Surveillance des marchés financiers et marché intérieur: une harmonisation à plusieurs dimensions

Christophe Maubernard

▶ **To cite this version:**

Christophe Maubernard. Surveillance des marchés financiers et marché intérieur: une harmonisation à plusieurs dimensions : note sous Cour de justice, gde ch., arrêt du 22 janvier 2014, aff. C-270/12, Royaume-Uni/Parlement et Conseil. Cahiers de droit européen, 2014, 3. hal-01971913

HAL Id: hal-01971913

https://hal.umontpellier.fr/hal-01971913

Submitted on 29 Nov 2021

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.

SOMMAIRE

2014 - N° 3

Pages

Note de la rédaction 479

ÉDITORIAL

Une Commission politique, par Jean-Victor Louis 485

DOCTRINE

Droit d'asile et confiance mutuelle : regard critique sur la jurisprudence européenne, par Henri Labayle 501

La procédure de réexamen en droit de l'Union européenne, par Romain Rousselot 535

Le parcours contentieux de la coopération renforcée en matière de taxe sur les transactions financières : la bataille de l'autorisation est gagnée, celle de la mise en œuvre reste à mener, par Jean-Sébastien Pilczer 597

Quels pouvoirs pour les agences de l'Union européenne ?, par Elsa Bernard 637

Surveillance des marchés financiers et marché intérieur : une harmonisation à plusieurs dimensions, par Christophe Maubernard 661

JURISPRUDENCE

Les arrêts *Digital Rights Ireland* et *Google Spain*, ou le printemps européen de la protection des données, par Christophe Bernard-Glanz 685

Chronique de jurisprudence consacrée à l'espace de liberté, de sécurité et de justice, par Philippe De Bruycker et Henri Labayle 719

BIBLIOGRAPHIE 783

APPEL À CONTRIBUTIONS À L'OCCASION DES 50 ANS DES *CAHIERS DE DROIT EUROPÉEN* 785

TABLE DES MATIÈRES 2014 787

D/2014/023/236
CADE-N.14/3
ISBN : 978-2-8027-5022-2

bruylant

CAHIERS DE DROIT EUROPÉEN · 2014 - 3

CAHIERS DE DROIT EUROPÉEN

2014 NUMÉRO 3

50e année

L
2014
3

Conditions d'abonnement pour 2014

Prix d'abonnement : 255 €
Prix du numéro : 110 €

Éditeur responsable
Marc-Olivier Lifrange, directeur général
Groupe Larcier sa
Rue des Minimes, 39
B-1000 Bruxelles

Commandes
Larcier Distribution Services sprl
Rue des Minimes, 39
B-1000 Bruxelles
Tél. 0800/39 067 (+32 2 548 07 13)
Fax 0800/39 068 (+32 2 548 07 14)
abo@larciergroup.com

ISSN 0007-9758

CAHIERS DE DROIT EUROPEEN

Trois numéros par an

Fondateurs : † L. Goffin, rédacteur en chef (1965-2001),
† M. Taquet, † R.O. Dalcq

REDACTION

Rédacteur en chef
J.-V. LOUIS
Professeur émérite de l'Université de Bruxelles

S. Adam (Luxembourg-Gand)
M. Blanquet (Toulouse)
E. Bribosia (Bruxelles)
E. Coulon (Luxembourg)
M. Dony (Bruxelles)
G. Garzón Clariana (Barcelone)
J.-P. Keppenne (Bruxelles)
K. Lenaerts (Leuven-Luxembourg)
P. Oliver (Bruxelles)
A.-L. Sibony (Liège)
H.N. Tagaras (Athènes)
S. Rodrigues (Paris-Bruxelles)
O. Speltdoorn (Luxembourg)
A. Van Waeyenberge (Bruxelles-Paris)
D. Waelbroeck (Bruxelles)
M. Wendel (Berlin)
A. Weyembergh (Bruxelles)

Secrétaire général
F. Louis
Avocat au Barreau de Bruxelles
L.L.M. in European Law

Secrétaire
A. Vallery
Avocat au Barreau de Bruxelles
Licence spéciale en droit européen

Cinquantième année
2014
N° 3

REDACTION
Frédéric LOUIS
c/o Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr
Place du Champ de Mars, 5
1050 BRUXELLES
Fax : 32 2 285 49 49

COMITÉ SCIENTIFIQUE

MM. A. Bleckmann (Münster), D. Edward (Edimbourg), C.-D. Ehlermann (Bruxelles), F. Jacobs (Londres), G.C. Rodriguez Iglesias (Madrid), P.F. Ryziger (Paris), A. Tizzano (Luxembourg), G. Vandersanden (Bruxelles), W. Van Gerven (Leuven), M. Waelbroeck (Bruxelles), J. Weiler (Florence).

SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉ INTÉRIEUR : UNE HARMONISATION À PLUSIEURS DIMENSIONS

(note sous Cour de justice, gde ch., arrêt du 22 janvier 2014, aff. C-270/12, Royaume-Uni/Parlement et Conseil*)*

PAR

Christophe MAUBERNARD[*]

Écartons d'emblée une problématique pourtant tout à fait fondamentale, mais qui supposerait de porter un regard autre que celui du juriste. Toute l'œuvre de l'Union européenne et des États membres en matière économique, monétaire et financière, est traversée par de très fortes contraintes politiques, au sens fort du terme. Tout est affaire, en ces domaines, et pour le dire autrement, d'enjeux de la plus haute importance politique et stratégique, tant pour les États membres et leurs citoyens que pour l'Union européenne toute entière (1). Parmi ceux-là, certains sont aujourd'hui confrontés à d'éminents périls qui sapent parfois jusqu'aux fondements de leur organisation économique, sociale et politique (cas de la Grèce), alors que celle-ci voit désormais dans les outils susceptibles de contenir ces périls une part de sa raison d'être, de sa légitimité (2). Dès le départ, le processus devant aboutir à la création d'une monnaie unique était perçu comme un acte tout autant politique qu'économique et monétaire (3). Ainsi, à propos de l'arrêt dont il sera question ici à titre principal (ci-après « l'affaire C-270/12 ») (4), pourrait-on en faire une lecture sur le seul fondement des raisons politiques

(*) Maître de conférences HDR, Université Montpellier I, *IDEDH* (EA 3976).

(1) Voy. à ce titre le rapport du Groupe de haut niveau présidé par Jacques de Larosière rendu public le 25 février 2009 sur les causes et les conséquences de la dernière crise financière mondiale. Disponible à l'adresse suivante : ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

(2) Dans son arrêt du 27 novembre 2012, aff. C-370/12, *T. Pringel*, l'assemblée plénière de la Cour de justice a indiqué que la stabilité financière de l'Union monétaire constitue un « objectif *supérieur* » de l'Union (point 133). C'est nous qui soulignons.

(3) J.-V. Louis, « Monnaie » (union économique et monétaire), *Répertoire de droit européen*, Dalloz, 2004.

(4) C.J.U.E., gde ch., arrêt du 22 janvier 2014, aff. C-270/12, *Royaume-Uni/Parlement et Conseil*. Pour une présentation des faits de l'arrêt et la dimension institutionnelle de ce dernier, voy. E. Bernard, ces *Cahiers*, même numéro, pp. 637 et s.

qui ont motivé le recours du Royaume-Uni à l'encontre des dispositions d'un règlement, comme le contournement du vote à l'unanimité au sein du Conseil, son hostilité de principe à l'égard de la réglementation des services financiers ou encore la prééminence persistante des États membres sur les institutions communes. Mais alors cette lecture ne dirait pas autre chose que les réserves d'un État à l'égard d'une construction juridique nouvelle. Il s'agirait, une fois encore, d'« un dispositif qui produit des effets politiques massifs, mais qui demeure, à proprement parler, innommable et indéfini » (5). À l'inverse, une approche juridique permettra de mieux comprendre jusqu'à quel point les États membres ont fait montre d'ambition dans ces domaines.

