HAL
open science

L'intégration financière – Grandeur et décadence du fédéralisme de marché

Sébastien Adalid

To cite this version:

Sébastien Adalid. L'intégration financière – Grandeur et décadence du fédéralisme de marché. Stéphane de la Rosa; Francesco Martucci; Edouard Dubout. L'Union européenne et le fédéralisme économique, Bruylant, 2015, 9782802748960. hal-01412334

HAL Id: hal-01412334

https://hal.science/hal-01412334v1

Submitted on 8 Dec 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Références de la première publication de l'article :
Original publication reference :

S. ADALID, « L'intégration financière – Grandeur et décadence du fédéralisme de marché », *in* S. de la ROSA, F. MARTUCCI & E. DUBOUT (dir.), *L'Union européenne et le fédéralisme économique*, 2015, Bruylant, Droit de l'Union européenne - Colloque, Bruxelles, p. 261.

La pagination correspond à la version publiée
The pagination is the same as the paper version

Article mis en lige avec l'autorisation de l'Éditeur

L'INTÉGRATION FINANCIÈRE – GRANDEUR ET DÉCADENCE DU FÉDÉRALISME DE MARCHÉ

SÉBASTIEN ADALID
MAÎTRE DE CONFÉRENCES EN DROIT PUBLIC À L'UNIVERSITÉ PARIS-EST CRÉTEIL

Réguler efficacement la finance n'est plus, pour les États et l'Union européenne, une question de volonté, mais bien de capacité. Il n'est plus aujourd'hui possible de contrôler un phénomène qui les dépasse ontologiquement.

En 2008, le président Sarkozy déclarait qu'« une certaine idée de la mondialisation s'achève avec la fin d'un capitalisme financier qui avait imposé sa logique à toute l'économie et avait contribué à la pervertir »[1]. En mars 2013, Massimo Prandi – ancien ministre italien des finances – estimait, quant à lui, que : « L'économie, et plus précisément la finance, ont détruit le rêve européen »[2].

Il y a, dans le pessimisme du second, la négation de la véhémence du premier. Cinq années séparent ces deux déclarations. Pendant ces cinq années, l'Europe a cherché à endiguer la crise financière, la crise économique et la crise des dettes souveraines avec un succès particulièrement relatif. La crise a été déclenchée par la finance, qui depuis l'entretient, car elle ne joue quasiment plus son rôle naturel de financement de l'économie réelle et cause plutôt sa panne. Pourtant, les réformes et les avancées institutionnelles n'ont pas manqué. Mais conduites dans l'urgence et sans remise en question du paradigme sur lequel se fonde la régulation financière, elles ne peuvent qu'apporter des réponses précaires.

Le marché financier actuel s'est construit autour de certains traits caractéristiques, qui constituent aujourd'hui son génome[3]. Ce dernier s'est forgé sur

1. Discours prononcé à Toulon le 25 septembre 2008.
2. *Les Echos*, 28 mars 2013.
3. Pour reprendre l'expression d'H. BOURGUINAT, « Une approche génétique de la crise », *Rev. écon. fin.*, 2008, vol. 7, h.-s., pp. 123-128.

le fondement des « trois D » – décloisonnement, déréglementation et désintermédiation – mis en avant par H. Bourguinat[4]. Le décloisonnement décrit la confusion qui s'opère dorénavant entre les activités liées au financement de l'économie et les activités spéculatives. La déréglementation fait référence à un allègement des contraintes réglementaires et régulatoires depuis le milieu des années 80. Enfin, par désintermédiation il faut entendre la préférence actuelle des entreprises pour un financement direct sur les marchés financiers plutôt qu'au travers des banques. La fonction de ces dernières s'en trouve alors bouleversée. Ces « trois D » sont à l'origine du phénomène de globalisation financière ayant donné aux marchés financiers la place qu'ils ont actuellement. Ils sont entrés dans une logique autarcique, déconnectée de l'économie réelle. Elle a parfaitement été résumée par J.-M. Sorel selon lequel « Les opérations financières ne sont plus le simple reflet des transactions commerciales, mais l'expression d'une logique autonome dont le moteur est la spéculation »[5].

Face à cette autonomie, il fallait construire un système de régulation capable d'en contenir les risques. Le marché n'est pas parfait et l'État doit alors en prévenir les défaillances par la réglementation et la régulation. Cependant, le mouvement de dérégulation a conduit à un retrait de l'État dont l'encadrement normatif se fait moins contraignant et la tutelle plus souple. Les pouvoirs publics se sont progressivement retirés au profit du marché. Ainsi, ces derniers ont joué un rôle central dans cette prise d'autonomie. C'est eux qui ont libéré les marchés de leur carcan réglementaire.

La régulation financière s'est, depuis, construite sur la confiance des États dans le marché. Les principaux mécanismes de la régulation sont inspirés du marché. Les pouvoirs politiques se sont désengagés de la régulation, confiant l'élaboration des règles à des organes techniques, mieux à même de comprendre le marché, et leur application à des autorités indépendantes et technocratiques. C'est le triomphe de la technique sur le politique, et donc de l'économie sur le droit. La théorie économique a démontré le primat des techniciens sur les élus. Ainsi, la matière fondamentale qui s'est imposée est l'économie, qui détecte les préférences du marché et les impose comme normes dictant leur encadrement. C'est pourquoi, le marché est devenu la norme de référence sur le fondement de sa perfection face à l'imperfection de l'État[6]. Ainsi, pour reprendre les termes d'A. Bernard : « Le marché présente donc les attributs de

4. Voy. not. H. BOURGUINAT, J. TEÏLETCHE et M. DUPUY, *Finance internationale*, Paris, Dalloz, 2007, pp. 43-45.

5. J.-M. SOREL, « Les États face aux marchés financiers », *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du XXe siècle – Mélanges en l'honneur de Ph. Kahn*, Paris, Litec, 2000, pp. 507-543, sp. p. 514.

6. Une telle conception a été magnifiée par F.A. HAYEK, *Droit, législation et liberté*, Paris, PUF, 2007.

la divinité, l'omnipotence et l'omniscience (car il est le lieu de la vérité, la vérité par les prix) »[7]. Mais voilà, le ver était dans l'œuf, il n'y a pas de vérité économique, au contraire : « ce qui caractérise le débat dans les sciences économiques, c'est l'absence de consensus sur le contenu des "règles", voire même sur les modalités des analyses »[8]. La crise financière qui s'est déclenchée le 15 septembre 2008 avec la faillite de la banque Lehman Brothers, mais qui couvait depuis l'été 2007, a mis au jour les failles d'une telle conception.

Face au dépassement des États, notamment en Europe, par la finance, il fallait reconstruire un modèle de régulation au niveau de l'Union européenne. Or ce modèle n'avait pas pour objectif premier l'encadrement du marché financier, mais, au contraire, son décloisonnement afin de permettre l'édification d'un véritable marché financier européen à la place d'une multitude de marchés nationaux. Le droit communautaire ne s'est donc pas imposé, de prime abord, comme un rempart contre la liberté du marché, mais comme son promoteur. Ce n'est qu'ensuite, une fois la libéralisation bien amorcée, qu'il a fallu penser à réguler le nouveau marché.

L'analyse de cette régulation peut être menée en termes de fédéralisme. Comme le rappelle E. Zoller, le fédéralisme américain n'a pas été conçu pour gouverner l'ensemble de la société, mais seulement pour « réguler la partie des relations intersociales qui intéressent l'Union »[9]. Plus brutalement, pour C. Frantz le fédéralisme se fonde sur la reconnaissance que « l'idée d'État [est] inutile lorsqu'il est question d'un problème dépassant l'État »[10]. Or, la finance est l'une de ces questions qui dépassent, et de très loin, l'État. Elle doit alors être gérée à un niveau supérieur : au niveau fédéral.

Cependant, dans le domaine financier, le fédéralisme ne peut se construire sur la même logique que le fédéralisme politique. Les éléments sur lesquels il se fonde sont différents, ce qui engendre une structure spécifique pour le fédéralisme financier, qui devient un « fédéralisme de marché ».

Selon E. Zoller, « Le fédéralisme est un processus évolutif qui commence à partir du moment où un individu rattaché à un État est atteint directement par une règle extérieure et supérieure à ce dernier »[11]. Ces individus forment une collectivité. Le fédéralisme vise alors la construction d'un art de gouverner qui

7. A. BERNARD, « Le marché autorégulé, "une idée folle" », *Rec. D.*, 2009, p. 2289.

8. *Id.*, p. 2289.

9. E. ZOLLER, « Aspects internationaux du droit constitutionnel – Contribution à la théorie de la fédération d'États », *RCADI*, pp. 37-166, sp. p. 65.

10. C. FRANTZ, « Inconsistance du principe de nationalité », in *Qu'est-ce que le fédéralisme ?* (M. ALBERTINI dir.), Paris, Société européenne d'études et d'informations, 1963, pp. 103-116, sp. p. 104.

11. E. ZOLLER, « Aspects internationaux du droit constitutionnel – Contribution à la théorie de la fédération d'États », *op. cit.*, pp. 149-150.

permet la représentation de cette collectivité. Cet art de gouverner ménage aussi la souveraineté des États par le biais de la « Loi de participation », selon la formule de G. Scelle. Cette loi, qui permet la « participation à la formation de la volonté de l'État fédéral », est un « trait capital du fédéralisme »[12].

Or, le fédéralisme financier ne peut passer par cette logique. Le droit fédéral n'atteint pas des individus, mais des entreprises. Celles-ci ne forment pas une collectivité, mais un marché. L'art de gouverner propre au fédéralisme financier fait alors une place centrale au marché, à sa logique et à son idéologie. On peut ainsi parler d'un fédéralisme de marché. Cependant, celui-ci respecte aussi la loi de participation, essentielle à la souveraineté, car les États membres conservent une place centrale dans la régulation financière.

Le fédéralisme de marché se construit alors sur une dialectique entre marché et souveraineté. Cependant, cette dialectique est – dans son essence comme dans sa pratique – particulièrement déséquilibrée. Le marché a une tendance expansionniste qui vient annihiler la souveraineté[13]. D'autant que, dans la logique de ce fédéralisme, les États ont choisi de s'en remettre au marché pour exercer un grand nombre de leurs pouvoirs. La crise aurait dû être un moment de césure dans l'intégration financière et permettre l'abandon du fédéralisme de marché. En effet, elle a révélé de la logique autodestructrice du marché qui, livré à l'auto-régulation, a montré ses limites, et qui crée et entretien sa propre instabilité (I). Cependant, les développements actuels montrent les difficultés à dépasser le modèle du fédéralisme de marché. Les contraintes aussi bien idéologiques, que juridiques et politiques ne permettent pas d'élaborer un nouveau modèle où le marché serait éludé au profit de l'intérêt général (II).

