

L'élaboration de la régulation financière (1/2)

RÉFLEXIONS SUR LES SOURCES DU DROIT FINANCIER



HAROUN BOUCHETA

Docteur en droit
Responsable des Affaires publiques
BNP Paribas Securities Services
Maître de conférences associé
Université de Cergy-Pontoise

Pour mener à bien une étude sur l'élaboration de la régulation financière post-crise, il est nécessaire de s'intéresser à deux thèmes qui, paradoxalement, ont fait l'objet de peu d'études empiriques. Le premier, objet de la présente publication, a trait aux sources du droit financier. Celles-ci se singularisent par le fait que le mouvement réglementaire qui a suivi la crise financière de 2007-2008 a fait apparaître de nouvelles tendances et en a amplifié certaines déjà constatées. Le second thème, qui sera abordé dans une prochaine publication, est celui du rôle joué, en pratique, par les divers groupes d'influence dans le processus d'élaboration de la régulation financière européenne.

1. Un moment opportun. Dix ans après le début d'une crise financière sans précédent qui a ouvert la voie à un incroyable mouvement de réforme du droit financier, et avant la sortie annoncée du Royaume-Uni de l'Union européenne qui pourrait ouvrir un nouveau cycle de réglementation, le moment nous semble opportun pour s'arrêter sur la manière dont est élaborée la régulation financière post-crise. Le sujet est important car, si utile qu'elle soit, la régulation financière post-crise reste encore, à de nombreux égards, à la fois critiquable et lacunaire, comme nous avons pu l'évoquer dans de précédentes publications. Il convient maintenant de tenter d'en cerner certaines des raisons.

2. Précision sémantique. D'un point de vue sémantique, précisons à titre liminaire que si l'on souhaite interpréter, analyser et, le cas échéant, porter un regard critique sur les principaux textes nés des politiques publiques et économiques post-crise, les termes de « réglementation finan-

cière » et de « régulation financière » semblent adaptés. Le vocable de « réglementation financière », que nous avons déjà utilisé¹, apparaît plus neutre que celui de « régulation financière ». Cette dernière expression constitue en effet « une manière d'envisager la réglementation »² sous le prisme particulier des politiques publiques et économiques post-crise. Dans la mesure où la présente étude se concentrera, pour l'essentiel, sur l'analyse des textes nés après la crise de 2007-2008, c'est ce vocable qui aura notre préférence.

3. Réflexions sur l'élaboration de la régulation financière par le biais de deux publications. Dans la préface d'une thèse portant sur les sources du droit des marchés financiers³, le Professeur Alain Boucobza souligne que « toute évolution des sources du droit a nécessairement une influence sur le contenu du droit, sur les caractères de la règle de droit, sur les fonctions de celle-ci. On s'aperçoit alors des mutations qui affectent le droit des marchés financiers, mutations qui résultent des transformations de ses sources. »

Ce constat, dressé il y a environ quinze ans, prend encore aujourd'hui tout son sens. Le mouvement de régulation financière post-crise est en train de modifier en profondeur et sans doute durablement les sources. Les évolutions dont ces sources font l'objet sont, d'une part, un mouvement d'internationalisation continue et, d'autre part, une propension à un empilement et à une technicité qui sont critiquables. Si la présente étude se concentre sur la question des sources pour lesquelles, attisées par le mouvement récent de régulation financière, ces nouvelles tendances sont apparues ou certaines se sont amplifiées, notre démarche se veut plus ambitieuse.

En effet, nous tenterons de cerner certaines des raisons pour lesquelles la régulation financière est perfectible. C'est en suivant cet objectif que nous nous intéresserons, dans une prochaine publication, au rôle et à la place des différents groupes d'influence, qu'ils soient privés ou

1. H. Boucheta, « MIF II : les nouvelles bases de la réglementation financière », BJB, novembre 2014, pp. 1-19.
2. A.-D. Merville, *Droit financier*, Gualino, 2014, p. 63.
3. P. Aidan, *Droit des marchés financiers – Réflexions sur les sources*, Banque éditeur, 2001, préface A. Boucobza.

publics, dans le processus d'élaboration de la régulation financière d'origine européenne. L'analyse des sources dans la présente étude puis du rôle des groupes d'influence dans le processus législatif européen dans une prochaine étude, permettra ainsi d'aborder la question de l'élaboration de la régulation financière de manière empirique. Dans cette optique, nous proposerons, dans les deux cas, certaines pistes d'améliorations possibles.

4. Réflexions sur les sources. C'est un fait que les sources du droit financier sont en pleine évolution et cette tendance s'est accélérée par le mouvement de régulation post-crise financière. Deux tendances de fond sont notables : l'internationalisation continue des sources ainsi que leur empilement et leur technicité.

I. L'INTERNATIONALISATION CONTINUE DES SOURCES ET SES LIMITES

5. Les sources du droit financier usuellement reconnues. Dans la seule thèse dédiée au sujet des sources du droit financier⁴, l'auteur, Pierre Aïdan, consacre sa seconde partie au processus d'internationalisation des sources. C'est dire si, dès la fin des années 1990, le phénomène était déjà en marche. Quelle est aujourd'hui la place des sources internationales dans les sources du droit financier et quelles sont exactement ces sources ?

Les ouvrages de référence⁵ précisent que les sources du droit financier relèvent de trois ordres : les sources nationales, les sources européennes et les sources internationales. Les sources nationales se composeraient principalement du Code monétaire et financier, des textes publiés par l'Autorité des marchés financiers (AMF) au premier desquels son Règlement général, des textes dits professionnels émanant des infrastructures de marché, de la jurisprudence et des usages. Concernant les sources européennes, elles reposeraient, d'une part, sur le texte transversal et « fondateur » MIF 2⁶ (remplaçant MIF I de 2004⁷ et la directive concernant les services d'investissement de 1993⁸) et, d'autre part, sur des textes, directives et règlements, émanant des institutions européennes et qui peuvent être qualifiés

de « sectoriels » dans la mesure où ils ont vocation à couvrir des aspects plus ciblés des marchés d'instruments financiers. Quant aux sources internationales, sont souvent citées des conventions internationales, des accords bilatéraux entre autorités de marché, les travaux du Comité de Bâle (ou BCBS pour *Basel Committee of Banking Supervision*) et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO pour *International Organization of Securities Commissions*) ainsi que ceux de nouvelles institutions telles que le Conseil de stabilité financière (CSF ou FSB pour *Financial Stability Board*) et le Groupe des vingt (G20).

