

L'« AVIS » DE L'ESMA SUR LES CATÉGORIES D' ACTIONS : UNE MISE À L'ÉPREUVE DE L'UE DE DROIT ET DE SON PRINCIPE DÉMOCRATIQUE (1/2)

Avis ESMA n° 34-43-296 du 30 janvier 2017, *Share classes of UCITS*



PHILIPPE-
EMMANUEL
PARTSCH

Avocat à la Cour
EU Financial
& Competition

Law Partner
Arendt &
Medernach)

Professeur
Université
de Liège

Ancien
référénaire à
la Cour de justice
des Communautés
européennes

La directive UCITS IV admet la création de catégories d'actions au sein d'un OPCVM différenciant les droits des investisseurs, mais n'en organise pas le régime juridique. C'est pourquoi l'ESMA a publié le 30 janvier 2017 un avis intitulé « Share classes of UCITS » qui définit 4 principes à respecter en cas de différenciation entre les actions. Mais en cherchant à imposer des obligations aux opérateurs économiques, l'ESMA a excédé ses compétences. Ceci amène à s'interroger sur les remèdes disponibles de *lege lata* contre de tels excès de pouvoirs, objet de la deuxième partie de cet article à paraître dans le prochain *Banque & Droit* (n° 177).

1. Les catégories d'actions au sein d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) voire d'un de ses compartiments permettent de différencier les droits des investisseurs. De la sorte, le véhicule d'investissement peut répondre à des besoins divers (par exemple les fiscalités respectives des investisseurs), changeants ou nouveaux tout en conservant les avantages d'un OPCVM de grande taille (économies d'échelle...). La création d'une catégorie d'actions est, par exemple, moins onéreuse que l'ajout d'un compartiment ou le lancement d'un fonds distinct.

Si la directive UCITS IV¹ admet et légitime cette pratique², elle n'en organise pas le régime juridique. Cette lacune aurait donné lieu à des disparités notables entre États membres.

2. C'est apparemment la raison pour laquelle l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, « ESMA³ ») a publié le 30 janvier 2017 un avis (« Opinion »), intitulé « Share classes of UCITS ». Celui-ci vise d'ailleurs en exergue⁴ l'article 29, paragraphe 1^{er}, du règlement organique de l'ESMA⁵. Cette disposition la charge notamment de fournir des avis aux autorités nationales compétentes en vue de la création d'une culture commune en matière de surveillance.

3. L'acte définit quatre principes à respecter en cas de différenciation entre les actions : ceux de la communauté de politique d'investissement des actions d'une catégorie, de non-extension des engagements spécifiques à une catégorie donnée aux autres catégories⁶, de déterminabilité des caractéristiques d'une catégorie d'actions dès son lancement et de publicité⁷. S'y ajoute une clause anti-contournement des dispositions de la directive UCITS IV⁸.

In cauda venenum. L'ESMA se déclare consciente que ces principes auront un impact considérable dans les États membres où les dispositifs de catégories d'actions ne leur sont pas conformes⁹. D'où deux dispositions transitoires repoussant leur application à respectivement 6 et 18 mois après la publication de l'avis, selon que les investisseurs concernés sont nouveaux ou existants¹⁰.

4. En cherchant ainsi à imposer des obligations aux opérateurs économiques, l'ESMA a excédé ses compétences. Cet abus de pouvoir revêt une gravité particulière à la lumière des principes cardinaux de l'ordre juridique européen gouvernant l'attribution et la délimitation des compétences d'une Autorité européenne de surveillance (ci-après « AES ») telle que l'ESMA ainsi que du principe démocratique dans la fonction législative européenne (I). Ceci amène à s'interroger sur les remèdes disponibles de

1. Du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), JOCE L 176, p. 16.
2. Voir les articles 78, paragraphe 7, sous b), ii) et 93, paragraphes 1 et 8, de la directive UCITS IV.

3. Acronyme anglais d'AEMF (European Securities and Markets Authority).

4. Voir point 1 de l'avis, intitulé « Legal basis ».

5. Règlement (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 décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, JOUE L 331, p. 84.

