de Student) les concernant. L'analyse de la significativité des rentabilités anormales moyennes est effectuée aux seuils statistiques habituels de 1%, 5% et 10%.

L'objet de l'étude est de tester l'impact à court terme des annonces de sanctions pour pratiques anticoncurrentielles sur la valeur boursière des entreprises condamnées. Les impacts de l'événement seront présentés d'une manière globale dans un premier temps et puis en fonction de quelques critères tels que: le montant absolu des amendes, le montant relatif des amendes par rapport aux chiffres d'affaires et le niveau d'activité de l'entreprise mesuré par son chiffre d'affaires.

3.1. Résultat global :

D'une manière générale, un impact significativement négatif sur les cours apparaît la veille (cf. Tableau 1), le lendemain et le quatrième jour de l'annonce, avec une rentabilité anormale moyenne respectivement de -0,88%, de -1,10 % et de -0,94 %. On observe une rentabilité anormale moyenne négative de -0,51% le jour d'annonce des sanctions, mais le test statistique révèle qu'elle n'est pas significativement différente de zéro. Les rentabilités anormales cumulées pendant la fenêtre d'observation $[-5, +5]$ sont en moyenne de -5,18% et sont statistiquement significatives au seuil de 1%. On peut constater au sein de cette fenêtre que le cumul de la baisse des rentabilités est plus important les cinq jours après l'annonce que les cinq jours précédents. Il semble donc que cet événement ait été anticipé avant son annonce publique mais les réactions sont beaucoup plus importantes après la parution publique de l'information.

Nous pouvons donc affirmer que d'une manière générale l'annonce des sanctions pour pratiques anticoncurrentielles produit des effets négatifs sur la rentabilité des titres, conformément à notre première hypothèse.

Tableau 1 : Rentabilités anormales moyennes (RAM), Rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) et test t de Student relatif aux annonces de sanction pour pratiques anticoncurrentielles (130 annonces)

Période	RAM (%)	t Student
-5	0,22	0,540
-4	0,20	0,478
-3	-0,54	-1,377
-2	-0,52	-1,182
-1	-0,88	-1,979**
0	-0,51	-1,219
1	-1,10	-2,084**
2	-0,38	-0,845
3	-0,14	-0,303
4	-0,94	-2,048**
5	-0,60	-1,413
[-5, +5]	-5,18	-3,605***
[-5,0]	-2,02	-1,519
[-4,0]	-2,236	-2,227*
[0,+5]	-3,67	-4,761***
[-2, +2]	-3,38	-3,892**
[-1, +1]	-2,49	-3,330*

*** Significatif à 1%

** Significatif à 5%

* Significatif à 10%

Pour affiner ce résultat, nous allons mesurer l'impact de l'événement en fonction du montant des amendes et de la taille de l'entreprise concernée.

3.2. Résultats par catégorie

3.2.1. Impact des sanctions selon le montant absolu des amendes :

Compte tenu de la taille limitée de notre échantillon, nous nous contentons de le diviser en deux sous échantillons. Les montants des amendes sont compris entre 300.000 et 497 millions d'euros. Il nous paraît raisonnable de distinguer un sous échantillon (E1) composé des entreprises dont le montant des amendes est inférieur à 30 millions d'euros et un deuxième sous échantillon (E2) composé des entreprises dont le montant des amendes est supérieur à 30 millions d'euros. Une observation des rentabilités anormales moyennes des deux sous échantillons a été effectuée aux alentours de la date d'annonce. Le tableau 2 ci-après montre que le jour suivant la date d'annonce, les rentabilités anormales moyennes des deux sous échantillons sont significativement différentes. De façon surprenante, l'échantillon (E1)

présente une rentabilité anormale moyenne significativement négative (-1,85%) alors que l'échantillon (E2), composé d'entreprises fortement sanctionnées, présente une rentabilité anormale moyenne significativement positive de 0,69%.

Un résultat plus ou moins semblable peut être observé la veille de la date d'annonce mais le test statistique révèle que deux rentabilités anormales moyennes ne sont pas significativement différentes.

Contrairement à ce qui pouvait être supposé, ce résultat montre une réaction positive du marché dans le cas des entreprises lourdement sanctionnées et une réaction significativement négative dans le cas des entreprises faiblement sanctionnées. (Cf. Hypothèse 2).

