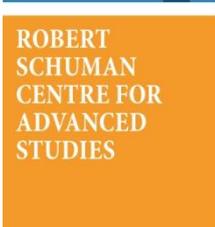




European
University
Institute



ROBERT
SCHUMAN
CENTRE FOR
ADVANCED
STUDIES

WORKING PAPERS

RSCAS 2013/01
Robert Schuman Centre for Advanced Studies
Global Governance Programme-35

L'Union européenne en crise face au dogme de
l'efficience des marchés financiers

André Prüm

European University Institute
Robert Schuman Centre for Advanced Studies
Global Governance Programme

**L'Union européenne en crise face au dogme de l'efficienc e des
marchés financiers**

André Prüm

EUI Working Paper **RSCAS** 2013/01

This text may be downloaded only for personal research purposes. Additional reproduction for other purposes, whether in hard copies or electronically, requires the consent of the author(s), editor(s). If cited or quoted, reference should be made to the full name of the author(s), editor(s), the title, the working paper, or other series, the year and the publisher.

ISSN 1028-3625

© André Prüm, 2013

Printed in Italy, February 2013

European University Institute

Badia Fiesolana

I – 50014 San Domenico di Fiesole (FI)

Italy

www.eui.eu/RSCAS/Publications/

www.eui.eu

cadmus.eui.eu

Robert Schuman Centre for Advanced Studies

The Robert Schuman Centre for Advanced Studies (RSCAS), created in 1992 and directed by Stefano Bartolini since September 2006, aims to develop inter-disciplinary and comparative research and to promote work on the major issues facing the process of integration and European society.

The Centre is home to a large post-doctoral programme and hosts major research programmes and projects, and a range of working groups and *ad hoc* initiatives. The research agenda is organised around a set of core themes and is continuously evolving, reflecting the changing agenda of European integration and the expanding membership of the European Union.

Details of the research of the Centre can be found on:

<http://www.eui.eu/RSCAS/Research/>

Research publications take the form of Working Papers, Policy Papers, Distinguished Lectures and books. Most of these are also available on the RSCAS website:

<http://www.eui.eu/RSCAS/Publications/>

The EUI and the RSCAS are not responsible for the opinion expressed by the author(s).

The Global Governance Programme at the EUI

The Global Governance Programme (GGP) is research turned into action. It provides a European setting to conduct research at the highest level and promote synergies between the worlds of research and policy-making, to generate ideas and identify creative and innovative solutions to global challenges.

The GGP comprises three core dimensions: research, policy and training. Diverse global governance issues are investigated in *research* strands and projects coordinated by senior scholars, both from the EUI and from other internationally recognized top institutions. The *policy* dimension is developed throughout the programme, but is highlighted in the GGP High-Level Policy Seminars, which bring together policy-makers and academics at the highest level to discuss issues of current global importance. The Academy of Global Governance (AGG) is a unique executive *training* programme where theory and “real world” experience meet. Young executives, policy makers, diplomats, officials, private sector professionals and junior academics, have the opportunity to meet, share views and debate with leading academics, top-level officials, heads of international organisations and senior executives, on topical issues relating to governance.

For more information:

www.globalgovernanceprogramme.eu

Abstract

The European Union crisis responses and the Efficient Capital Markets Hypothesis (ECMH) :

The hypothesis that capital markets naturally function in an efficient way - possibly one of the widest accepted dogmas of contemporary liberalism - has for many years encouraged politicians and regulators in the US and in Europe to refrain from regulating too strictly or even to deregulate the financial industry. Moreover, by leaving the final responsibility of the soundness of their public finances to the individual Member States, the Efficient Capital Markets Hypothesis (ECMH) underpins the constitutional framework of the Economic and Monetary Union (EMU).

The recent financial and sovereign debts crises, however, have highlighted the limits of the ECMH and the dangers for market actors, financial institutions, regulators and politicians of relying on the efficiency of financial markets without any qualification.

In reaction to the financial and sovereign debts crises the European Union and its Member States have thus adopted or proposed a vast set of measures, stretching from new mechanisms of solidarity within the euro-zone to a banking union. While the overarching goal is to release the stress that financial markets continue to exercise both on the stability of the financial system and the EMU, these measures have been designed in urgency and tend to focus on specific issues.

The overall vision and coherence of these measures are far from obvious. The present paper proposes to assess to what extent the European Union has learned the lessons about the ECMH and its impact on regulation that the crises taught us.

Keywords

European Union, Financial crisis, Sovereign Debts crisis, Regulation, Efficiency of Financial Markets, ECMH

Introduction*

L'hypothèse de l'efficience des marchés financiers (« ECMH »¹) fait partie des dogmes du libéralisme économique contemporain. Elle signifie que les marchés intègrent à tout moment l'information disponible sur un actif financier dans le prix de celui-ci.² L'efficience est plus où moins forte selon la nature et la richesse de l'information dont disposent les marchés. Souvent, il en est extrapolé que le jeu de l'offre et de la demande sur les marchés aboutit à dégager un prix d'équilibre pour tout actif qui y est négocié, en quelque sorte son « juste prix ». Il s'agit là sans doute d'une présomption qui dépasse le sens strict de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés, telle qu'elle a été développée initialement par Eugène Fama,³ mais c'est cette interprétation qui a le plus largement cours.

Si les prémisses de la ECMH font depuis quelques années l'objet d'un certain débat entre économistes et sont discutées, en particulier, par ceux qui retiennent une approche plus comportementaliste,⁴ la croyance dans l'efficience des marchés financiers a profondément marqué l'approche des régulateurs des deux côtés de l'Atlantique et sans doute dans toutes les économies de marché.⁵ Il est ainsi communément admis que la politique de la Securities and Exchange Commission (« SEC ») américaine s'est fondée, jusqu'au moment de la récente crise financière, largement sur la ECMH en s'engageant dans une vaste voie de dérégulation des marchés.⁶ La même orientation a caractérisé la politique suivie en Europe dès les années 1960 avec l'essor des « euro-marchés » par le Royaume-Uni⁷ et le Luxembourg. Encouragés par l'Union européenne, les autres pays européens se sont alignés aussi sur cette voie.

La ECMH cadre, en effet, parfaitement avec le « *principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre* », qui sous-tend la construction européenne. Exprimé de façon explicite par le TFUE,⁸ ce principe contribue aux objectifs fondamentaux de l'Union, en particulier, à la construction d'un marché intérieur poursuivant « *le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement* »⁹ et à l'établissement de l'Union économique et

* La présente recherche a été réalisée lors de mon séjour au European University Institute en tant que Robert Schuman fellow dans le Global Governance Programme, sur l'invitation du professeur Miguel Maduro, que je tiens à remercier pour la riche opportunité qu'il m'a offerte de travailler à l'EUI.

¹ «Efficient Capital Markets Hypothesis »

² Eugene F. Fama. *Foundations of finance : portfolio decisions and securities prices* (1977). Oxford: Blackwell. p.132 et s.

³ Eugene F. Fama. *Efficient Capital Markets: II*. *The Journal of Finance*, (1991),vol.46 5, 1575-1617. p.458; Eugene F. Fama. *The Behavior of Stock-Market Prices*. *The Journal of Business*, (1965),vol.38 1, 34-105. ; Ray Ball. *The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?* *Journal of Applied Corporate Finance*, (2009),vol.21 4, 8-16; R. J. Gilson and R. Kraakman. *Market efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis?* In Hill and McDonnell (Eds.), *Research handbook on the economics of corporate law* (2012). Cheltenham: Edward Elgar. p.456-475

⁴ Werner F. M. De Bondt and Richard Thaler. *Does the Stock Market Overreact?* *The Journal of Finance*, (1985),vol.40 3, 793-805; Werner F. M. De Bondt and Richard H. Thaler. *Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality*. *Ibid.*, (1987),vol.42, 557-581.

⁵ *The Turner Review: A regulatory Response to the Global Banking Crisis*. (2009).London: The Financial Services Authority Retrieved from http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

⁶ R. J. Gilson and R. Kraakman. *Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, *The J. Corp. L.*, (2002),vol.28; R. J. Gilson and R. H. Kraakman. *Mechanisms of Market Efficiency*, *The Va. L. Rev.*, (1984),vol.70.

