

RÉGULATION JUDICIAIRE ET/OU ADMINISTRATIVE DE LA FINANCE ?

FRANCE DRUMMOND*

Ainsi posée la question embarrasse, car elle postule que la régulation peut être judiciaire, ouvrant même l'hypothèse d'une régulation exclusivement judiciaire. Or, en matière financière, le terme régulation est généralement entendu dans un sens bien particulier, comme un mode spécifique d'intervention de l'État, qui consiste à confier à une autorité administrative indépendante, dotée de prérogatives de puissance publique, la préservation de l'équilibre des intérêts à l'œuvre dans un secteur d'activité (Chevallier, 1998 ; Autin, 2000 ; Frison-Roche, 2001 ; Marcou, 2006¹ ; Calandri, 2009). L'autorité administrative (ou publique) indépendante participe de la définition de la régulation, de sorte qu'il ne saurait y avoir de « régulation judiciaire », moins encore exclusivement judiciaire. La régulation du secteur financier est donc, comme toute « régulation », de nature administrative. Ce n'est pas dire que le juge ne participe pas à la définition des modalités de fonctionnement des marchés : en confirmant, en annulant ou en réformant les décisions de l'autorité, en prononçant une sanction, le juge contribue à la construction du droit des marchés financiers, mais il ne « régule » pas les marchés². L'office du juge en la matière – contrôle du régulateur, sanction des contrevenants – ne diffère pas du rôle qu'il remplit dans les autres domaines de la vie économique.

Ce « *design* légal de la régulation financière », pour reprendre l'expression des concepteurs de ce numéro de la *Revue d'économie financière*, est le modèle dominant d'encadrement des marchés financiers. C'est le modèle américain d'origine et le modèle français qu'il a

163

* Professeur, Université Paris 2 Panthéon-Assas. Contact : france.drummond@orange.fr.

inspiré, c'est aussi le modèle imposé en Europe depuis que la directive DSI de 1993 a exigé des États membres la désignation d'autorités publiques dotées de tous les pouvoirs nécessaires pour accomplir les missions requises par l'objectif d'intégration européenne des marchés financiers³. Le succès et la longévité du système paraissent en attester la pertinence.

Pourtant cette régulation n'a pu ni prévenir ni endiguer la crise financière de 2008 que seuls les États et les banques centrales, appelés à la rescousse, ont été à même de gérer. Microéconomique et domestique, elle s'est révélée inadaptée. Aussi, au lendemain de la crise, la réflexion s'est-elle engagée sur le perfectionnement ou le renouvellement du modèle. Dix ans plus tard, l'architecture de la régulation financière a changé. Pour un œil extérieur, le changement est difficilement perceptible : les acteurs sont les mêmes. Mais, à bien y regarder, le prisme macroprudentiel et international qui est aujourd'hui promu modifie significativement la nature des missions de l'autorité publique, et la montée en puissance de volet répressif réhabilite le juge. C'est à une redistribution des rôles entre autorités publiques et juges, et entre instances locales et régionales, que l'on assiste, sans que l'on puisse véritablement discerner vers quel modèle tend la régulation européenne de la finance. Or l'enjeu n'est pas seulement celui de la stabilité des marchés. Face à la menace que représente, pour les entreprises européennes, le bras armé de la supervision américaine constitué par le couple formé par la SEC (Securities and Exchange Commission) et le DOJ (Department of Justice), l'enjeu est aussi de doter l'Europe des moyens de peser et de protéger les valeurs qui la fondent⁴.

C'est en donnant à voir ce basculement d'un modèle national de régulation (première partie) vers un modèle européen de supervision à définir (seconde partie) que nous souhaiterions envisager la question de la régulation administrative ou judiciaire de la finance en concentrant notre propos sur la régulation, non de la « finance », mais des marchés financiers.

L'AUTORITÉ ADMINISTRATIVE ET LE JUGE DANS UN MODÈLE NATIONAL DE RÉGULATION

Pour comprendre la nature de l'évolution du « *design* légal de la régulation », il faut revenir au choix initial : celui d'une autorité administrative de régulation qui marginalise l'autorité judiciaire. L'étude peut légitimement se faire à partir du cas de la France, parce qu'elle a été l'un des premiers États européens à se doter d'une autorité de régulation, l'un des premiers aussi à l'avoir investie d'un pouvoir de sanction administratif, et parce qu'ici, plus qu'ailleurs peut-être, ce choix a engendré une réflexion doctrinale particulièrement riche.