Tableau 2 : Rentabilités anormales moyennes autour de la date d'événement selon le montant des amendes

	Période	-2	-1	0	1	2
Amende inférieure à 30 Millions d'Euros (E1)	RAM	-0,79%	-1,25%	-0,41%	-1,85%	-0,69%
	t Student	-1,315	-2,112**	-0,735	-2,579**	-1,145
	N taille de l'échantillon	92	92	92	92	92
Amende supérieure à 30 Millions d'Euros (E2)	RAM	0,15%	0,02%	-0,74%	0,69%	0,38%
	t Student	0,486	0,033	-1,620	1,689*	0,860
	N taille de l'échantillon	38	38	38	38	38
	Test T	-0,982	-1,298	0,361	-2,216**	-1,089

** Significatif à 5% * Significatif à 10%

Le test T (Student) est également utilisé pour tester la différence des moyennes entre les deux sous échantillons

3.2.2. Impact des sanctions selon le montant relatif des amendes rapporté aux chiffres d'affaires

Les autorités de la concurrence se réfèrent, entre autres, aux chiffres d'affaires réalisés par les entreprises au moment de l'infraction pour déterminer le montant de l'amende à infliger. Ce dernier ne doit pas excéder les 10% du chiffre d'affaires. Une petite entreprise et une très grande entreprise n'ont certainement pas les mêmes importances à accorder à un montant donné d'une amende. Il est donc important de déterminer l'impact des sanctions selon le montant des amendes rapportées aux chiffres d'affaires. Dans notre échantillon, les rapports Amendes / Chiffre d'affaires varient de 0,0020% à 7,4537%. Nous avons choisi un seuil de 1% pour distinguer nos deux sous échantillons.

Le tableau 3 ci-après montre que pour les quatre jours (-2, -1, 0, +1) les rentabilités anormales sont en moyennes négatives pour les deux sous échantillons (E3) et (E4) et que les moyennes des rentabilités anormales des deux sous échantillons ne sont pas significativement différentes. Le deuxième jour après l'annonce, le sous échantillon (E3) présente une

rentabilité anormale moyenne négative de -0,86% alors que l'échantillon (E4) présente une rentabilité anormale moyenne significativement positive de 1,28%. Le test statistique montre que ces deux moyennes sont significativement différentes.

Tableau 3 : Rentabilités anormales moyennes selon le montant relatif des amendes par rapport aux chiffres d'affaires.

	Période	-2	-1	0	1	2
Amende/ CA inférieure à 1%	RAM	-0,54%	-1,05%	-0,20%	-1,31%	-0,86%
	t Student	-1,011	-1,88*	-0,404	-2,015**	-1,583
(E3)	N taille de l'échantillon	101	101	101	101	101
Amende/CA supérieure à 1%	RAM	-0,44%	-0,29%	-1,57%	-0,37%	1,28%
	t Student	-0,693	-0,657	-2,216**	-0,537	1,970*
(E4)	N taille de l'échantillon	29	29	29	29	29
	Test T	-0,099	-0,708	1,387	-0,738	-1,995**

** Significatif à 5% * Significatif à 10%

Le test T (Student) est également utilisé pour tester la différence des moyennes entre les deux sous échantillons

3.2.3. Impact des sanctions selon la taille (mesurée en Chiffres d'affaires) de la Société concernée.

Les résultats présentés sur le tableau 4 montrent que les rentabilités anormales moyennes suite à l'annonce des sanctions des pratiques anticoncurrentielles sont relativement plus importantes pour les entreprises de « petites tailles » que pour celles de « grandes tailles ». L'impact de l'événement est significativement négatif, la veille et le lendemain de la date d'annonce, pour les entreprises réalisant des faibles chiffres d'affaires (E5) ; alors que pour les entreprises à forts chiffres d'affaires (E6), la rentabilité anormale moyenne n'est pas significativement différent de zéro. Ce qui confirme en partie notre troisième hypothèse.

Tableau 4 : Rentabilités anormales moyennes selon la taille de la société mesurée par son chiffre d'affaires

	Période	-2	-1	0	1	2
CA inférieurs à 10000 Millions d'Euros (E5)	RAM	-1,13%	-1,66%	-0,75%	-1,42%	-0,93%
	t Student	-1,743*	-2,610**	-1,127	-2,299**	-1,367
	N taille de l'échantillon	79	79	79	79	79
CA supérieur à 10000 Millions d'Euros (E6)	RAM	0,57%	0,47%	-0,10%	-0,69%	0,59%
	t Student	1,246	0,913	-0,393	-0,723	1,339
	N taille de l'échantillon	51	51	51	51	51
	Test T	-1,763*	-2,239**	-0,722	-0,735	-1,521