⁷ *The Turner Review: A regulatory Response to the Global Banking Crisis*.

⁸ article 119, paragraphes 1 et 2 et article 127, paragraphe 2 TFUE

⁹ article 3 TUE

monétaire («UEM») reposant sur une monnaie unique. Le principe de l'économie de marché fondée sur une stabilité des prix vise une allocation efficace des ressources¹⁰ à laquelle devrait contribuer à son tour la ECMH. L'examen des règles de l'intégration des marchés bancaire et financiers et celles qui gouvernent l'UEM montrent qu'elles reposent les unes comme les autres largement sur le postulat de l'efficacité des marchés financiers.

L'idée même de créer et de stimuler un marché unique pour les services bancaires et financiers à l'échelle européenne procède, au-delà de la mise en œuvre des libertés de circulation, de l'espoir de doter l'économie européenne de structures de financement performantes s'appuyant de plus en plus sur les marchés de capitaux. Les marchés américains sur lesquels les entreprises trouvent de vastes ressources sont cités en modèle. Le passeport unique instauré en faveur des banques et des prestataires de services d'investissement vise directement à décloisonner les marchés domestiques en encourageant les activités transfrontières des professionnels de la finance. L'harmonisation des prospectus d'émission d'instruments financiers et des obligations de transparence à la charge de ceux qui offrent des titres au public, la sanction des délits d'initiés ou abus de marché et l'interdiction des mesures susceptibles de gêner le libre jeu de l'offre et la demande sur les marchés financiers en présence d'une offre publique, pour ne prendre que les principaux exemples, participent tous de la même volonté de favoriser l'échange d'informations sur laquelle s'appuie la ECMH. Il n'est sans doute pas inexact de lier aussi la présomption d'efficacité des marchés au modèle de la banque universelle, par lequel l'Europe se distingue des Etats-Unis. Dans la mesure où les banques continuent à financer une partie substantielle de l'économie européenne en se refinançant elles-mêmes en bonne partie sur les marchés, l'efficacité de ces derniers ne conditionne-t-elle pas ce modèle et à travers lui la solidité du système financier ? Il paraît clair en tout cas que les règles prudentielles ainsi que l'architecture de la supervision des banques doit faire une large part aux risques de marchés auxquels les banques se trouvent d'autant plus exposées qu'elles continuent à servir de relai entre les ressources qu'elles y trouvent et les positions qu'elles y prennent, que ce soit à des fins de couverture ou de gains, et les financements des entreprises et des ménages.

La construction de l'UEM s'est appuyée à son tour sur la ECMH lorsqu'elle a laissé aux Etats membres partageant la monnaie unique la responsabilité d'un certain équilibre de leurs finances publiques. Certes, les termes de cet équilibre, au sens large, ont été définis par des critères de convergence communs et l'engagement pris par les Etats membres de la zone euro de ne pas dépasser des seuils d'endettement et de déficits publics.¹¹ Mais la responsabilité ultime du maintien des finances publiques dans des états soutenables, demeure, nonobstant le partage d'une même et unique monnaie, et donc de l'abandon de toute possibilité d'ajustement par des dévaluations d'une monnaie nationale, celle de tout Etat membre de la zone euro. Le Traité sur Fonctionnement de l'Union européenne consacre cette responsabilité dans la clause de non-renflouement (« no bail-out clause ») par laquelle l'Union s'interdit de répondre des engagements du secteur public des Etats membres¹² et la prohibition corrélative faite aux banques centrales, y compris la Banque Centrale Européenne d'accorder des financements monétaires aux Etat Membres ou à leur démembrements¹³ ainsi que l'interdiction de leur accès privilégié aux institutions financières.¹⁴ Toute la construction repose sur la supposition que les marchés financiers sanctionnent les Etats membres de la zone euro qui manqueraient de veiller au bon état de leurs finances publiques en leur infligeant des taux d'intérêts plus élevés. Cette croyance dans la discipline par les marchés, en d'autres mots dans la réalisation de

¹⁰ article 2 des statuts du SEBC

¹¹ art. 126 TFUE et le pacte de croissance et de stabilité sur lequel nous aurons l'occasion de revenir plus en détail ci-après

¹² art. 125 TFUE

¹³ art. 123 TFUE

¹⁴ art. 124 TFUE

la ECMH, explique l'option prise dans le Traité de Maastricht en faveur d'une coordination légère des politiques économiques et d'un pacte de stabilité somme tout peu contraignant.¹⁵

La crise financière qui frappe depuis cinq ans le monde a surpris les Etats comme les marchés et leurs acteurs par son intensité et son étendue. Les faillites de plusieurs banques et de compagnies d'assurances ont provoqué des réactions en chaîne et entraîné un climat de défiance général menaçant à plusieurs reprises le système financier d'un effondrement. La hausse soudaine et brutale des taux d'intérêts des emprunts publics de plusieurs Etats membres de la zone euro ont littéralement exclu ces derniers des marchés, pendant des temps plus ou moins longs, ébranlant les bases de l'UEM. Ces turbulences prolongées n'ont pas manqué d'affecter tous les secteurs économiques et de toucher douloureusement de nombreux foyers et paraissent malheureusement loin d'être entièrement résolues. Elles concentrent l'attention des gouvernements qui essayent d'endiguer les multiples facettes de la crise et de rassurer l'opinion publique par des mesures d'urgence alors que des voies de plus en plus nombreuses s'élèvent contre le libéralisme économique non bridé, qui des deux côtés de l'Atlantique avait tendance à s'imposer comme « la fin de l'histoire ».¹⁶

Sans rentrer dans un débat (trop) politique, la crise financière mondiale comme celle des dettes souveraines en Europe a démontré non seulement que l'hypothèse de l'efficacité continue des marchés financiers peut n'être qu'un leurre¹⁷ mais aussi que le réveil de ces derniers, après une période où le prix de certains actifs financiers ne se sont pas ajustés en tenant compte de toute l'information disponible, présente de grands dangers. Les raisons pour lesquelles les marchés financiers peuvent, durant un certain temps, ne pas dégager un prix d'équilibre d'actifs paraissent multiples : indications approximatives, voir franchement inexactes d'agences de notation, comportements non rationnels et moutonniers¹⁸ des acteurs, absence de liquidité paralysant les transactions ...¹⁹ La sur-cotation des produits structurés de crédits « subprime » américains avant le déclenchement de la crise en 2007 ou encore l'absence de prise en compte des différences de risques-pays des Etats membres de la zone euro pendant de longues années constituent des illustrations topiques d'inefficacité momentanée des marchés. Il semble qu'au moment où les marchés finissent par prendre à nouveau en compte toutes les informations disponibles pour dégager un « juste prix »²⁰, l'ajustement se fasse souvent de façon brutale, voire exagérée comme pour rattraper le temps perdu. La crise financière actuelle en fournit aussi plusieurs exemples, notamment celui des dégradations soudaines des notations et donc des cours de titres émis par des structures de titrisation suite aux nouveaux modèles d'évaluation auxquels ont recouru les agences de notation après s'être rendues compte de l'imperfection des modèles qu'elles utilisaient.

¹⁵ Jean-Victor Louis. The No-Bailout Clause and the Rescue Packages. *Common Market Law Review*, (2010),vol.47, 971-986; René Smits. L'Europe à l'épreuve. *Cahiers de droit européen*, (2010),vol.1-2, 7-16.

¹⁶ Francis Fukuyama. *Reflections on the End of History, Five Years Later*. *History and Theory*, (1995),vol.34 2, 27-43; Francis Fukuyama. *The end of history and the last man* (1992). New York,Toronto: Free Press; Maxwell Macmillan Canada;Maxwell Macmillan International.