Les crises financière, budgétaire et monétaire qui ont secoué l'Europe (et le monde) au cours de ces dernières années, et dont les effets négatifs n'ont pas tous disparu, ont appelé de la part des États membres de l'Union et des institutions des réactions d'une telle ampleur (6) qu'il est difficile de trouver un équivalent — sur une période aussi courte — dans le reste de l'histoire de la construction européenne (7). Que les États soient parvenus ou non à circonscrire les périls qui les menacent, ils ont d'ores et déjà profondément modifié le cadre institutionnel et matériel de l'Union (8), à la suite notamment de la mise en place du Système européen de surveillance financière (ci-après « le SESF ») (9), lequel est composé d'organes à finalité tant microéconomique (l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers ci-après « l'AEMF »), que macroéconomique avec le Comité européen du risque systémique (10). Que l'ensemble ressemble

(5) M. Abeles, « Construction européenne, démocratie et historicité », *Vingtième siècle – Revue d'histoire*, 2013/1, n° 117, pp. 57-68 et spéc. p. 64.

(6) N. Moloney, « EU financial market regulation after the global financial crisis : "more Europe" or more risks ? », *C.M.L.R.*, 2010, vol. 47, pp. 1317-1383.

(7) Voy., par exemple, C. Yannakopoulos, « Le juge national, le droit de l'Union européenne et la crise financière », *R.T.D.E.*, 2013, p. 147 (149) : « (…) comme il a été clairement souligné dans l'exposé des motifs de la loi n° 4046/2012, toutes les règles nationales adoptées en vue du redressement économique et financier [de la Grèce] sont désormais considérées comme des mesures d'application des décisions du Conseil européen prises sur la base des articles 126, § 9, et 136 TFUE ».

(8) A. de Streel, « La gouvernance économique européenne réformée », *R.T.D.E.*, 2013, p. 455.

(9) F. Martucci, J. Lasserre Capdeville et J.-Ph. Kovar, « Le système européen de surveillance financière », *Europe*, juin 2011, étude n° 6.

(10) A. Boujeka, « Vers un modèle de régulation des marchés financiers dans l'Union européenne », *Dalloz*, 2012, p. 1355.

davantage à un « parc à l'anglaise et non [à] un jardin à la française » (11) traduit d'ailleurs cette urgence à combler les lacunes normatives dans le domaine de la régulation financière sans se préoccuper toujours de la cohérence générale.

L'affaire C-270/12 (12) est à cet égard emblématique des questions soulevées par ces nouvelles formes de régulation. Le requérant contestait la validité de l'article 28 du règlement (UE) nº 236/2012 du Parlement et du Conseil, du 14 mars 2012, sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (ci-après « le règlement (UE) nº 236/2012 ») (13), qui autorise l'AEMF à exercer, dans des circonstances exceptionnelles, des pouvoirs d'intervention, y compris à l'égard d'opérateurs privés et en substituant son contrôle à celui exercé en temps normal par les autorités nationales compétentes. Le Royaume-Uni estimait, d'une part, que les pouvoirs ainsi conférés à l'AEMF contrevenaient au droit primaire et à la jurisprudence de la Cour de justice en matière de délégation du pouvoir réglementaire par le législateur (14), d'autre part, que le règlement était fondé sur une base juridique erronée. Si le Royaume-Uni avait centré ses moyens sur la question de la délégation et à titre accessoire sur la base juridique de l'acte, l'avocat général Niilo Jääskinen avait considéré dans

(11) N. DE SADELEER, « La gouvernance économique européenne : Léviathan ou colosse aux pieds d'argile ? », *Europe*, avril 2012, nº 4, étude nº 5, § 31.

(12) Préc.

(13) *J.O.U.E.*, nº L 86 du 24 mars 2012, p. 1. Par « vente à découvert » on entendra « une vente de titres qui expose le vendeur à un risque de gain ou de perte selon que respectivement le cours des titres vendus baisse après la cession ou au contraire monte. Elle s'oppose à une vente couverte, qui rend le vendeur insensible à une baisse ou à une hausse des titres concernés après leur cession » (rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert du 23 février 2009, Autorité des marchés financiers (France), disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/). Quant au contrat d'échange sur risque de crédit (« CDS » ou *swaps* en anglais) il s'agit « d'un contrat qui procure une protection contre le risque de défaut (aléa de crédit) d'une entité de référence donnée (entreprise, État…). Le CDS peut porter sur une obligation de l'entité de référence ou directement sur l'entité de référence » (Direction générale du Trésor (France), Lettre nº 52, février 2009, disponible sur https://www.tresor.economie.gouv.fr/file/326895).

(14) Sur cette problématique de l'arrêt qui ne sera pas traitée ici, voy. E. BERNARD, ces *Cahiers*, préc. Voy. également J.-Cl. BONICHOT, « À propos de l'attribution du pouvoir réglementaire à l'Autorité européenne des marchés financiers », *R.F.D.A.*, 2014, p. 325 et D. SIMON, « Délégation de compétences à l'AEMF », *Europe*, mars 2014, comm. 113. On indiquera aussi que depuis le prononcé de l'arrêt les pouvoirs conférés à l'AEMF se sont encore étendus avec l'adoption le 15 mai 2014, toujours sur le fondement de l'article 114 TFUE, du règlement (UE) nº 600/2014 du Parlement et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers (*J.O.U.E.*, nº L 173 du 12 juin 2014, p. 84).

ses conclusions, à l'inverse, que la question de savoir si l'article 28 du règlement (UE) nº 236/2012 pouvait être fondé sur l'article 114 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (ci-après « le TFUE »), devait logiquement précéder les autres moyens soulevés.

Le législateur de l'Union avait en effet fondé le règlement (UE) nº 236/2012 sur l'article 114 TFUE en estimant que « pour assurer le bon fonctionnement du marché intérieur et améliorer les conditions de son fonctionnement, notamment pour ce qui est des marchés financiers, et pour assurer un niveau élevé de protection aux consommateurs et aux investisseurs, il est donc opportun de mettre en place un cadre de réglementation commun concernant les exigences et les pouvoirs en matière de ventes à découvert et de contrats d'échange sur risque de crédit, et d'améliorer la coordination et la cohérence entre États membres lorsque des circonstances exceptionnelles imposent des mesures (…) puisque sinon il est probable que les États membres continuent de prendre des mesures divergentes » (15). Or, l'article 114 TFUE qui concerne « les mesures relatives au rapprochement des dispositions législatives, réglementaires et administratives des États membres qui ont pour objet l'établissement et le fonctionnement du marché intérieur » (16), demeure toujours, selon les mots d'Elaine Fahey, « *the controversial "problem child" of the Laeken Declaration and remains the most commonly used legal base to harmonise laws in order to further the internal market* » (17).

Ainsi, l'affaire C-270/12 donne à nouveau à la Cour de justice l'occasion de se pencher sur les notions d'harmonisation et de marché intérieur. Mais y procédant dans un cadre bien singulier qui est celui de la surveillance financière, il faut admettre que tant les techniques de rapprochement des législations (I) que la matière à harmoniser (II) font aujourd'hui l'objet d'une appréciation qui répond à cette singularité matérielle et institutionnelle.

(15) Considérant 2 du règlement (UE) nº 236/2012, préc.

(16) C. Vial, « Libre circulation des marchandises – Harmonisation des législations », *JCl. Europe Traité*, fascicule 551, juin 2013.

(17) E. Fahey, « Does the Emperor Have Financial Crisis Clothes ? Reflections on the Legal Basis of the European Banking Authority », *The Modern Law Review*, 2011, nº 74, pp. 581-595 (582). On trouve ainsi dans la Déclaration de Laeken sur l'avenir de l'Union européenne des 14 et 15 décembre 2001 l'idée que « Le bon fonctionnement du marché intérieur et de la monnaie unique doit rester la pierre angulaire de la coordination de l'environnement économique, financier et fiscal, *sans que la spécificité des États membres ne soit compromise* » (c'est nous qui soulignons).

I. — Des « techniques de rapprochement » variées des règles nationales en matière de surveillance financière

L'avocat général Niilo Jääskinen rappelait dans ses conclusions qu'il est nécessaire d'assurer un « contrôle juridictionnel rigoureux du recours à l'article 114 [TFUE] » (18). S'il n'est pas certain que la Cour de justice ait parfaitement répondu à cette injonction, il faut admettre que depuis plusieurs années les États et le législateur de l'Union s'emploient à user d'un vocabulaire lui-même peu rigoureux (A), et qu'il n'est plus possible de concevoir les techniques de rapprochement comme un ensemble d'outils destinés aux seuls États (B).