SECTION 1 – L'ÉCHEC DU FÉDÉRALISME DE MARCHÉ

La construction du fédéralisme de marché répond au primat de l'économie sur le droit. La rationalité juridique n'a qu'une place limitée. Le droit vient transcrire les exigences du marché et fonder un art de gouverner sur ces dernières (A). Or, la crise a montré que la logique de marché est, par essence, destructrice (B).

12. G. SCELLE, *Précis de droit des gens*, Paris, Dalloz, 2008, p. 198.

13. Sur ces tendances du marché, voy. not. N. SCANDAMIS, *Le paradigme de la gouvernance européenne – Entre souveraineté et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2009 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « Le modèle du marché », *APD*, 1995, n° 40, pp. 287-313.

A. *La structure du fédéralisme de marché*

Dans le domaine financier, le fédéralisme se construit autour de la dialectique, résumée par G. Scelle, entre un « besoin d'autonomie et de liberté » et un « besoin d'ordre et de sécurité »[14]. Le droit de l'Union européenne offre alors aux acteurs du marché financier la liberté et l'autonomie nécessaire à l'édification d'un marché intégré au sein de l'Union (1). Son erreur est de compter aussi sur lui pour garantir l'ordre et la sécurité (2).

1. La liberté accordée aux acteurs du marché : fondement du fédéralisme de marché

Le besoin d'autonomie et de liberté passe par la reconnaissance directe de droits au profit des individus et des entreprises. Au sein de l'Union, ces droits permettent un liber exercice des activités financières dans l'ensemble du marché unique. Ainsi, l'article 63 du TFUE interdit: « toutes les restrictions aux mouvements de capitaux entre les États membres et entre les États membres et les pays tiers ». Ce fondement constitutionnel indispensable a été doublé d'une action normative d'envergure de la part de l'Union, afin de permettre une intégration des marchés financiers nationaux. Il ne suffit pas de décréter la libre circulation des capitaux pour construire un véritable marché européen. En effet, le secteur financier regroupe des acteurs et des instruments d'une grande diversité. L'édification du marché intégré devait alors passer par une action normative dans l'ensemble de ces domaines. Mais, il ne faut pas oublier que les marchés financiers sont un enjeu fondamental pour les États, rendant ainsi l'harmonisation délicate.

Depuis 1999 et le plan d'action pour les services financiers[15], un très grand nombre de textes ont été adoptés. Il serait long et fastidieux de retracer ici l'ensemble de cette règlementation[16]. Au contraire, c'est la logique d'ensemble de ces textes qui importe. On retrouve la logique à l'œuvre dans la construction européenne et se fondant sur les individus auxquels sont confiées des libertés dans le but d'édifier un marché unique. L'objectif est sans cesse affirmé depuis le plan d'action pour les services financiers de 1999. Celui-ci avait pour objectif « l'achèvement du marché unique des services financiers »[17]. Ainsi, les textes

14. G. SCELLE, *Précis de droit des gens*, *op. cit.*, p. 188.

15. Comm. de la Commission, Mise en œuvre d'un cadre d'action pour les services financiers : Plan d'action, COM (1999)232 final, 11 mai 1999.

16. Sur ce thème, voy. D. SERVAIS (dir.), *Commentaire J. Mégret – Intégration des marchés financiers*, 3e éd., Bruxelles, Éd. ULB, 2007 ; P.-E. PARTSCH, *Droit bancaire et financier européen*, Bruxelles, Larcier, 2009.

17. Comm. de la Commission, Mise en œuvre d'un cadre d'action pour les services financiers : Plan d'action, *op. cit.*, p. 4.

adoptés sur le fondement du plan affichent leur volonté de : « permettre aux entreprises d'investissement de fournir leurs services dans toute la Communauté, qui constitue un marché unique »[18].

Pour cela, le droit dérivé reprend le dytique harmonisation / reconnaissance mutuelle afin d'offrir un cadre juridique apte à garantir la liberté et l'autonomie des acteurs du marché financier[19]. Ainsi, la liberté d'établissement et la libre prestation de services sont garanties aux établissements de crédit[20] ou aux entreprises d'investissement[21]. Mais, la reconnaissance d'une telle liberté induit un besoin corrélatif d'ordre et de sécurité.

2. Le besoin de sécurité satisfait par le fédéralisme de marché

La réponse au besoin de sécurité nécessite la construction d'une structure de gouvernement fédérale. La libéralisation du secteur financier à l'échelle européenne impose la mise en place de normes et d'autorités de régulation à ce niveau. Ces dernières fondent la structure du fédéralisme de marché. La spécificité du fédéralisme de marché apparaît ici. Il repose, en premier lieu, sur le rôle central confié au marché et à ses exigences. Ce dernier' est le lieu privilégié de la régulation par des mécanismes auto-correcteurs. La régulation externe est, en second lieu, le fruit d'autorités organisées sur les exigences du marché. Il faut alors opposer les normes substantielles qui favorisent l'auto-régulation et les structures institutionnelles par lesquelles se fera la régulation publique.

Cependant, la structure de ces autorités de contrôle doit aussi préserver la place des États membres, qui restent l'échelon central de contrôle. L'Union n'a qu'un rôle subsidiaire. Le système se fonde sur l'intérêt du marché tout en cherchant à épargner la souveraineté des États, aux dépens de la logique fédérative sacrifiée.

Les règles de fond laissent une grande latitude au marché, dont l'idée est alors qu'il est le mieux à même de se contrôler. Le premier instrument de contrôle du marché est lui-même. Il est jugé apte à s'autoréguler. Une part centrale des

18. Consid. 2 de la Dir. 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les Dir. 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la Dir. 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la Dir. 93/22/CEE du Conseil, *JOUE*, n° L 145 du 30 avril 2004, pp. 1-44 (dite Dir. MiFID).

19. Sur cette logique et ses déclinaisons dans le secteur des marchés financiers, voy. B. SOUSI, « La politique législative », in *Commentaire J. Mégret – Intégration des marchés financiers*, *op. cit.*, pp. 23-38.

20. Voy. Tit. III de la Dir. 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte), *JOUE*, n° L 177 du 30 juin 2006, pp. 1-200.

21. Voy. l'art. 31 de la Dir. 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, préc.

normes consiste à imposer aux entreprises financières la transparence, qui permettra ensuite l'auto-régulation. Le troisième pilier de l'accord Bâle II relatif à la supervision des Banques porte sur la « discipline de marché ». Selon le Comité : « La discipline de marché encourage fortement les banques à conduire leur activité de manière saine, sans danger et efficacement »[22]. Cette logique se retrouve dans l'ensemble de la réglementation financière. La directive MiFID précise, à son considérant 44, que : « Dans le double objectif de protéger les investisseurs et d'assurer le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières, il convient de garantir la transparence des transactions »[23]. La transparence devient même une caractéristique assignée au marché européen[24], elle favoriserait l'évaluation par le marché du risque et permettrait ainsi le contrôle du risque par le marché lui-même.

Cette auto-régulation s'étend aussi aux acteurs eux-mêmes du marché financier, auxquels il est imposé de mettre en place des dispositifs de contrôle interne. L'idée centrale est alors de s'assurer de la sécurité du marché en comptant, en premier lieu, sur le contrôle opéré par ses agents sur eux-mêmes[25].

Cependant, la sécurité ne saurait être assurée uniquement par le marché. Il faut des autorités externes de contrôle. Le fédéralisme de marché repose alors sur la mise en place d'autorités, au niveau national, intégrées dans une structure européenne peu contraignante. Ce fédéralisme reste dominé par la volonté des États de persister comme l'échelon central du contrôle, aux dépens de la logique fédérative.

---

22. « Market discipline imposes strong incentives on banks to conduct their business in a safe, sound and efficient manner », *Working Paper on Pillar 3 – Market Discipline,Basel Committee on Banking Supervision*, septembre 2001, sp. p. 1.

23. Dir. 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, précitée.

24. Ainsi, le droit dérivé évoque des « marchés de valeurs mobilières efficaces, transparents et intégrés » (Consid. 1 de la Dir. 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la Dir. 2001/34/CE, *JOUE*, n° L 390 du 31 décembre 2004, pp. 38-58).

25. Voy., p. ex., l'obligation faite aux établissements de crédits de mettre en place des « stratégies et procédures saines, efficaces et exhaustives pour évaluer et conserver en permanence le montant, le type et la répartition des fonds propres internes qu'ils jugent appropriés pour couvrir la nature et le niveau des risques auxquels ils sont ou pourraient être exposés » qui doivent elles-mêmes faire : « l'objet d'un contrôle interne régulier, visant à assurer qu'elles restent exhaustives et adaptées à la nature, à l'échelle et à la complexité des activités de l'établissement de crédit concerné » (Dir. 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice [refonte], précitée, art. 123). Voy. aussi l'art. 9 de la Dir. 2002/87/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 décembre 2002 relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier, et modifiant les Dir. 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE et 93/22/CEE du Conseil et les Dir. 98/78/CE et 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, *JOCE*, n° L 35 du 11 février 2003, pp. 1-27.

La régulation demeure le fruit d'autorités nationales de contrôle, signe de la volonté des États de préserver leurs pouvoirs dans ce domaine. Ainsi, les directives leur confient le soin de délivrer les agréments et d'opérer le contrôle prudentiel des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement[26]. Ces autorités de contrôle sont construites autour d'un principe fort : celui de leur indépendance. Elles doivent, en premier lieu, être indépendantes du pouvoir politique. L'indépendance est conçue comme une condition de leur neutralité et surtout de leur crédibilité face au marché. Ensuite, elles doivent être indépendantes par rapport au marché lui-même, afin d'assurer l'objectivité de leur contrôle. Cependant, alors que l'indépendance par rapport au pouvoir politique est centrale, l'indépendance face au marché passe le plus souvent au second plan, voire disparaît, au profit d'une collaboration avec ce dernier. Ce phénomène est particulièrement présent au niveau de l'Union.