Le choix de l'autorité administrative

La régulation a supplanté une organisation corporative des marchés. Longtemps, en effet, la bourse fut organisée par et pour les agents de change, regroupés dès 1572 au sein de la Compagnie des agents de change, et supervisée par la Chambre syndicale qui en était l'émanation. La faillite de Law et la très grave crise économique qui s'en est suivie n'ont pas remis en cause cette organisation : l'arrêt du 24 septembre 1724, qui est le véritable acte de naissance de la bourse de Paris, eut davantage pour objet d'instaurer un pouvoir de police sur un lieu qu'une véritable supervision de l'activité.

Le modèle de régulation des marchés financiers est né en 1967, avec la Commission des opérations de bourse (COB)⁵. La COB fut conçue comme une agence à l'américaine, chargée de veiller à la préservation du bon fonctionnement de ce secteur économique et dotée à cette fin d'un ensemble de prérogatives de puissance publique.

Ce modèle s'est imposé pour différentes raisons (Conseil d'État, 2001). Des raisons politiques : la pression internationale, le désir d'endiguer une certaine crise de légitimité de ces activités et d'offrir une garantie renforcée d'impartialité des interventions de l'État. Des raisons pratiques aussi : la nécessité de faire face à la technicité de la matière et à la rapidité de ses mutations grâce à l'aide de professionnels, spécialistes des questions financières ; le besoin de pallier l'inefficacité des moyens classiques d'intervention dans un domaine où les enjeux et les risques imposent une prise de décision rapide.

À compter de sa création, par extension de son champ d'intervention ou par augmentation de ses pouvoirs, la COB n'a cessé de renforcer son emprise sur la régulation des marchés financiers. Elle obtint un pouvoir réglementaire autonome, des pouvoirs étendus d'investigation sur pièce et sur place et, surtout, par la loi du 2 août 1989, un pouvoir quasi répressif : non le pouvoir de sanction disciplinaire dont était dotée l'autorité professionnelle⁶, mais un pouvoir de sanction que l'on qualifia d'« administratif », à l'encontre de toute personne ayant contrevenu à la réglementation financière⁷.

La doctrine forgea le concept d'autorité administrative indépendante pour qualifier cette nouvelle entité et redécouvrit le terme « régulation »⁸ pour rendre compte de cette forme particulière d'intervention de l'État consistant à doter une autorité d'un ensemble de prérogatives aux fins d'intervenir de manière souple, graduée, proportionnée, en réaction au dysfonctionnement ou au risque de perturbation des marchés. De la réglementation à la sanction en passant par l'édition de normes souples, la recommandation, l'invitation, la décision, l'investigation, la transaction, le glissement des mesures *ex ante* aux mesures

ex post est à peine perceptible, et l'autorité accompagne, au plus près des acteurs, le fonctionnement du secteur régulé.

En 2003⁹, la création de l'AMF (Autorité des marchés financiers) donna à l'autorité une importance nouvelle : en absorbant l'autorité professionnelle, elle renforçait son poids ; en instituant en son sein une Commission des sanctions, elle légitimait son pouvoir de sanction. Comme ses prédécesseurs, toutefois, l'AMF partage la supervision du secteur financier : la surveillance prudentielle lui échappe. Celle-ci relève des missions de la Banque de France et de l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) et, aujourd'hui, dans certains cas de la BCE (Banque centrale européenne). Lorsque en 2010 les autorités bancaires ont été restructurées et que le CECEI (Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement) et la Commission bancaire ont fusionné au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), qui devait devenir l'ACPR¹⁰, la question de la redistribution des compétences entre autorités a été discutée. Le gouvernement y a été hostile, arguant de logiques de contrôle différentes. Au-delà d'une régulation sectorielle, la France a donc choisi un système « *twin peaks* », une régulation par objectifs.

Le cantonnement du juge

166

Le choix d'un modèle de régulation relègue le juge en périphérie de l'encadrement des marchés. Il intervient davantage comme un « régulateur du régulateur »¹¹ que comme un acteur direct de la supervision des opérateurs. Trop lent, trop peu expert, le juge n'est pas le recours naturel, lors même qu'il s'agirait de sanctionner les contrevenants sur les marchés.