¹⁷ Justin Fox. *The myth of the rational market : a history of risk, reward, and delusion on Wall Street* (2009). New York: Harper Business; George Soros. *The crash of 2008 and what it means : the new paradigm for financial markets* (2009). Oxford ; New York, NY: PublicAffairs; Andrew Smithers. *Wall Street revalued : imperfect markets and inept central bankers* (2009). Chichester, West Sussex, U.K.: John Wiley & Sons; Richard A. Posner. *A failure of capitalism : the crisis of '08 and the descent into depression* (2009). Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

¹⁸ « herding behaviour »

¹⁹ Sont évoqués ici différents facteurs d'inefficacité des marchés qu'il conviendrait, dans une analyse plus fine, de distinguer selon qu'ils traduisent des imperfections ou des limites naturelles de la ECMH

²⁰ La relation entre la ECMH et la capacité des marchés à dégager un prix d'équilibre qui traduirait en quelque sorte la valeur fondamentale d'un actif financier mériterait des explications plus approfondies dont la présente contribution fait l'économie en se référant au sens commun de la théorie de l'efficacité des marchés plutôt qu'à sa signification technique. voir sur cette différence : R. J. Gilson and R. Kraakman. *Market efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis?* p.457

Les graves déséquilibres susceptibles d'être engendrés par de telles déficiences, même momentanées, des marchés et les craintes voire les vents de panique que celles-ci peuvent provoquer lorsqu'elles apparaissent au grand jour tentent aisément les hommes politiques à prendre à nouveau la main sur les marchés en encadrant leur fonctionnement. Les réactions tant sur un plan international qu'europpéen à la crise actuelle en attestent largement. A croire qu'après s'être désintéressés du monde de la finance, la sphère politique n'a eu cesse que d'affirmer la nécessité de soumettre à nouveau les marchés financiers et ses acteurs aux besoins de la société et aux impératifs de la démocratie. On peut penser que ces déclarations traduisent, en même temps, l'aveu d'une certaine impuissance des politiques face à des marchés financiers globaux. La réalité est évidemment plus complexe. Dans les pays continentaux, et dans l'Union européenne en particulier, il n'est ni question de remettre en cause le principe du libéralisme économique, ni de tenir les Etats sous le joug des marchés financiers.²¹ L'enjeu est de retrouver un état d'équilibre dans lequel le rôle des Etats, isolément ou en union, et les forces des marchés se conjuguent positivement en un progrès de la société.

Pour l'Union européenne ce défi est accusé par l'imbrication étroite de la crise des dettes souveraines et la fragilité du système bancaire et financier et leurs répercussions combinées sur l'économie dans son ensemble. L'une n'a cessé de nourrir l'autre de sorte que leurs résolutions doivent inexorablement procéder d'une stratégie qui les embrasse pleinement toutes les deux et tient dûment compte des besoins de croissance de l'économie.

Devant l'urgence de prévenir des réactions trop violentes des marchés ou des risques systémiques, la nécessité d'inscrire les mesures adoptées dans un plan d'ensemble pour assurer leur complémentarité et veiller à leur cohérence tant entre elles qu'avec l'ordre juridique européen a été reléguée souvent au second rang. Les solutions et mécanismes inventés pour protéger l'UEM ont ainsi été décidés sans que leur compatibilité avec les Traités n'aient toujours pu être pleinement garantie, du moins *a priori*. La question nourrit un vif débat. Les interrogations que soulèvent les mesures prises pour palier le risque d'effondrement du système financier et prévenir d'autres crises bancaires sont d'ordre plus technique même si la réforme projetée et partiellement engagée du système de supervision aura des conséquences profondes sur le fonctionnement du marché intérieur dans ce secteur.

L'objet de la présente contribution n'est pas d'ajouter des arguments dans la riche discussion sur la constitutionnalité de certaines mesures, ou de dresser un inventaire des nombreuses dispositions arrêtées ou en cours d'élaboration ou encore d'en décortiquer les aspects techniques. L'interrogation sur laquelle nous voudrions nous concentrer est celle de la vision d'ensemble dans laquelle s'inscrivent ou devraient s'inscrire les réactions concertées de l'Union européenne ou de ses Etats membres agissant collectivement pour surmonter les crises intimement imbriquées du secteur financier et des dettes souveraines. Il existe assurément différents critères pour juger les objectifs et l'indispensable cohérence de l'arsenal de mesures décidées.²² Parmi ces critères, il en est un qui nous semble devoir être mis en évidence en ce qu'il pourrait permettre à la fois d'apprécier comment les différentes solutions préconisées s'articulent ou non les unes aux autres et comment elles s'appuient sur les prémisses économiques de la construction européenne ou tendent à infléchir celles-ci. Ce standard d'appréciation est celui du postulat de l'efficacité des marchés financiers à l'aune duquel nous proposons donc de vérifier si le dispositif européen destiné à vaincre la crise financière, dans sa double dimension, participe d'une logique d'ensemble.

²¹ Sheila Bair. Bull by the horns : fighting to save Main Street from Wall Street and Wall Street from itself 1st Free Press hardcover edition. ed. (2012). New York: Free Press.

²² un autre critère à l'aune duquel les mesures destinées à vaincre la crise mériteraient d'être appréciées est celui du cantonnement du risque systémique

I. La réaction européenne à la crise bancaire

A. Leçons de la crise quant à l'hypothèse de l'efficience des marchés dans le secteur bancaire

La crise bancaire récente s'est déclenchée, en septembre 2008, avec la rupture de la confiance sur le marché interbancaire lorsque la banque d'investissement américaine Lehman Brothers a demandé à être soumise au « *Chapter 11* » du *US Bankruptcy Code* et que l'American International Group (AIG), la plus grande compagnie d'assurance d'alors du monde, a dû à son tour requérir un moratoire de ses créanciers sous ce régime. Les écarts de taux d'intérêt entre les prêts interbancaires et les prêts des banques centrales se sont creusés brutalement au point de tarir la source des financements interbancaires indispensable à de nombreux établissements de crédit créant ainsi un grave risque systémique.²³

Les causes de cette crise sont assurément multiples, mais il en est une qui est considérée de manière générale comme étant primordiale : l'exposition exagérée des banques aux risques des produits dérivés et l'éclatement de la bulle des crédits « subprime » qui en constituaient la principale matière première. Ce n'est point la survalorisation des créances de remboursement des crédits « subprime » accordés aux ménages américains pour financer leurs projets immobiliers, qui tient d'un phénomène somme tout assez connu, qui paraît ici le point crucial mais l'impressionnante amplification de cette bulle par le biais des techniques de titrisation et des produits de couverture synthétiques associés et la diffusion des risques dans le secteur bancaire à l'échelle mondiale. L'innovation financière et l'appât du gain ont déjoué ici les prémisses de l'ECMH créant une illusion de richesse tant aux yeux de nombreuses banques, qui ont lourdement investis dans ces actifs financiers, qu'aux yeux des régulateurs supposés veiller à leur solidité.²⁴

Les agences de notation sont régulièrement pointées parmi les principaux responsables de ce désordre en manquant d'évaluer à leur juste valeur les CDO, CDS et autres produits dérivés générés en larges volumes par une série de banques et autres intermédiaires financiers. Leurs modèles d'évaluation restaient longtemps plus qu'approximatifs et ne reposaient pas sur des données statistiques suffisantes vu le manque de recul sur ces produits. La manière dont elles se faisaient rémunérer jetait, au surplus, un doute sur leur indépendance par rapport à ceux qui généraient lesdits actifs. Faute d'avoir la capacité à pouvoir apprécier elles-mêmes les risques inhérents à ces produits, la plupart des banques se fiaient aveuglément aux notations des agences, faisant l'impasse de toute évaluation propre.

La pression à laquelle du moins celles qui sont cotées s'estimaient soumises pour afficher en permanence de bonnes performances vis-à-vis de leur actionnariat les incitaient à prendre des risques accrus sur les marchés financiers en augmentant, en particulier, leur exposition sur les produits dérivés.²⁵ Une concurrence intense entre établissements, nourrie par les fortes ambitions, y compris financières, de leur management et une vive culture du gain auprès des *traders*, stimulée par des

²³ Des écrits sur les causes de la crise sont très nombreux et il serait vain de vouloir en indiquer ici une sélection. Aussi, nous invitons le lecteur à se rapporter aux analyses faites dans les deux rapports commandés par la Commission européenne : High Level Group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, High Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, chaired by Erkki Liikanen, Brussels 2 October 2012, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf ; par ailleurs nous renvoyons à la description chronologique très utile faite par Johan A. Lybeck. *A global history of the financial crash of 2007-10* (2011). Cambridge: Cambridge University Press. ,

²⁴ Gillian Tett. *Fool's gold : how unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe* (2009). London: Little, Brown; .The Turner Review: A regulatory Response to the Global Banking Crisis.