6. Idée de « ring fencing », de patrimoine d'affectation.

7. Voir les points 11 à 32 de l'avis.

8. Voir le point 10 de l'avis.

9. Voir le point 34 de l'avis.

10. Voir le point 35 de l'avis.

lege lata contre de tels excès de pouvoirs (II), objet de la deuxième partie de cet article à paraître dans le prochain *Banque & Droit* (n° 177).

1. LES EXCÈS DE POUVOIR DE L'ESMA

1. Identification

5. L'avis du 30 janvier 2017 excède les compétences de l'ESMA à plusieurs titres.

Absence de lien avec la surveillance prudentielle

6. D'abord, un avis sur les catégories de parts d'OPCVM ne tombe pas dans les prévisions de l'article 29 du Règlement organique de l'ESMA. Comme le renseigne son intitulé, cette disposition a trait au développement d'une « Culture commune en matière de surveillance ». Le paragraphe 1^{er} de l'article 29 charge l'ESMA de contribuer à « créer une culture commune de l'Union et des pratiques cohérentes en matière de surveillance et à garantir l'uniformité des procédures et la cohérence des approches dans l'ensemble de l'Union ».

Or, l'avis porte sur le régime juridique matériel des catégories de parts d'OPCVM ; non sur la surveillance que les autorités doivent exercer sur cette pratique. S'il suffit qu'une disposition fasse ou puisse faire l'objet d'une surveillance prudentielle, c'est tout le droit bancaire et financier, qu'il soit d'origine européenne ou purement nationale, qui pourrait donner lieu à un avis de l'ESMA.

Contre une approche aussi extensive militent le sens commun des mots, le principe d'attribution des compétences de l'Union européenne (une compétence de l'Union européenne ne se présume pas) et la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE). Celle-ci opère, en effet, une distinction nette entre la surveillance prudentielle, qui définit les pouvoirs des autorités de supervision, et la réglementation matérielle, qui précise les droits et les obligations des opérateurs bancaires et financiers¹¹.

Absence d'avis aux autorités nationales compétentes

Ensuite, l'acte n'apparaît pas être « fourni aux autorités nationales compétentes » comme le requiert l'article 29, paragraphe 1^{er}, sous a) du règlement organique de l'ESMA. Il est destiné aux sociétés de gestion et aux OPCVM autogérés lorsqu'ils envisagent de différencier des actions. Aucune orientation n'est adressée aux autorités. Incidemment, cette absence confirme que l'acte n'entretient pas de lien direct avec des tâches de supervision. Le bien-fondé de la première critique s'en trouve renforcé.

7. L'avis du 30 janvier 2017 est donc dénué de base juridique.

Portée réglementaire

8. Le contenu singulier de l'avis en aggrave l'illégalité.

9. En effet, l'acte apparaît vouloir créer des obligations. Son contenu est contraignant, à la différence de celui

d'un avis, qui exprime uniquement une opinion d'un organe ou d'un corps.

Son impérativité est d'autant plus notable qu'il vise à mettre des obligations à charge, non pas des États membres, comme le fait une directive, mais d'opérateurs économiques et seulement de ceux-ci.

Qui plus est, l'acte ne se limite pas à régir le comportement de certains opérateurs déterminés individuellement ou limitativement. Il revêt une portée générale allant au-delà d'une décision. Il s'adresse à une catégorie d'opérateurs lorsqu'ils entendent différencier les actions d'un OPCVM. Son application dans le temps n'est pas limitée non plus.

10. Finalement, l'acte apparaît clair, précis et inconditionnel. Il ne suppose aucune mesure de mise en œuvre nationale. Dans la mesure où il crée des obligations directement à charge d'un nombre indéfini d'opérateurs économiques pendant une durée indéterminée, il est, par son contenu, assimilable à un règlement européen.

11. Ceci est d'autant plus singulier que non seulement l'avis est dépourvu de base juridique mais, en plus, n'émane pas d'une institution européenne !