La question qui se pose est celle de savoir si ces prétendues sources ont la même valeur. L'on pourrait même se demander s'il est encore légitime de considérer certaines des normes qui viennent d'être citées comme de véritables sources du droit financier. En effet, à notre sens, pour prétendre se voir accorder le label de source du droit, une norme doit créer de nouvelles obligations. En ce sens, les sources du droit sont uniquement les « forces créatrices »⁹ d'où « surgit le Droit »¹⁰. Appliquée au droit financier, cette vision remet en cause la certitude établie selon laquelle les textes émanant du législateur français et des autorités françaises sont des sources du droit financier car il est un fait que la régulation post-crise a placé les sources internationales sur le devant de la scène et que c'est, pour l'essentiel, chez celles-ci qu'est concentrée la force créatrice d'où surgit le Droit.

1. La force des sources européennes

6. Une profusion de textes en Europe. En Europe la régulation post-crise a été particulièrement prolifique. Un nombre substantiel de textes a déjà été adopté à l'échelle européenne, et d'autres sont en passe de l'être. La quantité de textes est impressionnante tout autant que le champ des activités que ceux-ci ont vocation à couvrir. Ainsi, si la priorité a été, au départ, donnée à la régulation des dérivés négociés de gré à gré, les thèmes abordés dans ces textes européens se sont, par la suite, multipliés. EMIR¹¹, centré sur la transparence des dérivés et la diminution des risques liés à la négociation des dérivés OTC, a été suivi tant par des directives et règlement transversaux que par des textes visant à réguler des secteurs déterminés des marchés d'instruments financiers.

Sans que cette liste ne soit exhaustive, et sans même relever ni les développements réglementaires d'ordre prudentiel ni même les textes de révision, l'on peut citer, au titre des évolutions de la régulation de marché, par ordre chronologique, la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs dite AIFMD¹², le règlement sur les

4. Ibid. A noter toutefois la thèse de R. Vabres portant spécifiquement sur les sources européennes : R. Vabres, *Comitologie et services financiers – Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier*, Dalloz 2009, Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 90.

5. V en particulier A. Couret et H. Le Nabasque avec M.-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet et D. Robine, *Droit financier*, Dalloz, 2008, n° 27 à 30 ; T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2010, n° 38 à 44.

6. Dir. PE et Cons. UE n° 2014/65/UE, 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II) : JOUE n° L 173 du 12 mai 2014 et Règl. PE et Cons. UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 (MiFIR) : JOUE n° L 173, 12 mai 2014.

7. Dir. PE et Cons. UE n° 2004/39/CE, 21 avril 2004, concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil : JOUE n° L 145, 30 avril 2004.

8. Dir. n° 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

9. G. Ripert, « Les forces créatrices du droit », *Revue internationale de droit comparé*, n° 4, vol. 7, 1955.

10. G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, PUF, coll. « Quadrige », 2016.

11. Règl. PE et Cons. UE n° 648/2012, 4 juillet 2012 : JOUE n° L 201, 27 juillet 2012.

12. Dir. PE et Cons. UE n° 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds alternatifs, JOUE du 1^{er} juillet 2011, L 174/1, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=FR>.

ventes à découvert¹³, MiFID II¹⁴ et MiFIR¹⁵, la révision de la directive Abus de marché composée de la directive dite « MAD II »¹⁶ et du règlement « MAR »¹⁷, la directive BRRD¹⁸, la révision de la directive OPCVM (directive dite OPCVM V)¹⁹, le règlement PRIIPS²⁰, le règlement sur les opérations de financements sur titres (dit SFTR)²¹, le règlement sur les indices de référence (dit règlement benchmarks)²², le règlement sur les fonds monétaires (dit règlement MMF)²³ ou encore la proposition de règlement sur la structure des banques²⁴. Le législateur européen n'a donc eu de cesse, depuis 2007, en réponse aux

diverses crises²⁵ et scandales financiers²⁶, de réglementer, par du droit « dur », le plus grand nombre de domaines possibles du droit financier. Deux aspects viennent renforcer la force créatrice des sources européennes : le recours de plus en plus privilégié aux règlements plutôt qu'aux directives et le rôle qui est désormais joué par les institutions européennes.

7. Le recours aux règlements. Alors qu'avant la crise, le recours à des directives était largement privilégié, la volonté d'harmonisation a poussé les institutions européennes à systématiser le recours aux règlements. Le Conseil européen réuni les 18 et 19 juin 2009 a acté l'idée de renforcer la régulation financière en Europe par l'instauration de nouvelles institutions et la volonté d'attendre un « cadre réglementaire uniforme ». Le considérant 58 de MiFID II indique ainsi, dans une formule non équivoque, que « conformément aux conclusions du Conseil de juin 2009 sur le renforcement de la surveillance financière européenne, et afin de contribuer à l'élaboration d'un règlement uniforme pour les marchés financiers de l'Union, d'aider à développer des conditions équitables pour les États membres et les participants au marché, d'accroître la protection des investisseurs et d'améliorer la surveillance et le contrôle du respect des obligations, l'Union s'est engagée à réduire, le cas échéant, les pouvoirs discrétionnaires octroyés aux États membres par le droit de l'Union en matière de services financiers ». Le considérant 3 de MiFIR est également éclairant : « La nécessité d'instituer pour tous les établissements un ensemble unique de règles imposant certaines exigences, d'écarter les risques d'arbitrage réglementaire et de renforcer la sécurité juridique tout en réduisant les complications réglementaires pour les participants au marché justifie le recours à une base juridique permettant d'adopter un règlement ».

La grande majorité de la régulation de marché post-crise s'est donc effectuée par le biais de règlements. Citons, entre autres, EMIR, MiFIR, MAR, PRIIPS, SFTR, le règlement Benchmarks, le règlement MMF ou encore la proposition de règlement sur la structure des banques.

La volonté d'harmonisation est loin de s'être limitée aux seuls textes de niveau 1. En effet, la Commission, dans le cadre de ses actes délégués adoptés après que l'Autorité européenne des marchés financiers (ou ESMA pour *European Securities and Markets Authority*) lui a adressé ses propositions par la voie de normes techniques de réglementation (ou RTS pour *Regulatory Technical Standards*) et de normes techniques d'exécution (ou ITS pour *Implementing Technical Standards*), choisit dans la plupart des cas de recourir à des règlements d'exécution plutôt que des directives. Les normes techniques adoptées dans le cadre d'EMIR illustrent parfaitement cette nouvelle tendance : les 18 normes techniques prennent toutes la forme de règlements d'exécution²⁷. La force des sources européennes s'en trouve mécaniquement

13. Règl. PE et Cons. UE n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur les ventes à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, JOUE du 24 mars 2012, L 86/1, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236&from=EN>.

14. Dir. PE et Cons. UE n° 2014/65/UE, 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II) : JOUE n° L 173 du 12 mai 2014.

15. Règl. PE et Cons. UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 (MiFIR) : JOUE n° L 173, 12 mai 2014.

16. Dir. PE et Cons. UE n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux abus de marché, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=FR>.

