

Petites affiches

La Loi

Le Quotidien Juridique

ARCHIVES COMMERCIALES DE LA FRANCE

388^e année 21 JUILLET 1999 N° 144 30 F 4,57 €

DROIT BOURSIER ET DROIT DE LA CONCURRENCE

**Direction générale de la concurrence,
de la consommation et de la répression
des fraudes**

Colloque du 7 avril 1999

Directeurs scientifiques :
Marie-Anne FRISON-ROCHE
Laurent COHEN-TANUGI



Petites affiches
2, rue Montesquieu 75001 Paris
Tél. : 01 42 61 56 14 Fax : 01 47 03 92

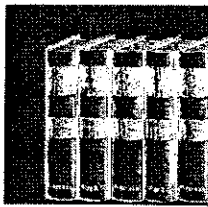
Le Quotidien Juridique
2, rue Ségur 75006 Paris
Tél. : 01 43 29 80 60 Fax : 01 46 34 21 76

La Loi
Archives Commerciales de la France
60, quai des Orfèvres 75001 Paris
Tél. : 01 42 34 52 34 Fax : 01 46 34 19 70

N U M É R O S P É C I A L

ÉDITION QUOTIDIENNE DES JOURNAUX JUDICIAIRES ASSOCIÉS

JOURNAL AGRÉÉ POUR PUBLIER LES ANNONCES LÉGALES DANS LES DÉPARTEMENTS DE PARIS, HAUTS-DE-SEINE, SEINE-SAINT-DENIS, VAL-DE-MARNE



LE STATUT COMPARÉ DE L'INFORMATION EN DROIT DE LA CONCURRENCE ET EN DROIT BOURSIER : RAPPEL THÉORIQUE

MAURICE NUSSENBAUM

Professeur de finance à l'Université de Paris-Dauphine
Expert financier près la Cour de Paris, agrégé par la Cour de cassation
Associé de Sorgem Evaluation

Introduction

1. L'information a de la valeur parce qu'elle réduit les coûts de recherche des agents

La théorie de la concurrence pure et parfaite suppose que les ménages et les entreprises sont parfaitement informés à la fois sur les prix, les caractéristiques des produits, les technologies et les moyens d'obtenir les meilleurs productivités.

Cependant, les marchés réels sont différents de ceux de la théorie économique.

Les clients doivent comparer les prix des produits entre les différents points de vente et supporter des coûts de recherche. Les producteurs doivent choisir les technologies les plus efficaces.

Les marchés financiers sont *a priori* plus parfaits : les prix des actions sont connus et toute nouvelle information se reflète immédiatement dans les cours.

Un même titre se vend en général à un seul prix. L'investisseur ne peut s'enrichir que par chance en choisissant le bon titre, ou en supportant des coûts de recherche d'information qui lui permettent de disposer avant les autres des analyses pertinentes.

Ainsi, pour l'ensemble des agents, l'information tire sa valeur de ce qu'elle réduit leurs coûts de recherche. De ce fait, ils sont prêts à supporter des coûts pour l'obtenir, soit en l'achetant, soit à travers les coûts de recherche.

Mais l'information est différente des autres biens : lorsqu'on achète un produit,

on peut au préalable, l'examiner, éventuellement l'essayer. Il n'en est pas de même pour l'information.

Si le vendeur l'a communiquée au préalable, l'acheteur ne voudra plus l'acheter. De ce fait, les marchés de l'information sont souvent étroits et imparfaits.

De plus, l'asymétrie d'information, c'est-à-dire la différence de niveau d'information entre celui qui la détient, le producteur ou le vendeur, et celui qui ne la détient pas, l'acheteur, peut pervertir le fonctionnement du marché.

On cite souvent l'exemple des marchés de voiture d'occasion sur lesquels la décote est très largement supérieure au niveau d'usure (1).