12. L'ESMA est, en effet, une agence européenne, c'est-à-dire un organisme créé par un acte de droit dérivé, en l'occurrence un règlement adopté sur la base de l'article 114 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Elle ne tire pas sa légitimité directement des traités, à la différence notamment des institutions européennes. En conséquence, la capacité de l'ESMA d'adopter des actes produisant des effets juridiques obligatoires est réduite, en vertu des principes de droit institutionnel européen. Leur rappel¹², ci-dessous (§ 2), permettra de mesurer l'ampleur des atteintes que l'acte porte aux principes juridiques et démocratiques de l'Union européenne (§ 3).

Absence de motivation

13. On relèvera aussi que l'avis de l'ESMA est dénué de motivation. Il n'indique pas pourquoi l'ESMA a agi ni pourquoi les quatre principes énoncés ci-dessus sont conformes aux principes de subsidiarité et de proportionnalité, notamment. Or, l'article 296 TFUE comporte l'obligation absolue générale pour tout acte de droit dérivé d'être motivé.

Comme nous le verrons, cette irrégularité additionnelle révèle que l'ESMA n'a pas été organisée afin d'adopter des actes obligatoires de portée générale et de nature législative.

2. Principes de droit institutionnel applicables à l'ESMA et aux autres AES

14. En premier lieu, la compétence législative (acte dérivé de niveau I ou acte dit de base) appartient pour l'essentiel au Parlement européen et au Conseil, deux institutions créées par les traités. Au niveau I, les AES peuvent tout au plus assister la Commission européenne, en qualité d'experts, aux fins de l'élaboration par celle-ci d'une proposition d'acte de droit dérivé.

11. Voir, notamment, CJUE 7 juin 2012, *VBV – Vorsorgekasse AG*, C-39/11, point 30, qui fait référence à une jurisprudence constante.

12. Sur cette question, voir notamment Partsch Ph.-E., *Droit bancaire et financier européen*, 2^e éd., tome 1, Larcier, 2016, spéc. pp. 304-355.

15. On soulignera la compétence de principe du Parlement européen à co-décider avec le Conseil. D'une part, la procédure de codécision est devenue la procédure législative ordinaire (art. 293 TFUE). D'autre part, elle a été amendée par le Traité de Lisbonne afin de mettre le Parlement européen sur un parfait pied d'égalité avec le Conseil. Ceci confirme l'importance grandissante du principe démocratique dans la construction européenne, attestée par la consécration de la valeur de démocratie à l'article 2 du Traité sur l'Union européenne (TUE). Au demeurant, le Parlement européen est l'institution européenne qui a été la plus renforcée du Traité de Lisbonne.

16. En deuxième lieu, les actes délégués (art. 290 TFUE) et d'exécution (art. 291 TFUE), qui constituent les deux catégories usuelles d'actes dérivés de niveau II, relèvent, en principe de la compétence de la Commission européenne (art. 17 TUE), une autre institution créée par les traités. Conformément aux principes de la hiérarchie des normes et de la légalité, cette compétence n'est conférée à la Commission européenne que pour autant que, et dans la mesure où l'acte dérivé de base l'a habilitée expressément à adopter de telles mesures au surplus. C'est donc une délégation organisée par un mécanisme à double détente, au niveau du traité, puis de l'acte dérivé de base. Cette compétence est limitée à un second titre en ce qui concerne les actes d'exécution. La Commission ne peut en adopter que si l'uniformité d'application est nécessaire (art. 291 TFUE). Sinon, c'est aux États membres qu'il appartient en principe d'arrêter les mesures d'exécution des actes de niveau I et des actes délégués.

Les AES, au nombre desquelles figure l'ESMA, ne peuvent en principe que formuler des propositions d'actes de niveau II, les projets de standards techniques de réglementation et d'exécution.

17. Une nouvelle fois, les AES ne peuvent élaborer que des actes préparatoires. Elles apparaissent avant tout comme des entités spécialisées, au service des institutions européennes. C'est d'ailleurs la fonction d'une série d'agences européennes, relativement peu d'entre elles disposant du pouvoir de développer une politique propre et d'adopter des actes contraignants.