A. — La sémantique de l'article 114 TFUE ou le droit complexe

On sait la réticence de certains États, tout particulièrement du Royaume-Uni, à l'idée d'une régulation des activités économiques, financières et monétaires, au sens d'une réglementation contraignante. C'est ainsi, par exemple, que toute référence au marché intérieur fut abolie à son initiative au cours des négociations sur le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire (19). Le règlement (UE) nº 236/2012 est fondé sur l'article 114 TFUE, mais les termes employés soulignent la difficulté qui a été celle du législateur à parvenir à un texte de compromis. Le titre même du règlement ne renvoie pas au rapprochement des dispositions juridiques nationales mais à la surveillance immédiate de certaines techniques et produits financiers. En outre, dans ses considérants, si le règlement précise qu'« Il importe d'*harmoniser* les règles régissant la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit », il prévoit d'accorder à l'AEMF « le pouvoir de *coordonner* les mesures prises par les autorités compétentes ou de prendre elle-même des mesures » (20).

Or, tant l'article 114 TFUE que la jurisprudence de la Cour de justice ne laissent planer aucun doute sur le fait que les notions d'harmonisation et de coordination ne sont pas synonymes. Ainsi l'article 114 TFUE concerne l'harmonisation, et elle seule, comme l'indique très clairement son paragraphe 4 : « Si, après l'adoption d'une mesure d'harmonisation par

(18) Conclusions présentées le 12 septembre 2013 sous l'affaire C-270/12, préc., point 27.

(19) J.-V. Louis, « Un traité vite fait, bien fait ? Le traité du 2 mars 2012 sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire », *R.T.D.E.*, 2012, nº 1, p. 5 (7).

(20) Respectivement considérants 2 et 3. C'est nous qui soulignons.

le Parlement européen et le Conseil (…)». La Cour de justice de son côté a eu l'occasion de souligner avec force dans son arrêt *République fédérale d'Allemagne/Parlement et Conseil* (21) que l'harmonisation constitue un procédé particulier, auquel on ne peut recourir pour l'adoption de mesures qui l'excluent formellement ni, à l'inverse, ne peut s'apparenter à d'autres techniques, telle que la coordination par exemple (22).

Sans remettre en cause cette approche, il faut convenir que la terminologie peut varier d'un texte à l'autre, alors que l'objectif de «rapprochement» entre les droits et pratiques nationaux leur est commun. L'une des raisons qui pourrait expliquer cette relative liberté sémantique est sans doute à rechercher du côté des «techniques» de rapprochement qu'évoque la Cour de justice. Si dans un premier temps l'harmonisation tendait à unifier les droits des États membres en éliminant les obstacles les plus notables, des libertés de circulation en particulier, cette approche a évolué vers une conception davantage «positive» à compter de l'Acte unique européen puis du Traité de Maastricht (23). De ce point de vue, ni les différentes formes qu'a pu revêtir l'harmonisation — totale, optionnelle, partielle — ni la «nouvelle approche» n'ont affecté cette évolution. Pour garantir les libertés de circulation et l'existence d'une concurrence efficace, il faut éliminer les entraves et adopter des règles et principes communs là où ils sont absents. Comme le dit la Cour de justice elle-même, «lorsqu'il existe des obstacles aux échanges, ou qu'il est vraisemblable que de tels obstacles vont surgir dans le futur (…) l'article [114 TFUE] habilite le législateur communautaire à intervenir en arrêtant les mesures appropriées» (24).

Mais cette logique, tout en perdurant, a laissé place aussi à une interprétation extensive de la notion de «rapprochement». D'une part, en effet, les techniques du rapprochement se sont diversifiées car, selon le juge de l'Union, «les auteurs du traité ont voulu conférer au législateur communautaire, en fonction du contexte général et des circonstances spécifiques de la matière à harmoniser, une marge d'appréciation quant à la technique de rapprochement la plus appropriée afin d'aboutir au résultat souhaité, notamment dans des domaines qui se caractérisent par des particularités

(21) C.J.C.E., arrêt du 5 octobre 2000, aff. C-376/98.

(22) F. Dintilhac, «Rapprochement des législations», *Rép. de droit communautaire*, Dalloz, juin 2013, spéc. point 4.

(23) C. Vial, «Bilan de vingt ans de rapprochement des législations nationales : le marché intérieur des marchandises se porte bien», *R.A.E.*, 2012/1, pp. 43-56 (45).

(24) C.J.C.E., gde ch., arrêt du 6 décembre 2005, aff. C-66/06, *Royaume-Uni/Parlement et Conseil*, point 41.

techniques complexes » (25). Or, tel est bien le cas dans le domaine de la surveillance des établissements et des marchés financiers. Ces techniques autorisent, par exemple, le législateur à recourir à des règlements de base puis ultérieurement à des actes pris sur leur fondement. Dans le cadre de l'harmonisation bancaire et financière de telles techniques progressives sont d'ailleurs très courantes (26). La seule limite posée par la Cour de justice est que « le mécanisme de mise en œuvre (…) doit être conçu de telle sorte qu'il conduit à une harmonisation au sens de l'article [114 TFUE] » (27). Dès lors que l'acte est fondé sur cette base juridique, et même si les techniques peuvent varier en fonction des circonstances, celles-ci doivent procéder à une authentique harmonisation, c'est-à-dire à une uniformisation du droit et de la pratique des États susceptible d'abolir les entraves, et excluant par nature d'autres formes moins contraignantes comme la coordination ou l'appui à des politiques nationales. Sans préjudice de l'article 114 TFUE, il faut observer cependant que d'autres dispositions des traités poursuivent une finalité identique, mais à l'aide d'outils distincts. Ainsi, l'article 134 TFUE dispose qu'« En vue de promouvoir la *coordination* des politiques des États membres dans toute la mesure nécessaire au *fonctionnement du marché intérieur*, il est institué un comité économique et financier » (c'est nous qui soulignons). L'achèvement du marché intérieur, comme processus et non comme outil figé, constitue donc une finalité qui doit être poursuivie à l'aide d'une harmonisation et, lorsque cela n'est pas prévu par le traité, par d'autres voies (comme la coordination).

On rejoint là, et d'autre part, la seconde raison qui explique que le rapprochement répond aujourd'hui à des techniques variées. En effet, la régulation de domaines très complexes et techniques ne peut plus s'opérer verticalement et sans intermédiaire, du législateur de l'Union vers les États membres et leurs sujets (28). De plus en plus, le recours à des organes spécifiques constitue une démarche institutionnelle qui participe aussi du rapprochement matériel des droits et pratiques nationaux. C'est en particulier à compter de l'affaire dite *Enisa* que la Cour de justice prit toute la mesure de cette pratique institutionnelle en considérant qu'« Il peut en effet s'avérer nécessaire de prévoir, selon une appréciation faite par [le] légis-

(25) *Ibid.*, point 45.

(26) Voy. par exemple C.J.C.E., arrêt du 11 décembre 1985, aff. 110/84, *Commune de Hillegom*, point 18, à propos d'une directive de 1977 sur l'activité des établissements de crédit.

(27) Aff. C-66/06, préc., point 49.

(28) S. Rodrigues, « Quelques considérations juridiques en faveur du statut pérenne des autorités européennes de régulation », *A.J.D.A.*, 2004, nº 22, pp. 1179-1182.

lateur, l'institution d'un organisme communautaire chargé de contribuer à la réalisation d'un processus d'harmonisation dans des situations où pour faciliter la mise en œuvre et l'application uniformes des actes fondés sur [l'article 114 TFUE], l'adoption de mesures d'accompagnement et d'encadrement non contraignantes apparaît appropriée» (29). Cette solution renvoie toujours à ce qui constitue — ou ne constitue pas — une technique d'harmonisation au sens du droit de l'Union européenne, mais d'un point de vue procédural et non plus simplement matériel.

