



# INTERNET ET LA RÉGULATION DES MARCHÉS FINANCIERS

MICHEL PRADA\*

**A**u sens général du terme, la régulation peut se définir comme la mise en œuvre, au sein d'un système, de mécanismes de stabilisation qui en assurent un bon fonctionnement et un développement harmonieux. Elle repose sur l'existence de règles du jeu admises dans l'intérêt commun et celle d'institutions capables de les faire respecter. Les économistes classiques, même les plus libéraux, s'accordent à penser que l'État, duquel émane la puissance publique, doit assumer cette mission.

La régulation des marchés financiers présente cependant deux spécificités. D'une part, l'État n'est pas le moindre des intervenants sur les marchés financiers (émissions d'obligations, participations dans des entreprises cotées,...). Il peut donc se trouver, en ce domaine, en conflit d'intérêt. D'autre part, dans un contexte de concurrence internationale accrue entre places financières, la capacité de définir un corpus de règles acceptées par tous les acteurs et les impliquant dans leur mise en œuvre constitue un avantage concurrentiel notable et un élément déterminant de crédibilité internationale.

C'est dans cet esprit que le législateur français a imaginé, dès 1967, de confier la régulation des marchés financiers à la Commission des opérations de Bourse (COB), doyenne des autorités administratives indépendantes françaises, en coopération avec les autorités professionnelles regroupées en 1996 au sein du Conseil des marchés financiers.

Le développement des technologies informatiques, concrétisé par l'apparition au niveau planétaire du réseau des réseaux (Internet), s'est largement diffusé en France et pose au régulateur de marché des questions nouvelles et d'une grande complexité. L'usage de l'Internet

\* Président de la Commission des opérations de Bourse. Article écrit avant la fin de son mandat, le 15 octobre 2002.



dans les pays développés devrait connaître, dans les prochaines années, une forte croissance, grâce aux modalités d'accès toujours plus nombreuses : ordinateurs, téléphones mobiles, assistants personnels, télévisions interactives...

Ce phénomène, s'il est porteur d'opportunités pour les acteurs de la finance, présente aussi des risques, notamment pour les investisseurs. Le régulateur, dont la mission première est la protection des investisseurs, s'attache à combattre, prévenir ou réduire ces risques en utilisant, entre autres, le vecteur de l'Internet.

### *L'INTERNET PORTEUR D'OPPORTUNITÉS*

L'Internet est porteur d'opportunités pour les investisseurs car il améliore l'offre de services financiers, multiplie les accès à l'information financière en provenance des émetteurs et facilite la mission de protection de l'épargne confiée à la COB. L'arrivée d'Internet au sein du monde boursier a permis d'en démocratiser l'accès, permettant au plus grand nombre de se voir proposer des services financiers à des coûts réduits, d'obtenir, d'échanger plus facilement des informations et de recourir aux services offerts par la COB.

2

#### *L'offre française de « courtage en ligne » s'est développée dans un contexte concurrentiel*

Un « courtier » est un prestataire habilité à exercer une activité d'exécution d'ordres pour compte de tiers en vue de réaliser une transaction sur instruments financiers<sup>1</sup>. La définition usuelle du courtage en ligne, par traduction du terme de *e-broker* ou de *on line trading*, recouvre des intermédiaires au statut différencié qui ont pour point commun d'offrir aux particuliers un dispositif de réception d'ordres en ligne, c'est-à-dire *via* l'Internet. Ces entités peuvent n'être habilitées<sup>2</sup> à exercer que la seule activité de réception et transmission d'ordres pour compte de tiers par voie électronique ; elles transmettent alors les ordres reçus à un prestataire habilité distinct en vue de leur exécution. Ces courtiers en ligne peuvent également être habilités à faire de l'exécution d'ordres pour compte de tiers et être membres du marché ; ils exécutent alors directement les ordres sur le marché.