Plus le niveau des prix baisse, plus il incite les détenteurs de voitures en bon état à les conserver et plus il s'accroît, plus elles sont mises sur le marché.

Mais l'acquéreur ignore si la voiture qui lui est proposée est de bonne qualité. Il se méfie et le nombre d'acheteurs diminue. On dit que le marché est incomplet et qu'une telle structure d'information favorise la sélection adverse des voitures présentant des défauts.

Pour réduire cette asymétrie d'information, les producteurs sont incités à informer les acheteurs potentiels sur la qualité des produits. Si cela ne suffit pas à révéler la qualité effective des produits, c'est l'obligation légale de renseigner sur les caractéristiques exactes ainsi que sur les conditions de livraison qui résoudra le problème.

D'autres facteurs permettent également de réduire les

coûts de recherche pour les clients : ainsi, la réputation ou la marque constituent des formes de garantie.

La marque permet à celui qui en bénéficie de vendre plus cher son produit et lui fait bénéficier d'une rente qui l'incite, pour la conserver, à diffuser des produits de qualité.

Mais la recherche d'information est elle-même coûteuse et son avantage marginal peut excéder les coûts de recherche.

C'est pourquoi, les clients se contentent d'une information imparfaite et un même produit peut se vendre à des prix différents selon les emplacements.

2. Mais l'échange d'information peut avoir des effets pervers

L'information des consommateurs est distincte de l'échange d'information entre concurrents.

Cette dernière permet de maximiser les profits conjoints des concurrents et de le répartir ensuite. Les concurrents adoptent alors globalement un comportement monopolistique dont on connaît l'effet négatif pour les consommateurs.

Entre les membres d'une profession, il existe une incitation naturelle à essayer de s'entendre sur les prix de manière à réduire les effets de la concurrence sur leurs profits.

L'analyse des effets de la collusion relève de la théorie des jeux et du « dilemme du prisonnier » (2).

Les producteurs d'une même branche ont un intérêt conjoint à s'entendre sur les

(1) Joseph E. Stiglitz, *Economics*, Norton 1993, Chap. 19, *Imperfect Information in the product market*, p. 493-516.

(2) Cf. Joseph E. Stiglitz, *op. cit.*, p. 426-428.

prix et les quantités pour maximiser leurs profits.

Mais tout producteur considéré isolément à intérêt à ne pas respecter l'accord dès lors que les autres le respectent ; cela lui permet d'écouler une quantité plus importante de produits et d'accroître ses propres profits.

Malgré l'intérêt objectif de l'ensemble des concurrents à respecter globalement l'équilibre de collusion, chacun isolément a intérêt à le rompre, sauf s'il existe des échanges d'information suivis entre les concurrents sous forme d'arrangement de coopération, concernant notamment la gestion des stocks ou la recherche permettant de redistribuer en permanence les avantages résultant de la concertation.

Il existe donc un intérêt public à réprimer toutes les formes d'accord qui favorisent la collusion tacite entre les concurrents à travers notamment l'échange d'informations entre concurrents.

Ainsi, dans les marchés de biens et services, l'échange vertical d'information est un facteur d'efficacité, alors que l'échange horizontal entre concurrents est un facteur anti-concurrentiel.

3. Pour les marchés financiers, l'émission d'informations est la condition d'existence des marchés

Pour les marchés financiers, la situation est très différente. La circulation de l'information facilite l'instauration de prix unique pour des actifs équivalents sur les marchés concurrents (c'est ce que l'on appelle la loi du prix unique). Les processus d'arbitrage favorisent l'instauration de ce prix unique.

Les marchés organisés sont des lieux privilégiés de trans-

mission de l'information et donc de respect de la loi du prix unique.

Les marchés de gré à gré comme ceux des changes ou des swaps qui sont de plus en plus liquides, ont les mêmes caractéristiques et favorisent également l'instauration de prix uniformes.