²⁵ William W. Bratton and Michael L. Wachter. THE CASE AGAINST SHAREHOLDER EMPOWERMENT. *University of Pennsylvania Law Review*, (2010),vol.158, 653. p.692

promesses de bonus, ont alimenté le phénomène.²⁶ La bulle des produits dérivés, directement ou indirectement, des crédits « subprime » n'a cessé de croître sans que ni les banques, ni les régulateurs n'en tiennent pleinement compte jusqu'au moment où la dégradation subite des notations l'a faite éclater.

A la rupture de confiance entre banques a fait écho celle des clients qui voyaient leur épargne, déposée dans les caisses des établissements de crédit, mise en danger. Il est remarquable que les déposants comme les banques elles-mêmes suivent en de telles circonstances des comportements moutonniers plus qu'une attitude rationnelle comme le suppose le principe d'efficience des marchés.

La dernière crise bancaire est liée comme d'autres auparavant²⁷ à une correction brutale de la valeur d'actifs financiers longtemps surévalués. Elle est due ainsi à l'illusion trompée des banques comme des régulateurs et typique des bulles financières dans un ajustement continu et donc en finesse de la valeur des actifs cotés sur un marché. Il s'agit là sans doute d'une explication simplifiée et incomplète, mais suffisante pour les besoins de notre étude, puisqu'elle met en exergue l'importance de la croyance partagée et erronée dans la ECMH comme l'une des causes majeures de la crise.

Trois éléments méritent à cet égard d'être soulignés. La nouvelle génération de produits dérivés présente un degré de complexité jamais atteint jusqu'à présent. Fondés sur des modèles mathématiques de plus en plus sophistiqués et s'appuyant sur les puissances de calcul jusqu'alors indisponibles, les risques qu'ils comportent sont extrêmement difficiles à apprécier. Les calculs sont pour de nombreux investisseurs professionnels, y compris les banques, quasiment impossibles à retracer, les données historiques sont souvent trop restreintes et, par-dessus tout, l'évaluation suppose de prendre un pari sur des modèles mathématiques largement théoriques. L'investissement dans de tels produits reste donc hautement spéculatif.

Par construction, ces produits dérivés permettent de prendre des positions avec un fort effet de levier et un minimum d'allocation de capital au regard des ratios de fonds propres, que doivent respecter les banques, voir tout simplement en portant les risques hors bilan, le cas échéant, via des structures adhoc (« conduits »). Certains de ces instruments comme les CDS sont destinés spécialement à alléger le bilan d'une banque et de lui permettre ainsi d'accroître son exposition sur d'autres actifs notamment des obligations titrisées.

A la différence des produits dérivés classiques - contrats à terme (« futures ») et options – négociés en grande partie sur des marchés organisés, les nouveaux instruments s'échangent en volumes importants hors des marchés réglementés (« over the counter ») et par le biais de vecteurs échappant aux règles prudentielles applicables aux banques, en particulier, les « hedge funds », les fonds de « private equity » et d'autres véhicules d'investissement spéciaux (« SIVs »). A l'ombre du secteur bancaire réglementé, s'est développé ainsi un vaste marché échappant aux contraintes de l'activité bancaire dont l'importance égalait au début de la crise celui du secteur bancaire américain.²⁸ S'il faut se garder de dénoncer comme tel ce « shadow banking », susceptible de remplir un rôle utile, son essor accroît certainement les risques de marchés et sur les produits dérivés auxquels se trouvent exposées les banques dans la mesure où elles y sont directement associées.

²⁶ Certains ont signalés ce danger bien avant que la crise n'éclate : Patrick Bolton, José Scheinkman and Wei Xiong, Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets. *The Review of Economic Studies*, (2006), vol.73 3, 577-610.

²⁷ Youssef Cassis, Crises and opportunities, 1890-2010 : the shaping of modern finance (2011). Oxford: Oxford University Press.

²⁸ Paul R. Krugman, The return of depression economics and the crisis of 2008 1st ed. (2009). New York: W.W. Norton & Company. p.160-161

Jamais une innovation financière n'a été aussi étroitement liée à une crise bancaire que ne l'ont été les produits dérivés à la crise actuelle²⁹. Or ces produits défient, nous semble-t-il, pour les raisons esquissées ci-dessus particulièrement la ECMH à cause des hypothèses théoriques sur lesquelles ils reposent, de leur complexité, de leur nouveauté et de l'insuffisance des données historiques pour permettre une juste évaluation, de la fascination des banques dans leurs présumés atouts, des circuits par lesquels ils se négocient et de la croissance vertigineuse de leurs volumes.

Comme nous l'avons observé ci-dessus, la crise bancaire est liée à un enchaînement de circonstances et non seulement à l'usage fait par les banques des produits dérivés et à leur exposition excessive aux risques inhérents à ceux-ci. L'illusion dans l'efficience des marchés financiers a plus généralement entretenu la course de nombreuses banques aux profits rapides susceptibles d'être générés sur ces marchés. Cette même illusion a trompé les régulateurs qui loin de remettre en cause l'ECMH ont au contraire favorisé le recours à la « *fair value* » des actifs financiers - c'est à dire essentiellement aux prix du marché (« *mark to market* ») - pour la détermination de leur valeur dans les « *trading books* » des banques en réservant de surcroît aux opérations pour compte propre retracées dans ces « *trading books* » un traitement prudentiel avantageux. Dans une phase de forte croissance économique, les limites et possibles revers d'une telle soumission aux mécanismes du marché ne sautent pas aux yeux. Mais il suffit d'un retournement de la situation, comme celui qui a marqué l'éclatement de la bulle du marché hypothécaire américain, pour que les prémisses de l'hypothèse se révèlent fragiles et ses conséquences potentiellement périlleuses.

De nombreuses réactions politiques à la crise financière, que ce soit sur un plan international ou européen, ont focalisé sur la domination des marchés financiers et n'ont, par la même occasion, pas manqué de souligner le caractère parfois théorique de leur efficience supposée en reprochant aux banques comme aux régulateurs de s'y être fiés aveuglément. Si toutes n'ont pas été suivies d'effet, la remise en cause de la ECMH marque cependant un tournant dans la régulation des activités financières dont nous proposons de prendre la mesure dans le droit de l'Union européenne.

B. Partis pris par la nouvelle régulation du secteur bancaire vis-à-vis de l'hypothèse de l'efficience des marchés

Le jeu de l'offre et de la demande sur des marchés qui fonctionnent de façon transparente et liquide demeure le moyen le plus direct pour déterminer la valeur, à un instant donné, des actifs financiers qui s'y échangent. En évoquant les limites et imperfections de l'ECHM, il n'est évidemment pas question de rejeter l'idée même d'un ajustement naturel des marchés. L'enjeu pour les règles juridiques destinées aux marchés ou qui régissent l'activité des banques est d'abord de favoriser la réalisation des prémisses sur lesquelles s'appuie l'hypothèse en question.(1) Plus fondamentalement, il s'agit de veiller à ce que le dogme de l'efficience des marchés n'entretienne pas des illusions de richesse trompant tant les banques que leurs autorités de supervision.(2)

1. Stimulation de l'efficience des marchés

Le bon fonctionnement des marchés financiers constitue une préoccupation sous-jacente à la plupart des règles du droit dérivé européen qui encadrent ces marchés dans le but de favoriser leur intégration sur un plan européen ou qui s'efforcent d'harmoniser les règles régissant les sociétés ou structures qui émettent les titres qui y sont négociés. La récente crise a cependant mis à jour certains obstacles à la réalisation de la ECMH qui ont attiré l'attention du législateur européen.