Dans le souci d'offrir un service global, et conserver, dans la mesure de leurs capacités techniques, la maîtrise de toute la chaîne de services - depuis la réception d'un ordre jusqu'à son exécution sur le marché - les courtiers ont tendance à élargir l'éventail de leurs activités en exerçant, au-delà de l'activité de réception-transmission d'ordres pour compte de tiers par voie électronique, d'autres activités telles que la tenue de compte-conservation, l'exécution d'ordres pour compte de tiers, la



négociation pour compte propre, le placement... De plus, chaque courtier offre aux internautes, visiteurs du site ou clients, des outils d'aide à la décision. Il s'agit de fidéliser, dans la mesure du possible, une clientèle considérée comme volatile. Enfin, l'automatisation plus poussée des tâches et des opérations que permet l'Internet a favorisé une baisse des coûts supportés par les prestataires et donc une baisse des tarifs de courtage, renforcée par la concurrence entre les établissements de la Place.

Pour autant, les courtiers en ligne français ne sont pas encore des *Electronic communication networks (ECN)*, ni des *Alternative trading systems*. Dans d'autres pays, notamment États-Unis<sup>3</sup> et Royaume-Uni, certains courtiers en ligne ont profité du développement des technologies pour mettre au point des systèmes de négociation électronique permettant de confronter en interne des ordres d'achat et de vente. En France, les courtiers en ligne n'ont pas souhaité se lancer dans cette voie en raison de l'efficacité du marché centralisé, fondé sur la concentration des ordres, qui ne laisse que peu de place à une concurrence rentable. Les courtiers en ligne français développent seulement une offre de transactions sur des niches où ils ne concurrencent pas directement le marché centralisé, apparemment moins efficient sur ce type de produits (obligations, produits dérivés de gré à gré).

*L'Internet offre aux investisseurs une information financière meilleure et plus accessible et n'a pas nécessité une réglementation spécifique, mais une simple recommandation de la COB*

Le recours à l'Internet a, en effet, entraîné une explosion de l'offre d'informations aisément accessibles pour l'investisseur, même modeste (analyses, graphes, historiques, données de marché, ratios, conjoncture économique...). L'investisseur de base a accès aux cotations pratiquement en temps réel (léger différé de quelques minutes). Les forums de discussion lui permettent de tester sa stratégie d'investissement ou de discuter les performances d'une valeur. Enfin, les diverses alertes qu'il peut mettre en place jusque sur son téléphone mobile lui permettent de réagir aux fluctuations du marché.

La première utilisation d'Internet à des fins d'information financière est apparue à l'occasion de la création, par les différentes sociétés faisant appel public à l'épargne, de sites Internet leur permettant de mettre à disposition de leurs actionnaires et de potentiels investisseurs l'ensemble des informations destinées au public.

Pour autant, la Commission, comme la plupart des ses homologues étrangers, n'a pas considéré qu'Internet justifiait la mise en œuvre d'une nouvelle réglementation. La COB a cependant émis, à l'attention du grand public mais aussi des professionnels, plusieurs recommandations

dans le but d'expliquer comment ses règlements s'appliquaient à Internet. Pour la Commission, Internet n'est qu'un nouveau canal de diffusion, d'informations ou de services qui ne nécessite pas une réglementation spécifique.

La communication financière des sociétés cotées fait l'objet du règlement 98-07 de la Commission, qui détaille les différentes obligations qu'ont ces dernières vis-à-vis des investisseurs. La COB, par sa recommandation 98-05, a donc explicité les dispositions que les sociétés doivent mettre en œuvre sur leur site Internet afin de respecter les obligations réglementaires en vigueur.

Outre le rappel que l'information présentée sur le site doit être exacte, précise et sincère, le point principal de la recommandation, encore d'actualité aujourd'hui, concerne la valeur accordée à une information diffusée sur un seul site Internet. En effet, l'article 8 du règlement 98-07 dispose notamment que « toute information [susceptible d'avoir une influence significative sur le cours de Bourse] doit être portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué dont l'auteur s'assure de la diffusion effective et intégrale... ». La COB estime que la seule diffusion sur le site Internet du communiqué ne suffit pas à rendre sa diffusion effective et intégrale. Dans ces conditions, elle invite les émetteurs à communiquer simultanément sur Internet et sur les autres supports de diffusion habituellement utilisés.