S'il existe une activité importante de recherche d'information, ce n'est pas pour comparer les prix de produits identiques mais pour connaître les véritables caractéristiques des actifs financiers : potentiel réel des entreprises ou risques d'une émission obligataire et cela, non seulement parce que l'information sur les prix circule instantanément, mais aussi parce que les marchés sont très concentrés.

Les marchés financiers sont eux-mêmes des fournisseurs d'information. Les taux d'intérêt à long terme renseignent aujourd'hui sur les taux courts futurs anticipés. Les prix des actions indiquent les risques perçus par les marchés sur les perspectives futures de l'entreprise.

La réaction des marchés face à une O.P.A. révèle l'opinion du marché sur le prix offert, le prix d'une option renseigne sur les risques du sous-jacent et sa volatilité.

Il est de l'intérêt du public, comme pour les produits des marchés de biens et services, que l'information révélée par les firmes soit exacte afin d'éviter que le marché ne favorise la sélection adverse qui entraîne une réduction des échanges.

Nous restreindrons l'analyse qui suit à l'étude des solutions apportées par le droit à la gestion de l'information dans les deux types de marché de biens et services d'une part et financier de l'autre.

I. L'appréhension de l'information en droit de la concurrence

L'analyse précédente nous a permis d'opposer les pratiques verticales de diffusion de l'information et les échanges horizontaux entre concurrents. Dans la relation verticale descendante, l'information est un facteur d'économie de recherche pour le client, d'où l'intérêt d'une plus grande transparence.

En revanche, au niveau horizontal, l'échange d'information entre concurrents est anti-concurrentielle parce qu'elle réduit l'autonomie de décision des opérateurs et l'incertitude inhérente aux risques concurrentiels.

Le droit de la concurrence se préoccupe des dispositions qui visent à favoriser la connaissance de l'offre par la demande (3).

Le vendeur de produits et le prestataire de services doit informer le consommateur sur trois éléments :

- les prix ;
- les limitations éventuelles de la responsabilité contractuelle ;
- les conditions particulières de la vente.

La situation est différente entre professionnels. La transparence présente des inconvénients majeurs qui tendent à remettre en cause son bien-fondé.

- Elle est d'abord réductrice de concurrence.

Du côté des producteurs, la transparence vise en premier lieu à réduire l'incertitude concernant la demande finale et les coûts de production et de ce fait, peut favoriser toutes les formes de pratiques restrictives de concurrence et de collusion à travers des

(3) D. Brault, *Droit et politique de la concurrence, Economica 1997, Titre I, Chapitre IB, p. 172-190.*

comportements d'alignement ou de respect mutuel.

C'est particulièrement vrai pour des marchés concentrés et oligopolistiques.

La transparence au plan horizontal entre professionnels est donc généralement suspecte parce qu'elle réduit l'incertitude concurrentielle et l'autonomie de décision des opérateurs.

— D'où l'attitude restrictive du droit de la concurrence.

La transparence verticale est recherchée dans les relations entre producteurs et distributeurs à condition qu'elle n'entraîne pas des pratiques de prix imposés et se limite à l'obligation de facturation et de communication de barèmes et de conditions générales de vente en incluant la transparence sur les conditions de rémunération et les prestations prévues dans les contrats de coopération commerciale.

D'une manière générale, le droit de la concurrence favorise la transparence lorsqu'elle permet de lever les obstacles dressés par les agents économiques au fonctionnement du marché, mais en revanche, la réprime entre professionnels lorsqu'elle constitue un moyen de réduire l'intensité concurrentielle.

Compte tenu de la nature des marchés financiers, le droit financier définit pour l'information un statut très différent.

II. Les marchés financiers

A la différence des marchés de biens et services, les marchés financiers offrent des produits qui ne peuvent ni être essayés par le consommateur, ni garantis par le producteur, parce

qu'ils constituent des droits sur des revenus futurs sur lesquels l'émetteur ne peut prendre que des engagements limités.