18. En troisième lieu, les seuls actes définitifs que peuvent adopter les AES ne produisent, en principe, pas d'effets juridiques obligatoires. C'est ainsi que, pour l'essentiel, les AES sont réduites à émettre des recommandations¹³, des orientations¹⁴ et des avis¹⁵ (actes dits de niveau III). Il existe certes des différences de degrés entre ces catégories d'actes non obligatoires. Les deux premières ont une portée contraignante limitée et indirecte dans la mesure où les autorités nationales doivent indiquer les raisons pour lesquelles elles ne comptent pas y leur donner suite. Un dispositif comparable fait défaut pour les avis. Ceux-ci apparaissent constituer des actes complètement dépourvus d'effets juridiques obligatoires. Les

deux premiers instruments semblent également se distinguer du troisième sur le plan de la finalité. Le dernier sert à développer une approche commune en matière de surveillance. Les deux premiers peuvent également être utilisés pour assurer une application commune, uniforme et cohérente du droit de l'Union¹⁶. Notamment, ils peuvent être adoptés « dans les domaines non couverts par des normes techniques de réglementation ou d'exécution »¹⁷, voire en cas d'absence d'actes de droit dérivé de base¹⁸. Orientations et recommandations ont une fonction de suppléance et/ou de préfiguration de textes futurs¹⁹, à adopter par les entités compétentes. À cet égard, elles se rapprochent des recommandations de la Commission européenne.

19. La disposition dont s'est – abusivement – réclamée l'ESMA pour adopter l'acte du 30 janvier 2017 lui confère donc des pouvoirs fort réduits. Il est notable à cet égard que l'article 29 et les avis qui y sont mentionnés ne sont même pas repris à l'article 8, paragraphe 2, des règlements organiques des AES, qui énumère les instruments dont disposent les AES pour exécuter leurs tâches énoncées au paragraphe 1^{er} de cette disposition ! L'article 29 du règlement organique de l'ESMA n'habilitait certainement pas celle-ci à imposer des obligations à des tiers.

20. En quatrième lieu, ce n'est qu'exceptionnellement que les AES peuvent adopter des actes obligatoires pour les opérateurs économiques. À cet égard, deux cas de figure peuvent être distingués.

21. D'une part, en vertu de leurs règlements organiques, les AES ne sont autorisées à adopter des décisions contraignantes pour les opérateurs bancaires et financiers que dans trois hypothèses pathologiques et exceptionnelles. D'abord, une situation de crise est nécessaire (conflit entre deux autorités nationales compétentes, violation de dispositions de droit bancaire et financier européen, situation d'urgence)²⁰. Ensuite, des dispositions directement applicables du droit de l'Union doivent être concernées. La seconde condition est rarement remplie, compte tenu de la plus grande fréquence des directives au niveau I, spécialement en droit bancaire et financier européen. En effet, la base juridique en matière de libertés d'établissement et des services, l'actuel article 53, paragraphe 1, TFUE a longtemps été regardée comme prioritaire voire incontournable²¹. Or elle ne prévoit que l'instrument de la directive. Ce n'est qu'à la suite de la crise bancaire et financière de 2007-2008 et d'une approche habile de la Commission européenne qu'il a été recouru graduellement au règlement en matière bancaire et financière. Toujours est-il que la plupart des dispositions de droit bancaire et financier européen demeurent inscrites dans des directives. En conséquence, dans la plupart des cas, les AES ne

13. Voy. art. 16 des règlements organiques des AES (1093-95/2010).

14. *Idem*.

15. À l'attention des autorités nationales compétentes (art. 29, § 1^{er}, des règlements organiques des AES) ou du Parlement européen, du Conseil ou de la Commission (art. 34, § 1^{er}, des règlements organiques des AES).

16. Comp. les art. 29, § 1^{er}, et 16, § 1^{er}, du règlement organique de l'ESMA.

17. Voy. le 26^e considérant du préambule du règlement organique de l'ESMA.

18. Voy. l'art. 1^{er}, § 3, du règlement organique de l'ESMA.

19. Voy. Vabres R., « La réforme du système européen de surveillance financière : les pouvoirs des autorités européennes de surveillance », *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 2, mars 2011, étude 12, n° 10.

20. Voir les articles 17 à 19 des règlements organiques des AES.

21. Sur cette contrainte, généralement sous-estimée, voy. notamment Partsch Ph.-E., *op. cit.*, p. 290, n° 442, et pp. 92-93, n° 111.

peuvent pas prendre de décisions contraignantes vis-à-vis des opérateurs économiques sur la base de leur règlement organique.