L'autre aspect important abordé dans la recommandation concerne l'usage d'autres langues que le français sur le site. En effet, l'article 7 du règlement 98-07 dispose que « tout émetteur doit assurer en France de manière simultanée une information identique à celle qu'il donne à l'étranger... ». La COB rappelle donc que les différentes versions d'un site Internet doivent avoir le même contenu, et, qu'à défaut, les différences entre les versions doivent faire l'objet d'une mention explicite.

Enfin, la recommandation expose les modalités concernant la mise à jour des informations sur le site, l'existence d'erreurs, ou bien la diffusion d'informations en provenance de tiers, qu'il s'agisse de notes d'analystes, de données boursières ou de documents issus de source publique (rapport annuel, publications comptables...).

*La COB a décidé d'utiliser ce nouveau mode de diffusion pour améliorer l'information du public*

*L'information financière en provenance des émetteurs*

En effet, depuis novembre 1999, la Commission dispose sur son site Internet de la base de données Sophie (Site ouvert des publications historiques des entreprises), regroupant sous format électronique l'ensemble des publications des sociétés cotées, fournies sur une base



volontaire par les émetteurs. L'article 8 du règlement 98-07 de la Commission dispose, notamment, que les sociétés cotées doivent, lorsqu'elles diffusent un communiqué, le faire parvenir à la COB au plus tard au moment de sa publication. La Commission a donc mis en place un système d'accès sécurisé permettant à chaque société de mettre en ligne son communiqué sur Sophie. Dès qu'une société publie un communiqué, il lui suffit de le mettre en ligne sur le site de la Commission pour respecter l'obligation susmentionnée d'information du régulateur.

Constatant par ailleurs qu'une systématisation des mises en ligne des prospectus des émetteurs était possible<sup>4</sup>, la Commission est allée encore plus loin avec les règlements 2002-01 et 2002-04, intégrant cette fois complètement l'existence d'Internet au sein de ses procédures. Ainsi le règlement 2002-01 est venu respectivement modifier l'article 4 du règlement 95-01<sup>5</sup>, l'article 10-2 du règlement 98-01<sup>6</sup> et l'article 12 du règlement 98-08<sup>7</sup>, ajoutant notamment les mots « et, dans tous les cas, envoi à la Commission de la version électronique du prospectus aux fins de mise en ligne sur le site de la Commission », afin de rendre systématique l'intégration des prospectus visés par la COB dans sa base Sophie. En rendant obligatoire cette pratique déjà largement répandue, la Commission vient compléter le dispositif d'information du public, en rendant plus facilement et plus rapidement accessible ces documents, qui restent toujours disponibles sous leur version papier. De la même façon, le règlement 2002-04, relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé, prévoit dans son article 13 que la note de l'initiateur de l'offre et, le cas échéant, celle de la société visée, sont mises immédiatement à disposition du public sur le site Internet de la Commission après avoir reçu leur visa. Là encore, l'information reste également disponible sous format papier, la note devant être aussi publiée dans un quotidien d'informations financières de diffusion nationale au plus tard le deuxième jour de Bourse suivant la délivrance du visa.

Si l'arrivée d'Internet dans la sphère financière a principalement permis le développement des courtiers en ligne, les sociétés de gestion proposant des produits de placement collectif ou de la gestion sous mandat, dont l'activité est réglementée par la COB, ont aussi profité de ce nouveau canal de distribution et d'information, même si seuls des produits autorisés peuvent être proposés à des résidents français par démarchage ou publicité en France.

Dans ce contexte, comme elle l'avait fait à l'attention des sociétés cotées, la Commission a émis la recommandation 99-02 à destination des sociétés de gestion de portefeuille et d'OPCVM afin de rappeler les



dispositions à respecter sur leur site Internet. Cette recommandation liste ainsi l'ensemble des informations en langue française que des résidents français doivent être en mesure de trouver sur les produits de placement collectif qui leur sont proposés.