L'autorité publique indépendante exerce son activité sous le contrôle du juge (Canivet, 2004). Ce contrôle n'est pas un contrôle substantiel de la politique de régulation de l'autorité, mais des modalités de son exercice. Il en est ainsi lorsque le Conseil d'État contrôle l'exercice par l'autorité de son pouvoir normatif : alors même qu'il étend son contrôle aux actes de droit souple de l'autorité¹², le contrôle demeure un contrôle de l'excès de pouvoir. Il en est ainsi également lorsque les juridictions de recours tordent le bras à l'autorité pour la contraindre à se plier aux exigences procédurales qui s'imposent en matière répressive aux fins de garantir le respect des libertés et des droits constitutionnellement et conventionnellement garantis. Il en va de même lorsque le juge autorise des mesures d'enquête coercitives : c'est un contrôle de proportionnalité qu'il effectue et non un contrôle d'opportunité¹³. Seuls les recours contre les décisions individuelles de l'autorité pourraient permettre au juge de s'immiscer dans la substance même de la régulation. Si son pouvoir d'annulation ou de réformation des déci-

sions de sanction dit trop peu de ce que pourrait être une conception judiciaire de la régulation, il est d'autres domaines, celui des offres publiques, par exemple, que le juge a véritablement contribué à préciser. On notera toutefois que la décision de la Cour de cassation du 5 juillet 2017, prenant le soin dans un *obiter dictum* de nier à la Cour d'appel de Paris le pouvoir de réformation des décisions de conformité des offres publiques, pourrait stopper net le mouvement¹⁴.

À l'égard des opérateurs, le juge garde son pouvoir de sanction. Mais qu'il s'agisse du juge pénal ou du juge civil, son intervention a souvent été jugée peu « efficace ». La longueur des procédures pénales et les difficultés d'évaluation des préjudices financiers en matière de responsabilité civile peuvent faire douter de la portée normative de l'intervention judiciaire dans le domaine financier. Seule la jurisprudence développée en matière de responsabilité des prestataires de services d'investissement pour violation des règles de bonne conduite à l'égard de leurs clients peut être considérée comme ayant réellement contribué à la régulation des comportements.

Le « *design* légal » de la régulation des marchés a été conçu et fonctionne ainsi : une ou plusieurs autorités publiques indépendantes exercent, sous le contrôle du juge, une mission dite de « régulation » consistant, en concertation avec les acteurs de la Place, à poser la règle, en assurer le contrôle et en sanctionner la violation, aux fins de préserver le bon fonctionnement des mécanismes sophistiqués que sont les marchés financiers. En façade, le modèle perdure. Pourtant, à bien y regarder, fortement ébranlé par la crise financière de 2008, il est en passe d'être abandonné.

167

LES AUTORITÉS PUBLIQUES ET LES JUGES DANS UN MODÈLE EUROPÉEN DE SUPERVISION

La crise financière de 2008 a bousculé le modèle. Même si la régulation des marchés n'a pas été directement mise en cause¹⁵, la crise en a révélé les faiblesses : approche microéconomique, domestique, insuffisance des mécanismes de concertation et de coopération, disparité des politiques de sanction et laxisme de certaines autorités. Les voies retenues pour pallier ces faiblesses perturbent le modèle de régulation et repositionnent autorités publiques et juges dans un modèle qui reste à définir.

La perturbation du modèle

Au lendemain de la crise financière, trois réactions vont perturber le modèle de régulation : l'importance accordée à l'approche macroprudentielle, la recherche d'une surveillance globale ou déterritorialisée des marchés, et la volonté d'accentuer le volet répressif de la supervision.

Le premier facteur de perturbation est l'importance prise par les préoccupations macroprudentielles : la prévention des risques systémiques et la surveillance de la stabilité financière sont devenues des enjeux majeurs et ont pris le pas sur la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés. Il est significatif à cet égard que la présidence du groupe de travail mis en place par la Commission pour réfléchir aux moyens de lutter contre les défaillances du système européen de surveillance et de gestion des crises ait été confiée à un ancien directeur général du FMI (Fonds monétaire international) et gouverneur de la Banque de France. Et il ne sera pas sans incidence que la présidence de l'AMF soit aujourd'hui assurée par un ancien sous-gouverneur de la Banque de France. La « régulation » ne fait pas partie du logiciel prudentiel : les autorités prudentielles n'ont jamais été dotées de l'ensemble des prérogatives et de l'indépendance dont jouit l'AMF¹⁶, le rapport Larosière distingue très clairement « réglementation » et « supervision », mais n'évoque à aucun moment la logique particulière de la « régulation », et le président de l'AMF, lors de ses vœux à la presse, annonçait une approche nouvelle, non de la régulation, mais de la « supervision » des acteurs, par des contrôles courts et thématiques. Autrement dit, la logique prudentielle imprègne aujourd'hui la réflexion et explique que la supervision prenne le pas sur la régulation.