17. Règl. PE et Cons. UE n° 569/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, *op. cit.*

18. Dir. PE et Cons. UE n° 2014/59/UE du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, JOUE L 173/190 du 12 juin 2014 ; il convient de noter également des directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 648/2012, JOUE du 12 juin 2014, L 173/190, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=FR>. Le règlement BRRD est en passe d'être modifié puisque le 23 novembre 2016 la Commission européenne a proposé deux nouvelles directives modifiant BRRD : proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2014/59/UE of the European Parliament and of the Council as regards the ranking of unsecured debt instruments in insolvency hierarchy, http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/crisis-management/161123-proposal-directive-unsecured-debt-instruments_en.pdf; proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2014/59/UE on loss-absorbing and recapitalisation capacity of credit institutions and investment firms and amending Directive 98/26/EC, Directive 2002/47/EC, Directive 2012/30/UE, Directive 2011/35/UE, Directive 2005/56/EC, Directive 2004/25/EC and Directive 2007/36/EC, http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/crisis-management/161123-proposal-directive-recapitalisation-capacity_en.pdf.

19. Dir. PE et Cons. UE n° 2014/91/UE du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, JOUE du 28 août 2014, L 257/186, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0091&from=FR>.

20. Règl. PE et Cons. UE n° 1286/2014 du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, JOUE du 9 décembre 2014, L 352/1, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=FR>.

21. Règl. PE et Cons. UE n° 2015/2365 du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation, JOUE du 23 décembre 2015, L 337/1, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R2365&from=FR>.

22. Règl. PE et Cons. UE n° 2016/1011 du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R1011&from=FR>.

23. Règl. PE et Cons. UE n° 2017/1131 du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1131&from=FR>.

24. Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit de l'UE du 29 janvier 2014, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0043&from=FR>.

25. On pense par exemple au règlement sur les ventes à découvert, réponse à la crise des dettes souveraines.

26. Par exemple le scandale de la manipulation des taux interbancaires qui a justifié l'adoption du règlement sur les indices de référence.

27. http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_fr.htm.

renforcée, les divergences nationales potentielles s'effaçant²⁸ et la marge de manœuvre dont disposent les autorités et législateurs au niveau national se réduisant d'autant. Pour reprendre l'exemple d'EMIR, en France, différentes dispositions ont été adaptées, en particulier celles incluses dans le Code monétaire et financier mais si l'on a pu saisir l'occasion pour améliorer quelque peu le dispositif applicable, notamment eu égard aux chambres de compensation²⁹, le travail effectué à essentiellement consisté à adopter le droit français aux exigences européennes³⁰.

8. Le rôle des institutions européennes. La force créatrice des sources européennes est renforcée par le rôle central joué par les institutions européennes. Si les colégislateurs que sont le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne jouent, par définition, un rôle prépondérant dans le processus d'adoption des textes de niveau 1 et, subsidiairement, dans l'élaboration du niveau 2 par le droit d'opposition dont ils jouissent, l'ESMA et la Commission européenne tiennent une place particulière. La raison en est simple : ce sont ces deux institutions, plus que toute autre, qui façonnent les niveaux 2 et 3, lesquels sont indispensables pour cerner et appliquer les textes, tels qu'ils ont été adoptés au niveau 1.

L'ESMA, instituée par le règlement du 24 novembre 2010³¹, participe directement à l'élaboration du droit en assistant la Commission européenne sur les projets législatifs et sur les normes techniques. Un auteur a précisé, habilement, quelle est, depuis l'adoption du Traité de Lisbonne, du règlement instaurant l'ESMA et du nouveau règlement « Comitologie »³², la répartition des compétences entre la Commission et l'ESMA dans l'élaboration de la législation financière européenne de niveau 2³³. Ces deux institutions partagent ainsi leurs compétences en la matière : si, en principe, la Commission peut se passer de l'ESMA pour les actes délégués et les actes d'exécution, elle doit se reposer sur l'ESMA dès lors qu'il est question des normes techniques, au premier

rang desquels les RTS et ITS. Dans la pratique, la Commission et l'ESMA collaborent étroitement³⁴.

En outre, concernant l'élaboration des mesures de niveau 2, si l'ESMA ne dispose pas d'un pouvoir réglementaire autonome, il n'en reste pas moins que d'autres pouvoirs importants lui sont attribués. En effet, relativement à l'élaboration du droit, elle a le pouvoir d'émettre des avis à destination des institutions européennes³⁵, et, pour ce qui est de l'application du droit, il convient de relever, entre autres, son pouvoir d'émettre des orientations et recommandations à l'intention des autorités compétentes ou des acteurs des marchés financiers³⁶, sa pratique de publier des opinions, *de facto* suivies par les autorités nationales compétentes, lignes directrices et autres Q&A mais aussi ses pouvoirs élargis à l'égard des agences de notation, des référentiels centraux (ou *trade repositories*)³⁷ mais aussi des contreparties centrales (ou CCP pour *Central Counterparties*), même si à l'égard des CCP les compétences sont partagées avec les autorités nationales³⁸.

Dans ce contexte, le niveau 3 a acquis une importance de tout premier plan. En application de l'article 29 du « règlement ESMA » du 24 novembre 2010³⁹, l'ESMA contribue à créer une culture commune et, pour ce faire, peut élaborer des instruments et outils de convergence afin de promouvoir les approches et pratiques de surveillance commune. S'il est vrai que les Q&A de l'ESMA permettent d'encourager une convergence au sein de l'EEE, les questions qui sont posées, tout autant que les réponses apportées par l'ESMA, ne se limitent pas à une simple interprétation des textes. Ce sont en réalité des questions centrales qui sont réglées par ces Q&A. Cela est d'autant plus vrai lorsque les textes de niveau 1 et 2 sont lacunaires, imprécis voire incohérents, caractéristiques présentes dans nombre de textes issus de la régulation post-crise.

Le Q&A EMIR⁴⁰ règle ainsi des questions aussi fondamentales que le champ des dérivés OTC couverts

28. En principe du moins. Un auteur s'est récemment penché sur le sujet des textes de niveau 2 en soulignant que ceux-ci ont participé à l'harmonisation des droits nationaux mais aussi en se demandant s'il ne conviendrait pas de réduire leur nombre : T. Bonneau, « Les textes dits de niveau 2 », *Revue internationale des services financiers* n° 3-2016, p. 3.

29. H. Boucheta, « Les impacts de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur les chambres de compensation », *BJB*, novembre 2013, pp. 542-545.

30. C'est ce qui a pu faire dire au Professeur Bonneau qu'il y a une « *tendance actuelle au recopiage des textes communautaires* », Th. Bonneau, « De la technicité d'un droit au formatage de notre société », *La Lettre Omnidroit*, juin 2008.

31. Règl. PE et Cons. UE n° 1095/2010 du 24 novembre 2010 instituant une Autorité 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* du 15 décembre 2010, L 331/84 : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:FR:PDF>.