La Commission rappelle également que l'utilisation d'un site Internet pour entrer en relation avec un client ne saurait dispenser la société de gestion de ses obligations, en termes de conseil, nécessitant connaissance du client et détermination de ses objectifs. Si le site ne permet pas d'assurer ce devoir de conseil, la recommandation invite la société à proposer et à indiquer clairement les autres moyens disponibles permettant au client d'en bénéficier. Par ailleurs, la souscription de produits de placement collectif nécessitant une consultation préalable de documents obligatoires, il convient que le site Internet dispose de moyens techniques permettant de s'assurer de la consultation effective desdits documents avant l'acceptation de toute souscription. Au cas où des moyens techniques ne permettraient pas de garantir avec certitude la consultation des documents, la recommandation invite les sociétés à adresser par courrier ces documents à leurs clients.

De même, il est rappelé que la gestion sous mandat donne lieu à l'établissement d'une convention écrite signée par les deux parties, dont les principaux points qu'elle doit comporter sont repris dans la recommandation. Enfin, la Commission rappelle les règles à suivre en termes de mise à jour, d'erreur ou de présentation d'informations en provenance de tiers.

Bien que la recommandation 2000-02 concerne principalement les sites d'information financière, un point relatif à l'épargne y est néanmoins soulevé. En effet, la Commission indique que, sous certaines conditions, la présence de liens hypertextes présents sur des sites de conseil et d'information financiers peut être analysée comme une activité de démarchage en vue d'opérations sur valeurs mobilières, pratique devant être autorisée sous peine d'être pénalement sanctionnée en application de la loi du 28 mars 1885 ou de la loi du 3 janvier 1972.

#### *L'information en provenance de la Commission*

De surcroît, la COB propose d'autres renseignements à l'attention des investisseurs et des professionnels. La liste des sociétés de gestion sous mandats agréées par la COB est disponible en ligne, celle des OPCVM devant pour sa part l'être prochainement (elle existe déjà sous forme électronique, avec les valorisations, sur le Minitel). Le site propose en outre la liste des FCPR et FCPI agréés, ainsi que celle des OPCVM étrangers.

Le site Internet reprend en accès gratuit les publications de la



Commission (Bulletins mensuels et Rapports annuels) alors que leur version papier était payante. De la même façon, l'ensemble de la réglementation de la Commission, mais aussi les documents et les synthèses des « Entretiens de la COB » sont mis à disposition des internautes.

Le site permet aussi de s'inscrire sur la liste de diffusion de la « Newsletter de la COB », lettre mensuelle d'information sur la régulation financière, disponible en français et en anglais, ainsi que sur la liste de diffusion avertissant des nouvelles mises en ligne sur le site. À noter que le site de la Commission devrait prochainement évoluer, et s'enrichir au passage d'une nouvelle rubrique destinée aux investisseurs particuliers, leur présentant notamment un guide des pratiques pouvant être rencontrées sur Internet et des règles à suivre.

Enfin le site présente l'activité du médiateur de la COB et propose une adresse de courrier électronique pour le contacter directement.

### *L'INTERNET PRÉSENTE CEPENDANT DES RISQUES*

L'Internet présente cependant des risques pour les investisseurs quand le développement de l'offre s'accompagne d'abus, voire de fraudes, parfois difficiles à détecter. Le régulateur, confronté au développement de l'offre de services financiers et d'informations à caractère financier, identifie trois principaux sujets de préoccupation.

#### *L'Internet facilite l'usage imprudent du « day trading »*

Auparavant accessible aux seuls intermédiaires professionnels, le *day trading* consiste en une succession d'ordres d'achat et de vente, passés pendant une journée de Bourse, dans le but de tirer bénéfice des variations infra-quotidiennes des valeurs cotées en continu. Aujourd'hui, les ordres aller-retour sur une seule séance de Bourse sont accessibles à tout investisseur, voire rendus attractifs par la politique tarifaire des prestataires engagés dans une concurrence sévère.

Or, une insuffisante connaissance des marchés et des conditions de négociation, conjuguée à l'effet de levier du service à règlement différé (SRD), rend le *day trading* particulièrement dangereux pour les petits épargnants, d'autant plus que, sauf tarification forfaitaire, la répétition d'opérations et d'ordres engendre *in fine* un coût élevé, supporté par l'épargnant.