168

Le deuxième facteur tient au déplacement des points d'appui de la régulation aux fins de permettre une approche globale des phénomènes de marché. La prise de conscience de l'absence de coïncidence entre des marchés mondialisés et des souverainetés bornées par les frontières nationales¹⁷ n'est pas nouvelle. Mais le mouvement s'est accéléré sous la pression du progrès technologique et de la volonté politique, en Europe, d'intégration des marchés : il augmente les risques de contagion et engendre des groupes transfrontaliers toujours plus puissants. L'action étatique est dépassée. Et si, pendant un temps, nous avons pu croire que les outils traditionnels du droit international public permettaient d'assurer une coordination et une coopération efficace des autorités, la crise financière de 2008 a montré qu'il n'en était rien. Même à l'échelle de l'Europe, le constat a été fait que les mécanismes de coopération n'étaient pas à même de répondre, en urgence, aux situations de crise transfrontières.

Pour saisir le phénomène dans sa globalité, deux voies se dessinent : la première consiste à déplacer le centre de gravité de la régulation à un niveau supranational¹⁸, la seconde réside dans la diffusion de la régulation au sein même des acteurs, ceux-ci étant censés l'internaliser.

La première voie suppose que les États acceptent de se soumettre à un ordre juridique supranational. Aussi est-ce au niveau européen

qu'elle est aujourd'hui empruntée, avant peut-être, qu'un jour, soient dévolus à l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) les mêmes pouvoirs de régulation internationale que ceux qui sont confiés à l'OMC (Organisation mondiale du commerce)¹⁹. Elle consiste à établir un cadre juridique européen contraignant et à investir l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) d'un pouvoir direct de supervision des autorités nationales et de certains acteurs.

La contrainte se traduit par la substitution des règlements aux directives et par une limitation drastique des options laissées aux États membres. Dans ce processus, l'AEMF joue un rôle majeur. Elle est à l'initiative d'une partie de ce droit dur – les actes délégués et les actes d'exécution – qui s'impose sans transposition aux États membres et étend son influence au moyen des orientations et des recommandations, que les autorités nationales font leurs, les reprenant sans modification dans leur doctrine. Mais l'AEMF tient surtout du Règlement 1095/2010 un pouvoir de supervision des autorités nationales et, à ce titre, un pouvoir de contrainte, lorsqu'elles ne respectent pas le droit de l'Union européenne, ne prennent pas les mesures qui s'imposent en situation d'urgence, ou encore lorsqu'un différend naît entre les autorités. Ce pouvoir de contrainte est complété par le pouvoir de pallier l'inertie des autorités en prenant des décisions individuelles à l'encontre de certains acteurs du marché, une sorte de pouvoir de supervision indirect de ces acteurs, que l'Union européenne est venue compléter par un pouvoir direct de supervision sur les agences de notation de crédit et les référentiels centraux.

169

Le mouvement pourrait se renforcer car la Commission européenne propose d'accroître les pouvoirs de l'AEMF²⁰ : il s'agirait d'élargir à d'autres acteurs le pouvoir direct de l'autorité – administrateurs d'indices de référence critiques, certains fonds d'investissement –, de lui confier l'approbation des prospectus des produits financiers *wholesale*²¹ ainsi que de tous les prospectus établis dans des pays tiers selon les règles de l'Union européenne, de l'investir de la mission de coordonner les enquêtes sur les abus de marché lorsque des comportements ont des effets transfrontières compromettant l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité financière dans l'Union européenne.

Ce mouvement affecte la mission du régulateur national. Les autorités compétentes perdent leur pouvoir normatif : le règlement général de l'AMF qui transposait les grandes directives financières ne sera plus, bientôt, qu'une suite de liens hypertextes, avant que ne lui soit, sans doute, substitué un code européen des marchés financiers ; elles abandonnent leur marge de manœuvre dans l'ajustement de la réglementation aux spécificités nationales ; pour harmoniser les pratiques, les options se réduisent, les recommandations et les orientations de

l'AEMF deviennent les positions de l'AMF ; elles renoncent à leur entière liberté dans l'administration de la sanction : des batteries de critères viennent encadrer la fixation des sanctions ; plus radicalement, certains professionnels sont soustraits à leur tutelle.

Parallèlement à ce mouvement d'aspiration par le haut des compétences des autorités nationales se développe un mouvement de transfert, vers le bas, de la régulation. Les autorités nationales se voyant contraintes par leurs limites territoriales et les autorités internationales étant trop éloignées des acteurs, on assiste au développement de phénomènes d'internalisation de la régulation par les acteurs eux-mêmes.

Deux exemples permettent d'illustrer le propos. Le premier est celui des infrastructures de marché. Les systèmes exploités par les entreprises de marché, les chambres de compensation et les dépositaires centraux sont de véritables systèmes juridiques et leurs gestionnaires, des instances de régulation. Disposant du pouvoir réglementaire, de pouvoirs de contrôle et de sanction, ils sont chargés de réguler les systèmes qu'ils exploitent. À leur égard, les autorités nationales et l'AEMF, réunies ou non dans un collège de superviseurs, assument une mission de surveillance : approuvant les règles de fonctionnement, traitant les informations qu'ils reportent, diligentant des contrôles, sanctionnant le cas échéant. Les autorités surveillent, les gestionnaires régulent.

