



STATUT COMPARÉ DE L'INFORMATION EN DROIT DE LA CONCURRENCE ET EN DROIT BOURSIER

*Intervention de Maurice Nussenbaum,
professeur à l'université Paris-Dauphine, expert financier*

Place de l'information dans l'économie

Information et concurrence

En économie, l'information a de la valeur, non seulement parce qu'elle est un facteur de pouvoir, mais aussi parce qu'elle réduit les coûts de recherche.

Les marchés réels ne vérifient pas les hypothèses de la théorie de la concurrence pure et parfaite, laquelle stipule que les ménages et les entreprises sont parfaitement informés sur les prix et les caractéristiques des produits. Dans la réalité, les clients supportent des coûts de recherche et les producteurs doivent choisir les technologies.

Pour les marchés financiers, par contre, les fondements théoriques se justifient ; sur les marchés réglementés notamment, les prix des actions sont connus et toute nouvelle information se reflète immédiatement sur les cours, conformément aux principes posés par la théorie de l'efficience. La loi du prix unique fait qu'un même titre se vend à un seul prix. L'accroissement des richesses passe par le choix des bons titres, ce qui nécessite soit de la chance, soit de supporter des frais de recherche d'information, pour disposer avant les autres des éléments pertinents. L'importance de l'information est telle que les agents sont prêts à payer pour l'obtenir. L'information a une nature différente des autres biens en ce sens qu'elle n'est pas évaluable *a priori*. Seul le processus de vente conduit à en révéler le contenu : si le vendeur diffuse l'information avant de la vendre, l'acheteur ne sera plus intéressé.

Asymétries d'information

L'absence d'information engendre une asymétrie d'information. L'asymétrie d'information désigne des écarts de niveau d'information entre vendeur et acheteur qui peuvent perturber le fonctionnement du marché. L'exemple développé sur le marché des voitures d'occasion met en lumière le mécanisme de sélection-adverse, mécanisme qui aboutit à favoriser la vente des mauvais produits. Pour éviter cela, il est nécessaire d'informer sur la qualité des produits. Si l'échange d'information entre les acteurs ne suffit pas, des obligations légales peuvent s'avérer nécessaires.

Information et pratiques anti-concurrentielles

L'information est une bonne chose en ce qu'elle permet de réduire les coûts de recherche, mais elle peut également avoir des effets pervers. L'échange d'information entre concurrents en est la manifestation la plus importante. Cette pratique permet de maximiser les profits conjoints des concurrents avant de les répartir : c'est le fondement des comportements monopolistiques qui lèsent les consommateurs. Les membres d'une profession sont naturellement incités 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 mécanisme du dilemme du prisonnier. Si les producteurs d'une même branche ont un intérêt conjoint à s'entendre sur les prix et les quantités pour maximiser leurs profits, un producteur donné a intérêt à ne pas respecter l'accord dès lors que les autres le respectent. Il peut ainsi écouter une quantité plus importante de produits. Cela ne se vérifie plus s'il existe des mécanismes liant les intérêts, sous forme d'arrangements de coopération sur la gestion des stocks ou la recherche. De fait, ces accords assurent la stabilité de la collusion, d'où l'intérêt à les réprimer.

Rôle de l'information sur les marchés financiers

L'émission d'information est la condition même de l'existence des marchés financiers. La circulation instantanée de l'information facilite le respect de la loi du prix unique. Les marchés organisés sont des lieux privilégiés de transmission de l'information et de respect de cette loi. Les marchés de gré à gré, comme ceux des changes et des *swaps*, sont très liquides et favorisent également l'instauration d'un prix unique. De ce fait, s'il existe une activité importante de recherche d'information, ce n'est pas pour comparer le prix de produits identiques, comme cela est le cas sur le marché des biens et services, mais c'est pour connaître les véritables caractéristiques des actifs financiers : potentiel réel des entreprises, risques des émissions obligataires... De plus, les marchés financiers sont eux-mêmes

fournisseurs d'information : les taux d'intérêt à long terme renseignent sur les taux courts anticipés, les prix des actions indiquent les risques perçus par les marchés sur les perspectives futures de l'entreprise, la réaction du marché par rapport à une OPA révèle l'opinion des opérateurs sur le prix payé... Comme pour les biens et services, il est de l'intérêt du marché que l'information révélée par les firmes, celle qui est transmise de manière verticale, soit exacte, afin d'éviter que le marché ne favorise la sélection adverse, synonyme de réduction des échanges.