De ce fait, la communication d'informations standardisées relatives aux produits offerts par ces marchés présente des fonctions multiples :

— assurer l'égalité des agents devant l'information et en particulier, empêcher les initiés de bénéficier d'informations privilégiées ;

— réduire la sélection adverse en obligeant les offreurs à communiquer des informations pertinentes ;

— réduire le *free riding* des émetteurs qui ne respecteraient pas les règles.

L'information doit donc être appréhendée de manière double :

— Par l'obligation de communiquer parce que les prix des actifs financiers reflètent toute l'information disponible sur le marché et sont eux-mêmes révélateurs d'autres informations implicites concernant, comme on l'a vu plus haut, les volatilités, les taux de change ou les taux d'intérêts à terme.

La fiabilité de l'information transmise au marché conditionne ainsi l'existence de tout le système financier.

Il faut, en effet, distinguer l'information communiquée, qui par nature doit être fiable et respecter des règles pré-établies, et les anticipations des agents qui relèvent de leurs perceptions et de leur prise de risque.

— Par la répression de l'utilisation des informations privilégiées parce qu'elles sont considérées comme violant le principe d'égalité entre actionnaires et favorisent le « hasard moral » entre, d'une

part, les dirigeants qui bénéficient, du fait de leurs fonctions, d'informations privilégiées et, d'autre part, les actionnaires.

A. De l'obligation de communiquer des informations pertinentes

1. Les informations pertinentes sont celles qui sont susceptibles d'influer sur les cours

Le règlement 9002 de la C.O.B. définit les principes généraux des informations communiquées au public qui doivent être exactes, précises et sincères.

En conséquence, le manquement résulte de la communication d'informations inexacts, imprécises et trompeuses.

Son article 4 précise que tout émetteur doit porter à la connaissance du public tout fait important susceptible d'avoir une incidence sur le cours de l'instrument financier concerné.

La seule limite à cette communication est définie par les intérêts légitimes de l'émetteur, qui peuvent lui permettre de différer la publication d'une information qui serait de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes.

Il s'agit notamment des contraintes de confidentialité liées à la concurrence.

Les obligations légales de publication des comptes par les sociétés ne suffisent pas à assurer l'égalité des investisseurs devant l'information (4).

Il faut de surcroît que l'information courante, assurée par des publications périodiques, soit complétée de manière permanente par des informations occasionnelles

(4) Hubert de Vauplane et Jean-Pierre Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 1998, p. 108 et s.

qui portent à la connaissance du public tous les événements susceptibles d'avoir une incidence sur les cours.

2. Les justifications de cette obligation tiennent à la volonté de réduire l'asymétrie d'information

La théorie financière s'est interrogée sur la justification de ces obligations de communiquer. La thèse dominante qui s'est particulièrement développée aux Etats-Unis à la suite de la grande dépression des années 1930, justifie le principe d'égalité en considérant qu'en son absence, les investisseurs retireraient leurs avoirs des marchés.

Pour d'autres, l'insistance législative à lutter contre la fraude en matière de communication de l'information résulte de l'action de groupes de pression ayant des intérêts corporatistes.

En effet, l'obligation de communiquer constitue un coût fixe qui s'impose aux émetteurs quelque soit leur taille et donne de ce fait un avantage aux plus grandes entreprises.

Elle organise, de plus, un monopole pour les banques d'investissement et les sociétés d'audit de grande taille qui sont seules en mesure d'offrir des certifications universellement acceptées.

Certains ont même souligné que le pendant de ces obligations résidait dans l'organisation des marchés réglementés où, à titre d'exemple, a régné jusqu'en 1975 sur le Nyse, un cartel des *brokers* imposant des systèmes de commissions fixes contrôlés par la S.E.C. (5).

Le développement des échanges et la diversification des intervenants avec la croissance de la part des investis-

seurs institutionnels et des gestionnaires de fonds de pensions, a fait voler ce système en éclat.