** Significatif à 5%* Significatif à 10%

Le test T (Student) est également utilisé pour tester la différence des moyennes entre les deux sous échantillons

3.3. Discussion

Si les entreprises affichent actuellement au premier plan l'objectif de création de valeur pour les actionnaires, le débat reste ouvert sur les moyens mis en œuvre pour la réalisation de cet objectif. Pour y parvenir, l'approche traditionnelle de la stratégie propose de construire des avantages concurrentiels en exploitant la chaîne de valeur (Porter 1986) et les ressources (Barney, 1991) ; tandis que la nouvelle approche plutôt dynamique (Hamel et Prahalad [1995], D'Aveni [1994]) propose de remettre en cause perpétuellement les avantages acquis pour redéfinir le secteur.

Les premiers résultats de cette étude montrent les limites des marges de manœuvres dont disposent les dirigeants pour atteindre leur objectif. Les pratiques anticoncurrentielles permettent de construire temporairement des rentes de monopole au même titre que les avantages concurrentiels dans la mesure où elles permettent de figer le marché contre toutes agressivités. A partir du moment où les autorités de la concurrence révèlent l'existence des pratiques anticoncurrentielles en sanctionnant leurs auteurs, elles deviennent destructrices de valeur pour les actionnaires. Cette destruction de valeur se traduit directement par une baisse des rentabilités des titres et par des rentabilités anormales moyenne significativement négatives. Ce résultat conforte ceux de Davidson, Worrell et Lee (1994) sur l'étude des réactions du marché aux annonces des comportements illégaux des entreprises.

La baisse des rentabilités est un reflet d'une anticipation de flux financiers futurs négatifs, associés à une perte de réputation, qui est déclenchée par l'annonce d'un comportement illicite. Au moment où la responsabilité de l'entreprise s'élargit pour passer de la responsabilité économique à la responsabilité discrétionnaire (Carroll, 1979) en passant par la responsabilité juridique et éthique, les conditions de réalisation des profits sont passées à la loupe. Les entreprises doivent adopter des comportements non seulement maximisateurs mais aussi socialement et juridiquement appropriés, au prix de perdre leur légitimité et de disparaître plus vite que leurs concurrents (Singh et al., 1986).

Les résultats reportés aux Tableaux 2 et Tableaux 3 méritent une attention particulière. Bien que les deux tableaux soient construits de manières différentes et que le choix des valeurs répartissant les sous échantillons paraisse arbitraire, on y retrouve des résultats reflétant une même réalité. En ne retenant que les résultats statistiquement significatifs, on observe une rentabilité anormale moyenne positive sur les sous échantillons lourdement sanctionnés et une rentabilité anormale moyenne négative sur les sous échantillons faiblement sanctionnés. Ces résultats paraissent paradoxaux car non seulement ils sont en contradiction avec la littérature existante mais aussi vont à l'encontre de l'idée de

sanction qui sous-tend les amendes. Le montant des amendes n'est donc pas perçu par le marché comme un très bon indicateur du sérieux de l'infraction.

Les résultats du tableau 4 mettent en évidence des rentabilités anormales moyennes significativement négatives dans l'échantillon des petites entreprises tandis des impacts très ambigus sont observés dans l'échantillon des grandes entreprises. Le marché réagit négativement et de façon plus importante aux sanctions des entreprises de petites tailles par rapport à celles des entreprises de grandes tailles. Cette différence peut s'expliquer par le fait que les entreprises à faible chiffre d'affaires ont des capacités relativement limitées pour faire face à un nouvel environnement concurrentiel.

CONCLUSION

La question posée ici est celle du lien entre l'annonce de la condamnation des pratiques anticoncurrentielles et les performances boursières des firmes. La revue de la littérature sur les comportements illégaux des entreprises fournit un cadre théorique de référence permettant de mettre en lumière nos questionnements. L'étude d'événement mené sur un échantillon de 130 cas de pratiques anticoncurrentielles sanctionnés par les autorités Française et européenne de la concurrence, permet de confirmer l'hypothèse selon laquelle à court terme, l'annonce d'une sanction de pratique anticoncurrentielle influence négativement la performance boursière d'une entreprise. A côté des mécanismes légaux de régulation, les marchés financiers pourraient donc constituer un moyen d'inciter les sociétés cotées à bien respecter le libre jeu de la concurrence.