170

Le second exemple est l'importance prise par le phénomène de la *compliance*. Devant l'incapacité de l'autorité nationale à régir des acteurs dont les activités transfrontières se sont considérablement complexifiées, le législateur transfère la mission de régulation à ces acteurs qui sont censés l'internaliser²². Identifiés comme seuls à même d'assurer le respect de la réglementation, ils se voient confier la mission de la transposer en interne en prenant en compte les spécificités de leur activité, d'en contrôler l'application et d'en sanctionner la méconnaissance²³. Ainsi qu'on l'a écrit, « le rôle du régulateur évolue : il ne fait plus, il regarde faire, il contrôle que cela est fait, il reçoit les preuves que cela a été fait, que cela est fait, que cela sera fait, en permanence » (Frison-Roche, 2017).

Le troisième facteur de perturbation du modèle de régulation est la montée en puissance de la répression. Le rapport Larosière et la Commission européenne, après un bilan transsectoriel de l'utilisation effective des pouvoirs de sanction au sein des États membres, ont appelé à un renforcement des sanctions en matière financière. La traduction en est trop connue pour être longuement évoquée. Rappelons seulement que chacun des textes édictés par l'Union européenne en matière financière postérieurement à cette communication comporte un développement dédié aux mesures et aux sanctions administratives qui fixe

la nature des sanctions susceptibles d'être prononcées, les plafonds minimums des sanctions pécuniaires et les critères à prendre en considération pour les déterminer. Soulignons, plus encore, qu'en matière d'abus de marché, les États membres se sont vus contraints de prévoir des sanctions pénales. Pour la première fois, en effet, l'Union européenne a usé du pouvoir, qui lui a été conféré par le traité de Lisbonne, d'assurer, par la voie de sanctions pénales, l'application d'une politique de l'Union européenne. La Commission s'en explique ainsi : il faut en la matière une sanction « marquant une désapprobation sociale d'une nature qualitativement différente par rapport aux sanctions administratives », une sanction qui « signale très clairement, en droit, que de tels comportements sont considérés comme inacceptables et qui adresse au public et aux auteurs potentiels le message que ces comportements sont pris très au sérieux par les autorités compétentes²⁴ ». La Commission n'a pas caché sa volonté d'aligner le droit européen sur les standards américains²⁵. Les montants des transactions de la SEC et le nombre d'années d'emprisonnement prononcé par le juge fédéral ont depuis longtemps frappé les esprits.

Le modèle de régulation installé à la fin des années 1960 ne saurait survivre à ces évolutions : le temps de la consultation, du sur-mesure, du dialogue et de la réaction graduée n'est plus. L'accent mis sur le prisme macroprudentiel, le déplacement des points d'appui de la régulation au niveau européen et au sein même des acteurs, la volonté de réhabilitation du juge pénal dessinent un nouveau modèle de supervision.

171

La transformation du modèle

Seuls les linéaments du nouveau « *design* légal » de la régulation financière sont posés. L'Union européenne est au milieu du gué. La proposition de la Commission européenne tendant à transférer de nouveaux pouvoirs à l'AEMF atteste du mouvement, sans expliciter le dessein. Elle donne à voir, toutefois, un bouleversement profond de la place et des interactions de l'autorité publique et du juge.

Dans le nouvel ordre qui se dessine, la mission des autorités publiques évolue d'une mission de régulation à une mission de surveillance, sans que l'on sache encore ce que sera l'articulation des compétences des autorités nationales et de l'autorité européenne.

Les autorités nationales, dépossédées progressivement de l'exercice autonome de leur pouvoir normatif et de leur marge d'ajustement dans l'application des textes, sont en passe de devenir les « points de contrôle » d'une réglementation définie par la Commission européenne et l'AEMF et mise en œuvre par les acteurs privés. Quant à

l'AEMF, elle n'a ni la proximité qui favorise le dialogue, ni la diversité de moyens d'intervention qui permet la souplesse et la flexibilité qui caractérisent la mission d'une autorité de régulation. L'AEMF est une autorité de supervision.