22. C'est pourtant à celui-ci que l'ESMA s'est référé le 30 janvier 2017.

23. D'autre part, aux règlements organiques des AES, il convient d'ajouter les éventuelles habilitations spécifiques leur permettant de prendre des mesures obligatoires vis-à-vis des opérateurs privés. C'est ainsi que l'ESMA dispose de pouvoirs de suspension temporaire en matière d'interdiction de vente à découvert, dans des hypothèses circonstanciées²².

24. La rareté et le caractère très circonscrit de ces interventions s'expliquent par le monopole de principe de la Commission européenne en matière d'actes délégués et, lorsque l'action de l'Union européenne est nécessaire à ce niveau, d'actes d'exécution, qui a été évoqué ci-dessus. Selon une jurisprudence consolidée de la CJUE, une agence européenne ne peut être habilitée à intervenir de manière contraignante pour des tiers que s'il y a une raison objective de lui confier un tel pouvoir. Par exemple, une expertise professionnelle et technique spécifique que la Commission ne possède pas est requise. En d'autres termes, une telle attribution de pouvoirs à un organe complémentaire ne doit pas constituer un contournement de la vocation de principe de la Commission européenne d'adopter des actes de niveau II. Encore faut-il qu'une telle attribution de compétences s'inscrive dans un cadre juridique d'ensemble, destiné à œuvrer à la poursuite d'un objectif européen et n'apparaisse pas comme une mesure isolée. En outre, les pouvoirs de l'agence doivent être encadrés de façon précise et par des critères et conditions susceptibles d'un contrôle juridictionnel au regard des objectifs fixés par l'autorité déléguante.

25. Sous ces réserves, une agence peut être autorisée à adopter des actes de portée générale²³, pourvu que ceux-ci n'excèdent pas des mesures d'exécution²⁴.

26. Relevons directement qu'une telle habilitation spécifique et exceptionnelle du Parlement européen et du Conseil à l'ESMA fait défaut en l'espèce. En outre, les principes énoncés dans l'avis vont au-delà de mesures d'exécution, destinées à favoriser la mise en œuvre uniforme de dispositions d'une directive ou d'un règlement de base. L'ESMA a, en effet, procédé à des choix de politique législative.

3. Conclusions

27. Si la matière des catégories d'actions appelait une réglementation, il incombait au Parlement européen et au Conseil d'adopter directement des mesures à cet effet, ou, à tout le moins de demander à la Commission de le faire sous forme d'actes délégués et/ou d'exécution ou, plus subsidiairement encore, de confier une mission particulière à l'ESMA pour le cas où il y aurait des justifications objectives à ce que la Commission ne puisse

pas s'acquitter d'une telle mission. La problématique relevait du niveau I ou du niveau II.

28. Sur ce dernier point, il est à relever que la directive UCITS IV contient déjà une habilitation, certes limitée, en ce sens. L'article 78, paragraphe 7, sous b), ii) de celle-ci charge en effet la Commission d'arrêter des mesures d'exécution qui précisent, pour les OPCVM proposant différentes catégories d'actions, les informations clés à fournir aux investisseurs dans une catégorie d'actions particulières. La directive UCITS IV confie à la Commission européenne le soin d'élaborer le régime de ce qui correspond au principe de transparence dans l'avis de l'ESMA du 30 janvier 2017. En revanche, elle ne contient aucune disposition habilitant de manière exceptionnelle l'ESMA à adopter des mesures obligatoires pour les opérateurs économiques en matière de différenciation d'actions. À la limite, l'ESMA aurait pu adopter une recommandation ou une orientation.