La dépendance des marchés d'informations trop approximatives ou insuffisantes et, en particulier, des notations d'agences privées, fut, comme nous l'avons déjà relevé, rapidement stigmatisée et

²⁹ Youssef Cassis, p.101; Frank Partnow and David A. Jr. Skeel. THE PROMISE AND PERILS OF CREDIT DERIVATIVES. University of Cincinnati University of Cincinnati Law Review, (2007),vol.75, 1119.

continue d'inquiéter l'Union européenne autant que les gouvernements nationaux qui découvrent aujourd'hui l'importance de leur pouvoir au gré de la dégradation des notes attribuées à certains Etats ou à l'EFSF et à l'ESM. La décision de soumettre les agences de notation à un contrôle illustre bien le changement d'optique provoqué par la crise bancaire sur la régulation des activités financières. Avant la crise un large consensus s'était fait autour d'une discipline volontaire des agences sur la base du code de conduite élaboré sous l'égide de l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO). En été 2008, le Comité Européen des Régulateurs des Marchés de Valeurs Mobilières (CESR), précurseur de la nouvelle European Securities and Markets Authority (ESMA), avait même réitéré sa mise en garde contre une réglementation européenne des agences de notation, position qu'a également défendue le groupe des European Securities Markets Experts, conseillant la Commission.³⁰ Mais la détermination des politiques à corriger les inefficiences des marchés financiers a eu raison de ces réticences. En moins d'une année, le Règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit a été adopté. Il a fait l'objet depuis de deux amendements et a été précisé par des normes et des standards techniques.³¹ Une réglementation similaire a été mise en place aux Etats-Unis. Sans rentrer dans le détail, on relèvera que la publication de notations est dorénavant soumise en Europe comme outre-Atlantique à une obligation d'enregistrement des agences ainsi qu'à une supervision de celles-ci. Dans l'Union européenne, l'organisation de ce contrôle se distingue du celui qui a caractérisé jusqu'à présent l'intégration des marchés bancaires et financiers puisqu'il est confié directement à une agence européenne – l'ESMA – et soustrait ainsi à la compétence des autorités des Etats Membres. C'est aussi sur un plan européen que les décisions de reconnaissance des cadres juridiques et des systèmes de supervision mis en place dans des Etats tiers à l'UE sont prises³², l'un des enjeux les plus critiques de la réglementation européenne sachant que le marché de la notation est concentrée essentiellement sur trois grandes agences d'origine américaine. Il est trop tôt de juger l'incidence qu'aura le nouveau cadre des agences de notation sur l'efficacité des marchés. L'on peut toutefois s'interroger si le rôle confié à l'ESMA de vérifier la conformité des méthodes de notation avec les modèles développés par les agences ne donnera pas aux notes une crédibilité renforcée alors qu'il aurait plutôt fallu encourager les investisseurs, surtout professionnels, à se forger leur propre opinion sur la valeur et les risques attachés à un titre pour que leur positions sur les marchés contribuent à dégager les prix les plus justes.³³ Ne risque-t-on à travers le nouveau cadre d'entretenir l'illusion que les notes reflètent de façon exacte et complète la solidité d'un titre ou d'un émetteur et de court-circuiter ainsi en partie le mécanisme de la ECMH ? Les nombreuses références que les règles relatives au calcul de fonds propres, dont doivent disposer les banques continuent à faire aux notations comportent un danger similaire.

L'efficacité des marchés peut aussi souffrir de pratiques qui perturbent le jeu normal des négociations ou exacerbent une spéculation décrochant le prix de négociation d'un actif financier de sa valeur intrinsèque. Dans son projet de révision de la Directive sur les marchés d'instruments financiers, la Commission propose ainsi d'encadrer et de soumettre à une surveillance les entités qui font du trading à haute fréquence ou algorithmique. Un projet de règlement prévoit au surplus d'élargir le champ d'application de la sanction des abus de marchés pour couvrir des stratégies de trading à haute fréquence telles que le « *quote stuffing* » dont le but n'est autre que gêner un système de négociation sans qu'il y ait d'authentique intention de négocier un titre.³⁴ La récente initiative de la

³⁰ Lucia Quaglia. The Regulatory Response of the European Union to the Global Financial Crisis. In Mayntz (Ed.), Crisis and control : institutional change in financial market regulation (2012). Frankfurt ; New York: Campus Verlag. p.171

³¹ pour le détail voir : http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_fr.htm

³² La Commission européenne a ainsi reconnu comme équivalent aux standards européens les solutions en vigueur aux Etats-Unis, au Canada et en Australie par une décision du 5 octobre 2012

³³ André Prüm. Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques. Revue de droit bancaire et financier, (2009), Janv-févr. 2009, 1.

³⁴ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1217_fr.htm

Commission, en réponse au « scandale du Libor » pour lutter à l'échelle européenne contre les manipulations d'indices de références procède de la même veine.³⁵

Les ventes à découvert « à nu », c'est-à-dire sans que le vendeur n'ait, au moment de la vente, ni emprunté les titres, ni pris de mesures pour s'assurer qu'il les détiendra au moment de la livraison, ont également été pointées comme source de perturbation de l'efficience des marchés en ce qu'elles risqueraient d'en amplifier les tendances baissières. Les circonstances dans lesquelles il pourrait être indiqué de les interdire, sont loin toutefois de faire l'unanimité.³⁶ Devant les initiatives unilatérales de certains Etats membres et face aux pressions que ces ventes exercent sur les cours des dettes souveraines, l'Union européenne s'est résolue à définir un cadre harmonisé destiné à éviter des actions non concertées des régulateurs européen et nationaux.^{37 38}

Le fait que la négociation des volumes très importants d'actifs financiers, surtout les produits dérivés, se fasse hors des marchés organisés (« *over the counter* ») rend ces échanges particulièrement opaques tant pour les investisseurs que pour les régulateurs. Les risques inhérents aux positions prises sur ces produits demeurent de ce fait extrêmement difficiles à mesurer et à localiser ce qui a contribué au climat de méfiance atisant la crise bancaire dès 2008 et constitue en soi un risque systémique majeur. La pratique occulte également les données nécessaires à l'efficience des marchés, quoique non organisés, sur lesquels la plupart des produits dérivés sont négociés. Lors du sommet de Pittsburgh, les pays du G20 et l'Union européenne se sont mis d'accord pour mettre un terme à ce développement en forçant les échanges de produits dérivés standardisés d'emprunter les circuits de marchés soumis à un minimum de contrôle.³⁹ C'est cet objectif que poursuivent conjointement le projet de révision de la Commission de la Directive sur les marchés d'instruments financiers⁴⁰ et le Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux. A côté des marchés réglementés à proprement parler et des plateformes multilatérales de négociation, il est prévu d'introduire à cet effet une nouvelle catégorie de marché – les « *organised trading facilities* ou OTF » - à l'image des « *swap execution facilities* » américaines créées par le Dodd-Frank Act - et auxquelles sont étendus les règles de transparence qui doivent contribuer à la formation efficiente des prix de négociation. La même logique sous-tend les dispositions que la proposition de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers réserve aux « *dark pools* » où des quantités importantes d'un même titre sont proposées à la négociation, souvent par des banques, sans que l'information n'est rendue accessible au public. Selon cette proposition, de telles négociations ne seront à l'avenir permises que pour autant qu'elles ne portent pas atteinte à l'efficience globale des marchés et aux mécanismes de détermination de prix de marchés.

³⁵ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-846_fr.htm

³⁶ Astrid Herinckx and Ariane Szafarz, Which Short-Selling Regulation is the Least Damaging to Market Efficiency? Evidence from Europe. Centre Emile Berheim Working Paper, (2012), vol.No. 12/002

³⁷ Règlement (UE) no 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (JO L 86/1)

³⁸ pour l'application de cette règle en matière de vente à découvert de dettes souveraines voir infra et Patrick Wautelet, Vulture funds, creditors and sovereign debtor: how to find a balance ? In Audit (Ed.), Insolvabilité des États et dettes souveraines (2011). p.103

³⁹ Gerard Hertig, Post-Financial Crisis Trading and Clearing Reforms in the EU: A Story of Interest Groups with Magnified Voice. In Ferrarini, Hopt and Wymeersch (Eds.), Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis (2012). Oxford: Oxford University Press. p.321

⁴⁰ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm

2. Protection contre le dogme de l'efficacité des marchés

Durant les années de croissance économique qui ont précédé la crise bancaire, le sentiment général que les marchés fonctionnaient de façon efficace a incité les établissements de crédit à y rechercher des gains en négligeant non seulement le risque d'une surévaluation des valeurs de négociation et donc d'une chute brutale des cours mais aussi que le mécanisme même des marchés pouvait se trouver grippé par un manque soudain de liquidité. Cette attitude fut encouragée par des règles prudentielles qui elles-mêmes se fiaient largement à l'efficacité des marchés et n'incitaient pas les banques à réduire leur exposition aux risques de marchés. Au surplus, la supervision du secteur financier se limitait à des contrôles de solvabilité et de solidité individuels des établissements de crédit, négligeant la dimension macro-économique qui aurait possiblement permis de détecter plus tôt les déséquilibres et les tensions qui ont fini d'ébranler le système financier tout entier. Lorsque les gouvernements de plusieurs Etats membres ont du venir d'urgence en aide de banques au bord de la faillite, pour prévenir des réactions en chaîne tant dans le secteur bancaire que dans le reste de l'économie, les contribuables dont l'argent a servi à ces sauvetages ne pouvaient manquer d'avoir l'impression de devoir supporter le coût de prises de risques excessifs et insuffisamment contrôlés, qui auparavant avaient alimentés les gains distribués aux actionnaires, aux dirigeants et aux traders des banques.