La Commission, consciente des abus qu'on peut observer en la matière, explore plusieurs types de réponse en vue de mieux protéger les investisseurs : imposer des avertissements sur les risques spécifiques et sur le coût du *day trading*, ordonner aux intermédiaires d'exiger de leurs clients des provisions de marge, instaurer une limitation de l'accès au



*day trading* pour des investisseurs peu formés, encadrer la publicité pour ce type d'opérations...

*Alors que la source en est difficilement vérifiable, de nombreuses informations et opinions sur les valeurs sont aisément accessibles sur les forums de discussion, « chat rooms »...*

Il est à craindre que ces mécanismes constituent une voie aisée et peu chère pour diffuser des fausses informations ou des informations trompeuses.

Confrontée à la multiplication des sites d'information financière ou de conseil boursier et aux forums de discussion, la Commission a émis sa recommandation 2000-02 afin de rappeler que les dispositions réglementaires et légales en vigueur concernant la diffusion d'informations fausses ou trompeuses<sup>8</sup>, la diffusion ou l'utilisation d'informations privilégiées<sup>9</sup> ou encore la manipulation de cours<sup>10</sup> s'appliquent également sur Internet et à tous les intervenants potentiels.

En premier lieu, la Commission rappelle que si l'activité de conseil en matière financière et boursière est libre, elle doit être exercée dans le respect des dispositions en vigueur mentionnées précédemment. Ainsi le fait pour des prestataires de service d'inciter à la divulgation d'informations privilégiées sur leur site Internet pourrait constituer, sous certaines conditions, une infraction pénalement répréhensible.

La COB rappelle, de façon plus générale à l'attention de tous les sites proposant ce type d'informations, les modalités à respecter lors de la mise à disposition d'informations en provenance de tiers ou de cours de Bourse pour lesquels un éventuel décalage de temps peut exister par rapport aux cours effectifs de cotation.

Concernant les forums de discussion, la Commission invite les participants à la plus grande prudence, l'identité des auteurs ne pouvant être garantie, pas plus que l'intégrité de certaines informations. À nouveau, la COB rappelle que les dispositions en vigueur concernant les informations fausses ou privilégiées s'appliquent à tous, y compris sur les forums.

Enfin, après avoir rappelé les principaux points de la recommandation 98-05 à l'attention des émetteurs, la COB recommande précisément aux dirigeants de sociétés cotées de s'abstenir de répondre à des interrogations ou informations diffusées sur des forums. Au cas où ces derniers souhaiteraient cependant intervenir, il leur est rappelé que, en cas de diffusion sur le forum d'une information encore non publique, ils devraient en assurer simultanément la diffusion sur les médias classiques.



*Réseau planétaire, l'Internet n'offre plus la protection des frontières nationales contre les manquements et fraudes émanant de l'étranger*

Un prestataire de services d'investissement originaire d'un pays tiers à l'Espace économique européen (EEE) souhaitant offrir ses prestations sur le territoire français doit obtenir, pour la filiale créée spécialement dans ce but, un agrément préalable du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI). Un prestataire de l'EEE peut exercer son activité sur la base de l'agrément dont il dispose dans son pays d'origine, en bénéficiant, soit de la liberté d'établissement, soit de la liberté de prestation de services. Enfin, un établissement peut solliciter la clientèle française, sans présence permanente sur le territoire ; il est alors soumis aux lois de 1885, 1966 et 1972 et relatives au démarchage<sup>11</sup> et au décret de 1968 relatif à la publicité<sup>12</sup>.

Or, l'Internet permet un dialogue, voire la conclusion de transactions entre deux parties dont l'éloignement ou l'implantation respective sont complètement indifférents. Le caractère transfrontières de la relation entre l'intermédiaire financier et son client se retrouve à deux niveaux. Le prestataire de services d'investissement a une obligation de connaissance de son client qu'il est difficile de respecter lorsque les deux protagonistes ne se sont jamais rencontrés et ont conclu un contrat de prestations *via* un formulaire informatisé. À l'inverse, l'investisseur peut se voir sollicité par un intermédiaire peu scrupuleux, ne respectant pas la législation française sur le démarchage, proposant des produits financiers non-agrérés en France...