29. En conséquence, par son avis du 30 janvier 2017, l'ESMA a violé le principe de répartition des compétences entre le Parlement européen, le Conseil, la Commission et elle-même et le principe de hiérarchie des normes. Elle s'est arrogé le pouvoir – exceptionnel pour une entité européenne – de mettre directement à charge d'opérateurs privés des obligations et de réglementer par un acte de portée générale des rapports sociaux et économiques. Ce pouvoir est rare même pour les institutions européennes disposant de la légitimité la plus forte, le Parlement européen et le Conseil²⁵. Par exemple, cette considération a conduit le Tribunal de l'Union européenne à refuser d'interpréter largement le pouvoir normatif d'un législateur sectoriel européen à la légitimité moindre, tel que la BCE, dans l'affaire Royaume-Uni/BCE, faute d'une base juridique suffisante dans le TFUE²⁶.

30. L'ESMA s'est conféré davantage de pouvoirs que le Parlement européen et le Conseil n'en détiennent lorsqu'ils adoptent une directive de base telle que UCITS IV et que la Commission européenne lorsqu'elle met en œuvre certaines dispositions de cette directive. Sur ce dernier point, on soulignera que l'ESMA a été au-delà des obligations que la directive UCITS IV impose aux opérateurs économiques, ce que la Commission européenne ne peut pas faire dans le cadre de mesures de niveau II.

31. Au passage l'ESMA n'a pas estimé utile de motiver l'adoption et le contenu de son « avis ». Ce faisant, elle n'a pas observé l'obligation de motivation que même le Parlement européen et le Conseil doivent respecter lorsqu'ils adoptent une directive ou un règlement de niveau I.

32. Cette absence de motivation est révélatrice de ce que les AES n'ont pas été configurées pour adopter des normes juridiques obligatoires pour des tiers. En

22. Voy. le règlement (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 risques de crédit (JOUE L 86, p. 1), art. 28.

23. CJUE 22 janvier 2014, Royaume-Uni/Parlement européen et Conseil, C-270/12, pt 65.

24. *Idem*, pt 67.

25. Soulignons à cet égard le recours privilégié à des directives au niveau I, jugées moins impérialistes et moins invasives pour les États membres. Finalement, ce ne sont que dans des hypothèses relativement limitées que le Parlement européen et le Conseil peuvent adopter des actes à portée générale, directement contraignants pour les opérateurs économiques.

26. TUE 4 mars 2015, Royaume-Uni/BCE, T-496/11. Sur cet arrêt, voir notamment le résumé et le commentaire figurant dans le blog que l'auteur consacre à la jurisprudence européenne dans les matières économiques (www.eucaselaw.com).

effet, le mode de fonctionnement des AES offre moins de garanties que la procédure législative ordinaire.

33. D'abord, à la différence du Parlement européen et du Conseil, l'ESMA n'est pas saisie d'une proposition élaborée par une institution européenne censée agir dans l'intérêt général de l'Union européenne, la Commission européenne. Les textes sur lesquels l'ESMA se prononce sont souvent présentés par une délégation nationale, généralement animée par des intérêts nationaux. L'expérience montre qu'ils peuvent être protectionnistes voire incompatibles avec les intérêts d'autres États membres. En outre, la maîtrise des principes de droit européen de même que leur prise en compte ou leur respect par les délégations nationales ne peuvent pas être présumés de la même manière que dans le cas d'une proposition de la Commission européenne. Le processus décisionnel de l'ESMA peut donc être gauchi par des considérations nationales dès l'origine. Si de tels travers peuvent être corrigés par les institutions européennes lorsque l'ESMA se borne à préparer des actes de niveau I ou de niveau II, tel n'est pas le cas lorsqu'elle a ou s'arroge le pouvoir du dernier mot.

34. Ensuite, la procédure normative apparaît nettement moins transparente. Alors que la proposition de la Commission européenne doit être publiée, rien de comparable n'est requis de l'initiative soumise à l'ESMA. La Commission européenne l'a fait généralement précéder d'un Livre vert, d'un Livre Blanc et de consultations²⁷. Le cas échéant, la proposition devra être accompagnée d'une étude d'incidence (*impact assessment*). Dans un ordre d'idées proche de la transparence, le principe d'ouverture, qui est consacré dans le TUE et le TFUE, oblige les institutions européennes à conduire leurs travaux de façon aussi ouverte que possible.

En outre, les navettes entre les trois institutions qu'implique la procédure législative ordinaire sont de nature à affiner la qualité du travail législatif.