Information et droit économique

Le droit de la concurrence peut se résumer comme suit : les pratiques verticales de diffusion de l'information sont un facteur d'économie de recherche alors que les échanges horizontaux entre concurrents sont anti-concurrentiels parce qu'ils réduisent l'autonomie de décision des opérateurs et l'incertitude inhérente au risque concurrentiel.

Le droit de la concurrence et l'information

Les marchés financiers offrent des produits non évaluables *a priori*. Ces produits constituent en effets des droits sur des revenus futurs, sur lesquels l'émetteur ne peut s'engager de manière certaine. La diffusion d'informations standardisées relatives au produit acheté assure des fonctions multiples : assurer l'égalité des agents devant l'information et 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 ces règles. L'information doit satisfaire au double objectif d'obligation de communiquer et de répression de la diffusion d'information privilégiée. Les informations pertinentes sont celles qui sont susceptibles d'avoir de l'influence sur les cours. Les obligations légales de publication des comptes par les sociétés ne suffisent pas à assurer l'égalité des investisseurs devant l'information. Il faut de surcroît que des diffusions occasionnelles portent à la connaissance du public tous les événements susceptibles d'influer sur les cours. Les justifications économiques de cette exigence résident encore dans la volonté de réduire les asymétries d'information.

Le droit de la concurrence et l'information

Il semble que l'intérêt public domine l'intérêt direct des opérateurs dans la justification de cette obligation. Compte tenu de l'asymétrie d'information structurelle entre manager et investisseurs quant à l'évolution de l'entreprise, il faut, pour que le marché soit efficient, que les investisseurs puissent apprécier et comparer les projets qui leurs sont proposés. Comme l'information a un caractère de bien public, c'est-à-dire qu'elle n'est pas détruite par l'usage individuel, le producteur n'en tire pas seul tous les bénéfices et n'est pas incité à la produire s'il n'y est pas obligé,

d'où la nécessité d'une réglementation spécifique ayant pour objet de réduire les coûts de recherche. On parle à ce sujet de liquidité informationnelle. Il est important de comprendre que la diffusion de l'information permet d'accroître le prix des titres en améliorant leurs rendements par la baisse des coûts de la recherche. L'exigence de divulgation de l'information va être optimisée du fait de la concurrence entre les marchés organisés, les plus efficaces étant ceux pour lesquels les règles de fonctionnement assurent la plus grande liquidité des titres.

Les informations privilégiées qui relèvent des droits de propriété sur l'information ne présentent pas que des inconvénients pour l'entreprise puisqu'elles permettent de transmettre aux marchés une information crédible qui se répercute instantanément dans les prix. Elles constituent en outre une rémunération complémentaire pour les managers qui permettent aux entreprises de les sélectionner. Mais les inconvénients dominent et l'information privilégiée peut constituer un vol (utilisation d'information sur une OPA à venir).

En incitant les détenteurs d'informations privilégiées à manipuler l'information, la course à l'information accentue la volatilité des cours. Par ailleurs, elle se révèle néfaste si les managers n'apprécient pas à sa juste valeur le caractère aléatoire de cette rémunération et préfèrent des modes de rémunération mieux définis. Pour ce qui est de la notion des droits de propriété, le théorème de Coase nous indique que les firmes ont intérêt à allouer les droits de propriété sur l'information aux agents qui les utilisent les mieux ; les transactions des initiés peuvent jouer ce rôle, mais il est difficile de détecter les bons usages des mauvais, aussi la réglementation optimale suppose des peines élevées qui dépassent le bénéfice obtenu par l'auteur du délit. Le délit d'initié fausse les règles d'un marché équitable qui donne une chance égale à tous les participants ; loin de tout débat idéologique, il convient de punir ces comportements.