En effet, à ce niveau, le fédéralisme de marché se structure autour d'une architecture *ad hoc*, dite procédure Lamfalussy. Elle fut proposée par un Comité des sages présidé par le Baron Lamfalussy. Selon leur rapport, il « est urgent de renforcer, au niveau européen, la coopération entre les régulateurs des marchés financiers et les institutions chargées de la microsurveillance et de la macrosurveillance prudentielles »[27]. Le fédéralisme de marché prend alors la forme d'une procédure à quatre niveaux. Au premier niveau, le Parlement et le Conseil adoptent des règles générales. Au niveau 2, la Commission adopte des actes d'exécution sous la procédure de comitologie, en consultant des nouveaux comités composés de représentants des États membres. Au niveau 3, des comités composés des régulateurs nationaux se coordonnent pour l'interprétation des actes de niveau 1 et 2. Au niveau 4, la Commission vérifie la bonne application[28].

26. Voy. not. les art. 5 et 17 de la Dir. 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, précitée ; ainsi que le Tit. II de la Dir. 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte).

27. *Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières*, Bruxelles, 15 février 2001.

28. Voy. not., en droit dérivé, la Dir. 2005/1/CE du Parlement européen et du Conseil du 9 mars 2005 modifiant les Dir. 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE et 93/6/CEE du Conseil ainsi que les Dir. 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE et 2002/87/CE, afin d'organiser selon une nouvelle structure les comités compétents en matière de services financiers, *JOUE*, n° L 79 du 24 mars 2005, pp. 9-17. Sur ce thème, voy. R. VABRES, *Comitologie et services financiers – Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier*, Paris, Dalloz, 2009, sp. pp. 39-90 ; H. DAOUD-RUMEAU MAILLOT, *Les autorités de régulation dans le domaine bancaire et financier - Vers la mise en œuvre d'un cadre institutionnel européen ?*, thèse, version électronique, Université Lyon 3, pp. 129-155.

Dans sa structure institutionnelle, le fédéralisme de marché se distingue par la place centrale laissée aux États membres. Ils sont, à la fois, l'échelon auquel se fait la régulation et omniprésents dans les arcanes européens que constituent les comités. Ceci induit une seconde caractéristique du fédéralisme de marché : sa complexité. La procédure Lamfalussy ne met pas en place un, mais deux nouveaux types de comités. Ces comités existent dans trois domaines différents : les valeurs mobilières, les banques et les assurances. Cela fait donc au total six comités[29]. L'objectif initial d'accélération des procédures peut alors se transformer en ralentissement sans fin dans des limbes procédurales[30].

Enfin, même au niveau institutionnel, ce fédéralisme se caractérise par sa proximité avec le marché. Les nouveaux comités travaillent en étroite collaboration avec lui. Ainsi, le secrétaire général de l'un d'eux expliquait que « les professionnels, qui fondent au quotidien la réalité concrète du marché unique, souhaitent participer à l'élaboration des règles afin que celles-ci répondent, le mieux possible, à leurs besoins »[31]. Il estime même que « ce travail étroit avec le régulé est au demeurant assez naturel »[32]. À l'époque de telles déclarations, il était déjà discutable de se demander si les autorités de régulation sont là pour répondre aux besoins des régulés. La crise a démontré, au contraire, que loin de soutenir la logique du marché, les autorités de régulation devaient la contrer afin d'éviter ses effets néfastes.

29. Au niveau 2, il y a : le Comité européen des valeurs mobilières (Déc. 2004/8/CE de la Commission du 5 novembre 2003 modifiant la Déc. 2001/528/CE instituant le comité européen des valeurs mobilières, *JOUE*, n° L 3 du 7 janvier 2004, p. 33), le Comité bancaire européen (Déc. 2004/10/CE de la Commission du 5 novembre 2003 instituant le comité bancaire européen, *JOUE*, n° L 3 du 7 janvier 2004, pp. 36-37) et le Comité européen des assurances et des pensions professionnelles (Déc. 2004/9/CE de la Commission du 5 novembre 2003 instituant le comité européen des assurances et des pensions professionnelles, *JOUE*, n° L 3 du 7 janvier 2004, pp. 34-35). Au niveau 3, sont présents : le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (Déc. 2004/7/CE de la Commission du 5 novembre 2003 modifiant la Déc. 2001/527/CE instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, *JOUE*, n° L 3 du 7 janvier 2004, p. 32), le Comité européen des contrôleurs bancaires (Déc. 2004/5/CE de la Commission du 5 novembre 2003 instituant le comité européen des contrôleurs bancaires, *JOUE*, n° L 3 du 7 janvier 2004, pp. 28-29) et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (Déc. 2004/6/CE de la Commission du 5 novembre 2003 instituant le comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles, *JOUE*, n° L 3 du 7 janvier 2004, pp. 30-31).

30. Ainsi, la date de transposition de la Dir. MiFID a dû être retardée faute d'adoption – dans les temps – des mesures d'exécution de niveau 2 par la Commission (voy. Dir. 2006/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 avril 2006 modifiant la Dir. 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, en ce qui concerne certaines échéances, *JOUE*, n° L 114 du 27 avril 2006, pp. 60-63).

31. F. DEMARIGNY, « Régulateurs et régulés dans la construction des normes financières européennes », *in Les régulations économiques légitimité et efficacité* (M.-A. FRISON-ROCHE dir.), Paris, Presses de Sciences Po/Dalloz, 2004, pp. 22-24, sp. p. 23.

32. *Id.*

B. *La logique destructrice du marché*

Le fédéralisme de marché ne peut fonctionner. Sa logique même ne peut être celle de la construction d'un art de gouverner. La crise illustre parfaitement l'échec de ce mouvement de fond par lequel le marché s'impose comme étalon du bon gouvernement. Les causes de la crise sont à trouver dans l'incapacité du marché à se réguler lui-même, mais aussi dans l'excès de confiance placé dans ses mécanismes par les autorités. La logique décrite précédemment conduit alors à une autodestruction du marché (1). Ce mouvement se prolonge au-delà du marché sur la souveraineté des États qui s'amenuise à mesure qu'ils délèguent au marché leur rôle de garant de la sécurité et qu'ils l'utilisent pour trouver les ressources de leur fonctionnement (2).

1. La logique autodestructrice du marché

Sans prétendre à une étude exhaustive des causes de la crise, il convient d'en rappeler certaines qui illustrent l'incapacité du marché à assurer sa propre sécurité. Certains phénomènes structurels expliquent une prise de risques croissante par le marché. La décennie précédant la crise est qualifiée de « grande modération » par les économistes[33]. Cette période se caractérise en effet par une faiblesse des taux d'intérêt et d'inflation attribuable, notamment, à l'internationalisation des échanges ayant permis une chute de prix, mais aussi des rendements. Dans ce contexte, les marchés financiers ont recherché une plus grande rentabilité des investissements, par le biais d'une prise de risque croissante.

Celle-ci est liée à une recherche de profit au travers de la création d'instruments de plus en plus complexes, dans un contexte de resserrement des taux d'intérêt et donc d'une baisse de la rentabilité des banques. La titrisation en est l'exemple le plus parlant. Ce mécanisme permet la transformation de créances en titres négociables émis sur le marché[34]. Le risque est alors transféré de l'émetteur au marché et se dissémine. L'objectif de tels instruments est de permettre aux établissements de crédit de faire sortir de leur bilan ces créances afin de conserver leur effet de levier et donc leur rentabilité. La logique de marché devient alors clairement destructrice. La prise de risque est individuellement rationnelle, mais fragilise le marché dans son ensemble. D'autant que le

33. L'expression, aujourd'hui répandue, a été popularisée par les travaux de C. BORIO, économiste auprès de la Banque des règlements internationaux.

34. Sur le phénomène de titrisation, voy. not. Banque de France, « La crise financière », *Documents et débats*, n° 2, février 2009, pp. 26-33 ; A. DELION, « La crise financière et les régulations », *Annales de la régulation*, vol. 2, 2009, pp. 105-160, sp. pp. 114-115 ; R.A. POSNER, *A failure of capitalism*, Cambridge (Mass.)/Londres, HUP, 2009, pp. 41-67.

marché n'était absolument pas conscient de sa fragilité. Il était communément admis que la dispersion du risque diminuait le risque systémique, entendu comme le risque d'un effondrement du système dans sa globalité, là ou au contraire elle le renforçait.

Ensuite, les mécanismes correcteurs du marché n'ont pas fonctionné. Le cas du gouvernement d'entreprise est particulièrement typique. Loin d'éviter une prise de risque excessive, le gouvernement d'entreprise l'a facilitée de deux manières. Inconsciemment, tout d'abord, les « conseils d'administration n'ont pas assuré le contrôle ou la supervision nécessaire des directions »[35]. Leur incapacité à comprendre ou mesurer les risques pris, au moyen d'instruments complexes, ne leur a pas permis d'en limiter l'ampleur. Consciemment, ensuite, le système de rémunération a, notamment, encouragé cette prise de risque excessive[36].

Il n'est pas ici question de facteurs psychologiques dus à l'inconscience de certains, mais bien d'une logique d'ensemble du marché qui le conduit rationnellement à sa propre perte[37]. L'ensemble de ces mécanismes conduisait, en effet, à sous-estimer la prise de risque et ainsi à augmenter sensiblement le risque systémique[38]. Celui-ci s'est réalisé à l'automne 2008 démontrant ainsi la fragilité du marché, mais surtout son incapacité à estimer le risque et à le minimiser.

Mais le marché n'est pas le seul responsable de la crise. Certes, les législateurs et les régulateurs, européens et nationaux, ont eu tort de lui faire confiance. Cependant, leur rôle était bien de limiter cette prise de risque. Or, ils n'ont pas su remplir la tâche qui était la leur. Ils ont même parfois encouragé ce mouvement.

Certains mécanismes législatifs ont favorisé la propagation de la crise. Quelques exemples suffisent pour s'en convaincre : la confiance faite aux systèmes internes d'évaluation du risque par les banques, le rôle central donné aux notations fournies par les agences du même nom alors que rien ne venait contrôler leur fiabilité, et enfin les règles de valorisation des actifs imposées par l'Union. Ce dernier point est particulièrement révélateur. Afin d'évaluer les actifs détenus par les établissements de crédit, l'Union a imposé la technique de

35. Rapport : *The high level group of financial supervision in the EU*, 25 février 2009, p. 12.

36. Rappelons qu'en 2008 aux États-Unis, le total des bonus versés, dans le secteur bancaire, s'élevait à 18,4 milliards de dollars (source : A. DELION, « La crise financière et les régulations », *op. cit.*, p. 121).