Enfin, les règlements et directives adoptés doivent comporter une motivation expliquant et justifiant les choix fondamentaux opérés.

35. À la lumière des considérations qui précèdent, on comprend pourquoi l'avis du 30 janvier 2017 est en porte-à-faux avec la construction institutionnelle et démocratique de l'Union européenne.

4. Discussion d'une objection éventuelle

36. Objectera-t-on que, si, formellement, les actes adoptés par le Conseil des autorités de surveillance de l'ESMA sont imputables à une agence européenne, les modalités de leur élaboration révèlent qu'il s'agit davantage d'un acte exprimant la volonté de la majorité des autorités nationales de surveillance? En effet, conformément à l'article 44, paragraphe 1er, du règlement organique de l'ESMA, l'avis a été adopté par le Conseil des autorités de surveillance. Or, celui-ci est composé, d'une part,

des représentants des autorités compétentes des États membres, qui, seuls ont le droit de vote, et, d'autre part, du président de l'ESMA, d'un représentant de la Commission, d'un représentant du Comité européen du risque systémique et d'un représentant de chacune des deux autres autorités européennes de surveillance²⁸. Il présente un caractère intergouvernemental marqué et apparaît constituer un organe de coopération²⁹.

37. Le Conseil des autorités de surveillance de l'ESMA aurait ainsi une légitimité supérieure à l'organe directeur classique d'une agence européenne. Finalement, on ne serait pas loin d'une coopération intergouvernementale portant sur l'exécution de règles de droit européen dans le cadre de laquelle il serait légitime d'adopter des actes que la majorité des États membres estime opportuns. Puisque l'exécution de normes de droit européen appartient en principe aux États membres, pourquoi ceux-ci ne pourraient-ils pas se coordonner à cet effet?

38. Nous répondrons, d'abord, que cette considération, à la supposer exacte en fait, n'autorise pas une agence européenne à empiéter sur les compétences de niveaux 1 et 2 du Parlement européen et du Conseil, d'une part, et de la Commission européenne, d'autre part. Ensuite, à partir du moment où les États membres décident d'adopter certains actes dans le cadre d'une agence européenne et non dans celui d'une coopération administrative *sui generis*, ils sont tenus par les règles européennes. Enfin, la thèse de la coopération administrative entre États membres se heurte à deux écueils. D'une part, peut-on parler de coopération administrative alors que l'acte en question peut être adopté à la majorité simple ou, selon les cas, à la majorité qualifiée? D'autre part, elle revient à placer les autorités nationales de surveillance dans une situation de conflit d'intérêts. Les autorités nationales de surveillance seraient en droit d'élaborer les règles générales en droit bancaire et financier européen qu'elles ont aussi la charge de faire respecter.

39. Ce dernier point ne doit pas être sous-estimé. Notamment, il y a une tendance des représentants des autorités nationales compétentes au sein des AES à s'aligner sur les standards nationaux les plus protecteurs des investisseurs. En effet, dans la mesure où l'action des AES entraîne une harmonisation au sein de l'Union européenne et supprime du coup le risque d'une concurrence réglementaire, il n'y a plus d'obstacle à opter pour la solution la plus commode à appliquer, des règles exigeantes laissant peu de marge de manœuvre et de créativité aux opérateurs économiques. En d'autres termes, les AES peuvent être amenées à privilégier des règles en fonction de leur commodité pour leurs membres, au détriment de considérations d'intérêt général qui auraient pu être davantage prises en considération par le Parlement européen et le Conseil ou par la Commission européenne. ■

28. Voy. art. 40, par. 1, du règlement (UE) n° 1095/2010.

29. Sur cette problématique, voy. Kovar J.-Ph., « Les autorités européennes de surveillance : organes des régulateurs nationaux, agences européennes de régulation ou autorités européennes de régulation », RDBF, juillet-août 2011, pp. 70-74, n° 16, p. 72; Partsch Ph.-E., *op. cit.* p. 338, n° 524.

27. Ce qui n'est pas le cas en matière d'avis. Pour les orientations et recommandations, voy. art 16, §2, des règlements organiques des AES, qui laisse toutefois une marge d'appréciation aux AES.