32. Règl. PE et Cons. UE n° 182/2011 du 16 février 2011 établissant les règles et principes généraux relatifs aux modalités de contrôle par les États membres de l'exercice des compétences d'exécution par la Commission, *JOUE* du 28 février 2011, L 55/13 : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R0182&from=FR>.

33. R. Vabres, « Les compétences de la Commission et de l'Autorité européenne des marchés financiers dans l'élaboration de la législation financière européenne », *RDBF*, mai-juin 2012, pp. 26-30.

34. R. Vabres indique que « l'AEEMF dispose d'une expertise et d'une compétence que l'on ne retrouve pas nécessairement au sein de la Commission européenne, de sorte que celle-ci aura souvent du mal à contester les choix proposés par le régulateur européen ». En pratique, il nous a semblé que la Commission était dotée d'une expertise remarquable, y compris sur les sujets techniques. Cela s'explique sans doute par le fait que la Commission accueille en son sein du personnel détaché des autorités nationales ayant déjà travaillé de manière approfondie sur les sujets (dits « END » pour experts nationaux détachés) et qu'elle favorise l'instauration d'un dialogue continu avec les professionnels, contrairement à l'ESMA. *Infra*, n° 54 à 57.

35. Art. 8 § 1, a) du règlement n° 1095/2010, *op. cit.*

36. Art. 16 du règlement n° 1095/2010, *op. cit.*

37. Pour une étude approfondie, v. R. Vabres, « Autorité européenne des marchés financiers – Statut, organisation et pouvoirs », *Fascicule 1024 du Jurisclasseur (Droit boursier européen)*, 15 janvier 2015.

38. A. Tenenbaum, « La disparition de l'exigence de territorialité en matière de compétence des autorités de contrôle à l'épreuve du droit des marchés dérivés ? », *RDBF*, juillet-août 2015, v. le 2., p. 77 et p. 78 ; H. Boucheta et A. Gaudemet, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure », *BJB*, juin 2011, pp. 384-391.

39. Règlement n° 1095/2010, *op. cit.*

40. *Questions and Answers – Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-52_qa_on_emir_implementation.pdf.

par le règlement, la manière de bénéficier des dérogations liées aux transactions intragroupes ou encore le périmètre des transactions conclues avant l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation qui doivent toutefois être soumises à celle-ci (*frontloading*). Il est à noter que pour chacune de ces questions, les réponses apportées par l'ESMA ont été âprement discutées en amont avec les différentes parties intéressées compte tenu de leurs effets sur les différents participants de marché. L'ESMA a mené un travail comparable pour d'autres textes, tels que la directive AIFM, le règlement abus de marché, la directive UCITS ou encore la directive Prospectus⁴¹. Quant à MIF 2, l'ESMA a publié un nombre impressionnant de documents de questions-réponses qui permettent de répondre à des questions essentielles dans le cadre de la mise en application des dispositions de la directive et du règlement⁴².

Face à la force créatrice de ces sources européennes, les autorités nationales ne tiennent désormais plus une place prépondérante, même si, il est vrai, celles-ci diffusent leur influence au sein des différentes institutions européennes, ESMA et Commission européenne en tête.

2. La force des sources supra-européennes

9. Réflexions sur la hiérarchie des normes. Nous avons déjà mentionné le fait que l'on constate depuis maintenant de nombreuses années que les sources européennes acquièrent une importance croissante. À ce mouvement continu et maintenant assez ancien, s'ajoute un mouvement récent et qui est directement issu du mouvement de régulation post-crise : les travaux d'institutions internationales inspirent désormais directement les législateurs nationaux et régionaux, au premier rang desquels le Parlement européen et le Conseil ainsi évidemment que la Commission européenne dans le cadre de l'exercice de son pouvoir d'initiative. La force de ces sources, que l'on pourrait qualifier de supra-européennes, a une conséquence directe sur la hiérarchie de celles-ci : l'origine des sources du droit financier se trouve de plus en plus haute dans l'ordre international. IOSCO, le BCBS, le FSB et le G20 ont acquis depuis la crise de 2007 une telle influence sur les législateurs nationaux et régionaux qu'un auteur n'a pas hésité, de manière quelque peu provocatrice, à les comparer aux « nouveaux législateurs »⁴³.

Il est intéressant de souligner que ce sont les crises financières successives qui ont fait émerger ces institutions. La crise des années 1970, commencée après la fin des accords de Bretton Woods et la guerre des changes qui s'en est suivie, a fait émerger, en 1974, IOSCO et le BCBS. Le FSB a été créé en 2009 à la demande du G20, après le début de la crise des *subprimes*, et a remplacé l'an-

cienn Forum de stabilité financière créé en 1999 à l'initiative du G7 suite à la crise asiatique. Quant au G20, il est également né en 1999 après les crises dans les pays dits émergents des années 1990.

10. L'importance des sources supra-européennes. Il s'avère en pratique que les missions assumées par ces institutions sont particulièrement larges, tant en ce qui concerne les sujets couverts que le poids de celles-ci sur les décisions prises par la suite par les législateurs nationaux et régionaux. La quasi-totalité des réformes post-crise s'inspire, en tout ou partie, des travaux ou déclarations d'IOSCO, du BCBS, du FSB ou du G20. Exemple révélateur, la régulation au niveau mondial des dérivés OTC a été actée au cours du sommet du G20 réuni à Pittsburgh les 24 et 25 septembre 2009. Au-delà de cette illustration, l'on constate que les sujets couverts par ces institutions sont extrêmement variés.

IOSCO, composé de régulateurs de marché, d'institutions internationales telles que l'ESMA et la Commission européenne, d'infrastructures de marché et de membres affiliés tels que des associations professionnelles, a pour mission d'élaborer des standards internationaux permettant d'assurer le bon fonctionnement, la transparence et l'intégrité des marchés financiers ainsi que la protection de l'investisseur. Les rapports annuels de IOSCO démontrent à quel point son champ des compétences est large⁴⁴ : comptabilité et audit, régulation des marchés secondaires, régulation des infrastructures de marché, mise en œuvre et échange d'information, gestion collective, agences de notation, marchés dérivés de matières premières et protection des investisseurs retail.

Quant au Comité de Bâle, il n'est plus à démontrer à quel point ses recommandations influent directement, et de longue date, sur la conception des textes de nature prudentielle en Europe. Le paquet CRD IV, directement inspiré des accords Bâle III du BCBS, en constitue une illustration. Le BCBS s'invite même sur des sujets intéressant principalement la réglementation de marché, éventuellement en coopération avec IOSCO, comme ce fut le cas pour les exigences de *collateral* dans le cadre des dérivés OTC non compensés centralement⁴⁵.