37. Sur ce thème, voy. R.A. POSNER, *A failure of capitalism*, *op. cit.*, pp. 75-108.

38. Il faudrait ainsi aussi évoquer le rôle des agences de notation et la confiance aveugle du marché dans leur avis qui a conduit à sous-estimer grandement les risques inhérents aux instruments titrisés (le plus souvent très bien notés).

valorisation au prix du marché[39]. L'effet procyclique d'une telle règle est évident. L'évaluation ne dépend pas de la valeur réelle d'un actif, mais de son prix sur le marché. Lorsque survient la crise, l'actif perd de sa valeur et son détenteur voit alors sa capacité financière se réduire d'autant.

Ensuite, les mécanismes mêmes de régulation n'ont pas fonctionné. Tout d'abord, certains pans des marchés financiers en étaient exclus et se développaient alors librement. Ainsi, la titrisation et les marchés de gré à gré se sont développés en dehors même de la compétence des régulateurs[40]. Ensuite, le comportement même de régulateurs a parfois été défaillant par manque de compréhension des mécanismes en cause voire, tout simplement, par manque de diligence[41]. Au niveau de l'Union, la structure même du fédéralisme de marché n'a donc pas permis une coordination suffisamment efficace entre les régulateurs nationaux. Ce manque de centralisation n'a pas rendu possible une évaluation correcte de la situation réelle du marché et de sa fragilité. Enfin, c'est l'esprit même du fédéralisme de marché qui n'a pas permis une régulation efficace, tant celle-ci était basée sur une confiance innée dans la capacité du marché financier à s'autoréguler et déterminer les meilleures solutions[42]. D'autant que cette confiance dans la logique du marché a induit, corrélativement, une baisse du rôle des États dont la souveraineté diminue à mesure que le pouvoir du marché grandit.

2. La destruction consentie de la souveraineté par le marché

Le caractère destructeur du marché sur la souveraineté passe par deux biais. Tous les deux se fondent sur le consentement préalable des États aux attaques dont ils sont ensuite victimes. Ils reconnaissent un pouvoir normatif au marché tout autant qu'ils se soumettent à lui.

L'origine des normes appliquées pour la régulation bancaire est parfaitement révélatrice de la place laissée par les États au marché, à ses acteurs et à ses

39. Voy. la Part. 3 de l'Annexe 3 de la Dir. 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte), préc.

40. Voy. E. BOURETZ, « La défaillance de la régulation financière », *Rev. dr. banc. fin.*, septembre 2009, Dossier 26.

41. Ceci a parfaitement été résumé par le rapport LAROSIÈRE selon lequel : « les autorités de surveillance du secteur financier ne possédaient pas, et n'insistaient pas toujours pour obtenir, ou recevaient trop tard, toutes les informations pertinentes concernant l'ampleur totale de cet effet de levier excessif, qu'elles ne comprenaient pas ou n'évaluaient pas correctement l'ampleur des risques », *The high level group of financial supervision in the EU*, *op. cit*, p. 13.

42. B. du MARAIS, « Crise de la régulation ou "capture du régulateur" », in *Rapport moral sur l'agent dans le monde 2009* (A. MÉRIEUX dir.), Arcueil, Association d'économie financière, 2009.

besoins. Ces derniers sont devenus l'étalon de mesure de la réglementation, qui cherche à favoriser l'autonomie du marché aux dépens de la sécurité. Cette logique se retrouve décuplée au sein de l'Union européenne, où l'objectif avoué est la création d'un grand marché. L'Union n'a pas cherché à imposer des objectifs supplémentaires à la régulation et s'est contentée de l'objectif classique d'européanisation des marchés nationaux[43]. Le marché est un objectif, mais il s'est aussi imposé comme une source d'inspiration pour la réglementation. Les normes européennes relatives aux établissements de crédit sont ainsi la « transposition » de celles édictées par le Comité de Bâle. Ce comité est aujourd'hui devenu un « organe normateur »[44] édictant les standards applicables à la régulation bancaire. Bien que composé des représentants nationaux, le Comité est fortement influencé par les acteurs du marché qui ont, par ce biais, imposé une régulation fondée sur le marché lui-même[45] plutôt que sur des standards et des autorités externes. Les États cèdent alors au marché, non seulement, une partie de leurs prérogatives de contrôle, mais aussi de leur place comme figure d'autorité. Ainsi, selon la formule d'A. Bernard et de F. Riem : « Le paradigme de la verticalité, du commandement souverain, s'efface au profit d'une approche pluraliste et interactive. Avec la gouvernance, l'État s'aplatit, consciemment, il laisse la place »[46].

Ce premier facteur de soumission consciente des États aux impératifs du marché se double d'une dépendance des premiers à l'égard de second. Fruit d'une longue évolution, cette dépendance trouve son acmé dans la privatisation des monnaies puis des dettes souveraines[47]. La libre convertibilité des monnaies nationales les transforme en monnaies privatisées. La dette même émise par les États, notamment de l'Union européenne sous l'effet des articles 123 à

43. E. POSNER et N. VÉRON, « The EU and financial regulation: power without purpose », *Journal of european public policy*, vol. 17, n° 3, avril 2010, pp. 400-415.

44. La terminologie est empruntée à F. MARTUCCI, « L'interaction dans l'espace financier mondialisé », in *Les interactions normatives, droit de l'Union européenne et droit international* (L. BURGORGUE-LARSEN, E. DUBOUT, A. MAITROT DE LA MOTTE et S. TOUZE dir.), Paris, Pedone, 2012, pp. 143-166.

45. G.R.D. UNDERHILL et X. ZHANG, « Setting the rules : private power, political underpinning ; legitimacy in global monetary and financial governance », *Int'l affairs*, vol. 84 n° 3, 2008, pp. 535-554. Sur l'avènement de l'autorégulation et ses limites, voy. E. AVGOULEAS, « The global financial crisis and the disclosure paradigm in european financial regulation: the case for reform », *European Company and Financial L. Rev.*, vol. 6, n° 4, pp. 440-475.

46. A. BERNARD et F. RIEM, « Les régulations financières », in *Pluralisme juridique et effectivité du droit économique* (L. BOY, J.-B. RACINE et J.J. SUEUR dir.), Bruxelles, Larcier, 2011, pp. 121-163, sp. p. 132.

47. Voy. sur ce thème J.-M. SOREL, « Les États face aux marchés financiers », *op. cit.* ; D. CARREAU, « La souveraineté monétaire de l'État à la fin du XXe siècle : mythe ou réalité », *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du XXe siècle – Mélanges en l'honneur de Ph. Kahn*, Paris, Litec, 2000, pp. 493-506 ; F. MARTUCCI, « L'interaction dans l'espace financier mondialisé », *op. cit.*

125 du TFUE[48], se privatise à son tour. Alors devant les marchés, « Le Roi est nu »[49]. Mais le Roi s'est déshabillé tout seul et il ne faut pas déresponsabiliser les États. C'est bien leur volonté doublée d'un certain laxisme budgétaire qui ont conduit à l'apparition de cette « contrainte juridique »[50] que le marché exerce sur eux[51].

Mais le marché ne mérite pas la confiance placée en lui, comme la crise financière l'a très bien montré. D'autant que, le fédéralisme de marché a été incapable de prévenir une telle crise. En effet, celle-ci est le fruit de la logique de marché et la régulation, fondée sur cette logique, ne pouvait la prévenir. Le juge Posner le dit très bien : « L'agrégation des décisions égoïstes des institutions produit la crise économique par un effet domino que seul le gouvernement peut prévenir, ce qu'il n'a pas réussi à faire »[52]. Cet échec du gouvernement est aussi imputable à l'aveuglement des régulateurs, dû à leur croyance dans le marché. Ainsi, M. Demarigny estimait en 2006 – soit un an avant le déclenchement de la crise – que « la mise en place de l'approche Lamfalussy pour la définition du cadre des activités financières européennes est un succès. Le mécanisme utilisé pour définir la norme est plus proche des réalités du marché et sa légitimité est renforcée par les processus de consultation »[53]. Il ne pourrait avoir plus tort. C'est le paradigme qu'il faut changer. Ne plus se fonder sur le marché pour définir la régulation, mais bien sur un intérêt général supérieur… Mais lequel et comment l'atteindre ?

SECTION 2 – L'IMPOSSIBLE DÉPASSEMENT DU FÉDÉRALISME DE MARCHÉ

Il est nécessaire de repenser le fédéralisme de marché. De manière fondamentale, comme le rappelle L. Robbins, « Il ne peut y avoir de division internationale du travail méthodique, et le réseau compliqué des relations financières et économiques indispensables au développement normal des ressources

48. L'art. 123 prohibe tout financement monétaire par la Banque centrale européenne. L'art. 124 interdit aux États de jouir d'un accès privilégié aux marchés financiers. Enfin, l'art. 125 précise que ni l'Union ni les États membres ne sont responsables de la dette d'un autre État membre.

49. Selon l'expression de F. MARTUCCI, « L'interaction dans l'espace financier mondialisé », *op. cit.*, p. 149.

50. Encore une fois, nous reprenons l'expression de F. MARTUCCI, *ibid.*, p. 147.

51. Voy. D. KESSLER, « La marge de manœuvre des États. La dictature des marchés », *Pouvoirs*, 2012, n° 3, pp. 71-91.

52. « The agregate self-interested decisions of the institutions produce the economic crisis by a kind of domino effect that only government can prevent – which it failed to do », R.A. POSNER., *A failure of capitalism*, *op. cit.*, p. 115.

53. F. DEMARIGNY, « Le comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières », *Annales de la régulation*, 2006, vol. 1, pp. 226-237, sp. p. 237.

mondiales ne peut exister, si les citoyens se trouvent perpétuellement exposés à la violence »[54]. La crise financière a montré que le fédéralisme de marché, tel qu'il était conçu jusqu'à présent, engendre la violence plus qu'il ne la prévient. Il faut, au contraire, le reconstruire sur un impératif de sécurité. Cet impératif se formule dans la notion de « stabilité financière », devenue le maître mot des réformes en la matière. Elle contient le dépassement potentiel du paradigme du marché par un retour du politique venant imposer la stabilité comme norme sociale supérieure devant prévaloir sur l'intérêt du marché. Cependant, malgré leur ampleur, les réformes ne sauraient démontrer une refonte du fédéralisme de marché (A). Cette refonte se heurte aujourd'hui à des contraintes qui empêchent une remise en cause totale de son organisation actuelle (B).