Le droit de la concurrence et l'information

Le droit de la concurrence vise à promouvoir la concurrence en ce qu'elle est créatrice de bien-être. De ce fait, il n'aborde l'information qu'en tant que moyen d'améliorer la concurrence. C'est pourquoi il différencie la diffusion verticale de la diffusion horizontale. Le droit financier par contre tient directement compte de l'information parce qu'elle constitue un moyen d'améliorer la qualité des produits offerts par les marchés en permettant aux investisseurs de se positionner par rapport aux projets qui leur sont proposés et en réduisant la sélection adverse. Pour les biens et services, l'obligation d'informer est complémentaire à 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 sélection adverse. À l'inverse, l'interdiction de communiquer horizontalement n'a pas le même sens pour les deux marchés, même si pour les marchés financiers, les comportements de cartels ont pu être dénoncés alors qu'ils tiraient leur justification du rôle assumé dans la surveillance de l'intégrité des marchés.

Je vais m'attacher à présenter les différences que j'ai pu relever entre les statuts de l'information en droit de la concurrence et en droit boursier. Théoriquement, que l'on soit économiste ou que l'on soit juriste, il est convenu que l'information contribue au bon fonctionnement du marché. Elle favorise son efficacité, en révélant le meilleur processus de découverte des prix, et conditionne le concept de juste prix. Quel que soit le marché concerné, la notion qui est au centre des deux branches du droit est celle de transparence du marché. Ceci étant, le droit boursier n'est pas le droit commun de la concurrence. Pourquoi ? Quelles en sont les spécificités ?

Pour ne pas se plier au droit de la concurrence, les lobbies mettent souvent en avant un certain nombre de spécificités de leur secteur : secteur stratégique, secret des affaires, spécificités du secteur. La spécificité est souvent un argument spécieux visant à ne pas appliquer des principes généraux. Le droit financier a volontairement été exclu par le rédacteur de l'ordonnance de 1986 relative au droit commun de la concurrence. Pourtant, il existe quelques spécificités propres au droit boursier.

Avant toute chose, il convient de clarifier la notion de concurrence sur le marché financier. Il peut en effet s'agir d'une concurrence entre émetteurs de titres, entre intermédiaires ou entre marchés. Les bourses sont en effet des entreprises de marché en concurrence. Les accords actuels projetés dans le cadre européen sont susceptibles de justifier un contrôle des concentrations par la DG IV, même si cela pose le problème de la détermination du marché pertinent.

Le droit boursier privilégie l'égalité de traitement des investisseurs

Les deux types de marché adoptent aujourd'hui une vision consumériste, qui vise à protéger le client final. Pour ce faire, ils axent le traitement de l'information en direction des consommateurs et des épargnants. Mais le droit boursier oriente son action en direction des investisseurs. C'est un élément central de tous les délits boursiers, qu'il s'agisse des délits d'initiés, de recel d'initiés, d'information fautive ou trompeuse ou de manipulation de cours.

Le délit d'initié, par exemple, relève d'un délit pénal en vertu du principe que l'information pertinente doit être partagée par tous. En l'occurrence, un initié dispose d'une information privilégiée en raison de sa fonction ou en raison de l'exercice de sa profession. Le délit de recel d'initiés consiste à communiquer une information privilégiée sans en être nécessairement l'utilisateur. Ce délit est d'apparition récente ; il est apparu à la suite de l'affaire Péchiney. L'informateur ou l'initié peuvent être poursuivis.

Le pendant du délit d'initié est le délit d'information fautive ou trompeuse et consiste à propager une information fautive pour influencer d'autres investisseurs. Ce délit suppose qu'il y ait diffusion de l'information dans le public,

qu'il y ait un élément intentionnel (ce qui exclut les jugements erronés, puisque la liberté d'expression permet de donner un avis). Par contre, le délit existe quel que soit le résultat de la manœuvre. L'élément intentionnel est donc central dans la caractérisation d'un délit d'information fautive ou trompeuse, comme d'ailleurs dans le délit d'initié. Dans le même ordre d'idée, il est à noter l'existence du délit de manipulation de cours.