D'après Georges Stigler (6) et Sam Peltzman (7), la dérégulation trouve sa justification lorsque le coût de la régulation devient inférieur aux avantages qu'en tire l'agence régulatrice en terme de support politique.

Ainsi, c'est la concurrence des marchés non réglementés sur lesquels les coûts de transaction de blocs avaient considérablement baissé qui a conduit le Nyse à abandonner le système de commissions fixes qu'il avait réussi auparavant à imposer à la S.E.C. en contrepartie du contrôle des investissements qu'il assurait.

On s'est interrogé également afin de savoir si l'obligation de révéler les informations pertinentes était d'intérêt public et dépassait les intérêts corporatistes des professionnels du marché.

On sait qu'il existe une asymétrie d'information structurelle entre les managers et les investisseurs concernant l'impact des événements sur les revenus futurs de l'entreprise. Pour que le marché soit efficient, il faut que les investisseurs puissent apprécier les différents projets qui leur sont proposés et distinguer les meilleurs des mauvais ; sinon ils se méfient et les déprécient tous.

On voit l'intérêt des émetteurs de produits de qualité à émettre une information qui permette aux investisseurs de les identifier en tant qu'émetteurs de produits de qualité.

Ceux-ci ont tout intérêt à faire revoir leur compte par des auditeurs réputés et à émettre des *stocks options* au profit de leurs dirigeants qui

témoigneront ainsi de la qualité des informations fournies.

3. Cette obligation doit être renforcée par une réglementation spécifique

Puisqu'il existe un intérêt individuel des émetteurs à signaler leur qualité, pourquoi faut-il une réglementation ?

La réponse tient au fait que les investisseurs ne sont pas en mesure de vérifier toutes les informations qui leur sont transmises. De plus, la réglementation sur les conditions de certification des informations comptables et sur la standardisation des informations communiquées est susceptible de réduire les coûts de recherche par rapport à ceux que devraient supporter les investisseurs de manière isolée pour parvenir au même niveau de contrôle et de connaissance.

On montre ainsi que la réglementation sur la divulgation des informations réduit les coûts de certification et de signal. De plus, sa mise en œuvre est moins coûteuse si elle porte sur des documents historiques standardisés et vérifiables en suivant un formalisme et une périodicité déterminée, plutôt que sur des éléments prévisionnels.

En effet, on ne peut se contenter d'un contrôle a posteriori du caractère frauduleux des informations communiquées.

4. Cette obligation résulte du caractère de « bien public » de l'information (8)

L'information à divulguer répond à la double caractéristique de ne pas être détruite par l'usage indivi-

(5) G. Jarrel, *Change at the Exchange: the causes and effects of deregulation*, *The Journal of Law and Economics*, 27 (1984), p. 273-312.

(6) G. Stigler, *The theory of economeregulation*, *The Bell Journal of Economics* 3 (1971).

(7) S. Peltzman, *Towards a more general theory of regulation*, 19, *Journal of Law and Economics*, 22 (1976).

(8) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991, Chap. 11. *Mandatory Disclosure*, p. 276-314.

duel et de ne pas permettre à son producteur d'empêcher les autres agents d'en bénéficier.

N'en tirant pas seul tous les bénéfices, il ne sera pas incité à la produire, d'où la nécessité d'une réglementation qui oblige à cette production et à cette diffusion.

Cependant, en tant que bien public, l'information financière présente des aspects spécifiques :

— les premiers destinataires n'en tirent pas tous les bénéfices car elle se dissémine instantanément et les prix des titres s'ajustent simultanément en éliminant les opportunités de transactions ;

— de ce fait, sa valeur décroît très rapidement en incitant ainsi les agents à faire leurs propres recherches complémentaires.

Les investisseurs en tant que groupe ont intérêt à éliminer toute activité de *trading* qui reposerait uniquement sur les imperfections de la diffusion des informations publiques.