L'étude confirme les résultats des études empiriques sur les conséquences des comportements illégaux sur la performance des firmes montrant que le marché boursier réagit négativement à des annonces des sanctions pour pratiques illégales. Au delà de ce résultat global, il a été constaté que l'importance du montant des amendes n'influence pas négativement la valeur boursière de l'entreprise. L'impact des sanctions pour pratiques anticoncurrentielles sur la rentabilité des titres des entreprises réalisant de faibles montants de chiffres d'affaires apparaît plus fort que celui pour les entreprises réalisant des montants importants de chiffres d'affaires.

Sachant que les procédures de détection des pratiques anticoncurrentielles sont très longues et peuvent prendre des années, il nous semble intéressant de compléter cette étude en considérant comme date de référence la date de déclenchement des procédures c'est-à-dire la date d'ouverture des enquêtes. Pour s'affranchir de l'hypothèse de normalité qui sous tend le test paramétrique classique, ces résultats seront soumis aux tests non paramétriques.

Références bibliographiques

- ASCH P., & SENECA J. [1976], *Is collusion profitable ?* Review of Economics and Statistics, Vol. 58, p.1-12.
- BHAGAT S. ET ROMANO R.[2002], *Event studies and the law : part I : technique and corporate litigation*, American Law and Economic Review,
- BALL R., BROWN P., [1968], *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, Journal of Accounting Research, Vol 6, n° 2, automne, p 159-178.
- BARNEY J. B., EDWARDS F. L. & RINGLEB A. H. [1992], *Organizational responses to legal liability: Employee exposure to hazardous materials, vertical integration, and small firm production*, Academy of Management Journal, Vol.35, p. 328-349.
- BARNEY J. B. [1991], *Firm resources and sustained competitive advantage*, Journal of management, vol. 17, 1, p.99-120
- BAUCUS M. S., & NEAR J. P. [1991], *Can illegal corporate behavior be predicted? An event history analysis*. Academy of Management Journal, Vol. 34, p. 9-36.
- BAUCUS M. S. [1994], *Pressure, opportunity and predisposition: A multivariate model of corporate illegality*. Journal of Management, Vol. 20, p. 699-721.
- BAUCUS, M. S., DAVID A.[1997], *Paying the piper: An empirical examination of longer-term financial consequences of illegal corporate behavior*, Academy of Management Journal, Vol. 40, Edition 1, p. 129-151.
- BAUMARD P. [2000], *Analyse stratégique: mouvements, signaux concurrentiels et interdépendances*, Dunod, Paris.
- BECKER G. S. [1968], *Crime and punishment: An economic approach*. Journal of Political Economy, n°76, p.169-217.
- BRAULT D. [2004], *Politique et pratique du droit de la concurrence en France*, L.G.D.J, Paris
- CARROLL A.B. [1979], *A three-dimensional conceptual model of corporate performance*, Academy of Management Review, vol.4, p.497-505
- CLINARD M., YEAGER P., BRISSETTE J., PETRASHEK K., & HARRIES E. [1979], *Illegal corporate behavior*. Washington, DC: National Institute of Law Enforcement and Criminal Justice.
- COCHRAN P., & NIGH D. [1987], *Illegal corporate behavior and the question of moral agency*. In W. Frederick (Ed.), Research in corporate social performance and policy (pp. 73-91). Greenwich, CT: JAI.
- COMBE E. [2005], *Economie et politique de la concurrence*, Dalloz, Paris.
- COMMISSION EUROPEENNE [2002], *Glossaire des termes employés dans le domaine de la politique de concurrence de l'Union européenne*, Antitrust et contrôle des opérations de concentration
- DAVIDSON W., WALLACE N, WORREL D. [1988], *the impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns*, Academy of Management Journal, Vol. 31, n° 1, p. 195-200
- DAVIDSON W, WORREL D. (1992), *The effect of product recall announcements on shareholder wealth*, Strategic Management Journal, Vol. 13, n° 6, p. 467-473.
- DAVIDSON W., WORREL D., LEE C. [1994], *The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns*, Academy of management journal, 31, p.979-989
- D'AVENI R. [1994], *Hypercompétition*, Vuibert.
- FAMA E. F., FISHER L., JENSEN M. C., ROLL R., [1969], *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review, vol 10, n°1, p 1-21.
- GARY H., PRAHALAD C. K.[1995], *La conquête du futur : stratégies audacieuses pour prendre en main le devenir de votre secteur et créer les marchés de demain*, InterEditions, Paris.