Ainsi, les spécificités de l'utilisation d'Internet peuvent compliquer considérablement l'interprétation des textes existants, tout comme l'appréciation de la légalité des opérations effectuées.

*LA VIGILANCE DE LA COB  
FACE AUX UTILISATIONS D'INTERNET*

Aussi, la COB apporte-t-elle une vigilance toute particulière aux utilisations d'Internet par les différents acteurs de la finance, tout en tirant parti de ce réseau qui se révèle être un outil efficace à la disposition du régulateur.

*Le régulateur exerce une vigilance accrue sur l'Internet*

Afin de s'assurer du respect sur Internet des dispositions réglementaires et légales en vigueur qui ont été rappelées à l'occasion des recommandations précitées, la Commission a créé en 1999 le Groupe de surveillance Internet (GSI), une cellule spécialisée au sein du Service de l'inspection. Composé d'inspecteurs et des responsables de la Surveillance des marchés, le GSI recherche sur Internet les manquements potentiels à la réglementation COB, relative à l'information ou à l'épargne.



Il s'agit principalement de vérifier que les sociétés cotées respectent bien les obligations rappelées dans la recommandation 98-02 concernant la nature des informations diffusées, le respect de l'égalité des investisseurs en termes d'usage de la langue française ou de date et d'heure de diffusion sur le site et dans la presse. Le GSI s'intéresse aussi aux conseils et rumeurs disponibles sur les sites d'analyses ou d'informations financières, mais également sur les forums de discussion où peuvent se diffuser, plutôt que des informations privilégiées, de fausses informations.

Concernant l'épargne, le GSI recherche les sites faisant la promotion à l'attention de ressortissants français de produits d'épargne non agréés pour être commercialisés en France, ou encore de sites proposant des services d'investissements alors qu'ils n'ont pas préalablement obtenu l'agrément *ad hoc*. Enfin le GSI s'intéresse également au démarchage non autorisé, pouvant prendre, par exemple, la forme d'e-mails non sollicités.

Lorsqu'une infraction est détectée, les inspecteurs peuvent, dans le cadre d'une enquête, demander au fournisseur d'accès à Internet (FAI) qui a été utilisé de leur communiquer l'ensemble des informations permettant d'identifier l'auteur du manquement. Depuis la loi relative à la sécurité quotidienne du 15 novembre 2001<sup>13</sup>, qui a notamment ajouté les articles L32-3-1 et L32-3-2 à la loi du 30 septembre 1986<sup>14</sup>, les fournisseurs d'accès doivent, en effet, conserver un certain nombre de données aux fins de transmission à l'autorité judiciaire pour « les besoins de la recherche, de la constatation et la poursuite d'infractions pénales ». La loi de finances rectificative pour 2001<sup>15</sup> a précisé, en modifiant l'article L621-10 du Code monétaire et financier, que les enquêteurs de la COB pouvaient, tout comme les agents des douanes et du fisc, demander la communication des mêmes données que celles destinées à l'autorité judiciaire.

Outre l'ouverture d'une enquête en vue d'éventuelles sanctions administratives, la Commission peut également décider, lorsqu'elle constate une infraction, d'adresser une lettre de rappel de la réglementation aux intéressés, de publier des communiqués de presse afin de mettre en garde le public<sup>16</sup> ou encore de transmettre directement le dossier au Parquet.

*Le régulateur français participe activement à la réflexion internationale et prône une harmonisation européenne afin d'améliorer la protection des investisseurs*

La COB, membre de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) participe activement à la définition de pratiques communes concernant Internet.

Ainsi la Commission est représentée dans l'*Internet task force*, devenue en 2001 l'*Internet project team*, un groupe de travail spécifique de l'OICV sur l'utilisation d'Internet dans les milieux boursiers. Ce groupe



de travail a déjà produit deux rapports sur les activités boursières et financières sur Internet, présentant des recommandations aux différents membres de l'OICV pour leur permettre de mieux appréhender l'arrivée de ce nouveau moyen de communication.