Tel était le cas également dans l'affaire C-270/12 à propos de l'AEMF qui a pour mission de «coordonner les mesures prises par les autorités compétentes ou de prendre elle-même des mesures» (30). Loin d'opposer harmonisation et coordination, il faut plutôt y voir ici une synergie où la seconde contribue à l'effectivité de la première. Le Royaume-Uni contestait cependant la validité de l'article 28 du règlement sur la vente à découvert et les CDS (31) fondé sur l'article 114 TFUE, lequel reconnaît à l'AEMF des pouvoirs d'intervention «dans des circonstances exceptionnelles». Ces pouvoirs d'intervention consistent à exiger la publication de certaines opérations voire à adopter des mesures contraignantes comme l'interdiction de ces mêmes opérations. Pour cet État le pouvoir accordé à cette Autorité d'adopter des mesures à la fois contraignantes et individuelles ne pouvait s'apparenter à une «technique» de rapprochement des législations et pratiques nationales. Il faut admettre en effet que dans l'affaire *Enisa*, il s'agissait de mesures «non contraignantes» alors que dans son arrêt de 2014 la Cour de justice estime au contraire que rien n'interdit, au sens de l'article 114 TFUE, l'adoption de mesures contraignantes prises à l'égard des particuliers, si celles-ci sont nécessaires en vue de parvenir à l'harmonisation voulue par le législateur (32). La Cour de justice rappelle ainsi la solution dégagée dans son arrêt *RFA/Conseil* de 1994 (33).

L'avocat général et certains auteurs ont estimé à ce propos que l'exercice du pouvoir conféré à l'AEMF trahit l'idée que le règlement (UE) n° 236/12 «ne conduit ni à une harmonisation ni à une coordination des mesures

(29) C.J.C.E., gde ch., arrêt du 2 mai 2006, aff. C-217/04, *Royaume-Uni/Parlement et Conseil*, point 44.

(30) Considérant 2 du règlement (UE) n° 236/2012, préc.

(31) Voy. *supra* la définition de ces termes.

(32) Aff. C-270/12, préc., point 107 : «(…) rien dans le libellé de l'article 114 TFUE ne permet de conclure…».

(33) C.J.C.E., arrêt du 9 août 1994, aff. C-359/92, notamment point 37.

nationales » (34). Il est vrai que ce rappel par la Cour de justice de sa jurisprudence antérieure n'est que partiellement convaincant, si l'on soutient que l'harmonisation doit se limiter au « rapprochement » du droit et de la pratique existants. La Cour de justice n'emprunte pas cette voie étroite, cependant, mais reconnaît que les finalités de l'acte que sont la cohérence et la stabilité du système financier européen l'emportent sur les méthodes institutionnelles plus classiques. C'est pourquoi le juge n'hésite pas à considérer que l'article 28 du règlement relatif aux pouvoirs exercés par l'AEMF « ne saurait être considéré isolément [et] doit être compris comme faisant partie d'un ensemble de règles qui visent à doter les autorités nationales compétentes et l'AEMF de pouvoirs d'intervention pour faire face à des évolutions défavorables menaçant la stabilité financière au sein de l'Union et la confiance des marchés » (35).

Cette interprétation systémique permet à la Cour de justice de souligner que le pouvoir décisionnel conféré à l'AEMF s'explique, d'une part, parce qu'il ne s'exercera que dans des « circonstances exceptionnelles » (36), lesquelles, d'autre part, font courir des risques susceptibles d'affecter tant les opérateurs et leurs clients que les États eux-mêmes (37). Pour ces raisons enfin, l'analogie avec l'affaire *Enisa* doit être relativisée sur le fond, tant la sécurité des réseaux et de l'information ne peut être comparée, en l'état actuel, avec les risques de défaut de paiement d'un établissement voire d'un État, en l'absence de réactions coordonnées sur les marchés financiers. Mais il est vrai cependant que l'harmonisation, en principe, ne peut affecter de la même manière, les États et les particuliers.

B. — Les destinataires du rapprochement : les États et les particuliers

Selon le Royaume-Uni dans l'affaire C-270/12, « des décisions adressées à des institutions financières infirmant celles prises par des autorités natio-

(34) F. Martucci, « Les pouvoirs de l'Autorité européenne des marchés financiers à l'épreuve du droit constitutionnel de l'Union », *R.A.E.*, 2014/1, pp. 191-200 (197).

(35) Aff. C-270/12, préc., point 85.

(36) Règlement délégué (UE) nº 918/2012 de la Commission du 5 juillet 2012 complétant le règlement (UE) nº 236/2012 (préc.), *J.O.U.E.*, nº L 274/1 du 9 octobre 2012, article 24, point 3, sous a), b), c) et d) qui précise les situations de risques justifiant une telle intervention de la part de l'AEMF.

(37) Selon nous, l'interprétation est davantage systémique que téléologique, car elle renvoie à la fois au système des traités dans le domaine du marché intérieur mais aussi aux risques qui pèsent sur ce système et qui justifient donc l'intervention du législateur et des autorités créées à cet effet. *Contra* : F. Martucci, « Les pouvoirs de l'Autorité européenne des marchés financiers à l'épreuve du droit constitutionnel de l'Union », préc. (197).

nales compétentes ne sauraient être considérées comme des mesures d'harmonisation au titre de l'article 114 TFUE. Au contraire, de telles décisions individuelles constitueraient une réglementation directe émanant d'un organisme de l'Union à destination des justiciables des États membres» (38).

L'argument du Royaume-Uni trahit une confusion qu'il n'est jamais simple de dissiper. Il y a en effet derrière celui-ci l'idée que l'harmonisation constitue un ensemble d'actes adoptés par le législateur de l'Union qui s'adressent aux seuls États membres, à charge pour eux de réaliser les objectifs qu'ils poursuivent avec, comme corollaire, que ces actes prennent la forme principalement de directives, laissant aux seuls États destinataires une liberté quant aux moyens à mettre en œuvre. Dans son arrêt de 1994, *RFA/Conseil* (39), la Cour de justice avait précisé à cet égard que «Les mesures prises pour la mise en œuvre de l'article 100 A du Traité [actuel article 114 TFUE] s'adressent, d'ailleurs, aux États membres et non aux collectivités qui les composent». Si une telle affirmation fait écho aux principes de l'attribution des compétences mais aussi à celui de l'autonomie constitutionnelle des États (40), elle ne saurait indiquer *a contrario* que ces derniers disposent d'un monopole dans la mise en œuvre des mesures d'harmonisation arrêtées par le législateur de l'Union.

Tout d'abord, dans la mesure où la Cour de justice admet que le rapprochement n'est pas univoque mais autorise le législateur à recourir à des techniques variées, l'harmonisation peut être médiate (directive) ou immédiate (règlement, décision), directe (le législateur lui-même) ou indirecte (les États, mais aussi des organes spécifiques, comme l'AEMF). Dans ces conditions, l'harmonisation peut très bien revêtir une forme immédiate et directe. L'article 263 TFUE permet à ce titre aux particuliers qui seraient affectés par les décisions de l'AEMF de contester leur légalité (41) y compris, au sens de l'alinéa 5 du même article, dans l'hypothèse où ils seraient directement mais non individuellement concernés, dès lors que

(38) Affaire préc., point 90.

(39) Aff. C-359/92, préc., point 38.

(40) C.J.C.E., arrêt du 5 octobre 2000, aff. C-376/98, *RFA/Parlement et Conseil*, notamment le point 83 où la Cour de justice précise qu'interpréter l'actuel article 114 TFUE «en ce sens qu'il donnerait au législateur communautaire une compétence générale pour réglementer le marché intérieur serait (…) incompatible avec le principe consacré à l'article [5 TUE actuel] selon lequel les compétences de la Communauté sont des compétences d'attribution».

(41) Dans l'affaire C-270/12, la Cour de justice souligne d'ailleurs que «l'AEMF est une entité de l'Union créée par le législateur de cette dernière» (point 43), en vue notamment de dissocier le cas d'espèce de l'affaire *Meroni/Haute Autorité* (aff. 9/56) qui concernait des entités de droit privé.

ces mesures, dans les circonstances exceptionnelles définies par les règlements (UE) nº 236/2012 et nº 918/2012, ne nécessiteront pas la plupart du temps l'adoption d'actes d'exécution.

En outre, et dans ce contexte particulier, le droit de l'Union ne peut pas s'adresser aux seuls États membres, même entendus largement. Non seulement, en effet, les États n'ont plus la maîtrise de l'ensemble des instruments financiers (42), tant s'en faut, mais de plus, l'indépendance de certains acteurs opérant sur ou régulant les marchés financiers est très souvent garantie par les droits internes, y compris au plan constitutionnel (43). La régulation des services financiers s'opère aussi à partir d'organes internationaux spécifiques, comme le Comité de Bâle chargé de définir les règles comptables et prudentielles des établissements bancaires et de crédit (44). Ce n'est que dans un deuxième temps que cette régulation mondiale sera, en principe, transposée dans le droit de l'Union européenne (45).