- GLAIS M. [1989], *Droit de la concurrence et stratégies des firmes*, Encyclopédie de gestion – Article 51, Economica, Paris.
- GLAIS M. [1992], *Economie industrielle : les stratégies concurrentielles des firmes*, Litec, Paris.
- GLAIS M. [1993], *Analyse typologique des ententes illicites soumises à l'appréciation des autorités concurrentielles Françaises et Communautaires*, Revue d'Economie Industrielle, n° 63 – 1^{er} Trimestre, p. 45-83.
- GLAIS M. [1998], *Infrastructures et autres ressources essentielles au regard du droit de la concurrence*, Revue d'Economie Industrielle, n° 85 – 3^e Trimestre, p. 85-116.
- HILL C., KELLEY P., AGLE B., HITT M., & HOSKISSON, R. [1992], *An empirical examination of the causes of corporate wrongdoing in the United States*. Human Relations, Vol. 45, p.1055-1076.
- HUNT S.D. [2000], *A General Theory of Competition : Resources, Competences, Productivity & Economic Growth*, Sage Publications.
- JENNY F. [1989], *Pratiques verticales restrictives, concurrence et efficience*, semaine juridique, cahier du droit de l'entreprise, 19/10/1989.
- KOENIG G. [2004], *Management stratégique : Projets, interactions et contextes 2ème édition*. Dunod, Paris.
- LEVENSTEIN M., SUSLOW V. [2001], *What determines cartel success ?*, Document de travail University of Massachusetts.
- LEVENSTEIN M., SUSLOW V. [2004], *Studies of cartel stability : A comparison of methodological approaches*, in Peter GROSSMAN (Ed.), *How cartels endure and how they fail*, p. 9-52.
- LE ROY F. [2002], *La concurrence : entre affrontement et connivence*, Vuibert, Paris.
- McKENDALL M., & WAGNER J. [1997], *Motive, opportunity, choice, and corporate illegality*. Organization Science, Vol. 8, p. 624-647.
- McKENDALL M. [1999], *Corporate Governance and Corporate Illegality: the effects of Board Structure on Environmental Violations*, International Journal of Organizational Analysis, Vol. 7, Issue 3, p. 201-224.
- PETERAF M. [1993], *The Cornerstones of Competitive Advantage: a Resource Based View*, Strategic Management Journal, 14, p. 179-191.
- PORTER M. E. [1986], *L'avantage concurrentiel : comment devancer ses concurrents et maintenir son avance*, InterEditions, Paris.
- PORTER M. E. [1985], *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Free Press.
- PORTER M. E. [1996], *What is strategy ?* Harvard Business Review, Boston: Nov-Dec 1996. Vol. 74.
- RANDALL N. H., & NEWMAN W. L. [1979], *The impact of government sanctions on the large corporation: The cost of antitrust law violation*. Unpublished paper, University of Wisconsin--Madison.
- RIEDEL M. [1968], *Corporate crime and interfirm organization: A study of penalized Sherman act violations*. Graduate Sociology Club Journal, Vol. 8, p. 74-97
- SCHOLES M., WILLIAMS J. (1977), *Estimating betas from nonsynchronous data*, Journal of financial Economics, Vol.5, p. 309-327
- SINGH J. V., TUCKER D. J., HOUSE R. J. [1986], *Organizational Legitimacy and the Liability of Newness*, Administrative Science Quarterly, 31, p.171-193.
- STRACHAN J. L., SMITH D. B., & BEEDLES W. L. [1983], *The price reaction to (alleged) corporate crime*. Financial Review, Vol. 18(2), p. 121-132
- SZWAJKOWSKI E. [1985], *Organizational illegality: Theoretical integration and illustrative application*. Academy of Management Journal, Vol. 10, p.558-567.

- SZWAJKOWSKI, E. [1986], *The myths and realities of research on organizational misconduct*. In J. Post & L. Preston (Eds.), *Research in corporate social performance and policy* (pp. 121-147). Greenwich, CT: JAI.
- TIROLE J. [1989], *The theory of industrial organization*, The MIT Press.
- WOKUTCH R. E., & SPENCER B. A. [1987], *Corporate saints and sinners: Philanthropy, crime, and organizational performance*. *California Management Review*, Vol. 29(2), p. 62-77.
- YEAGER P. [1986], *Analyzing corporate offenses*. In J. Post & L. Preston (Eds.), *Research in corporate social performance and policy* (pp. 93-120). Greenwich, CT: JAI.
- YODER S. [1978], *Criminal sanctions for corporate illegality*. *Journal of Criminal Law and Criminology*, Vol. 69, p. 40-58.