Reste à définir l'articulation des compétences entre ces autorités de supervision²⁶. L'AEMF n'est plus seulement le superviseur des superviseurs ; sera-t-elle demain le superviseur direct de l'ensemble des acteurs ou allons-nous vers un modèle semi-intégré comme celui qui résulte de l'Union bancaire ? Si l'Union des marchés de capitaux doit, comme l'Union bancaire, entraîner un transfert des compétences des autorités nationales vers l'autorité européenne, il faut tracer la ligne de partage : comment expliquer que les agences de notation de crédit et les référentiels centraux relèvent de la supervision directe de l'AEMF et non les dépositaires centraux, les chambres de compensation, les teneurs de marché ou d'autres ? Doit-on prendre en compte la taille des opérateurs et/ou des opérations, ou la nature de l'activité exercée par les opérateurs ? Le risque systémique de marché naît-il de la faillite d'un acteur, de problèmes opérationnels ou du comportement d'un opérateur ?

172

La ligne de partage tracée, il restera à définir la nature des relations entre l'autorité européenne et les autorités nationales : les autorités ont-elles des compétences exclusives sur les domaines réservés ou partagent-elles leur compétence dans le cadre d'une cosupervision ? Les autorités nationales jouissent-elles de pouvoirs propres ou seulement de compétences déléguées²⁷ ?

Autant dire que le « *design* » actuel de la régulation financière européenne est un brouillon, ou du moins une étape, et que l'on comprend l'inquiétude des professionnels, dénonçant tant le coût d'une nouvelle complexité que les incertitudes, la sédimentation des bureaucraties, ou la perte de l'expertise accumulée par les régulateurs nationaux, que cet empilage est susceptible d'engendrer²⁷.

Au-delà de l'articulation des compétences des autorités publiques, la place du juge devra être précisée. En investissant l'AEMF d'une mission de supervision, l'Union européenne fait entrer un nouveau juge dans le jeu de la régulation financière – la Cour de justice de l'Union européenne – dont les pouvoirs devront être combinés avec ceux du juge national, réhabilité par l'importance donnée au volet répressif de la supervision.

Les autorités exercent leur activité sous le contrôle de leur juge respectif : le juge local pour l'autorité locale, la Cour de justice de l'Union européenne pour l'AEMF. La situation est toutefois moins simple qu'il n'y paraît.

À l'échelon européen, la Cour de justice connaît des recours contre les décisions de l'AEMF : celles qui sont prises sur le fondement du Règlement n°1095/2010 à l'encontre d'une autorité nationale ou d'un acteur pour remédier à l'inertie de l'autorité, après que ces décisions ont été contestées devant la commission de recours *ad hoc* prévue par le système européen de supervision financière²⁹ ; celles qui sont prises à l'encontre des agences de notation de crédit³⁰ et des référentiels centraux³¹, qu'il s'agisse de sanctions ou d'astreintes. Mais l'articulation de ses pouvoirs et de ceux du juge national est malaisée : en matière d'enquête, par exemple, la Cour de justice est le juge de contrôle de la légalité des mesures d'enquêtes, mais ce sont les juridictions de l'État membre concerné qui sont juges de la proportionnalité de la mesure³². En matière d'exécution des décisions, la Cour de justice a seule la compétence pour suspendre une mesure d'exécution forcée, mais le contrôle de la régularité des mesures d'exécution relève de la compétence des juridictions de l'État membre concerné³³. Et si, à l'échelon national, le juge reste investi du pouvoir de contrôle de l'autorité nationale, la question se posera de savoir à l'aune de quel ordre juridique s'effectuera ce contrôle si l'autorité ne venait à jouir que de compétences déléguées.

Aux côtés des autorités, le juge a été réhabilité dans sa fonction répressive. Mais il ne peut s'agir que du juge local. La Cour de justice de l'Union européenne n'est pas investie du pouvoir de prononcer une sanction pénale. On ne peut manquer de faire le rapprochement avec la supervision américaine dont l'efficacité repose sur la parfaite complémentarité et le jeu de rôle de la SEC et du DOJ. Il faut espérer que le futur parquet européen puisse augurer une véritable supervision européenne en matière financière³⁴.

L'achèvement du modèle par la clarification des pouvoirs des autorités et des juges aux fins d'en permettre une conjugaison fluide est la condition de l'existence d'une voie européenne en matière financière. L'Europe, écrit-on, « a aujourd'hui les inconvénients du fédéralisme sans en avoir les avantages, à savoir la protection, entre autres, de ses membres, comme cela se produit aux États-Unis. Elle a l'embarras d'une puissance, sans être toutefois capable d'en percevoir les fruits et d'en faire profiter ses ressortissants (...) alors que les règles juridiques aux États-Unis potentialisent la puissance, elles la neutralisent en Europe » (Garapon et Servan-Schreiber, p. 189). Dans certains domaines, celui de la concurrence ou de la protection des données personnelles, les institutions européennes ont démenti le propos. La Cour de justice a montré qu'elle pouvait hiérarchiser et arbitrer les intérêts protégés et préserver les valeurs qui fondent

l'Union européenne. Il faut espérer qu'elle investisse également le domaine financier et que son action, conjuguée à celle d'une autorité publique aux compétences clarifiées, permette de faire entendre, en matière financière, une voie alternative à celle de la supervision américaine.