Le rapport *Securities activity on the Internet*<sup>17</sup> de septembre 1998 dressait un bilan de l'utilisation d'Internet par les professionnels mais aussi par les régulateurs. Il posait également les bases de l'utilisation de ce nouveau média par les sociétés cotées dans le cadre de leur communication financière, reprenant en fait les principes de la recommandation 98-05 de la COB. Enfin le rapport préconisait la création de cellules de surveillance d'Internet au sein des régulateurs afin de rechercher des manquements à la réglementation. Ce rapport définissait également une série de critères permettant aux régulateurs de décider si des sites proposant des services ou produits financiers s'adressaient ou pas à leurs ressortissants.

Le rapport *Securities Activity on the Internet II*<sup>18</sup> de juin 2001, après avoir réactualisé les thèmes abordés dans le rapport précédent, invitait les régulateurs à mettre en place, par voie réglementaire ou en sollicitant l'élaboration de nouvelles lois, des mesures afin que soient conservées chez les fournisseurs d'accès à Internet les données permettant d'identifier les auteurs d'infractions sur Internet, ainsi que la possibilité pour les régulateurs boursiers de se faire communiquer ces informations et de les partager avec leurs homologues étrangers. Pour mémoire, ces échanges d'informations ne sont possibles que dans le cadre d'un accord<sup>19</sup> conclu entre deux régulateurs. La COB s'est vu confier le pouvoir de conclure de tels accords d'échanges d'informations ou d'enquêtes croisées avec ses homologues étrangers par l'article L621-21 du Code monétaire et financier.

Par ailleurs, un fournisseur de services financiers sur l'Internet dans l'Union européenne doit respecter, d'une part, les directives sectorielles qui lui imposent le droit du pays de son client et, d'autre part, la directive sur le commerce électronique (DCE)<sup>20</sup>, basée sur le principe du pays d'origine selon lequel un opérateur devrait être normalement soumis à la législation de son pays d'origine, que son activité soit nationale ou transfrontière.

Désireuse de maintenir un haut niveau de protection pour les épargnants, la COB, membre de CESR (Comité des régulateurs européens) plaide pour l'élaboration d'une directive sur la fourniture de services financiers à distance, relevant d'une autre approche, prenant en compte la spécificité de la protection des consommateurs en matière financière. En effet, les directives financières sont des directives dites d'harmonisation minimale en ce qu'elles permettent aux États membres de maintenir ou d'introduire des dispositions plus protectrices.



Après de nombreuses discussions, tout au long de l'année 2001, un compromis a abouti à un accord politique lors du Conseil du marché intérieur du 27 septembre 2001 qui permet à un consommateur de continuer à bénéficier pour l'essentiel de la protection offerte par son droit national, dans la mesure où il en fera le choix (option entre la législation de son pays et celle du pays du prestataire de services). Cette disposition reprend, sans y faire référence les principes du droit international privé, en l'occurrence ceux découlant de la convention de Rome.

*... l'Internet est un vecteur efficace de coopération  
entre les régulateurs nationaux*

Actuellement, l'*Internet project team*, placée sous présidence néerlandaise et de CESR, organise trois tables rondes régionales (Asie, Amériques et Europe). Ces rencontres avec des représentants des différentes industries concernées par la présence d'Internet dans les milieux financiers (sociétés de gestion, de courtage, mais aussi fournisseurs d'accès à Internet ou éditeurs de logiciels) doivent permettre d'identifier les évolutions prochaines que pourra induire Internet, et de proposer si nécessaire les réponses réglementaires que les régulateurs devront y apporter.

12

Par ailleurs, la COB a participé aux deux *Internet surf days* organisés en 2000 et 2001 par le groupe de travail permanent n° 4 (relatif aux questions de surveillance et d'enquêtes) de l'OICV, actuellement sous présidence française. Pendant ces journées, l'ensemble des représentants des régulateurs participant à ce groupe « surfent » tout au long de la journée, avec des effectifs élargis, à la recherche de potentiels manquements ou infractions, nationaux ou transfrontières, présents sur Internet.

De même, après les attentats du 11 septembre 2001 qui ont provoqué, entre autres, la fermeture des marchés new-yorkais pendant quelques jours, la SEC a pu communiquer avec ses homologues européens par le canal de l'Internet. Le régulateur américain a pu, ainsi, se collecter les informations financières relatives aux sociétés américaines cotées sur des marchés non américains.