Dimension temporelle de la diffusion de l'information

En matière d'information, il importe, sur les marchés financiers plus que sur les marchés de biens et services, de cerner à quel moment l'information est diffusée. Le délai qui s'instaure entre la naissance de l'information et sa diffusion dans le public est fondamental : il est souhaitable en droit boursier que ce délai soit réduit au minimum puisque le risque d'une utilisation abusive d'une information privilégiée en dépend. Il est demandé aux émetteurs de ne pas diffuser l'information pendant les heures d'ouverture des marchés : cette réglementation, qui date de l'époque où les marchés n'étaient pas accessibles 24 heures sur 24, tout autour de la planète, pose aujourd'hui des problèmes concrets. Pour l'améliorer, il serait bon par exemple de fixer son champ d'application au marché directeur du titre concerné. Ensuite, l'obligation de diffusion diligente de l'information pertinente (c'est-à-dire susceptible d'avoir un impact significatif sur les cours de bourse) dans des délais brefs est contraignante dès lors que les sociétés sont dans un processus de négociation à caractère stratégique avec d'autres partenaires ; les dirigeants d'entreprise doivent alors apprécier eux-mêmes les chances de succès des négociations en cours et leurs capacités à tenir le secret aussi longtemps que possible. Dans une telle situation, les décisions relatives à la diffusion de l'information appartiennent aux dirigeants d'entreprise.

La dimension temporelle de la diffusion d'information constitue le deuxième point important qui différencie le droit boursier du droit de la concurrence, en raison de la vitesse de fonctionnement et des modes d'ajustement des marchés financiers.

Information orientée sur les risques en droit boursier

L'information sur les marchés financiers est essentiellement une information sur les risques. Aucun droit boursier ne vise à supprimer le risque ; un acte boursier suppose de se situer dans un plan rendement-risques et il serait dangereux que le droit fiscal et boursier incite les épar-

gnants à convoiter les produits les moins risqués. Il est souhaitable que la majorité des placements se dirige, dans une économie comme l'économie française, vers les produits les plus volatiles aux rendements les plus élevés, avec un horizon long : il s'agit des actions.

La réduction du risque n'est pas l'objectif du droit boursier. L'objectif du droit boursier est de fournir une bonne information sur les risques. En ce sens, la classification des OPCVM et des produits d'épargne collective tient compte de la nature du risque. Mais il existe aussi une obligation d'informer les clients sur les risques de la part des intermédiaires (règlement de l'autorité professionnelle des marchés financiers) et une obligation, sur les marchés dérivés proprement dits, d'information par l'intermédiaire de tout intervenant non professionnel sur la nature spécifique des produits (remise à l'investisseur d'une note d'information décrivant le marché).

Le mode de diffusion de l'information est en train de changer très rapidement en raison du développement du réseau Internet. Bien des éléments qui ont prévalu jusqu'à présent pourraient rapidement devenir obsolètes. Théorique-

ment, les règles existantes pourraient demeurer en l'état, mais il est évident que lorsque le vecteur de diffusion évolue fortement, la nature de la réglementation est appelée à en faire de même. Le caractère public d'une information fait notamment partie des enjeux du débat : jusqu'à présent, on considérait qu'une information présentait un caractère public dès lors qu'elle avait fait l'objet d'une diffusion dans une agence de presse. Il convient donc aujourd'hui de déterminer si une diffusion sur Internet revêt un tel caractère ; pour l'instant, la réponse est négative, puisque l'accès à ce réseau n'est pas encore suffisamment répandu et que la connexion au réseau suppose une démarche active de l'investisseur qui ne sait pas forcément que l'information s'y trouve. Pour autant, cela est susceptible d'évoluer rapidement. Enfin, nous tendons de plus en plus vers une différenciation des obligations et des exigences d'information. Dans ce cadre, les marchés réglementés ne sont plus considérés comme les autres et font l'objet d'une réglementation spécifique. Par ailleurs, la différenciation concernant la nature des investisseurs et séparant les investisseurs professionnels des autres est déjà largement effective.