A. *Des réformes limitées*

La crise financière a conduit à une profonde réforme substantielle et institutionnelle des normes régissant le marché intérieur dans le domaine financier. Fidèle à la logique incrémentale de l'Union, le législateur a adopté une démarche d'approfondissement. La réglementation s'est développée et la régulation s'est renforcée. Il s'agissait de pallier les défaillances de la réglementation et des institutions existantes. Ces réformes suivent les constats et proposition faits par le groupe présidé par J. de Larosière, dont le rapport a été publié en juillet 2009[55]. Ce mouvement n'obéit ni à une logique clairement définie, ni à un impératif de cohérence. Au contraire, la substance du fédéralisme de marché n'a pas été questionnée. Il n'y a pas eu de remise en cause théorique des fondements et contraintes du fédéralisme de marché. Ses deux éléments fondamentaux – logique de marché et préservation de la souveraineté – restent dominants. Faute d'effort doctrinal, le législateur s'est contenté de réformer les pans de la régulation, substantielle (1) et institutionnelle (2), dont la crise a démontré les limites et insuffisances. Les textes se sont alors multipliés aussi vite que les nouvelles institutions.

54. L. ROBBINS, « L'anarchie internationale et l'économie libérale », in *Qu'est-ce que le fédéralisme ?* (M ALBERTINI dir), Paris, Société européenne d'études et d'informations, 1963, pp. 147-171, sp. p. 159.

55. *The hight level group of financial supervision in the EU*, *op. cit.* La législation adoptée à l'issue des travaux du groupe y fait référence de manière très fréquente. Voy., à titre d'ex., le Règl. (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le Règl. (UE) n° 648/2012, *JOUE*, n° L 176 du 27 juin 2013, pp. 1-337, Consid. 3 ; ou le Règl. (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la Déc. 716/2009/CE et abrogeant la Déc. 2009/77/CE de la Commission, *JOUE*, n° L 331 du 15 décembre 2010, pp. 84-119, Consid. 3.

1. Les réformes substantielles

La réglementation européenne s'est considérablement développée depuis 2008. Le Conseil européen a souhaité, dès 2009, la mise en place d'un « règlement uniforme » pour l'ensemble des établissements financiers de la zone euro[56]. L'objectif affiché par le Conseil européen est d'« améliorer la réglementation et la surveillance des établissements financiers »[57]. Cette réforme s'appuie sur la croyance selon laquelle : « Remédier aux défaillances qui ont été mises au jour par la crise actuelle concourra à en prévenir de nouvelles »[58]. Fidèle à cette logique, la Commission va alors proposer des textes pour chacun des segments de la réglementation jugés défaillants. Après cinq années de réformes intensives, le résultat est impressionnant en terme de quantité, mais ne frappe pas par son « uniformité ». Au contraire, il s'agit d'un patchwork de textes qui laisse perplexe.

La Commission a proposé plus de trente textes[59]. Ils couvrent les principaux domaines dans lesquels la réglementation a failli. Certains textes sont emblématiques. Ainsi, un règlement vient imposer l'enregistrement des agences de notation, dont l'échec est l'une des causes de la crise[60], afin d'encadrer leur activité. De même, le rôle des produits titrisés ayant été crucial dans le déclenchement de la crise, leur utilisation a été encadrée et limitée par un règlement[61]. Au-delà de l'impact concret de ces textes, leur longueur et leur instabilité sont problématiques. Certains règlements font plus de trois cents pages, comme le règlement n° 575/2013 relatif aux exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises financières[62]. Le règlement précité concernant les agences de notation, quant à lui, a déjà été modifié par trois textes depuis sa publication, dont deux

56. Cons. eur. des 17 et 18 juin 2009, concl. de la présidence, § 20.

57. *Ibid.*, § 17.

58. *Ibid.*

59. Voy. le mémo de la Commission à ce sujet : « Une réponse exhaustive de l'Union européenne à la crise financière : des avancées importantes en vue de la création d'un cadre financier solide pour l'Europe et d'une union bancaire pour la zone euro » (MEMO/14/244).

60. Règl.(CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *JOUE*, n° L 302 du 17 novembre 2009, pp. 1-31. Voy. no. le Consid. 10 qui précise que : « De l'avis général, les agences de notation de crédit ont échoué, d'une part, à refléter suffisamment tôt la dégradation des conditions du marché dans leurs notations de crédit, d'autre part, à adapter à temps leurs notations de crédit alors que la crise sur le marché s'était aggravée ».

61. Règl. (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, *JOUE*, n° L 86 du 24 mars 2012, pp. 1-24.

62. Règl. (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le Règl. (UE) n° 648/2012, préc.

modifications de grande ampleur[63]. Pour T. Bonneau, « cette abondance, cette complexité et cette mouvance, pour ne pas dire cette instabilité, sont elles-mêmes des sources de risque systémique »[64].

On ne peut que saluer l'ampleur du travail accompli et son caractère salutaire. On peut aussi regretter l'absence d'ambition et de remise en cause dans lequel il s'est fait. Loin de s'interroger sur la pertinence d'un modèle dont la crise a démontré les limites, le législateur s'est employé à le réparer sans se demander s'il fonctionnait encore.

L'exemple de la réglementation bancaire est ici particulièrement illustratif. La nouvelle réglementation européenne, issue de l'accord de Bâle III, met en place des mécanismes permettant de s'assurer que les banques disposent de suffisamment de liquidités pour survivre à une nouvelle crise[65]. L'ambition n'est alors pas tant d'éviter la crise que d'en diminuer les conséquences. La crise semble inévitable aux yeux du législateur, qui ne pourrait alors qu'en limiter l'ampleur.

La philosophie de ces textes se retrouve dans les considérants. L'encadrement des agences de notation a ainsi pour « objectif principal » de « protéger la stabilité des marchés financiers et les investisseurs »[66]. Le marché reste alors la figure centrale sur laquelle se construit la réglementation. De même, le règlement relatif aux CDS a pour principal apport d'organiser la transparence, vis-à-vis des autorités, mais aussi du marché, des transactions sur ces instruments[67]. Le mythe selon lequel le marché bien informé arrive à de bonnes décisions perdure. L'accord de Bâle III cherche, lui aussi, à renforcer la discipline de marché en rendant ce dernier plus transparent[68].

Une évolution semble s'amorcer. Les nouvelles règles prudentielles concernant les établissements de crédit se donnent comme « objectif général »

63. Règl. (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le Règl. (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *JOUE*, n° L 145 du 31 mai 2011, pp. 30-56 ; Dir. 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les Dir. 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les Règl. (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, *JOUE*, n° L 174 du 1er juillet 2011, pp. 1-73 ; Règl. (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le Règl. (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *JOUE*, n° L 146 du 31 mai 2013, pp. 1-33.

64. T. BONNEAU, « Prudence et finance : introduction à la réglementation Bâle 3 », *Rev. dr. banc. fin.*, 2012, n° 2, dossier 14.

65. Il s'agit notamment du « coussin de sécurité contracyclique ».

66. Règl. (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, préc., Consid. 7.

67. Art. 6 du Règl. (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur le risque de crédit, *JOUE*, n° L 86 du 24 mars 2012, pp. 1-24

68. Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, décembre 2010 (doc. révisé juin 2011), pp. 3 et 29.

d' « encourager les activités bancaires économiquement utiles qui servent l'intérêt général et à décourager la spéculation financière non viable, sans réelle valeur ajoutée »[69]. On notera qu'il s'agit d'un « objectif général » et non de l'objectif « principal ». D'autant qu'une telle réglementation, qui impose aux établissements de crédit de constituer d'importantes réserves, peut avoir comme effet pervers de limiter l'octroi de crédits ou de le rendre plus coûteux[70].

Ce dernier exemple illustre parfaitement les limites de réformes qui n'ont pour autre ambition que de remédier aux défaillances de la réglementation sans penser un modèle global permettant aux marchés financiers d'assurer leur rôle premier d'intermédiation et de financement de l'économie réelle. Cette absence de vision globale est tout aussi problématique dans le domaine institutionnel.

2. Les réformes institutionnelles

À côté de ces réformes substantielles, la structure du fédéralisme de marché a été profondément modifiée. La crise a démontré l'insuffisance de la supervision au niveau européenne. Elle a alors été renforcée.

Dans un premier temps, la structure même du fédéralisme de marché reste intacte puisque l'État demeure le niveau de décision prioritaire. L'échelon européen se voit octroyer des pouvoirs exceptionnels d'intervention avec la mise en place du Système européen de supervision financière (SESF)[71]. Cette réforme transforme les comités Lamfalussy en trois nouvelles agences, dites autorités européennes de surveillance (AES) : l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)[72]. Le sys-

69. Règl. (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, préc., Consid. 32.

70. Voy. G. BOURDEAUX, « Bâle 3 et la résilience du secteur bancaire », *Rev. dr. banc. fin.*, 2012 n° 2, dossier 15, qui évoque les « effets pervers inéluctables » de Bâle 3.

71. Sur ce système, voy. T. BONNEAU, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2012, pp. 44-61 ; F. MARTUCCI, J. LASSERRE CAPDEVILLE et J.-P. KOVAR, « Le système européen de surveillance financière », *Europe*, juin 2011, pp. 4-9.

72. Règl. n° 1093/2010/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), modifiant la Déc. 716/2009/CE et abrogeant la Déc. 2009/78/CE de la Commission, *JOUE*, n° L 331 du 15 décembre 2010, pp. 12-47 ; Règl. n° 1094/2010/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), modifiant la Déc. 716/2009/CE et abrogeant la Déc. 2009/79/CE de la Commission, *JOUE*, n° L 331 du 15 décembre 2010, pp. 48-83 ; Règl. n° 1095/2010/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la Déc. 716/2009/CE et abrogeant la Déc. 2009/77/CE de la Commission, *JOUE*, n° L 331 du 15 décembre 2010, pp. 84-119. Il sera fait références à ces trois règlements, dans la suite du propos, comme « les règlements AES ».

tème est complété par le comité européen du risque systémique (CERS)[73]. Les trois Autorités sont chargées de la surveillance micro-prudentielle, à savoir la surveillance individuelle des entreprises et de leur solvabilité. Le CERS est chargé de la surveillance macro-prudentielle[74], à savoir celle des marchés dans leur ensemble afin de prévenir le « risque systémique ».