Après un développement particulièrement rapide, le courtage en ligne a récemment connu un reflux notable. Selon l'association *Brokers on line*, regroupant les 18 membres les plus importants de la quarantaine de courtiers en ligne que compte la France à la mi-2002 et dont Euronext Paris est membre associé, le courtage en ligne de ses membres,

qui représenterait environ 25,30 % des ordres exécutés sur la Place de Paris au maximum atteint en avril 2000, ne s'élevait plus, en juin 2002, qu'à 11,6 %.

Cependant, on peut raisonnablement estimer que, même si le courtage en ligne est actuellement fortement touché par la crise boursière, le recours à l'Internet comme vecteur des opérations boursières devrait connaître un développement soutenu dans les futures années.

Si ce recours au réseau des réseaux ne modifie pas la nature des risques déjà supportés par les marchés, les prestataires et les investisseurs, il peut, néanmoins, en augmenter l'intensité (par exemple, risque sur la confidentialité des données personnelles des investisseurs) ou en faire apparaître de nouveaux (par exemple, piratage des données financières d'un prestataire).

Ces préoccupations concernent alors autant le législateur, européen comme national, que les régulateurs prudents ou de marché. La très prochaine fusion de la COB et du CMF en une autorité unique des marchés financiers ne pourra à cet égard que renforcer les pouvoirs de surveillance et l'efficacité du régulateur des marchés financiers et, partant, améliorer la protection des investisseurs et, parmi eux, celle des internautes.

## NOTES

1. Cf. article 2-1-4 du Règlement général du Conseil des marchés financiers.
2. Agrément en qualité d'entreprise d'investissement ou d'établissement de crédit délivré par le CECEI.
3. Aux États-Unis, les ECNs sont considérés en fait comme des marchés électroniques même s'ils agissent au regard de la réglementation en qualité de *broker*.
4. En novembre 2001, le taux de mise en ligne sur Sophie des prospectus était en effet de 90 %.
5. Règlement 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau Marché.
6. Règlement 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché est demandée.
7. Règlement 98-08 relatif à l'offre au public d'instruments financiers.
8. Article 3 du règlement 98-07 de la Commission, et article L.465-1 du Code monétaire et financier, alinéa 4.
9. Articles 2 et à 5 du règlement 90-08 de la Commission, et article L.465-1 du Code monétaire et financier, alinéas 1 à 3.
10. Article 2 du règlement 90-04 de la Commission, et article L.465-2 du Code monétaire et financier.
11. Loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme ; loi n° 66-1010 du 28 décembre 1966 relative à l'usure, aux prêts d'argent et à certaines opérations de démarchage et de publicité ; Loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 relative au démarchage financier et à des opérations de placement et d'assurance.

12. Décret n° 68-259 du 15 mars 1968 pris pour l'application de l'article 10 de la loi n° 66-1010 du 28 décembre 1966.
13. Loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001, relative à la sécurité quotidienne.
14. Loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986, relative à la liberté de communication.
15. Loi de finances rectificative pour 2001 n°2001-1276 du 28 décembre 2001.
16. La COB a ainsi publié un communiqué en 2000 mettant en garde le public contre un site Internet offrant des services d'investissements sans agrément, et deux communiqués en 2001, concernant respectivement les activités d'une personne physique proposant à des résidents français des parts d'un fonds commun de placement non agréé et celles d'une personne morale faisant appel public à l'épargne sans autorisation en commercialisant des parts de sociétés.
17. [http://www.iosco.org/docs-public/1998-internet\\_security.html](http://www.iosco.org/docs-public/1998-internet_security.html).
18. [http://www.iosco.org/docs-public-2000/2001-securities\\_activity\\_internet.html](http://www.iosco.org/docs-public-2000/2001-securities_activity_internet.html).
19. Memorandum of Understanding (MOU).
20. Directive 2000/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2000 relative à certains aspects juridiques des services de la société de l'information, et notamment du commerce électronique, dans le marché intérieur (« directive sur le commerce électronique »).