NOTES

1. *Contra* considérant que ce cumul ne saurait être l'élément caractéristique de la « régulation », voir Calandri (2009).
2. Sur l'idée d'un juge « méta-régulateur », Sauvé (2017) dit : « L'essor des instances de régulation a en tout cas fait naître un évident besoin de « régulation des régulateurs » et il a ainsi fait émerger un « méta-régulateur », en la personne du Conseil d'État, dans sa double mission de conseil et de juge. »
3. Directive 93/22/CEE du Conseil européen, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, art. 22.
4. Sur ces enjeux, voir Garapon et Servan-Schreiber (2015).
5. Un Comité des bourses de valeurs, présidé par le gouverneur de la Banque de France, avait été instauré par les lois de Vichy en 1942, mais il s'agissait davantage d'un « organe d'arbitrage » que d'une autorité de régulation : la loi ayant reconnu officiellement la coulisse aux côtés des agents de change, il fallait un organisme commun aux deux marchés investi de l'autorité nécessaire pour régler les différends.
6. Lorsque en 1988, le statut des agents de change disparaît et avec lui les organes de la profession, la Chambre syndicale fut remplacée par le Conseil des bourses de valeurs qui était un organisme professionnel doté de la personnalité morale, tout comme le Conseil des marchés financiers qui lui fut substitué en 1996.
7. Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.
8. Le mot, apparu en français dès 1460, a pris un sens politique d'action de régler » par emprunt à l'anglais « régulation » (1672), *to regulate*, de même origine. Régulation se répand à la fin du XIX^e siècle avec le sens de « fait d'agir sur un système complexe et d'en coordonner les actions pour un fonctionnement correct et régulier » (REY, 2016).
9. Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.
10. Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance. La fusion de la Commission bancaire, de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et du Comité des entreprises d'assurance avait été préconisée par la mission confiée à l'Inspection générale des finances sous la direction Deletré (2009).
11. Pour reprendre l'expression de Sauvé (2017).
12. CE, 21 mars 2016, n° 368082, Sté Fairvesta International GmbH et autres.
13. Art. L. 621-12, Code monétaire et financier (visites domiciliaires et saisies) ; art. L. 621-13, Code monétaire et financier (mesures de séquestre, de consignation de sommes d'argent ou d'interdiction d'activité) ; art. L. 621-13-5, Code monétaire et financier (sites d'investissement en ligne) ; art. L. 621-14, Code monétaire et financier (injonction sous astreinte).
14. Com. 5 juillet 2017, n° 15-25121, BJB, septembre-octobre 2017, p. 339, note Gaudemet A. ; Banque et Droit, sept.-oct. 2017, n° 175, p. 33, comm. Chacornac J.
15. La crise financière serait-elle une crise de la régulation ? (Sève, 2013).
16. Ce qui conduisit le législateur à lui retirer le statut d'autorité administrative indépendante. Loi n° 2017-55, 20 janvier 2017, portant statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes.
17. Voir Sauvé (2017).

18. La mise en réseau des régulateurs aurait pu être envisagée (en ce sens, voir Fondation pour le droit continental, 2017). L'avancée de la construction européenne rend toutefois envisageable la voie de l'intégration.

19. À ce jour, la régulation financière mondiale est partagée entre plusieurs organisations qui ne sont pas établies par traités et n'ont pas de pouvoir contraignant direct sur les acteurs de marché : l'OICV qui a pour mission d'élaborer des standards internationaux permettant d'assurer le bon fonctionnement, la transparence et l'intégrité des marchés financiers et la protection de l'investisseur. Le Conseil de stabilité financière, bras armé du G20, chargé de coordonner le développement et la mise en œuvre de standards internationaux, de déceler les fragilités du système financier mondial et de proposer des mesures pour améliorer le fonctionnement des marchés et réduire le risque systémique.

20. Consultation de la Commission européenne du 21 mars 2017, https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-esas-operations_en ; « Response of the French Autorité des marchés financiers (AMF) to the European Commission's consultation on the operations of the European supervisory authorities », mai 2017, site AMF.

21. La Commission vise les émissions d'ABS (*asset-backed securities*) et les émissions de titres hors actions admis à la négociation sur les seuls marchés régulés réservés aux investisseurs qualifiés ; l'AMF propose d'étendre ce contrôle aux produits *wholesale*, autrement dit aux produits des marchés de gros en raison du montant de leur nominal.