Enfin, penser que les États membres seraient seuls responsables de l'harmonisation dans le cadre du marché intérieur ne semble plus correspondre aux perspectives actuelles. Dans son rapport présenté au président de la Commission européenne en mai 2009 et intitulé « Une nouvelle stratégie

(42) P. Fontaine et J. Hamet, *Les marchés financiers internationaux*, coll. Que sais-je ?, Paris, PUF, 2011, 3e éd., p. 4 : « Les marchés financiers internationaux échappent à toute réglementation étatique, et pour que les marchés nationaux ne soient pas en retard la plupart des États ont procédé à leur déréglementation, ce qui permet entre autres que les taux d'intérêt et de change reflètent le mieux possible les conditions économiques et les anticipations des agents économiques ».

(43) É. Farvaque, « Fondements constitutionnels de l'indépendance des banques centrales : des pères fondateurs de la Nation américaine à la Banque centrale européenne », *Revue d'économie financière*, 2007, pp. 225-239. Voy. également J.-Ph. Kovar, « L'indépendance des autorités de régulation financière à l'égard du pouvoir politique », *R.F.A.P.*, 2012/3, nº 143, pp. 655-666.

(44) Ph. Azouanou, « Crise financière : diagnostic et défaillances du système de régulation », *Dalloz*, 2009, nº 24, pp. 1597-1599 (1598 : « C'est pourquoi, dans une perspective plus réaliste, la consolidation et l'amélioration de l'embryon d'architecture financière mondiale construite ces dernières années apparaît comme une priorité. Les trois organisations fondamentales que sont le Comité de Bâle, l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) et l'*International Accounting Standards Board* (IASB) doivent bénéficier à l'avenir de plus de légitimité et recevoir des moyens et des pouvoirs supplémentaires. Elles seront ainsi en mesure de conforter la mise en œuvre des standards et principes qu'elles élaborent »).

(45) Voy., par exemple, la directive 2013/36/UE du Parlement et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, *J.O.U.E.*, nº L 176 du 27 juin 2013, p. 338.

pour le marché unique » (46), l'ancien commissaire Mario Monti proposait que « lorsque l'harmonisation d'emblée n'est pas la solution, il vaut la peine d'examiner l'idée d'un vingt-huitième régime (47), c'est-à-dire un cadre européen qui peut se substituer aux règles nationales, mais ne les remplace pas. L'avantage du vingt-huitième régime est qu'il accroît le nombre d'options à la disposition des entreprises et des citoyens actifs dans le marché unique (…). Ce modèle offre aussi l'avantage de constituer un point de référence et un incitant à la convergence des régimes nationaux » (48). Cette proposition répond en partie à l'idée que les finalités actuelles du marché intérieur ne sont plus centrées uniquement sur l'élimination des entraves aux libertés de circulation et les atteintes au régime de la concurrence (voy. *infra*, II, B), mais concernent aussi l'activité des opérateurs économiques et des consommateurs. En effet, si dans le marché intérieur la notion d'entrave s'entend le plus souvent de celle qui résulte des actes ou du comportement de l'État — dans son acception la plus large — dans le domaine des libertés de circulation, de telles entraves peuvent résulter aussi, comme en matière de concurrence, du comportement d'opérateurs privés (49). Là encore, le droit du marché intérieur a évolué et la notion d'entrave repose désormais aussi sur les principes de l'accès au marché, de la protection des consommateurs ou encore de la confiance légitime des opérateurs (50). Si l'harmonisation du marché intérieur doit passer par la surveillance et la stabilité des marchés financiers, rien n'interdit alors de considérer que de telles évolutions seront rendues également nécessaires dans ces domaines. Encore faut-il s'assurer que les marchés financiers sont bien l'une des composantes du marché intérieur.

(46) Disponible à l'adresse suivante : http ://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_fr.htm#maincontentSec3.

(47) Il faudrait évidemment parler aujourd'hui d'un « vingt-neuvième régime ».

(48) *Ibid.*, p. 105.

(49) Il est vrai, toutefois, qu'en matière de libre circulation (des marchandises notamment), l'entrave peut résulter initialement d'un comportement d'origine privée, mais il sera imputé à l'État soit parce qu'il a agi aux côté de l'agent privé, soit parce qu'il s'est abstenu de faire cesser l'entrave. Voy. C.JC.E., arrêt du 9 décembre 1997, aff. C-265/95, *Commission/France*, et pour une confirmation récente C.J.U.E., gde ch., arrêt du 1er juillet 2014, aff. C-573/12, *Alands Vindkraft AB*, point 74.

(50) Voy., par exemple, dans le domaine de la libre circulation des marchandises, C.J.U.E., gde ch., arrêt du 10 février 2009, aff. C-110/05, *Commission/Italie* ; E. Spaventa, « Leaving Keck behind ? The free movement of goods after the rulings in *Commission v. Italy and Mickelsson and Roos* », *Eur. Law Rev.*, 2009, 34 (6), pp. 914-932. Selon cet auteur, ce ne sont plus simplement les entraves dans l'accès au marché, mais les entraves au marché lui-même qui sont interdites.

II. — Les rapports entre l'acquis du marché intérieur et celui du nouveau cadre juridique de la surveillance financière

Le rapprochement des mesures nationales ne concerne pas seulement l'harmonisation, nous venons de le constater. Ce qui, à l'inverse, constitue le cœur de celle-ci au sens de l'article 114 TFUE, c'est encore et toujours le bon fonctionnement du marché intérieur.

Parmi les conditions nécessaires à toute entreprise d'harmonisation on trouve « l'existence préalable de législations nationales constitutives de disparités » (51). Or, tel était bien le cas en matière de surveillance financière puisque le législateur avait observé qu'« au plus fort de la crise financière (…) les mesures adoptées par les États membres divergeaient » (52), évoquant même une « situation de dispersion » (53), ce que le Royaume-Uni ne contestait d'ailleurs pas, puisqu'il demandait l'annulation du seul article 28 et non du règlement (UE) nº 236/2012 dans son ensemble (54). Le législateur, par ailleurs, comme la plupart des économistes, est conscient désormais du caractère perturbateur de certains mécanismes financiers, notamment les CDS, qui peuvent provoquer dans des délais très courts des flux susceptibles de déstabiliser plusieurs marchés, y compris des marchés souverains (55). C'est pourquoi tant le législateur que la Cour de justice ont pu estimer que le bon fonctionnement du marché intérieur suppose aussi celui des marchés financiers (A), même si les « entraves » résultant de leur activité ont une nature spécifique (B).

(51) F. Dintilhac, « Rapprochement des législations », préc., point 36.

(52) Règlement (UE) nº 236/2012, préc., considérant 1.

(53) *Ibid.*, considérant 5.

(54) Sur l'état de la situation avant et après la mise en place du nouveau cadre réglementaire, voy. F. Allemand et F. Martucci, « La nouvelle gouvernance économique européenne I et II », ces *Cahiers*, 2012, nº 1, pp. 17-100 et nº 2, pp. 407-457.

(55) Ce n'est d'ailleurs pas le seul enjeu. Ainsi en 2013, le législateur de l'Union a adopté dans le même esprit de régulation la directive 2013/14/UE du Parlement et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant trois directives en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit, *J.O.U.E.*, nº L 145/1 du 31 mai 2013 et le règlement (UE) nº 462/2013 du Parlement et du Conseil du 21 mai 2013 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.*, nº L 146/1 du 31 mai 2013. Voy. F. Andreone, F. Lafarge et E. Neframi, « Chronique de l'administration européenne », *R.F.A.P.*, 2013/4, nº 148, pp. 1097-1124 (1100-1101).