Le climat est propice au changement de paradigme dans la régulation du secteur financier qui marque aujourd'hui nettement les mesures prises ou en discussion au niveau européen pour enserrer les établissements de crédit dans un carcan plus étroit. Au-delà de cet objectif général, nombre de ces initiatives traduisent une attitude plus réaliste vis-à-vis de la ECMH et de ses limites. Cette dimension apparaît d'abord dans la réforme des règles prudentielles et de gouvernance. (a) Elle transparait également dans la révision de l'architecture de supervision des établissements de crédit (b) et constitue sans conteste l'une des motivations clés des récentes propositions d'isolement des activités bancaires classiques des activités de marché pour compte propre (c).

a) Réforme des règles prudentielles et de gouvernance

La fragilité de nombreuses banques révélée par la crise tient aussi au fait que les règles prudentielles auxquelles elles devaient se plier n'étaient pas suffisamment exigeantes et ne tenaient qu'incomplètement compte des risques auxquelles elles se trouvaient exposées.⁴¹ La révision de ces règles devenait ainsi une priorité pour le comité de Bâle, en charge de définir des standards internationaux, et l'Union européenne. En 2009 puis à nouveau en 2010, deux nouvelles directives européennes sur les exigences de fonds propres ont été adoptées (CRD II et III).⁴² En parallèle, le comité de Bâle s'est accordé en décembre 2010 sur la troisième génération de ses standards⁴³ pour lesquels la Commission a dès à présent élaboré une proposition de directive et une proposition de règlement destinés à transposer les nouvelles exigences dans l'ordre juridique européen (CRD IV).⁴⁴

La gestion des risques liés aux produits dérivés, en particulier aux titrisations et retitrisations, le renforcement des exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation, la gestion du risque de liquidité et un recalibrage des politiques de rémunération figurent au cœur du dispositif des directives CRD II et CRD III. Ces mesures visent notamment à corriger le traitement préférentiel que les anciennes règles réservaient aux opérations de marché pour compte propre (« trading book ») par rapport aux activités de banque classiques (« banking book »), accompagnant ainsi la tendance

⁴¹ pour une présentation générale des règles prudentielles européennes et des réformes en cours : Larisa Dragomir. European prudential banking regulation and supervision : the legal dimension (2010). Milton Park, Abingdon, Oxon ; New York, NY: Routledge.

⁴² Lucia Quaglia. p.176

⁴³ Romain Goldbach and Dieter Kerwer. New Capital Rules? Reforming the Basel Banking Standards after the Financial Crisis. In *ibid.*, p.247,p.253

⁴⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_fr.htm

générale des banques à augmenter leur exposition aux risques de marché. Or la crise bancaire a bien montré que l'essentiel des pertes a été enregistré sur les *trading books* et les opérations hors bilan qui bénéficiaient de pondérations de risques trop basses et n'étaient guère prise compte au niveau des exigences de gestion des risques qui forment, à côté des mesures quantitatives, le second pilier des règles prudentielles. L'obligation faite dorénavant aux banques d'ajuster leurs politiques de rémunération des dirigeants et collaborateurs, qui définissent ou alimentent l'exposition aux risques de marchés, aux bénéfiques à moyen et long terme de la banque, plutôt qu'à ceux enregistrés dans l'immédiat, constitue une autre mesure clé pour limiter des prises de risques motivées plus par des espérances de gains personnels que l'intérêt social.⁴⁵

La nouvelle génération des standards prudentiels (Bâle III et CRD IV) affine ces règles tout en élevant le niveau général de fonds propres requis. Le niveau de ces derniers se trouve également renforcé par deux coussins de sécurité, dont l'un – le « counter-cyclical capital buffer » - peut servir à corriger les effets potentiellement procycliques des règles d'appréciation des risques liés aux produits dérivés, décriés à la suite de la crise. L'une des innovations majeures réside dans l'introduction de réserves de liquidités forçant les banques à se protéger, en particulier, contre le risque que les marchés n'offrent plus la possibilité de négocier leurs titres dans des conditions normales, en d'autres mots contre les situations dans lesquelles l'ECMH se trouve tenue en échec.

Qu'il s'agisse des règles déjà adoptées par l'Union européenne ou de celles qui sont encore en discussion, l'un des objectifs est assurément d'éviter que l'efficacité des règles prudentielles soit subordonnée à l'efficience des marchés, comme cela tendait à être le cas auparavant. Une discussion similaire est actuellement ouverte en ce qui concerne la comptabilisation des actifs du portefeuille bancaire à la « fair-value » c'est-à-dire en principe leur valeur de marché. Le recours à cet étalon, depuis les années 1980, par préférence à la valeur historique ou à la valeur amortie avait été préconisé par le US Financial Accounting Standards Board, suivi par le International Accounting Standards Board (IASB) en réaction d'abord à certains scandales sur le marché américain des prêts puis du développement de l'importance des « trading books » des banques et du marché de la titrisation. Si avant la crise les banques étaient en grande partie en faveur de ce mode d'évaluation, qui leur permettait de dégager rapidement les gains réalisés sur les marchés, il apparaît aujourd'hui qu'un « mark to market » des actifs du portefeuille bancaire risque d'accuser les difficultés qu'une banque peut enregistrer en période de baisse importante des cours. Le débat est loin d'être clos. Il montre à nouveau que le fait d'aligner des règles sur la ECMH n'est pas neutre.⁴⁶

b) Révision de l'architecture de supervision

Les rapports commandés par la Commission aux deux groupes d'experts présidés respectivement par Jacques de Larosière et Erkki Liikanen insistent l'un et l'autre sur les failles de la supervision des banques au moment de la crise. Le second comporte d'ailleurs l'étude de plusieurs cas concrets mettant en évidence les limites de l'architecture de supervision. Selon ces analyses, le système de supervision fondé sur le « home country control » a pêché par sa fragmentation et le manque de coordination, qui le rendaient inapte à embrasser de façon efficace l'activité des banques multinationales et, peut être plus gravement encore, par sa dimension strictement micro-prudentielle. Les efforts déployés depuis plusieurs années pour pallier ces inconvénients – en particulier par le

⁴⁵ André Prüm, L'état se resserre autour de la rémunération des traders et des dirigeants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. *Revue de droit bancaire et financier*, (2010), Janvier, 1.

⁴⁶ Paul Lagneau-Ymonet and Sigrid Quack, What's the Problem? Competing Diagnosis and Shifting Coalitions in the Reform of International Accounting Standards. In Mayntz (Ed.), *Crisis and control : institutional change in financial market regulation* (2012). Frankfurt ; New York: Campus Verlag. p.213,p.213

Comité bancaire européen et l'introduction des collègues de superviseurs⁴⁷ - n'ont pas été jugés à la hauteur des enjeux.