22. Sur ce phénomène, voir Frydman (2014).

23. De Juvigny (2017) : « En quelques années, elle est devenue un instrument à la fois nécessaire et fondamental de la régulation financière. un instrument d'autant plus nécessaire que la complexité sans cesse croissante du monde financier ne permettrait pas au régulateur de faire respecter, à lui seul, les règles sans l'effort constant, proactif, des acteurs de marché pour mettre en oeuvre des procédures de conformité, mais plus encore pour s'adapter – en transformant leur culture d'entreprise – à un nouvel environnement international, dans lequel le rapport à la norme devient essentiel et la réputation un bien des plus précieux. »

24. Proposition de directive Abus de marché, considérant 6.

25. Communication de la Commission européenne du 8 décembre 2010, « Renforcement des sanctions en cas d'infraction aux règles de l'UE sur les services financiers : la voie à suivre », IP/10/1678.

26. Sur les différents modèles, voir Idoux (2014).

27. Art. 30, Règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (Règlement CRA).

28. Entretiens de l'AMF 2017, Table ronde.

29. Art. 58 et suivants, Règlement (UE) n° 1095/2010.

30. Art. 36 *sexies*, Règlement CRA.

31. Art. 69 Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (Règlement EMIR).

32. Art. 23 *quater* et *quinquies*, Règlement CRA ; art. 62 et 63, Règlement EMIR ; sur la complexité, voir Sotiropoulou (2016).

33. Art. 68, Règlement EMIR.

34. Proposition de Règlement du Conseil portant création du Parquet européen /* COM/2013/0534 final – 2013/0255 (APP) */.

BIBLIOGRAPHIE

AUTIN J.-L. (2000), « L'usage de la régulation en droit public », in *La régulation entre droit et politique*, Colloque du Centre d'études et de recherches sur la théorie de l'État, l'Harmattan.

CALANDRI L. (2009), *Recherches sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ.

CANIVET G. (2004), « Propos généraux sur les régulateurs et les juges », in Frison-Roche M.-A., *Droit et économie de la régulation*, Presses de Sciences Po, « Hors collection », pp. 184-193.

- CHEVALLIER J. (1998), « Régulation et polycentrisme dans l'administration française », *La Revue administrative*, n° 301, janvier-février, p. 43, spéc. p. 45.
- CONSEIL D'ÉTAT (2001), *Rapport public 2001. Jurisprudence et avis de 2000. Les autorités administratives indépendantes*, Études et documents n° 52, La Documentation française, p. 275.
- DE JUVIGNY B. (2017), « La compliance bras armé de la régulation », in Frison-Roche M.-A. (dir.), *Régulation, supervision, compliance*, Dalloz, p. 27.
- DE LAROSIÈRE J. (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the UE*, rapport, février.
- DELETRÉ B. (2008), *Rapport Deletré*, Inspection des Finances, n° 2008-M-069-02, janvier.
- FONDATION POUR LE DROIT CONTINENTAL (2017), *Comment se dessine l'avenir de la régulation financière à travers le monde : bonnes pratiques et enseignements*, Observatoire international des régulations économiques, Rapport annuel 2017, p. 33.
- FRISON-ROCHE M.-A. (2001), « Le droit de la régulation », *Le Dalloz*, n° 7, p. 610.
- FRISON-ROCHE M.-A. (2017), « Du droit de la régulation au droit de la compliance », in Frison-Roche M.-A. (dir.), *Régulation, supervision, compliance*, Dalloz, p. 11.
- FRYDMANN B. (2014), *Petit manuel pratique du droit global*, Académie royale de Belgique, p. 87 et suivantes.
- GARAPON A. et SERVAN-SCHREIBER P. (dir.) (2015), *Deals de justice – Le marché américain de l'obéissance mondialisée*, Puf.
- IDOUX P. (2014), « Régulateurs nationaux et régulateurs européens », *Revue Droit Public*, n° 2, p. 290.
- MARCOU G. (2006), « La notion juridique de régulation », *Actualité juridique de droit administratif*, p. 347.
- REY A. (2016) (dir.), *Dictionnaire historique de la langue française*, Le Robert.
- SEVE M. (2013), *La régulation financière face à la crise*, Bruylant.
- SAUVÉ J.-M. (2017), « Compliance, droit public et juge administratif », in Frison-Roche M.-A. (dir.), *Régulation, supervision, compliance*, Dalloz, p. 60.
- SOTIROPOULOU A. (2016), « L'ESMA et la sanction de Fitch : brèves réflexions sur les pouvoirs de surveillance de l'Autorité européenne des marchés financiers », *BJB*, octobre, p. 423.