Grâce à la réglementation sur la divulgation des informations pertinentes, les investisseurs réduisent leurs coûts de recherche. Cela leur permet d'accroître le prix des titres en améliorant leur rendement du fait de la baisse des coûts de recherche, ce qui distingue souvent les firmes cotées des non cotées.

Il existe souvent des réticences à communiquer certaines informations lorsque les intérêts concurrentiels sont en jeu. Les intermédiaires informationnels, tels que les banquiers, les analystes et les auditeurs, permettent de réduire ces difficultés en synthétisant les informations, soit à travers leurs recommandations, leur certification ou encore leur *pricing*.

L'exigence de divulgation de l'information est renforcée du fait de la concurrence qui existe entre les marchés organisés.

En effet, les marchés les plus efficaces sont ceux pour lesquels les règles de fonctionnement conduisent à la plus grande liquidité des titres.

5. Cependant, l'obligation de communiquer n'élimine pas les risques de fraude

Si l'obligation de divulgation a bien pour effet de réduire les coûts de recherche des investisseurs, on ne peut affirmer qu'elle élimine la fraude ou qu'elle soit essentielle pour protéger les petits investisseurs, car, à la différence des marchés de biens et services, des *traders* informés concourent à la formation des prix sur les marchés, et de ce fait, les investisseurs moins informés bénéficient à travers le mécanisme de formation des prix, des informations dont ils ne disposent pas.

On a indiqué précédemment que l'obligation de communiquer répondait à un souci d'égalité devant le prix. Cette exigence est surtout constitutive des marchés réglementés pour lesquels il convient d'assurer à tous les investisseurs un droit identique au prix d'équilibre.

Les modifications des processus de cotation ont réduit la portée de ce principe pour le ramener à une simple exigence de transparence.

Cette exigence d'information exacte, précise et sincère, débouche sur la répression de deux types de délits :

— la diffusion de fausses informations, c'est-à-dire inexactes, imprécises ou trompeuses, comme par

exemple la communication de faux bilans ;

— le délit de manipulation de cours, soit à travers les ordres passés lorsqu'ils entraînent l'établissement du prix sur le marché, soit à travers l'intervention directe d'une société sur la cotation de ses propres titres.

Le deuxième volet de la répression des comportements violant les principes d'égalité portent sur les informations privilégiées.

B. De l'interdiction d'utiliser des informations privilégiées

1. Utiliser des informations privilégiées peut présenter des avantages pour le marché

Le règlement 9008 de la C.O.B. a précisé qu'une telle information devait être non publique.

Il constitue le pendant du délit d'initié qui a été institué par l'article 10.1 de l'ordonnance du 30 septembre 1967, modifié à plusieurs reprises par la suite. Il reprend la même définition de l'information privilégiée en tant qu'information précise, particulière et déterminante.

L'analyse théorique de ce délit pose la question de savoir s'il est d'un quelconque intérêt ou inconvénient pour les entreprises à accorder à leur *managers* des droits de propriété sur l'information.

Si la question est unanimement tranchée par la loi en faveur d'une réponse négative, il convient cependant de rappeler que ces droits de propriété ne sont pas dénués d'avantages pour l'entreprise :

— ils permettent de communiquer au marché des informations de manière crédible et de refléter, par là même, de manière instantanée dans les prix toute l'information disponible ;

— ils constituent pour le *manager* une rémunération complémentaire incitatrice et un moyen pour les entreprises de les sélectionner.

2. Mais les inconvénients l'emportent sur les avantages (9)

L'utilisation d'informations privilégiées peut relever du vol comme c'est le cas pour l'investisseur qui utilise l'information sur une O.P.A. à venir alors que les *bidders* ont intérêt à la maintenir secrète avant l'annonce (cf. l'imprimeur Chiarella qui avait utilisé les informations privilégiées contenues dans un prospectus qu'il était chargé d'imprimer) (10).