La révision du système de supervision décidée en 2010 et mise en œuvre en 2011, suite au rapport de Larosière, s'est arrêtée en quelque sorte à mi-chemin entre la solution antérieure où la supervision restait éclatée entre autorités nationales et une structure de supervision intégrée donnant compétence à une ou plusieurs autorités européennes, selon que l'on suit une approche sectorielle ou trans-sectorielle.⁴⁸ Elle est naturellement le résultat d'un compromis délicat.⁴⁹ La nouvelle Autorité Bancaire Européenne (EBA), comme l'ESMA, se voient cependant confiées un rôle clef dans la définition de standards uniformes de supervision que la Commission est habilitée à arrêter. Le nouvel ordonnancement de cette régulation à plusieurs niveaux est (exagérément) complexe et prêtera sans doute à discussion.⁵⁰ La EBA reçoit aussi des pouvoirs de sanction et la compétence de trancher les conflits entre autorités de supervision nationales. C'est dans l'exercice concret de celle-ci qu'on pourra mesurer sa véritable autorité. S'il s'agit là sans doute d'avancées non négligeables, il n'en demeure pas moins que la supervision des banques et des conglomérats financiers demeure dans le schéma convenu en 2010 une compétence exclusivement nationale.⁵¹

Plus novatrice est l'introduction d'une supervision du secteur financier au niveau macro-prudentiel. Confiée au European Systemic Risk Board (ESRB), présidé par le président de la Banque Centrale Européenne, cette nouvelle dimension de la supervision vise essentiellement à détecter l'occurrence de risques systémiques et à en prévenir la réalisation dans le but de garantir la solidité du système financier.⁵² L'ajout d'une supervision macro-prudentielle et l'organisation des échanges d'informations qui la rendent possibles, alors qu'ils faisaient cruellement défaut au début de la crise, représente probablement le progrès le plus sensible de la réforme de 2010.⁵³ En même temps, le ESRB ne dispose d'autre moyen d'action que d'attirer l'attention des acteurs concernés et du public sur des situations qu'il juge critique. Il reste en effet dépourvu de personnalité juridique et de pouvoirs contraignants.

Devant le développement de la crise bancaire, renforcée par l'exposition des banques européennes aux dettes souveraines, et l'importance des fonds publics mobilisés pour prévenir la chute de certaines banques ou du moins d'en organiser la restructuration, la nécessité de réformer plus en profondeur l'architecture de supervision bancaire en Europe gagne en *momentum*. Suivant les conclusions du Conseil européen et du sommet de la zone euro, en juin 2012, la Commission a présenté, le 12 septembre 2012, une série de propositions législatives tendant à la création d'un mécanisme de surveillance bancaire unique, qui constituerait le premier pas vers une « union bancaire » intégrée

⁴⁷ André Prüm, La crise financière défie les autorités européennes et américaines de surveillance. Revue de droit bancaire et financier, (2008), Mai, 7.

⁴⁸ Sir Howard Davies, Unfinished Business: An Assessment of the Reforms. In Ferrarini, Hopt and Wymeersch (Eds.), Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis (2012). Oxford: Oxford University Press. p.48 ; Carmin Di Noia and Maria Chiara Furlo, The New Structure of Financial Supervision in Europe:What's Next? In *ibid.*, p.172

⁴⁹ André Prüm, En voie vers une supervision des marchés et des acteurs financiers à l'échelle européenne. Revue de droit bancaire et financier, (2009), Septembre, 5.

⁵⁰ Niamh Moloney, Supervision in the Wake of the Financial Crisis: Achieving Effective 'Law in Action'- A Challenge for the EU. In Ferrarini, Hopt and Wymeersch (Eds.), Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis (2012). Oxford: Oxford University Press. p.71 ; Elis Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision. In *ibid.*, p.111

⁵¹ Guido Ferrarini and Filippo Chiodini, Nationally Fragmented Supervision over Multinational Banks as a Source of Global Systemic Risk: A critical Analysis of Recent EU Reforms. In *ibid.*, p.193

⁵² sur les avantages et inconvénients de placer cette supervision essentiellement au niveau des banques centrales, voir David Green, The Relationship between Micro-Macro-Prudential Supervision and Central Banking. In *ibid.*, p.57

⁵³ Chryssa Papathanassiou and Georgios Zagouras, A European Framework for Macro-Prudential Oversight. In *ibid.*, p.528.

fonctionnant selon un règlement uniforme (« single rule book »).⁵⁴ Le principe d'une telle union bancaire a été accepté par le Conseil ECOFIN du 13 décembre 2012. Une intégration plus poussée de la surveillance des établissements de crédit est dans la logique d'un renforcement du marché unique des services bancaires. La proposition actuelle n'embrasse toutefois que les banques installées dans un Etat membre de la zone euro,⁵⁵ laissant hors de son champ d'application la plus grande place financière d'Europe. Ce choix s'expliquerait par les enjeux particuliers que présenterait une union bancaire pour l'UEM et la stabilité de sa monnaie unique. D'un point de vue pratique, il permet de s'appuyer sur les compétences de la BCE qui deviendrait le superviseur central, concentrant les compétences dévolues, dans le système actuel, à l'Etat membre d'origine et à l'Etat membre d'accueil. Pour les banques qui développent leurs activités tant dans qu'en dehors de la zone euro, on recourrait aux mécanismes de coopération actuels, dont les failles, souvent décriées, sont pourtant l'une des raisons justifiant la réforme. Dans la perspective de la protection du système financier européen et eu égard au rôle clef occupé par la *City*, le clivage proposé ne paraît pas convaincant. N'est-ce pas l'investissement dans des produits structurés conçus et proposés, en bonne partie, à Londres qui a exposé certaines *Landesbanken* allemandes aux risques du marché *subprime* américain en les mettant au bord de la faillite ?

Au-delà de la centralisation de la surveillance, le projet d'union bancaire comporte aussi l'introduction d'un mécanisme unique de résolution des défaillances bancaires pour lequel la Commission vient également d'élaborer un projet de directive⁵⁶ ainsi qu'une garantie commune des dépôts.⁵⁷ Le premier doit corriger, entre autres, l'attente issue de l'idée que certaines banques sont trop importantes pour ne pas être sauvées par des derniers publics en cas de difficultés (« too big to fail »), nourrie par les nombreuses interventions étatiques en Europe depuis le début de la crise. Aux banques de compter donc à l'avenir avec une sanction plus franche des marchés.

c) Proposition de séparation des activités bancaires et de marché

Le rapport Liikanen insiste dans son évaluation du secteur bancaire européen que les banques commerciales européennes se sont écartées de plus en plus d'un modèle centré sur les clients, dans lequel les prêts accordés sont conservés au bilan jusqu'à leur maturité, vers un « originate and distribute model » où des activités de prêts sont refinancées par le biais de la titrisation. Ce changement, conclut le rapport, crée une dépendance plus forte des banques du « shadow banking » et des chaînes d'intermédiation qui le caractérisent. Le résultat serait l'influence accrue d'une direction ancrée sur la culture des banques d'investissement, du souci constant des profits à court terme nourri par les attentes d'actionnaires d'une rentabilité également à brève échéance.⁵⁸ Fort de ce constat, appuyée sur une analyse détaillée des différents modèles d'affaires qui caractérisent le paysage bancaire européen, le High Level Group, recommande la séparation fonctionnelle des activités de marchés, pourvu qu'elles atteignent un certain seuil, des activités de dépôt et de prêt classiques par leur isolement dans une structure juridique distincte. La solution s'inspire de celle qui vient d'être adoptée aux Etats-Unis, connue sous le nom de Volcker Rule⁵⁹ et de la proposition faite au Royaume-Uni par la UK Independent Commission on Banking (Vickers rule).⁶⁰ Les trois solutions reposent en effet sur la même logique générale d'un recentrage des banques sur leur métier constitutif – la collecte de dépôts et leur transformation en prêts – même si elles y tendent par des voies légèrement

⁵⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union/index_fr.htm

⁵⁵ avec une option pour les autres d'y adhérer mais dont les détails restent à être définis

⁵⁶ proposition du 6 juin 2012, COM(2012) 280/3

⁵⁷ sur l'utilité d'un tel système de garantie commun : [Daniel C. Hardy and Maria J. Nieto](#). Cross-border coordination of prudential supervision and deposit guarantees. *Journal of Financial Stability*, (2011), vol.7 3, 155-164.