Transformées en agence, les autorités européennes voient leurs pouvoirs s'accroître. Elles ne formulent plus de simples avis à destination de la Commission, mais elles font des propositions dont la Commission peut difficilement s'écarter[75]. Elles disposent de pouvoirs exceptionnels d'intervention sur le marché, notamment dans les cas où les autorités nationales n'appliquent pas correctement la législation européenne[76]. Ces pouvoirs se multiplient au fil des réformes. Ainsi, l'AEMF s'est vue reconnaître en 2012 le droit de sanctionner directement les agences de notation qui auraient violé les règles pertinentes de l'Union[77]. Elle s'est aussi vue reconnaître des pouvoirs d'urgence dans le cadre de la réglementation des contrats d'échange sur le risque de crédit[78].

En revanche, leur composition ne change pas des précédents comités Lamfalussy. Les agences sont dirigées par un conseil qui regroupe les directeurs des autorités nationales compétentes dans le domaine concerné, qui sont les seuls à pouvoir voter. Le conseil comprend aussi des membres sans droit de vote, à savoir un président ainsi qu'un représentant de la Commission, du CERS et des deux autres AES[79]. Ainsi, l'échelon national reste dominant. La composition de ces autorités démontre que le fédéralisme de marché ne s'éloigne pas de la contrainte de souveraineté qui le caractérise.

---

73. Règl. n° 1092/2010/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, *JOUE*, n° L 331 du 15 décembre 2010, pp. 1-11.

74. Sur la notion de surveillance macro-prudentielle, voy. International Monetray Fund, Bank for International Settlements & the Secretariat of the Financial Stability Board, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations (Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors)*, octobre 2009 ; C. BORIO., « L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financière », *Banque de France – Revue de la stabilité financière*, septembre 2009, n° 13, pp. 35-46 ; P. CLÉMENT, « The term "macroprudential": origins and evolution », *BIS Quaterly Rev.*, mars 2010, pp. 59-67.

75. Voy. les art. 10, 13, 14 et 15 des Règl. AES, préc.

76. Voy. l'art. 19, § 3, des Règl. AES, préc.

77. Règl. délégué n° UE/946/2012 de la Commission du 12 juillet 2012 complétant le Règl. (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des règles de procédure relatives aux amendes infligées aux agences de notation de crédit par l'Autorité européenne des marchés financiers, y compris des règles relatives aux droits de la défense et des dispositions temporelles, *JOUE*, n° L 282 du 16 octobre 2012, pp. 23-26.

78. Art. 28 du Règl. n° UE/236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur le risque de crédit, *JOUE*, n° L 86 du 24 mars 2012, pp. 1-24.

79. Voy. l'art. 40 des Règl. AES, préc., ainsi que pour le Prés., l'art. 48.

La crise des dettes souveraines a révélé l'insuffisance d'un tel système et a poussé à la mise en place de l'Union bancaire. Son principe a été approuvé par le sommet de la zone euro du 29 juin 2012. À l'automne 2012, la Commission publie une proposition présentant l'Union bancaire[80]. Celle-ci comporte trois volets : la mise en place d'un mécanisme de supervision unique, d'un mécanisme unique de résolution des crises bancaires et un système commun de garantie des dépôts. Depuis lors, le mécanisme de surveillance unique (MSU) a été mis en place par deux règlements du 15 octobre 2013[81]. Un accord politique a, en outre, été trouvé sur le mécanisme de résolution unique au printemps 2014[82].

Le MSU est une nouvelle transformation de la régulation financière au niveau de l'Union. C'est une étape fondamentale pour le fédéralisme de marché puisqu'elle conduit en grande partie à la dénationalisation de la supervision. La Banque centrale européenne, qui est une institution de l'Union[83], se voit confier la régulation bancaire pour les États participants[84]. La prise de décision au sein du MSU se fait par le biais du conseil de surveillance. À l'image du conseil des gouverneurs de la BCE, celui-ci comprend six membres issus de la BCE et un représentant des autorités de régulation nationales[85]. Ces membres sont alors majoritaires. Cependant, la répartition des tâches au sein du MSU démontre l'émergence d'un pouvoir propre de la BCE. Celle-ci est l'unique responsable de l'agrément des établissements de crédit[86]. Elle partage avec les

80. Comm. de la Commission au Parlement européenne et au Conseil, Feuille de route pour une union bancaire du 12 septembre 2012, COM(2012)510 final.

81. Règl. (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit, *JOUE*, n° L 287 du 29 octobre 2013, pp. 63-89 ; Règl. (UE) n° 1022/2013 du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant le Règl. (UE) n° 1093/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne) en ce qui concerne des missions spécifiques confiées à la Banque centrale européenne en application du Règl. (UE) n° 1024/2013, *JOUE*, n° L 287 du 29 octobre 2013, pp. 5-14.

82. Règl. (UE) n° 806/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 juillet 2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique, et modifiant le Règl. (UE) n° 1093/2010, *JOUE*, n° L 225 du 30 juillet 2014, pp. 1-90.

83. Art. 13, § 1, TFUE.

84. Les États membres du MSU ne se confondent pas avec ceux de la zone euro. Les États membres de la zone euro sont *de facto* membres du MSU : art. 2, § 1, Règl. (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit, préc. Cependant, d'autres États membres de l'Union peuvent rejoindre l'Union bancaire par le biais de la procédure de « coopération rapprochée » prévue à l'art. 7 du Règl. préc.

85. *Ibid.*, art. 26.

86. Art. 4, § 1, a), du Règl. (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la BCI des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit, préc.

autorités nationales les missions de supervision prudentielle et supervise directement les établissements les plus importants[87].

Cependant, cette dénationalisation n'est que partielle. La BCE partage ses pouvoirs de décision ainsi que leur exercice avec les autorités nationales. En rattachant la supervision bancaire à un modèle profondément intégré, la BCE et l'Eurosystème, le fédéralisme de marché se transforme et se complexifie.

De prime abord, ces réformes institutionnelles démontrent un renforcement de l'échelon européen. En premier lieu, celui-ci se structure dans des organes autonomes, les AES et la BCE, dans lesquels les représentants nationaux restent dominants. En second lieu, ces organes se voient reconnaître des pouvoirs propres. Ces derniers sont exceptionnels dans le cadre des AES tandis que le transfert de pouvoirs à la BCE est le principe dans le cadre du MSU.

Alors que ce mouvement d'européanisation pourrait être vu comme un mouvement de simplification, il conduit *in fine* à une complexification de la régulation. Le partage du pouvoir d'exécution normative entre les AES et la Commission en est une bonne illustration. Les AES peuvent proposer des « normes techniques de réglementation » et élaborer des « normes techniques d'exécution »[88] qui correspondent respectivement aux actes délégués de l'article 290 du TFUE et aux actes d'exécution de l'article 291[89]. Les pouvoirs reconnus aux autorités et la marge de manœuvre de la Commission ne sont pas les mêmes selon le type d'acte. Les AES peuvent aussi adopter des orientations et des recommandations à destination « des autorités compétentes ou des acteurs du marché »[90]. On voit alors se multiplier les sources, sans grande cohérence entre elles.

Cette subtilité des sources et de leurs auteurs se mue en capharnaüm dans le cadre du MSU. La BCE devient une « autorité compétente » membre votant du conseil de l'Autorité bancaire européenne (ABE)[91]. Cela ne pose pas de problèmes. Mais ceux-ci émergent lorsqu'il s'agit de déterminer le droit applicable au sein du MSU. Le règlement du 15 octobre 2013 précise que : « la BCE applique toutes les dispositions pertinentes du droit de l'Union et, lorsque

87. La BCE supervise les établissements dits d'importance systémique à savoir ceux dont la valeur des articles est supérieure à 30 milliards d'euros et ceux pour lesquels le ratio entre ses actifs totaux et le PIB de l'État membre participant d'établissement est supérieur à 20 %, à moins que la valeur totale de ses actifs soit inferieure à 5 milliards d'euros (*ibid.*, art. 6, § 4).

88. Art. 10 et art. 15 des Règl. AES, préc.

89. Voy. R. VABRES, « Les compétences de la Commission et de l'autorité européenne des marchés financiers dans l'élaboration de la législation financière européenne », *Rev. dr. banc. fin.*, mai 2012, étude 12.

90. Art. 16 des Règl. AES, préc.

91. Voy. l'art. 1, § 4, du Règl. (UE) n° 1022/2013 du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant le Règl. (UE) n° 1093/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne) en ce qui concerne des missions spécifiques confiées à la BCI en application du Règl. (UE) n° 1024/2013, préc.

celui-ci comporte des directives, le droit national transposant ces directives »[92]. Ainsi, la BCE – institution de l'Union – devra appliquer le droit national[93], et le MSU est alors soumis à dix-huit droits différents ! Mais la BCE doit aussi agir conformément aux normes techniques d'exécution et de réglementation adoptées par la Commission, en collaboration avec l'ABE[94]. En revanche, il n'est pas précisé que la BCE doive se conformer aux orientations et recommandations de l'ABE. Elle peut, par contre, adopter ses propres orientations et recommandations, voire des règlements puisqu'elle dispose du pouvoir règlementaire[95]. Mais *quid* des autorités de régulation nationales des États membres du MSU[96] ? Doivent-elles continuer à appliquer les recommandations de l'ABE ou seulement celles de la BCE ? Que se passe-t-il en cas de contradiction entre les deux ?

Une telle construction institutionnelle s'explique par le poids de la contrainte de souveraineté et le poids des États, sans pour autant que la prégnance du marché ne disparaisse. Ainsi, les AES doivent, avant toute proposition à la Commission, procéder à « des consultations publiques ouvertes sur les projets de normes techniques de réglementation et analyser les coûts et des avantages potentiels qu'ils impliquent »[97]. L'idée même de l'analyse coût et avantages interroge sur le référentiel d'une telle analyse et les destinataires des avantages recherchés. Rien n'est précisé sur ce dernier point et il se peut alors parfaitement que les avantages recherchés soient au profit du marché. L'association des acteurs du marché à la régulation reste ainsi un trait caractéristique du fédéralisme de marché réformé. Mais celui-ci doit sa complexité à l'impératif de souveraineté.

Ainsi, c'est l'engagement différencié des États dans l'Union qui conduit à la naissance du MSU uniquement pour certains d'entre eux. C'est la réticence de l'engagement étatique qui explique que, au sein du MSU, la BCE applique le droit national de chaque État et non un droit commun[98]. Le système n'a pas été re-

92. Art. 6, § 3, du Règl. (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit, préc.

93. D'après l'art. 14 (*ibid.*), les demandes d'agrément doivent être rédigées « conformément aux exigences du droit national applicable ».