Le FSB, qui n'est plus une structure informelle depuis sa constitution en 2013 en association de droit suisse dotée de la personnalité morale, est le bras armé du G20. Il assure la coordination du développement et de la mise en œuvre des mesures de stabilité financière. En sont membres les membres du G20 auxquels viennent s'ajouter Hong Kong, Singapour, les Pays-Bas, l'Espagne et la Suisse, ainsi que des institutions internationales dont la Commission européenne et des normalisateurs internationaux tels que le Comité de Bâle et IOSCO.

Enfin, le G20 est sans doute l'institution la plus « politique » puisqu'y sont représentés, essentiellement par

41. Dir. PE et Cons. UE n° 2010/73/UE, 24 novembre 2010, modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, JOUE n° L 327/1, 11 décembre 2010.

42. <https://www.esma.europa.eu/questions-and-answers>

43. B. Bréhier, « Les nouveaux législateurs : OICV, Comité de Bâle, FSB, G20 », RDBF, mai-juin 2015, pp. 83-89.

44. V. par exemple le rapport annuel 2014 de l'OICV, <https://www.iosco.org/annual-reports/2014/toc.html>.

45. Commission delegated regulation with regard to regulatory technical standards for risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty, 28 juillet 2016, http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/docs/derivatives/160728-delegated-regulation_en.pdf.

l'intermédiaire des chefs d'États et de leurs ministres, 19 pays, l'UE ainsi que des banques centrales.

Ces différentes institutions ne sont pourtant dotées d'aucune autorité supranationale formelle, si bien que les recommandations qu'elles formulent n'ont, d'un point de vue strictement juridique, aucun caractère contraignant. Pourtant, leur influence est de premier ordre, en particulier en Europe. Ceci s'explique aisément : que ce soit la Commission européenne, l'ESMA ou les autorités de marché nationales, toutes participent activement à leurs travaux, ce qui les incite par la suite à défendre à leur niveau les consensus dégagés. Il est un fait que cette pratique a fait ses preuves pendant les dernières crises car ces institutions ont constituées les seules enceintes qui ont permis d'assurer une véritable coordination au niveau mondial.

Reste que face à la force centrifuge de ces sources supra-européennes, l'on peut se demander, à l'instar d'un auteur, la légitimité juridique de cette « *surprenante inversion de la hiérarchie des normes et des autorités* »⁴⁶. En effet, de facto, si ce n'est de jure, les législateurs, y compris à l'échelle européenne, se placent dans une position que l'on pourrait qualifier d'« *asservissement réglementaire* ». La lecture des considérants d'EMIR ou de CRD IV est à cet égard révélatrice : ces textes importants de la régulation financière européenne post-crise se réfèrent, respectivement, au G20 et au Comité de Bâle comme si ces dernières institutions étaient des autorités supranationales dont les normes devaient obligatoirement s'appliquer à l'échelle européenne⁴⁷.

3. La force des sources étrangères d'application extraterritoriale

II. Les effets extraterritoriaux volontairement introduits. Certains textes souhaitent de manière délibérée induire des effets extraterritoriaux afin de réguler et superviser les ressortissants d'autres États. Ce phénomène né d'une volonté politique de faire appliquer ses normes au-delà de ses frontières. Le Professeur Synvet indique à ce propos que « *l'extraterritorialité est d'abord une revendication de compétence. Elle sera efficace dès lors que l'État agissant a les moyens de ses ambitions* »⁴⁸. Il y a donc bien là une question de souveraineté politique et réglementaire.

Dans le cadre du mouvement de régulation financière post-crise, les États-Unis et l'UE se livrent une bataille pour imposer certaines obligations aux ressortissants situés de l'autre côté de l'Atlantique. Les exigences du Dodd-Frank Act américain (DFA)⁴⁹ et la régulation des

dérivés ont été et continuent d'être leur terrain favori d'expérimentation.

Nous avons déjà eu l'occasion de préciser que le DFA contient plusieurs mesures impactant la structure des établissements bancaires⁵⁰. Mesure emblématique, la Volcker Rule, du nom de l'économiste Paul Volcker qui en est l'initiateur, vise à sécuriser les dépôts des épargnants en assurant que ceux-ci ne seront plus placés dans des établissements soumis à des risques de marché liés à leurs transactions pour compte propre. Les établissements ont donc l'interdiction d'effectuer de telles transactions, d'investir dans des fonds d'investissement ou de promouvoir l'activité de tels fonds. Loin d'être limitée aux seules banques américaines, entre en réalité dans son champ l'ensemble des *banking entities*, notion extrêmement large incluant notamment tous les *swaps dealers*, y compris non américains, ainsi que toutes leurs entités à travers le monde. La Volcker Rule s'applique donc aux transactions non américaines effectuées par des banques non américaines ! En outre, elle vaut quel que soit le montant de la transaction ou le risque qui y est associé. Hormis quelques exemptions légitimes telles que les activités de tenue de marché ou de couverture, la règle admet peu d'exceptions. En particulier, il n'existe à l'heure actuelle aucun régime d'équivalence (*substituted compliance*) qui permettrait d'y échapper en prenant appui sur l'existence de dispositions nationales ou communautaires jugées comparables. La seule véritable échappatoire pour un établissement non américain tient dans l'exemption dite « TOTUS » (*Trading Outside the US*) qui exige, de manière particulièrement rigide, qu'aucune des personnes morales et physiques intervenant dans la transaction ne puisse être située aux États-Unis.

Par ailleurs, nous relevions en 2011 que se posait la question de l'application aux établissements non américains d'être agréés par la CFTC et la SEC, en vertu du DFA, en tant que *swap dealers* et *major swap participants*⁵¹. La question était importante car si agrément il devait y avoir, ce devrait être à la société mère londonienne ou parisienne (l'entité dite de *booking*, c'est-à-dire celle choisie comme cocontractante dans les contrats de marché) d'être agréée auprès des autorités de régulation américaines, se soumettant alors à la supervision des autorités de régulation américaines pour l'ensemble de leur portefeuille. Près de sept ans après, la réponse est maintenant claire : les établissements européens doivent bel et bien être agréés⁵² auprès des autorités américaines sous peine de se voir supprimer l'accès au marché américain. Corollaire de cet agrément, les autorités américaines disposent d'un droit de regard direct sur eux⁵³.

46. B. Bréhier, *Les nouveaux législateurs* : OICV, Comité de Bâle, FSB, G20, op. cit., n° 18, p. 84.

47. V. par exemple le considérant 71 de la directive 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD IV) : « Les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE sont l'une des principales causes de la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit externes. La présente directive devrait tenir compte des conclusions du G20 et des principes du CSF en ce qui concerne la réduction de la dépendance à l'égard des notations de crédit externes. Dès lors, les établissements devraient être encouragés à utiliser des notations de crédit internes plutôt que des notations de crédit externes, même pour le calcul des exigences de fonds propres. »

48. H. Synvet, *Les enjeux de l'extraterritorialité en droit financier - Rapport de synthèse*, RDBF juillet août 2015, v. n° 36, p. 92.