A. — L'harmonisation des services financiers comme condition préalable au bon fonctionnement du marché intérieur

« Le rétablissement et le maintien d'un système financier stable et fiable constituent des préalables absolus pour préserver la confiance et la cohérence dans le marché intérieur et, partant, pour perpétuer et améliorer les conditions nécessaires à la mise en place d'un marché intérieur pleinement intégré et opérationnel dans le domaine des services financiers » (56). Derrière ce constat, on ne peut s'empêcher de penser que la perspective, en un sens, s'est inversée. Préoccupés pendant des années par l'amélioration du marché intérieur, les États et les institutions avaient cru ou feint de croire que les services financiers circulaient dans des espaces parallèles, et qu'ils ne pouvaient provoquer qu'indirectement des dysfonctionnements dans le marché intérieur. Or, s'il est bien un enseignement à retenir de la dernière crise mondiale, c'est que les activités des marchés financiers conditionnent la pérennité non seulement des rapports établis entre tous les opérateurs *dans* le marché intérieur mais aussi *du* marché intérieur lui-même (57). Il ne s'agit plus seulement, en effet, de promouvoir la libre circulation des capitaux ou le rapprochement des législations nationales dans le domaine de la fiscalité indirecte. L'activité des marchés financiers a des incidences sur l'ensemble des opérateurs (prêts, investissements, stabilité des changes pour les importations et les exportations, etc.). C'est pourquoi le législateur, à propos de la création de l'AEMF, établit un parallèle entre la stabilité et la fiabilité des marchés financiers d'un côté et, le fonctionnement du marché intérieur, d'un autre côté. À l'égard de tels phénomènes, les institutions de l'Union ne peuvent plus se contenter d'interpréter largement des notions qui sont inscrites depuis les premiers traités constitutifs, comme celle de services. On atteint là aussi, même si c'est une question qui dépasse de très loin le cadre de cette étude, les limites de l'intervention du juge dans la définition de certaines notions, en particulier celles qui conditionnent les libertés de circulation (58).

(56) Règlement (UE) nº 1095/2010 du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (AEMF), *J.O.U.E.*, nº L 331/84 du 15 décembre 2010, considérant 7.

(57) Voy. sur cette distinction à propos de la libre circulation des marchandises, C. Vial, « Bilan de vingt ans de rapprochement des législations nationales (…) », préc., mais aussi A.-L. Sibony, « Le semestre européen au service du marché intérieur », *R.T.D.E.*, 2014, nº 1, pp. 267-272.

(58) On imagine mal, en effet, que la Cour de justice puisse dégager des solutions à la portée aussi étendue que, par exemple, celle retenue dans l'arrêt *Cassis de Dijon*, à propos de services financiers qui font peser des risques systémiques sur tous les États et pas sim-

Pour autant, le lien entre marché intérieur et services financiers n'est pas un fait nouveau. Ainsi la Cour de justice a eu l'occasion de dire que « même si la libéralisation des mouvements de capitaux avec les pays tiers peut, certes, poursuivre des objectifs autres que celui de réaliser le marché intérieur, tels que ceux, notamment, d'assurer la crédibilité de la monnaie unique communautaire sur les marchés financiers mondiaux et de maintenir, dans les États membres, des centres financiers de dimension mondiale, force est de constater que, lorsque le principe de la libre circulation des capitaux a été étendu, par l'article 56, paragraphe 1er, CE [actuel article 63 TFUE], aux mouvements de capitaux entre les pays tiers et les États membres, ces derniers ont choisi de consacrer ce principe dans le même article et dans les mêmes termes pour les mouvements de capitaux qui ont lieu à l'intérieur de la Communauté et ceux qui concernent des relations avec des pays tiers » (59). On pourrait ajouter que l'article 66 TFUE prévoit que « Lorsque, dans des circonstances exceptionnelles, les mouvements de capitaux en provenance ou à destination de pays tiers causent ou menacent de causer des difficultés graves pour le fonctionnement de l'Union économique et monétaire, le Conseil, statuant sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne, peut prendre, à l'égard de pays tiers, des mesures de sauvegarde pour une période ne dépassant pas six mois pour autant que ces mesures soient strictement nécessaires ». Si l'invocation de cette clause de sauvegarde peut soulever certaines difficultés quant à la preuve des conditions posées par celle-ci, on doit admettre cependant qu'elle a une « portée volontairement large (…), laquelle a manifestement vocation à couvrir l'ensemble des difficultés ou déséquilibres susceptibles d'affecter l'UEM dont on sait qu'elle recouvre à la fois un programme de convergence économique (surveillance des finances publiques et de la dette publique, coordination des politiques économiques…), une politique en matière de change, et surtout une politique monétaire unique » (60). Il faut noter aussi, que la Cour de justice a admis que les régimes de circulation des capitaux peuvent différer selon que les mouvements ont lieu dans le marché intérieur ou à l'extérieur de celui-ci (61).

---

plement vis-à-vis d'opérateurs économiques isolés. Voy. *mutatis mutandis* Th. LAMBERT, « De l'harmonisation à l'intégration des législations fiscales nationales dans le cadre de l'Union européenne », *RTD com.*, 2009, nº 3, pp. 517-528.

(59) C.J.C.E., gde ch., arrêt du 20 mai 2008, aff. C-194/06, *Orange European Smallcap Fund NV*, point 87.

(60) O. BLIN, « Capitaux », *Répertoire de droit européen*, Dalloz, 2013, point 78.

(61) C.J.C.E., gde ch., arrêt du 18 décembre 2007, aff. C-101/05, *Skatteverket*, point 36 : « (…) la mesure dans laquelle les États membres sont ainsi autorisés à appliquer certaines mesures restrictives relatives aux mouvements de capitaux ne peut pas être

Dans l'affaire C-270/12, il était certes question des activités « internes » à l'Union, car ce sont bien les divergences entre États membres qui ont incité le législateur à intervenir pour harmoniser certaines activités financières. Dès lors, de telles activités auront des conséquences sur le fonctionnement du marché intérieur. Mais jusqu'à quel point ?

En premier lieu, il est difficile de rendre compte de l'activité des marchés financiers entendus au sens large, du seul point de vue des atteintes à la libre circulation des capitaux (62). Bien au contraire, le législateur convient que « dans des conditions de marché normales, la vente à découvert joue un rôle important pour garantir le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment en termes de liquidité du marché et d'efficacité du processus de formation des prix » (63). Cela veut donc dire qu'en temps normal, les mécanismes dont le règlement (UE) nº 236/2012 entend contenir certains effets perturbateurs, jouent un rôle positif en matière de circulation des capitaux. Ce sont même des outils dont la circulation ultrarapide constitue la principale caractéristique.

En second lieu, l'harmonisation a, dans ce domaine, une dimension préventive. La réglementation nouvelle a pour objet d'inciter les États et les autorités nationales compétentes à adopter des mesures convergentes et cohérentes lorsque des circonstances exceptionnelles surviennent. Il ne peut d'ailleurs en aller autrement, puisque nous l'avons dit, en temps « normal » l'incidence de ces outils et acteurs financiers est considérée comme bénéfique pour le marché intérieur. L'harmonisation préventive n'est pas synonyme toutefois de reconnaissance mutuelle, un concept d'ailleurs absent du règlement (UE) nº 236/2012 comme des autres textes régissant les services financiers. En effet, l'harmonisation ne vise pas à faire reconnaître aux États et aux opérateurs des principes communs, mais à définir les conditions dans lesquelles une action convergente de ces derniers sera exigée, sous peine de voir l'AEMF se substituer à eux. Par ailleurs, cela reviendrait à exiger des États, lorsque surviennent des « circonstances exceptionnelles » au sens du droit de l'Union, qu'ils reconnaissent les mesures adoptées par chacun d'entre eux ; or, c'est précisément la « dispersion » des mesures nationales qui est cause potentielle d'un risque systémique à l'origine des pouvoirs conférés à l'AEMF. On retrouve donc l'idée de la finalité propre du mar-

déterminée sans tenir compte de la circonstance, soulignée par plusieurs gouvernements ayant soumis des observations à la Cour, que les mouvements de capitaux à destination ou en provenance de pays tiers se déroulent dans un contexte juridique différent de ceux qui ont lieu au sein de la Communauté ».

(62) Articles 63 à 66 TFUE.