94. *Ibid.*, art. 6, § 3, al. 2.

95. *Id.*

96. Qui sont toujours membres de l'ABE.

97. Art. 10, § 1, al. 3, des Règl. AES, préc.

98. Cette volonté étatique de garder le contrôle des procédures en dépit des évidences et des nécessités de la matière est aussi parfaitement illustrée par la procédure d'enregistrement des agences de notation. À l'origine, la procédure faisait intervenir en priorité les autorités nationales réunies en un collège où l'une d'entre elles était désignée comme « facilitateur » : Règl. (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, précité, version d'origine, art. 15-18. L'Autorité européenne

pensé, mais il a été rafistolé sous la contrainte des États cherchant à limiter les transferts de compétence et de pouvoir au profit de l'Union. Même si les réparations sont de grande ampleur, tel le MSU, l'absence de vision d'ensemble conduit à des montages d'une grande complexité. La réorganisation institutionnelle du fédéralisme de marché s'est faite sous-contrainte, conduisant alors à la mise en place de ce labyrinthe organique et normatif.

B. *Des contraintes structurelles insurmontables*

Reconstruire l'architecture du fédéralisme de marché autour d'une « valeur commune » qui serait la stabilité financière impose de pouvoir définir la stabilité financière. Or, la science économique ne fournit aujourd'hui qu'une réponse insatisfaisante à ce problème de définition (1). Mais, toute reconstruction doit disposer des moyens de ses ambitions. Or, le droit de l'Union ne permet pas aujourd'hui un tel processus (2).

1. Les contraintes économiques doctrinales

La rupture avec la logique de marché impose de revenir aux fondements de l'intervention étatique dans le domaine économique. L'économie classique, et ses successeurs, confèrent à l'État le rôle de prévenir les défaillances du marché. La crise a mis au jour celles-ci et notamment l'incapacité du marché à garantir sa pérennité. L'autorité publique doit donc se saisir de la question. Le fédéralisme financier peut alors trouver un objectif nouveau dans le concept de « stabilité financière ». Le politique peut ainsi affirmer, à travers le prisme de la stabilité financière, l'intérêt général face à l'intérêt du marché. Mais il n'y a pas de définition unanime de ce qu'est la stabilité financière, ni en économie, ni en droit.

Dans le domaine du droit économique, « le fait économique tout autant que le choix politique font partie intégrante de la norme juridique »[99]. Les outils de la régulation ne peuvent pas être construits par les juristes. Au contraire, il appartient à l'économie d'établir le diagnostic, à savoir les insuffisances du marché auxquelles l'État doit pallier et de proposer les outils adéquats afin d'y remédier. Le

---

n'intervenait que pour donner son avis. Face à autant de sophistication et de complexité, la procédure a été simplifiée en 2011 (soit seulement deux ans après le premier règlement) pour confier la globalité de la procédure à l'Autorité européenne des marchés financiers : Règl. (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, version consolidée, art. 15-18.

99. F. MARTUCCI, « L'utilisation des faits économiques dans l'Union économique et monétaire : une approche théorique d'un droit de la politique économique », in *Les utilisations des faits économiques dans le droit de l'Union européenne* (P. MADDALON dir.), Paris, Pedone, 2013, pp. 93-125, sp. p. 100.

juriste est ici limité par sa propre expertise et doit s'en remettre à celle de l'économiste, qui est le mieux à même de déterminer l'action à mener. Le politique joue ensuite un rôle majeur de traducteur des concepts économiques en outils juridiques. Le rôle du politique est ici central, puisqu'il choisit les outils adaptés à la régulation du marché, dans un objectif d'intérêt général qu'il représente. Or, en économie, l'étude de la stabilité financière n'est est qu'à ses débuts. Le projet est d'ailleurs particulièrement complexe, et ce, pour deux raisons : l'absence de définition et d'outils d'évaluation et de correction de la stabilité financière. Or, ces deux problèmes sont intimement liés. En effet, « la formulation d'une définition opérationnelle reste conditionnée par l'installation d'un cadre d'analyse qui doit définir les champs d'interventions des différentes autorités, les instruments et les moyens de transmission des décisions adoptées et préciser les indicateurs de mesures capables d'évaluer cette fonction »[(100)].

Tout d'abord, les économistes ne sont pas unanimes sur la définition de la stabilité financière. Pour certains, elle se définit négativement comme la situation où il n'y a pas d'instabilité financière[(101)]. Cette approche a été critiquée par une autre partie de la doctrine. La définition seulement par opposition à l'instabilité financière ne serait pas opératoire, dans le sens où elle n'offre pas d'instruments de mesure, de contrôle et d'influence de la stabilité financière.

D'autres auteurs proposent donc une définition positive. Elle a été formulée par G. Schinasi, économiste au FMI, selon lequel la stabilité financière désigne la capacité du système financier à permettre une bonne allocation des ressources, à déterminer correctement le prix et gérer les risques et à maintenir l'aptitude du système à remplir ses fonctions clés[(102)]. Cependant, une telle définition reste trop large pour être utile.

---

100. « The formulation of an operational definition remains conditioned by the installation of an analytical framework which must delimit the field of intervention of the responsible authorities, define the instruments and the transmission channels of the adopted decisions and specify the indicator of measurement making it possible to evaluate this function », M. ABOUCH, S. ABESSAMRD et Z. FIRANO, « Financial Stability: Definitions, Theoretical Foundations and Roles of the Central Banks », *Int'l Research J. of Finance and Economics*, 2012, vol. 84, pp. 76-94, sp. p. 76.

101. Pour un ex. de raisonnement à partir d'une telle définition, voy. C. BORIO et M. DREHMANN, « Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences », *BIS Working Papers*, n° 284, sp. p. 4. Pour d'autres approches formulées dans les mêmes termes, voy. M. ABOUCH, S. ABESSAMAD et Z. FIRANO, « Financial Stability: Definitions, Theoretical Foundations and Roles of the Central Banks », *op. cit.*, pp. 76-94, sp. pp. 78-79.

102. G. SCHINASI, « Defining financial stability », *IMF Working Paper*, WP/04/187, sp. p. 8 : « financial stability can be thought of in terms of the financial system's ability: (a) to facilitate both an efficient allocation of economic resources — both spatially and especially intertemporally — and the effectiveness of other economic processes (such as wealth accumulation, economic growth, and ultimately social prosperity) ; (b) to assess, price, allocate, and manage financial risks ; and (c) to maintain its ability to perform these key function ».

Ensuite, quelle que soit la définition choisie, les économistes s'accordent sur le fait qu'il n'existe pas aujourd'hui d'outils d'évaluation de la stabilité financière et de correction des éventuelles instabilités. Pour le moment, de tels outils n'existent pas et la recherche doit progresser afin de déterminer et d'affiner les statistiques permettant une telle appréciation(103). L'évaluation de la stabilité financière doit notamment passer par celle des liens qui unissent entre eux les différents acteurs du marché financier et le degré d'interdépendance mutuelle entre les agents. De telles statistiques sont délicates à recueillir et surtout à analyser. D'autant que, « les statistiques influencent l'ensemble du cadre stratégique. Elles traduisent la définition de l'objectif à atteindre en un critère opérationnel »(104).

Il n'existe pas non plus d'instruments concrets pour agir sur la stabilité financière et il n'y a pas de réel consensus sur les autorités qui doivent en disposer. Les problèmes relatifs à la stabilité financière peuvent émerger de causes extrêmement hétérogènes qui vont de la structure du marché financier, et notamment du degré de concentration des entreprises qui le composent, à la santé propre de chaque établissement, en passant par les systèmes de paiement(105). La variété des matières en cause rend alors délicate la mise en place d'un cadre cohérent et global de préservation de la stabilité financière. D'autant qu'en l'absence de référentiel clair permettant de guider l'action des autorités, cette dispersion rend plus difficile la mise en place d'outils concrets de régulation de la stabilité financière. Enfin, il n'y a pas de consensus sur la ou les autorités qui doivent être responsables de la stabilité financière. Certains récusent toute délégation par les pouvoirs politiques de cette tâche à un organisme indépendant(106). Au contraire, la stabilité financière semble aujourd'hui devoir être le nouvel objectif à confier à des autorités indépendantes, voire aux banques centrales(107).

Face à cette imprécision de la science économique, le juriste se trouve démuni. Il fait d'ailleurs face, lui-même, à ses propres contraintes.

---

103. Voy. J. FELL et G. SCHINASI, « Assessing financial stability: exploring the boundaries of analysis », *National Institute Economic Rev.*, 2005, n° 192, pp. 102-117.

104. « Measurement influences all the elements of the framework. It translates the definition of the goal into an operational yardstick », C. BORIO et M. DREHMANN, « Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences », *op. cit.*, p. 1.

105. Voy. M. ABOUCH, S. ABESSAMRD et Z. FIRANO, « Financial Stability: Definitions, Theoretical Foundations and Roles of the Central Banks », *op. cit.*, pp. 79-84.

106. Voy. W.A. ALLEN et G. WOOD, « Defining and achieving financial stability », *LSE Financial market group*, *Special Paper*, n° 160, avril 2005, sp. p. 14.

107. Voy. J.-P. BETBÈZE, C. BORDES, J. COUPPEY-SOUBEYRAN et D. PLIHON, *Banques centrales et stabilité financière*, Paris, Direction de l'information légale et administrative, 2011.

2. Les contraintes juridiques structurelles

En l'absence de définition économique unanimement reconnue et transposable en droit, la stabilité financière n'a pas reçu de définition juridique consacrée. Sa gestion regroupe des matières extrêmement hétérogènes qui vont du droit commercial – le droit des faillites bancaires a un impact très important sur le déroulement d'une crise[108] – au droit de la concurrence – qui influence le degré de concentration du marché financier – en passant évidemment par le droit des marchés financiers. Ces deux limites, conjuguées à l'absence explicite de compétence de l'Union en la matière, rendent extrêmement complexe l'édification d'un cadre cohérent qui pourrait se structurer autour de cet objectif.

La notion de stabilité financière n'est pas définie par les instruments normatifs du droit de l'Union. Elle n'a d'ailleurs pas de statut précis et celui-ci change selon les contextes ou selon les auteurs.