49. https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf.

50. H. Boucheta, « Volcker Rule : une règle (seulement) américaine ? », *Revue Internationale de la Compliance et de l'Éthique des Affaires*, décembre 2014. V. également Z. Sekfali, « Impacts et enjeux de la règle américaine Volcker sur les organisations bancaires étrangères », *Mélanges AEDBF VI*, 2013, pp. 641-651.

51. H. Boucheta et A. Gaudemet, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure », op. cit., v. n° 20 à 22, pp. 388-389.

52. « S'enregistrer » selon le vocabulaire utilisé en pratique, vocabulaire qui n'est pas sans évoquer un état de soumission.

53. Pour tenter de tempérer les velléités des autorités américaines, quelques accords

Des difficultés du même ordre ont surgi concernant la reconnaissance des CCP européennes aux États-Unis et celle des CCP américaines au sein de l'UE, la reconnaissance de l'équivalence des règles de la CFTC et de l'UE ayant pris un temps considérable, au détriment d'ailleurs des acteurs du marché laissés dans une situation opérationnelle inconfortable. En l'espèce, derrière de techniques débats autour de la période de liquidation des marges pour les comptes clients (MPOR pour *Margin Period of Risk*), se cachait en réalité une question de souveraineté politique avec la volonté d'imposer ses règles de l'autre côté de l'Atlantique⁵⁴.

12. Quid des textes nationaux ? La force des sources européennes et supra-européennes induit une situation inédite dans laquelle l'origine des sources du droit financier se trouve de plus en plus haute dans l'ordre international. Dans ce cadre, l'on peut se poser la question de la pertinence de continuer à considérer les textes nationaux comme de véritables sources du droit financier. Leur capacité à réellement créer le « Droit » apparaît en effet limitée dans ce contexte. En 2000, un auteur, concluait déjà au « dépassement de la loi française » à cause, selon lui, de la mondialisation des transactions financières et du développement des sphères de liberté contractuelle⁵⁵. Si les causes nous apparaissent aujourd'hui quelque peu différentes, nous ne pouvons que partager cette conclusion. Certes, ce n'est pas l'ensemble du droit français qui se trouve dépassé et qui est empêché d'accéder au rang de source du droit financier. Mais le mouvement est bien lancé. L'on pourrait même relever que, paradoxalement, certaines dispositions sont même adoptées au niveau national dans le but de tenter d'influer sur les débats européens, qui sont eux-mêmes inspirés par les réflexions qui se tiennent au niveau international. Les sources « du bas » tentent ainsi de convaincre celles « du haut ». Tel est par exemple le cas des lois nationales française⁵⁶, allemande⁵⁷ et belge⁵⁸ sur la séparation des activités bancaires qui ont tenté d'influencer le législateur européen dans le cadre de la réforme européenne sur la structure des banques en prévoyant - toutes - une exemption de filialisation pour les activités de tenue de marché. Fait rare, devant l'opposition de certains États membres et surtout de certains députés, la Commission

a décidé, en octobre 2017, de retirer purement et simplement le projet de texte de la table des négociations⁵⁹.

II. L'EMPILEMENT DES SOURCES ET LEUR TECHNICITÉ

1. L'empilement des sources

13. La lisibilité et la cohérence d'ensemble en question. Les crises financières survenues dans les dix dernières années ont encouragé les différentes institutions compétentes, qu'elles soient supra-européennes, européennes ou même étrangères, au premier rang desquelles les nombreuses autorités nationales et les législateurs, à réformer la régulation financière. Cette réforme s'est effectuée, et continue de l'être, par la production d'un nombre impressionnant de textes. Il nous semble que les sources s'empilent aujourd'hui de manière excessive, amenuisant d'autant la lisibilité et la cohérence d'ensemble.

Les illustrations ne manquent pas. Si l'on prend l'exemple de la régulation des dérivés, les textes qui forment le droit positif au niveau européen sont nombreux, denses et, sur le fond, difficiles d'accès car excessivement techniques. La liste des principaux textes dans ce domaine, fournie ci-après, permet de mesurer l'empilement des sources. Relevons en outre que cette liste est loin d'être exhaustive dans la mesure où, volontairement, elle n'inclut pas les travaux suivants : d'abord, les nombreux travaux et accords au niveau du FSB, du BCBS, de l'OICV et du G20 ; ensuite, les multiples consultations de la Commission, de l'ESMA et des autorités nationales compétentes qui permettent souvent de saisir l'opinion défendue par les autorités ; enfin, les travaux législatifs et réglementaires effectués au niveau de chaque État membre. Cette liste est donc la suivante⁶⁰, étant entendu que celle-ci est appelée à évoluer avec des mesures de niveau 2 supplémentaires, ayant trait en particulier à l'obligation de compensation centralisée pour de nouveaux contrats :

- 1 règlement européen composé de 90 articles sur une soixantaine de pages (EMIR) ;
- 14 normes techniques fournies dont quatre règlements délégués portant notamment sur les exigences applicables aux CCP, la compensation centrale de certains contrats et les exigences de *collateral* pour les dérivés OTC non compensés⁶¹ ; 9 RTS ou ITS à la fois détaillés et particu-

entre autorités ont toutefois pu être conclus, le plus souvent après de longues et intenses négociations. V. par exemple, l'accord portant sur la supervision de LCH SA (dont le nom commercial était alors LCH.Clearnet SA) entre la CFTC des États-Unis, l'AMF et l'ACPR : <http://www.amf-france.org/L-AMF/Relations-institutionnelles/Accords-et-actions-de-cooperation/Accords-multilateraux-et-marches-reconnus.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F17cdbfec-82c7-4aeb-bbba-3bbe39dc7794>.

54. V. A. Caillemer du Ferrage, « Les enjeux de l'extraterritorialité du droit financier », *op. cit.* ; et le dossier thématique de l'AMF, <http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Produits-derives/Chambres-de-compensation---les-regles-de-la-CFTC-jugees-equivalentes-aux-regles-europeennes.html>.

55. G. Eliet, « Le droit et la place financière française : quelques remarques », *Revue d'économie financière*, 2000, pp. 195-211.

56. Loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *op. cit.*

57. Loi du 12 août 2013, http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/02/06/l-allemande-adopte-le-principe-de-separation-des-activites-bancaires_1827864_3234.html.

58. Loi du 25 avril 2014 : www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi.

59. Dans son programme de travail pour l'année 2018 publié le 24 octobre 2017, la Commission européenne a indiqué vouloir supprimer 15 propositions législatives dont celle portant sur la structure des banques. V. Commission Work Programme 2018, An agenda for a more united, stronger and more democratic Europe, p. 2, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/cwp_2018_annex_iv_en.pdf. Le 3 juillet 2018, la Commission a confirmé avoir bel et bien retiré ces 15 propositions législatives : http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-18-4348_en.htm.