(63) Règlement (UE) nº 236/2012, préc., considérant 5 *in fine*.

ché intérieur, qui est la croissance et le bien-être économique des États et de leur population (64). Si cette finalité a constitué le fil conducteur de toute la construction européenne, il n'en demeure pas moins que le fonctionnement du marché intérieur était perçu depuis longtemps comme une machine efficace pour éliminer certaines entraves, mais au final détachée des conséquences de son fonctionnement. Avec les soubresauts ressentis plus ou moins fortement par plusieurs États membres, et les conséquences bien souvent négatives pour les populations, l'harmonisation redevient un moyen de prévention replaçant le marché intérieur au centre des préoccupations des institutions politiques de l'Union. C'est pourquoi on peut s'interroger sur le raisonnement suivi par l'avocat général sous l'affaire C-270/12. Considérant en effet, dans un premier mouvement, que « les pouvoirs conférés à l'AEMF en vertu de l'article 28 du règlement nº 236/2012 vont au-delà de l'harmonisation du marché intérieur », M. Niilo Jääskinen est obligé d'admettre ensuite que « l'apparition [d'obstacles futurs aux échanges] doit être vraisemblable et la mesure en cause doit avoir pour objet leur prévention » (65) pour entrer dans le champ de l'harmonisation. Or, la Cour de justice avait bien précisé dans l'un de ses arrêts *Vodafone*, d'une part, que « Le recours à [l'article 114 TFUE] est également possible en vue de prévenir l'apparition de tels obstacles aux échanges résultant de l'évolution hétérogène des législations nationales. Toutefois, leur apparition doit être vraisemblable et la mesure en cause doit avoir pour objet leur prévention », d'autre part, que « Lorsqu'un acte fondé sur l'article [114 TFUE] a déjà éliminé tout obstacle aux échanges dans le domaine qu'il harmonise, le législateur communautaire ne saurait être privé de la possibilité d'adapter cet acte à toute modification des circonstances ou à toute évolution des connaissances eu égard à la tâche qui lui incombe de veiller à la protection des intérêts généraux reconnus par le traité » (66). On ne saurait mieux dire que la notion d'harmonisation s'entend largement, sans que cela n'aboutisse pour autant à en dénaturer le sens, comme le craignait l'avocat général (67).

(64) Article 2 du Traité établissant la Communauté économique européenne du 25 mars 1957 : « La Communauté a pour mission, par l'établissement d'un marché commun et par le rapprochement progressif des politiques économiques des États membres, de promouvoir un développement harmonieux des activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, une expansion continue et équilibrée, une stabilité accrue, un relèvement accéléré du niveau de vie, et des relations plus étroites entre les États qu'elle réunit ».

(65) Respectivement points 38 et 47 des conclusions, préc.

(66) C.J.U.E., gde ch., arrêt du 8 juin 2010, aff. C-58/08, *Vodafone Ltd. et autres*, points 33 et 34.

(67) Conclusions de l'avocat général Niilo Jääskinen, préc., point 46 : « Si la simple constatation de disparités entre les règlementations nationales ainsi que du risque abstrait

En dernier lieu, et ce n'est pas le moindre des paradoxes ou de l'originalité de la matière soumise à harmonisation, les services financiers obéissent pour une large part à des pratiques codifiées au plan international par les opérateurs eux-mêmes. L'harmonisation, pour le dire autrement, cherche moins à favoriser une liberté de circulation qui est largement consacrée en pratique, que de s'assurer des méthodes mises en œuvre par les États pour contenir certains de leurs effets. Ainsi, non seulement l'harmonisation a un caractère préventif, mais elle a aussi d'une certaine manière un caractère d'ordre public, même si la proximité des deux notions peut surprendre. En effet, c'est par référence, même implicitement, à l'idée d'un ordre public économique, monétaire et financier européen que le cadre juridique régissant les activités de marché a été adopté. Une trop grande liberté des opérateurs sur les marchés financiers est susceptible de déstabiliser les États mais aussi certaines de leurs réalisations collectives, en tout premier lieu la monnaie unique. C'est la raison pour laquelle le « bon » fonctionnement du marché intérieur, au sens de l'article 114 TFUE, suppose que les services financiers qui constituent des outils indispensables à l'ensemble des activités économiques, soient régis par un cadre juridique stable et favorisant la convergence (68), mais surtout contraignant. De telles préoccupations avaient déjà incité le législateur, par le passé, à lutter contre les abus de marché par la voie d'une directive dont les premiers considérants rappelaient qu'« Un véritable marché unique pour les services financiers est essentiel à la croissance économique et à la création d'emplois dans la Communauté. Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés » (69).

On observera pour conclure sur ce point, que les liens étroits entre l'activité des marchés financiers et le marché intérieur, que le législateur et le juge mettent en lumière par touches successives, ne se retrouvent pourtant

---

d'entraves aux libertés fondamentales ou de distorsions de concurrence susceptibles d'en découler était suffisante pour justifier le choix de l'article 114 TFUE comme base juridique, *le contrôle juridictionnel du respect de la base juridique correcte pourrait être privé de toute efficacité* » (c'est nous qui soulignons).

(68) Aff. C-270/12, préc., point 114.

(69) Directive 2003/6/CE du Parlement et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, *J.O.U.E.*, nº L 96 du 12 avril 2003, p. 16 (considérants 1 et 2).

consacrés, ni dans l'Acte pour le marché unique I, ni dans l'Acte pour le Marché unique II adoptés à l'initiative de la Commission européenne en 2011 et 2012 (70). Si cette omission pourrait laisser penser que la Commission ne juge pas nécessaire d'intégrer la question des services financiers à celle de la réforme du marché intérieur, il faut rappeler toutefois que dès 1999 cette institution avait adopté un plan d'action pour les services financiers à la demande du Conseil européen (71). Celui-ci avait pour principal objectif de préciser l'articulation entre les principes du marché intérieur (concernant par exemple la modernisation du marché des valeurs mobilières) et ceux régissant l'Union économique et monétaire. Cette omission révèle aussi la complexe répartition des compétences en ce qui concerne les mécanismes d'achèvement du marché intérieur. Ainsi, au sens des articles 3 et 4 TFUE, le domaine du marché intérieur relève d'une compétence partagée entre les États et l'Union, à l'exception des règles de la concurrence nécessaires à son fonctionnement qui sont de la compétence exclusive de l'organisation. S'il est vrai que le système européen de surveillance financière exclut toute idée d'un transfert de compétences exclusives au profit de l'Union, il faut admettre cependant comme le font le législateur et le juge, que ce mécanisme détermine aujourd'hui en partie le bon fonctionnement du marché intérieur. On comprendrait mal, sinon, pourquoi une partie des actes législatifs et règlementaires adoptés en vue d'établir le SESF seraient fondés explicitement sur l'article 114 TFUE. La sémantique fluctuante (harmonisation, coordination) trahit elle aussi l'enchevêtrement institutionnel et normatif d'un cadre commun de plus en plus technique et complexe. Dès lors, ne vaudrait-il pas mieux considérer que l'outil essentiel de la coopération économique — au sens large — demeure le marché intérieur, non pas conçu sous le seul angle de la libéralisation des échanges mais aussi sous celui, originel, d'une mise en commun des outils nécessaire à la croissance européenne ? Limiter le marché intérieur à sa dimension négative encourage les États et les institutions à ne retenir que le plus petit dénominateur commun et non le plus ambitieux qui consiste à construire et non à éliminer. Mais peut-être faut-il admettre que de nombreux obstacles dans le domaine des services financiers empêchent encore cette dimension positive de voir le jour ?

(70) COM(2011) 206 final et COM(2012) 573 final.

(71) Communication de la Commission du 11 mai 1999 « Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers : Plan d'action », COM(1999) 252 final. Voy. aussi *Staff Working Document* de la Commission du 5 janvier 2006, « Single Market in Financial Services Progress Report 2004-2005 », SEC(2006) 17.