Le TUE ne mentionne pas la stabilité financière. Le TFUE n'utilise la notion qu'une seule fois, de manière incidente, pour préciser que : « Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier »[109]. La notion n'est donc pas abordée quant à l'Union dans son ensemble, mais dans le contexte de l'Union économique et monétaire, sans en préciser la signification. De même, le Traité MES ne fait que mentionner la notion, sans l'expliciter[110]. Le droit primaire ne fournit donc pas de définition de la stabilité financière.

Le droit dérivé n'est guère plus disert. Les règlements relatifs au SESF ne font que la mentionner[111]. Le statut qui lui est accordé est d'ailleurs flou. Les considérants la qualifient de « valeur publique »[112] alors que le texte l'inclut comme une composante de l'intérêt public[113]. On peut y voir une

108. Voy. W.A. ALLEN et G. WOOD, « Defining and achieving financial stability », *op. cit.*, p. 14.

109. Art. 125, § 5, TFUE.

110. Traité instituant le mécanisme européen de stabilité entre le Royaume de Belgique, la République fédérale d'Allemagne, la République d'Estonie, l'Irlande, la République hellénique, le Royaume d'Espagne, la République française, la République italienne, la République de Chypre, le Grand-Duché de Luxembourg, Malte, le Royaume des Pays-Bas, la République d'Autriche, la République portugaise, la République de Slovénie, la République slovaque et la République de Finlande, signé à Bruxelles le 2 février 2012, Consid. 6, et art. 3, 12 13 et 18.

111. Art. 1, § 5, des Règl. AES, préc. : « L'Autorité a pour objectif de protéger l'intérêt public en contribuant à la stabilité et à l'efficacité à court, moyen et long terme du système financier ».

112. *Ibid.*, Consid. 11.

113. Voir l'art. 1, § 5, préc.

contradiction dans les termes puisque comme valeur[114] la stabilité financière devrait guider l'intérêt public et non en être l'une des composantes. La jurisprudence s'est récemment penchée sur la notion dans l'arrêt *Pringle*[115]. La Cour ne prend pas le soin d'en préciser le contenu. Elle lui donne cependant le statut d'« objectif supérieur »[116]. Il s'agit là d'une qualification quasiment inédite dans la jurisprudence de la Cour et donc dépourvue de toute signification[117]. Cela confirme seulement l'importance prise par la notion aujourd'hui.

La Commission publie annuellement un rapport sur « la stabilité et l'intégration financière européenne ». Initialement, ce rapport ne portait que sur l'intégration. La stabilité a été rajoutée en 2011. Cependant, ni ce premier rapport, ni les suivants ne prennent le soin de définir ce qu'ils entendent par « stabilité financière »[118]. Seule la BCE précise sa définition de la notion dans ses rapports sur la stabilité financière, instrument dépourvu de toute valeur juridique. La stabilité financière correspond, selon elle, à un état où « le système financier […] est capable de résister à des chocs et de se défaire des déséquilibres financiers »[119].

La notion a pourtant largement été utilisée et popularisée, mais sans jamais être juridiquement définie. Ceci illustre la difficulté, pour le droit, d'accueillir une notion économique qui n'est pas clairement appréhendée par sa matière d'origine. Au-delà, les différents statuts donnés à la stabilité financière : « valeur commune », « objectif supérieur », contribuant à l'« intérêt public » démontrent le flou qui règne quant à l'utilisation de cette notion.

---

114. « Les valeurs se définissent comme des émotions et des préférences qui ne sont ni vraies ni fausses et ne font l'objet d'aucune connaissance objective », A. VIALA, « Valeurs et Principes (distinction) », in *Dictionnaire des Droits de l'homme* (J. ANDRIANTSIMBAZOVINA *et al.* dir.), Paris, PUF, 2008, p. 769. On peut, en cela, douter du caractère de « valeur » de la stabilité financière.

115. CJUE, 27 novembre 2012, *T. Pringle c. Irlande*, aff. C-370/12, non encore publ.

116. *Ibid.*, § 135 : « Le respect d'une telle discipline contribue à l'échelle de l'Union à la réalisation d'un objectif supérieur, à savoir le maintien de la stabilité financière de l'Union monétaire ».

117. La Cour de justice n'a mentionné la notion d'« objectif supérieur » dans ses arrêts qu'une seule autre fois, mais dans ses rappels des observations faites par un gouvernement (voy. CJUE, 11 avril 2013, *HK Danmark*, aff. C-335/11 et C-337/11, § 85). Dans sa prise de position du 26 octobre 2012 sur l'aff. *Pringle* (préc.) l'av. gén. KOKOTT évoque, à son tour, la notion mais à propos d'un autre domaine (« la réalisation de l'objectif supérieur qu'est la discipline budgétaire des États membres », § 150).

118. Voy. CE, 8 avril 2011, Document de travail des services de la Commission, *Rapport 2010 sur la stabilité et l'intégration financière européenne*, SEC (2011) 489 ; ou encore EC, 24 march 2013, Commission staff working document – *European Financial Stability and Integration Report 2012*, SEC (2013)156 final.

119. « Financial system – which comprises financial intermediaries, markets and market infrastructures – is capable of withstanding shocks and the unravelling of financial imbalances », ECB, *Financial Stability Rev.*, juin 2012, p. 5.

Ce flou peut s'expliquer par l'absence de compétence *ad hoc* de l'Union dans le domaine financier. La stabilité financière ne fait pas partie des objectifs de l'Union tels qu'énoncés par l'article 3 du TUE. La thématique financière n'est pas abordée non plus par les articles 3 à 6 du TFUE relatifs à la répartition des compétences entre l'Union et les États membres. Les dispositions relatives à la matière financière sont donc adoptées sur le fondement de l'article 114 du TFUE. La Cour de justice a reconnu la possibilité d'utiliser cet article comme base juridique pour l'harmonisation financière dans la double limite que les mesures adoptées contribuent effectivement au rapprochement des législations des États membres et que leur objectif soit bien l'établissement et le fonctionnement du marché intérieur(120).

Or, un véritable titre à agir de l'Union, en la matière, est nécessaire et permettrait d'organiser, comme il se doit, la quête de la stabilité financière à l'échelon européen. Selon F. Martucci, « Le maintien de la compétence nationale détonne avec l'européanisation des risques financiers favorisée par la monnaie unique et l'approfondissement de l'intégration financière »(121). Le législateur de l'Union peut, cependant, compter sur l'interprétation assez large faite par la Cour de justice de l'article 114 du TFUE en la matière. Selon la Cour de justice, le droit dérivé peut ainsi habiliter une AES à adopter des actes de portée générale et des actes adressés à des personnes physiques ou morales. En revanche, l'Avocat général Jääskinen s'y opposait. Pour ce dernier, l'article 114 du TFUE ne permet pas une telle pratique qui revient à remplacer « le processus décisionnel national […] par un processus décisionnel de l'Union »(122).

La base juridique utilisée par le législateur commence donc à montrer ses limites. Seule la souplesse de la Cour, certainement consciente de l'impact de ces décisions dans un domaine aussi sensible, permet l'utilisation d'une base juridique trop étroite pour un objectif aussi large que la stabilité financière. D'autant que la stabilité financière exige une action d'envergure qui va du droit de la concurrence, afin de s'assurer que les entreprises financières ne soient trop concentrées, au droit civil (la question des paiements et des systèmes de paiement reste un sujet épineux) en passant par le droit bancaire et financier. Un titre à agir, éventuellement sous la forme d'un objectif transversal, permettrait peut-être d'organiser efficacement cette problématique(123).

---

120. CJUE, 22 janvier 2014, *Royaume-Uni c/ Parlement et Conseil*, aff. C-270/12, non encore publ. au *Rec.*, §§ 100-116.

121. F. MARTUCCI, *L'ordre économique et monétaire de la Communauté européenne*, thèse, Paris I, version dactylo., p. 102.

122. Concl. av. gén. JÄÄSKINEN du 12 septembre 2013 sous CJUE, 22 janvier 2014, *Royaume-Uni c/ Parlement et Conseil*, aff. C-270/12, préc., § 52.

123. L'efficacité de ce type d'objectif reste cependant à démontrer. Voy. V. MICHEL, « Les objectifs à caractère transversal », in *Objectifs et compétences de l'Union européenne* (E. NEFRAMI dir.), Bruxelles, Bruylant, 2012, pp. 177-209).

En réalité, au-delà des contraintes juridiques qui pèsent sur l'intégration financière, ce sont bien les contraintes politiques qui empêchent une refonte globale du fédéralisme de marché. Le fédéralisme de marché est, par essence, un fédéralisme technique. Or, l'enjeu de la stabilité financière ne peut se contenter d'une approche aussi restrictive. Par les domaines qu'elle recouvre, elle invite à une action politique majeure.

Il faut dépasser le fédéralisme de marché et l'idée que le marché est la norme qui doit guider l'action du législateur et du régulateur en la matière. Il faut réaffirmer le pouvoir du droit et surtout du politique en la matière. Comme le dit le juge Posner : « L'indifférence rationnelle aux conséquences indirectes des affaires de l'un et de la consommation de l'autre est la raison pour laquelle le gouvernement a un devoir, dans le cas de la régulation financière, de faire plus que prévenir la fraude [...]. Sans régulation financière plus forte que cela, le comportement rationnel des financiers respectueux des lois et des consommateurs peut précipiter l'économie au désastre »[124]. Ainsi, la rationalité même du marché peut conduire au désastre.

Il est alors indispensable de substituer à l'intérêt du marché, comme fondement et objectif de la régulation financière, l'intérêt général fondé sur une prise de position politique. Or, de même que le politique a été « éliminé » de la régulation par le marché[125], il s'impose difficilement dans l'Union européenne. La souveraineté des États empêche bien souvent que des choix ambitieux soient faits. Les crises imposent, au surplus, une réforme immédiate et permanente. Alors que l'Europe connaît une période d'accalmie, il est nécessaire de repenser le fédéralisme de marché pour remettre la finance au service du bien commun.

124. « Rational indifference to the indirect consequences of one's business and consumption behavior is the reason the government has a duty in regulating financial behavior, to do more than prevent fraud [...]. Without stronger financial regulation than that, the rational behavior of law-abiding financiers and consumers can precipitate an economic disaster », R.A. POSNER, *A failure of capitalism*, *op. cit.*, pp. 106-107.

125. Pour reprendre la terminologie de M.-A. FRISON-ROCHE, « Le modèle du marché », *op. cit.*, pp. 305-307.