60. V. notamment les sites de la Commission européenne (http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_fr.htm) et de l'ESMA (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/post_trading_links.pdf).

61. Règlement délégué (UE) n° 2016/2251 de la Commission du 4 octobre 2016 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux par des normes techniques de réglementation relatives aux techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, JOUE L 340/9 du 15 décembre 2016 : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/>

lièrement techniques sur les exigences de déclaration aux référentiels centraux ou les exigences applicables aux CCP ;

– 5 autres actes délégués sur des sujets précis portant sur les fonds de pension, les amendes infligées aux référentiels centraux, les collèges d'autorité de surveillance pour les CCP, les frais de surveillance facturés aux référentiels centraux et les entités exonérées ;

– 11 décisions d'équivalence de la Commission européenne pour des CCP de pays tiers ainsi que neuf accords bilatéraux (MoU pour *Memorandum of Understanding*) conclus entre l'ESMA et des autorités nationales de pays tiers ;

– 1 Q&A de l'ESMA et un autre de la Commission européenne, lesquels sont d'ailleurs périodiquement mis à jour ;

– 12 rapports de l'ESMA sur la revue d'EMIR

– 6 échanges de lettres entre la Commission et l'ESMA MiFIR concernant notamment l'obligation de négociation centralisée des dérivés « OTC ». À cela s'ajoutent évidemment toutes les mesures de niveau 2 détaillant cette obligation, les Q&A, etc. ;

– SFTR non seulement parce que les *total return swaps* sont inclus dans son champ d'application mais aussi du fait que les dispositions relatives aux conditions de réutilisation du *collateral* s'appliquent également aux dérivés OTC. Comme EMIR, il faut ajouter les mesures de niveau 2, les documents interprétatifs, etc.

14. La place du droit souple. Comme déjà relevé, cette liste n'est pas exhaustive et, en pratique, les textes publiés au niveau national revêtent une certaine importance. Si les actes législatifs et les actes réglementaires, y compris émanant d'infrastructures de marché, ne posent aujourd'hui plus de difficulté particulière quant à leur nature juridique et leur opposabilité aux tiers, il en va souvent différemment du « droit souple » (ou « droit mou » ou encore « *soft law* ») des autorités de régulation, au premier rang desquelles l'ACPR⁶² et l'AMF. La capacité de ces autorités à produire, de leur propre chef, cette « doctrine », sa force contraignante, son régime applicable et sa soumission au contrôle du juge sont autant de questions posées depuis quelques années⁶³.

La multiplication des supports par lesquels notamment l'AMF et l'ACPR peuvent prendre position - instructions, positions, recommandations, pratiques de marché admises, rescrits mais aussi guides, questions-réponses, lignes directrices, communiqués de presse et rapports annuels - pose question. Pour ce qui est de l'AMF, celle-ci en a pris conscience et a accepté de poser les bases d'un certain encadrement⁶⁴.

Le Conseil d'État a apporté sa pierre à l'édifice par deux arrêts de principe datés du 21 mars 2016 (dits « *Fairvesta* » et « *Numericable* ») en considérant que « les avis, recommandations, mises en garde et prises de position adoptés par les autorités de

régulation [...] peuvent être déferés au juge de l'excès de pouvoir [...] lorsqu'ils [...] ont pour objet d'influer de manière significative sur les comportements des personnes auxquelles ils s'adressent ». Dans le cadre de cette étude, la question du recours contre ces instruments de droit souple à « caractère *infra-juridique* »⁶⁵ paraît secondaire, même si à n'en pas douter elle est particulièrement intéressante depuis que l'on sait que le contrôle de légalité⁶⁶ est désormais possible. En revanche, la question de la valeur de ces instruments de droit souple est importante. L'arrêt *Fairvesta* précise, en substance, que peuvent faire l'objet d'un recours pour excès de pouvoir tous les actes, fussent-ils de *soft law*, qui « sont de nature à produire des effets notables, notamment de nature économique, ou ont pour objet d'influer de manière significative sur les comportements des personnes auxquelles ils s'adressent ». Dès lors que cette condition est remplie, ce qui sera vraisemblablement le cas dans la grande majorité des cas, les instruments de droit souple des autorités accèdent donc bel et bien au rang de source du droit⁶⁷. De plus, en se prononçant sur les communiqués de l'AMF alors que ceux-ci ne sont pas prévus par le législateur, le Conseil d'État indique que ce sont tous les instruments de droit souple, et pas seulement ceux prévus dans la loi⁶⁸, qui peuvent faire l'objet d'un recours.

Pour reprendre les expressions utilisées par certains auteurs, il y a donc bien là une « solidification »⁶⁹ de la *soft law* que l'on sentait « durcir »⁷⁰ depuis quelque temps déjà. Est-ce à dire que les participants de marché devront désormais obligatoirement respecter les normes de *soft law* produites par les autorités de régulation alors qu'ils n'y étaient pas juridiquement contraints auparavant ? À notre sens, il convient de différencier la valeur juridique de ces instruments et leur caractère contraignant vis-à-vis des tiers. Si leur valeur juridique tend à devenir plus importante, dans le respect de la hiérarchie des normes, ils ne sont, selon nous, pas plus contraignants qu'avant, du fait de leur nature même.

En tout état de cause, cette « doctrine » des autorités, parfois foisonnante, ne fait qu'ajouter à un empilement des sources déjà problématique.

2. La technicité excessive des sources

15. Les inconvénients liés à la technicité des sources. Nos précédentes publications permettent de comprendre à quel point la régulation post-crise, en plus d'être touffue, est technique. Si face à la pratique de marché, il paraît légitime que la régulation s'adapte pour couvrir la plus grande variété de situations, le degré de technicité est devenu, nous semble-t-il, excessif.

FR/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2016:340:FULL&from=FR

62. P.-G. Marly, « La politique de transparence de l'Autorité de contrôle prudentiel », RTDF, n° 1/2, 2011, pp. 98-99.

63. E. Jouffin, « Le droit mou est-il en train de durcir ? Brèves réflexions au sujet de la *soft law* bancaire et de sa disparition », *Mélanges AEDBF VI*, 2013, pp. 265-292 ; Dossier « Le *soft law* en matière bancaire et financière », RDBF janvier-février 2012, pp. 52-80.

64. « Les principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », <http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine.html>.

65. H. Synvet, « L'arrêt *Fairvesta* et la doctrine de l'AMF en matière d'opérations financières », BJB, décembre 2016, p. 493.

66. O. Dexant de Bailliencourt, « Le contrôle de légalité des recommandations de l'AMF et de l'ACPR », BJB, décembre 2016, p. 543.