B. — L'harmonisation des marchés financiers comme instrument d'élimination des entraves dans le marché intérieur

Au sens de l'article 114 TFUE, l'harmonisation vise à réaliser les objectifs contenus à l'article 26 TFUE (72) en rapprochant les mesures nationales qui ont pour objet l'établissement et le fonctionnement du marché intérieur. C'est donc à titre principal le régime des libertés de circulation qui est concerné, les autres politiques relevant de dispositions spécifiques. La Cour de justice, quant à elle, rappelle de manière constante que « les mesures visées par l'article 95, paragraphe 1er, CE [actuel article 114, paragraphe 1er, TFUE] doivent effectivement avoir pour objet d'améliorer les conditions de l'établissement et du fonctionnement du marché intérieur […]. Si la simple constatation de disparités entre les réglementations nationales et du risque abstrait d'entraves aux libertés fondamentales ou de distorsions de concurrence n'est pas suffisante pour justifier le choix de l'article 95 CE [114 TFUE] comme base juridique, le législateur communautaire peut y recourir notamment en cas de divergences entre les réglementations nationales lorsque celles-ci sont de nature à entraver les libertés fondamentales et à avoir ainsi une incidence directe sur le fonctionnement du marché intérieur (…) ou à créer des distorsions de concurrence sensibles (…) » (73). La logique de l'harmonisation demeure donc encore largement soumise à l'élimination des entraves aux libertés de circulation, celles-ci pouvant résulter de la disparité des règlementations des États membres.

Comme l'a parfaitement montré le professeur Fabrice Picod à propos de la libre circulation des marchandises, « l'existence de disparités des réglementations (…) [constitue] un solide indice révélateur d'entrave » (74). C'est pourquoi dans l'affaire C-270/12, la Cour de justice considère que « l'harmonisation des règles régissant ces transactions [financières] vise à empêcher la création d'entraves au bon fonctionnement du marché intérieur et la persistance de mesures divergentes appliquées par les États membres » (75). Cette formulation ne doit pas être comprise, cependant, comme une autorisation accordée au législateur voire à certains organes

(72) Notamment le point 2, de l'article 26 TFUE : « Le marché intérieur comporte un espace sans frontières intérieures dans lequel la libre circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux est assurée selon les dispositions des traités ».

(73) Aff. C-58/08, préc., point 32. Voy. également Cour de justice, arrêt du 13 juillet 1995, aff. C-350/92, *Royaume d'Espagne/Conseil de l'UE*.

(74) F. Picod, « La nouvelle approche de la Cour de justice en matière d'entraves aux échanges », *R.T.D.E.*, nº 2, 1998, pp. 169-190 (178).

(75) Aff. préc., point 114.

comme l'AEMF d'agir dès l'instant où des disparités entre les législations nationales sont constatées. En effet, une telle interprétation contreviendrait aux exigences des traités, parce qu'elle supposerait une intervention quasi permanente du législateur et une marge d'appréciation considérablement amoindrie des États qui ne trouvent aucun écho ni dans la lettre, ni dans l'esprit des traités, ni même dans la pratique des institutions même si les mesures fondées sur l'article 114 TFUE ne doivent pas se limiter au fonctionnement mais doivent aussi permettre l'établissement du marché intérieur. C'est pourquoi le législateur en adoptant le règlement (UE) nº 236/2012 a bien pris soin de préciser que l'intervention de l'AEMF ne pourrait survenir qu'en cas de « circonstances exceptionnelles » au sens de l'article 28 dudit règlement. Quant au règlement délégué (UE) nº 918/2012 de la Commission qui vient préciser la portée des dispositions du règlement (UE) nº 236/2012, il prévoit que les « menaces » autorisant l'AEMF à agir supposent une « grave instabilité financière, monétaire ou budgétaire » d'un État ou de tout ou partie du système financier de l'Union, ou le défaut d'un État membre ou d'une organisme supranational ou encore un « dommage grave causé aux structures physiques d'émetteurs financiers importants » ou enfin une « perturbation grave d'un système de paiement ou d'un processus de règlement » (76).

Les conditions d'intervention de l'AEMF renvoient donc à des circonstances exceptionnelles où l'un des systèmes financiers de l'Union et des États est affecté par une menace mettant en péril son intégrité. Les entraves sont celles qui résulteraient de l'imminence de l'une ou de plusieurs de ces menaces sans que l'intervention des États et de leurs autorités compétentes ne soient en mesure d'y répondre efficacement. L'harmonisation a bien une nature préventive car elle ne s'exercera, à proprement parler, que lorsque surviennent ces circonstances exceptionnelles. En temps normal, au contraire, l'action de l'AEMF ne peut s'apparenter à une véritable harmonisation dès lors que son action est contenue à la recherche et à la transmission d'informations financières (voy. *supra*).

Il faut y voir aussi ce que recouvre la notion d'entrave, dans ce domaine particulier qu'est la surveillance financière. Dans la mesure où les menaces bouleversent tout ou partie des mécanismes financiers et de paiement au sein d'un État membre, voire dans l'ensemble de l'Union, la circulation des services financiers y afférent devient elle-même difficile, voire impossible. Mais alors, *quid* lorsque le ou les système(s) financiers reprennent leurs activités « normales » ? C'est une question d'importance, car l'on voit

(76) Règlement délégué (UE) nº 918/2012, préc., article 24, point 3.

par-là que l'harmonisation n'est pas seulement préventive, elle est aussi temporaire. La prévention peut avoir pour effet d'encourager les autorités compétentes à faire converger les mesures qu'elles adoptent, mais ce n'est qu'au moment de la survenance effective des menaces, et en l'absence de réactions nationales satisfaisantes pour garantir la pérennité des systèmes financiers, que l'AEMF interviendra. C'est pourquoi la Cour de justice dans l'affaire C-270/12, en prenant appui sur le considérant 33 du règlement litigieux, indiquera que « s'il est vrai que les autorités nationales compétentes sont souvent les mieux placées pour suivre l'évolution de la situation et pour réagir immédiatement à une évolution défavorable, l'AEMF doit aussi pouvoir prendre des mesures lorsque des ventes à découvert ou d'autres activités de même ordre menacent le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité de tout ou partie du système financier de l'Union, lorsque des répercussions transfrontalières sont à craindre et lorsque les autorités nationales compétentes n'ont pas pris des mesures suffisantes pour contrer une telle menace » (77). Il est donc bien question à nouveau d'harmonisation car l'action des États et des autorités nationales compétentes vise moins à instaurer de nouvelles barrières qu'à circonscrire les effets négatifs de certaines opérations financières, mais d'une manière qui sera jugée insuffisante pour assurer le bon fonctionnement du marché intérieur. De ce point de vue, par conséquent, si l'harmonisation à laquelle contribue l'action de l'AEMF est préventive et temporaire comme nous l'avons dit, elle est aussi centralisatrice au nom de l'efficacité — et non plus simplement de l'unité — du marché intérieur.

* * *

Cette forme singulière d'harmonisation, dans le cadre du système européen de surveillance financière, contribue à la régulation des services financiers, mais aussi du comportement des acteurs intervenant sur les marchés, en vue de garantir la stabilité de toute l'Union européenne et, en particulier, de l'Union économique et monétaire (78). C'est à ce prix que les Européens pourront faire face aux périls que l'on mentionnait en introduction. Toutefois, cette régulation se limite à la seule Union européenne, puisque c'est en rapport étroit avec le marché intérieur qu'elle est envisagée. La Cour de justice a considéré que les principes inhérents au marché intérieur ne trouvent pas à s'appliquer dans le cadre de l'exécution d'accords internatio-

(77) Point 115.

(78) M. Schwartz, « A memorandum of misunderstanding – The doomed road of the European Stability Mechanism and a possible way out : enhanced cooperation », *C.M.L.R.*, 2014, vol. 51, pp. 389-424 (408 et s.).

naux conclus avec des tiers, sauf si les dispositions d'un accord le prévoient expressément (79). Or, dans le domaine des services financiers, c'est au niveau international que s'opèrent aussi les échanges et une partie de la régulation. C'est pourquoi les États membres et les institutions de l'Union souhaiteraient que la question la question des services financiers soit abordée au cours des négociations avec les États-Unis pour l'établissement d'un partenariat transatlantique, ce que le partenaire américain semble ignorer pour l'instant (80). Il faut donc espérer que le marché intérieur résistera ainsi aux menaces qui le visent et qui ont une ampleur bien plus grande que toutes celles qu'il a dû affronter par le passé. *God save the internal market* !

(79) C.J.U.E., arrêt du 7 mars 2013, aff. C-547/10 P, *Confédération suisse et Commission européenne*, points 78 à 80.

(80) Voy. le document publié le 27 janvier 2014 par la Commission intitulé « Cooperation on financial services regulation » disponible à l'adresse : http ://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2014/january/tradoc_152101.pdf.