Elle peut accroître de manière artificielle la volatilité des cours des titres en incitant les détenteurs d'informations privilégiés à manipuler l'information.

Elle peut s'avérer néfaste à l'entreprise (même en terme de complément de rémunération des *managers*) car les *managers* avertis au risque n'apprécieront pas à sa juste valeur le caractère aléatoire de cette rémunération et préféreront des modes de rémunération mieux définis.

3. La difficulté de séparer les bons des mauvais usages justifie la pénalisation de ce délit

D'après le théorème de R. Coase (11), il est de l'intérêt des firmes d'allouer les droits de propriété sur l'information aux agents qui les valoriseront le mieux. S'il existe

des cas où les transactions d'initiés contribuent à améliorer l'efficacité du marché et par là même à accroître la richesse des investisseurs, il en existe d'autres où les intérêts sont divergents.

Du fait de la difficulté de détecter a priori les bons usages des mauvais, la répression optimale justifie des peines élevées qui dépassent le bénéfice obtenu par l'auteur du délit (elle doit être théoriquement au plan strictement économique, égale au produit de ce bénéfice par l'inverse de la probabilité d'être sanctionnée).

L'interdiction et la pénalisation apparaissent comme le moyen le plus efficace, sans qu'on ne connaisse néanmoins ses effets ultimes sur la richesse des actionnaires.

Quoiqu'il en soit, le délit d'initié est perçu par les opinions publiques comme une tricherie de la part de ceux qui utilisent leurs informations privilégiées et est, par là même, antinomique avec la notion de marché équitable qui doit donner une chance égale à tous les intervenants (même si cette égalité constitue plus un sentiment idéologique qu'une réalité objective).

Conclusion

On conclura en soulignant la distinction entre ces deux domaines du droit.

Le droit de la concurrence vise à promouvoir la concurrence car elle est créatrice de bien-être. Il n'aborde, de ce fait, l'information qu'en tant que moyen d'améliorer la concurrence.

C'est pourquoi il distingue la circulation verticale de l'information entre client et fournisseur et la relation hori-

zontale entre concurrents, parce que la première améliore la transparence, réduit les coûts de recherche et en définitive accroît la concurrence effective, alors que la seconde la restreint en réduisant l'autonomie de décision des opérateurs.

Le droit financier, en revanche, prend en charge directement l'information parce qu'elle constitue un moyen d'améliorer la qualité des produits offerts par les marchés. Elle permet aux investisseurs de se positionner par rapport aux projets qui leur sont proposés et réduit de ce fait la sélection adverse et les incitations à proposer aux investisseurs des produits frelatés.

Pour les biens et services, l'obligation d'informer est plus limitée et peut être moins essentielle, car l'information est complémentaire de l'offre parce que l'utilisateur peut souvent examiner directement les produits offerts.

Pour les biens financiers, l'information est essentielle, parce que ces biens constituent des promesses aléatoires de revenus futurs.

Cependant, dans les deux cas, la transmission verticale d'information vise à réduire la même sélection adverse.

L'interdiction de communiquer horizontalement n'a pas le même sens pour les biens et services et les actifs financiers, même si pour ces derniers on a pu dénoncer, de la part de professionnels, certains comportements alors qu'ils tiraient la justification de leur rôle de la surveillance de l'intégrité du marché.

(9) Cf. note 8, Easterbrook and D. R. Fishel, *Chap. 10, Trading on Inside information*, p. 253-275.

(10) Cf. le cas Chiarella, *United States*, 445 U.S. 222 (1980), cité par Easterbrook et Fishel, p. 255, *op. cit.*

(11) R.H. Coase, *The nature of the firm*, *Economica* 386 (1937) réédité dans Coase, *The firm, the market and the law*, 33-55 (1988). Cf. Easterbrook et Fishel, p. 262-264.