67. R. Vabres, « Recours contre les instruments de *soft law* », *Droit des sociétés*, n° 6, juin 2016, comm. 108.

68. C. mon. fin., art. L. 612-29-1, 2 concernant l'ACPR et C. mon. fin., art. L. 621-6, 2 et L. 621-18-3, 1 concernant l'AMF.

69. N. Mathey, « Vers une solidification du droit souple ? », RDBF, mai-juin 2016.

70. E. Jouffin, « Le droit mou est-il en train de durcir ? Brèves réflexions au sujet de la *soft law* bancaire et de sa disparition », *op. cit.*

Avant la crise financière de 2007-2008, les législateurs et autorités, en particulier la Financial Services Authority britannique (FSA devenu FCA pour Financial Conduct Authority) privilégiaient une « *light touch approach* » par l'adoption de textes se limitant aux principes généraux et sans prescrire des normes particulièrement détaillées. À cet égard, l'approche de la FSA britannique était sans doute la plus assumée en Europe. En avril 2007, elle indiquait ainsi que « *Over the next few years we will move to more principles-based regulation, supplementing our risk-based and evidence-based approach. This is a continuing process, which will require significant change of behaviour by both firms and the Financial Services Authority (the FSA). The balance of the FSA Handbook and our approach to supervision will rely increasingly on principles and outcome-focused rules rather than detailed rules prescribing how outcomes must be achieved* »⁷¹. Cette « *principles-based approach* » a été abandonnée dans le cadre de la régulation post-crise.

La régulation financière a atteint un tel niveau de technicité qu'elle induit deux écueils de taille.

D'abord, le fait même pour le législateur de réglementer une activité en prévoyant un niveau de détails et de technicité importants peut, presque paradoxalement, lui faire rater sa cible. En effet, si les dispositions dont il est question ne sont pas parfaitement rédigées en couvrant très exactement les différentes pratiques de marché actuelles et futures de l'activité considérée, alors leur intérêt ne sera que plus relatif. Or, en pratique, plusieurs facteurs sont susceptibles d'empêcher le législateur d'atteindre cet « idéal » : l'expertise technique du législateur peut être limitée⁷², les groupes d'intérêt de tous horizons peuvent encourager le législateur à s'éloigner de son objectif initial⁷³ ou encore les praticiens peuvent tirer partie du caractère spécialisé des dispositions pour tenter de les « arbitrer » en faisant évoluer la pratique.

Ensuite, certains textes sont si techniques que leur compréhension en est réservée aux initiés. Qui comprend que les dispositions de MiFID II relatives aux dérivés sur matières premières n'auront, en pratique, que bien peu d'efficacité ? Qui comprend que certaines dispositions de la loi n° 2012-354 du 14 mars 2012 instituant en France une taxe sur les transactions financières relèvent davantage de l'affichage politique que de l'objectif de contraindre les établissements de crédit français et leurs activités⁷⁴ ? Qui maîtrise les subtilités de l'échange de marges initiales et de variation dans le cadre des dérivés OTC⁷⁵ ?

16. Le sujet de la hiérarchie des normes. Le nouveau règlement Comitologie⁷⁶ a acté le passage du processus législatif Lamfalussy au processus qualifié par certains Larosière⁷⁷. Le processus Lamfalussy et sa procédure de comitologie ont été remplacés pour supprimer l'importance de la *soft law* édictée par les comités régionaux. Ce processus innove en permettant aux actes législatifs de niveau 1 de confier à la Commission un pouvoir important, celui de compléter ou modifier certains éléments considérés a priori comme « non essentiels »⁷⁸ de ces actes législatifs, avec l'aide notamment de l'ESMA.

Tout comme ce fut le cas du précédent processus dont les inconvénients ont été mis en lumière par la crise financière, l'on constate, avec le développement de la régulation post-crise, des limites inhérentes au processus dit Larosière. Dans la pratique, le niveau 2 et le niveau 3 ont pris une telle place dans la hiérarchie des normes – dans le sens où ce sont bel et bien les mesures de niveau 2 et de niveau 3 qui font varier le curseur d'intensité (et donc d'efficacité) de la régulation – que l'on peut se demander si les colégislateurs que sont le Parlement et le Conseil n'ont pas été supplantés dans leur rôle par la Commission. Celle-ci détient le pouvoir d'initiative et joue en plus, désormais, un rôle crucial dans le mouvement de régulation financière, les mesures de niveau 2 et 3 ne s'arrêtant manifestement pas à des éléments « non essentiels ».

Deux caractéristiques propres à la régulation post-crise illustrent cette importance des mesures de niveau 1 et de niveau 2. La première est que les textes de niveau 1 ont tendance à opérer de nombreux renvois vers des mesures de niveau 2. C'est ainsi, par exemple, que le niveau 1 de MIF 2 renvoie à pas moins de 55 standards techniques dont trente-deux RTS. La seconde caractéristique se situe dans le prolongement de la première puisque, en plus d'opérer de nombreux renvois vers des mesures de niveau 2, les sujets qui sont choisis pour faire l'objet de ces mesures s'avèrent centraux et stratégiques du point de vue de l'application des obligations prévues par le niveau 1. Tel est le cas, notamment, des dispositions relatives aux exigences de *collateral* pour les dérivés OTC non compensés, qui sont prévues au niveau 2 d'EMIR alors même qu'elles bouleversent la physiologie du marché des dérivés OTC. ■

71. UK Financial Services Authority, « Principles-based regulation – Focusing on the outcomes that matter », avril 2007, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>.

72. Les effectifs de la Commission et surtout les membres du Parlement européen peuvent en effet avoir une expertise technique limitée.

73. V. notre prochaine publication dédiée.

74. V. en particulier les dispositions sur le *trading* à haute fréquence qui renvoient à une définition restrictive de l'activité et l'interdiction d'acheter des CDS souverains non couverts déjà prévue par le règlement européen sur les ventes à découvert.

75. V., entre autres, l'annexe III sur la volatilité des décotes minimales à appliquer à la valeur de marché du *collateral*, l'article 12 sur la fourniture de la marge de variation, l'article 15 sur l'intervalle de confiance et la *margin period of risk* (MPOR) ou encore l'article 16 sur le calibrage des paramètres du modèle interne : règlement délégué (UE) n° 2016/2251 de la Commission du 4 octobre 2016 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux par des normes techniques de réglementation relatives aux techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, *op. cit.*

76. Règl. PE et Cons. UE n° 182/2011 du 16 février 2011 établissant les règles et principes généraux relatifs aux modalités de contrôle par les États membres de l'exercice des compétences d'exécution par la Commission, *op. cit.*

77. M. Sève, *La Régulation financière face à la crise*, Bruylant, 2013, v. p. 506 et s.

78. Art. 290 du Traité sur le fonctionnement de l'UE.