⁵⁸ rapport Liikanen, p. 89

⁵⁹ Section 619 du Dodd Frank Act, voir aussi rapport Liikanen, p. 82

⁶⁰ Rapport Liikanen, p. 85

différentes. Elles partagent par là le même objectif d'éviter que des banques soient, dans cette fonction essentielle pour l'économie, exposées exagérément aux risques de marché. Ces mesures font actuellement l'objet d'un vif débat quant à leur opportunité et leur efficacité dans lequel nous ne souhaitons pas nous immiscer ici. Pour les besoins de notre observation des nouvelles tendances régulatrices, ces propositions marquent en tout cas une rupture dans la confiance des liens tissés entre les banques et les marchés financiers. Plus exactement, elles signifient que le modèle d'affaires (« business model ») des établissements de crédit ne doit pas être dicté essentiellement par l'efficacité supposée des marchés et surtout que la stabilité du secteur bancaire ne doit pas en être entièrement tributaire.

De cet examen rapide des principales initiatives réglementaires européennes destinées à juguler la crise financière à l'aune de la ECMH nous retiendrons, sans surprise, qu'elles s'inscrivent dans un mouvement général d'une régulation plus serrée du secteur bancaire et d'un encadrement plus strict des marchés financiers. Alors que la confiance dans l'efficacité des marchés avait, depuis une quarantaine d'années, stimulé une dérégulation ou libéralisation des activités financières, la tendance s'inverse nettement aujourd'hui.

Est-ce à dire que l'hypothèse même de l'efficacité des marchés se trouve reléguée au niveau des postulats insuffisamment fiables voir dangereux pour être pris en compte par une politique législative ? Ce serait certainement une conclusion exagérée. Certes, cette efficacité ne semble pas toujours donnée ou reste parfois artificielle. Les mesures visant à protéger les marchés contre des pratiques qui en perturbent le jeu, comme le « quote stuffing », sont à cet égard bienvenues. L'intervention du régulateur dans ce jeu demeure toutefois un exercice extrêmement délicat, comme le démontrent, par exemple, les discussions sur les effets potentiellement pervers des interdictions des ventes à découvert « à nu ». De même, la prudence est recommandée lorsqu'on cherche à influencer les informations sur la base desquelles s'accomplit la ECMH en contrôlant la qualité des notations au risque d'accroître la dépendance de données synthétiques et par là même approximatives. Les crises financières nourrissent naturellement la tentation politique de vouloir agir sur les marchés. Les ambitions doivent rester réalistes lorsqu'il s'agit de stimuler leur efficacité.

En revanche, la crise financière a certainement permis aux régulateurs de mieux prendre conscience à quel point le secteur bancaire était exposé aux risques de marchés et de se rendre compte que cette situation avait été encouragée par un cadre réglementaire et de supervision reposant sur la ECMH. La révision en cours de ce cadre pour éviter qu'à l'avenir la stabilité du secteur financier soit trop largement tributaire de l'efficacité des marchés est utile. Mais la juste balance entre, d'une part, la sauvegarde de la mission des banques comme dispensateurs de crédit et la protection des déposants et, d'autre part, leurs interactions inévitables avec les marchés financiers n'est pas aisée à trouver. Il faudra veiller, en particulier, que les contraintes imposées à ce niveau n'obèrent pas les perspectives de développement des banques européennes ou aboutissent à des distorsions de concurrence notamment au profit du shadow banking ou des banques installées hors de l'Union européenne ou même à l'intérieur mais hors de l'UEM. Le renforcement, sans doute indispensable, du cadre de surveillance transformera plus profondément qu'on ne l'imagine l'architecture du marché intérieur des services bancaires en bousculant à l'intérieur de l'UEM le principe de reconnaissance mutuelle par la mise à l'écart de la règle du contrôle par le pays d'origine et en créant des régimes distincts pour les banques de la zone euro et ceux qui en demeurent extérieures. Il faudra apprécier soigneusement si le projet d'une union bancaire pourra se construire sur un tel clivage.

II. La réaction européenne à la crise des dettes souveraines

A. Leçons de la crise quant à l'hypothèse de l'efficience des marchés des dettes souveraines

A la différence de la plupart des crises de dettes souveraines précédentes, déclenchées par la décision d'un Etat de cesser de payer ses bailleurs de fonds, la crise actuelle en Europe est liée à une rupture soudaine de la confiance des marchés provoquée, en l'espèce, par les révélations faites en octobre 2009 par le nouveau gouvernement grec sur la situation « réelle » des finances publiques du pays. A l'annonce des corrections des chiffres précédemment publiés, les agences de notation ont réagi en baissant drastiquement la note attribuée à la Grèce ce qui a entraîné immédiatement une baisse sensible de la valeur des emprunts grecs sur le marché secondaire et la hausse corrélative des taux d'intérêts exigés de celle-ci pour lever des fonds sur les marchés. Cette perte de confiance s'est propagée à d'autres Etats membres de l'Union, d'abord l'Irlande, puis le Portugal et ensuite l'Espagne et l'Italie déstabilisant l'UEM dans son ensemble et jetant un doute sur la solidité de sa monnaie unique.

Comme dans toute crise, la défiance est née subitement; les investisseurs étant ébranlés par surprise et réagissant en masse, de façon vive, sinon excessive. Les difficultés qu'éprouvent aujourd'hui certains pays européens à honorer leur dettes ou du moins à se financer dans des conditions soutenables trouvent évidemment leur origine dans des politiques développées depuis une série d'années et qui, malgré l'inexactitude de certains chiffres, étaient un secret de Polichinelle. La cause plus profonde de la crise actuelle réside ainsi dans le pronostic de ceux qui ont investi dans les obligations émises par les Etats surendettés et pensaient que l'Union européenne ne pouvait prendre le risque de voir l'un des Etats membres de l'UEM devenir insolvable. Or, cette supposition contredit les principes fondateurs de l'UEM, tels qu'ancrés dans le Traité de Maastricht, qui excluent expressément toute solidarité financière entre Etats membres de la zone euro ou à la charge de l'Union européenne. L'UEM fut construite, en effet, sur la prémisse que les Etats membres tout en transférant leur souveraineté monétaire vers l'Union retiennent entièrement leur souveraineté en matière fiscale et de politique économique. Cette asymétrie est certes décriée aujourd'hui mais elle était, à l'époque, la condition de l'accord politique sur l'UEM. Elle s'est cristallisée dans les critères dits de convergence puis dans le Pacte de stabilité et de croissance par lequel les Etats membres de la zone euro s'accordent que le partage d'une même monnaie implique le respect par chacun d'eux de niveaux de déficits et d'endettement maxima. La discipline budgétaire reste néanmoins, dans la logique adoptée, essentiellement la responsabilité de chaque Etat membre, le Pacte n'ayant pas été assorti, comme l'a montré la pratique, d'un réel effet contraignant. Le Traité de Maastricht contient avant tout des règles destinées à inciter les Etats membres de la zone euro à prendre leur responsabilité au sérieux en prohibant le financement monétaire et l'accès privilégié des Etats membres aux institutions financières et en excluant le renflouement d'un Etat qui se trouverait en difficulté par l'Union ou la communauté des autres Etats membres.^{61 62}

Il n'est pas inutile de se rappeler à cet égard que les termes des dispositions en question du TFUE sont le résultat d'âpres discussions.⁶³ Dans le projet de la Commission, seules les garanties inconditionnelles des dettes d'un Etat membre étaient exclues et le soutien à un Etat membre de la zone euro devait être possible également pour permettre un rapprochement économique. Les Etats

⁶¹ Nous entendons exclure par là les soutiens résultant d'accords bilatéraux comme accordés à la Grèce suite à la décision sui generis du Conseil ECOFIN du 2 mai 2010

⁶² Matthias Ruffert, Der rechtliche Rahmen für die gegenseitige Nothilfe innerhalb des Euro-Raumes (2011). Vol. 64 : Berliner Online Beiträge zum Europarecht; Christian Callies, Das europäische Solidaritätsprinzip und die Krise des Euro - Von der Rechtsgemeinschaft zur Solidaritätsgemeinschaft? (2011). Vol. 62 : Berliner Online Beiträge zum Europarecht.

⁶³ U. Häbe, Haushaltsdisziplin und Solidarität im Zeichen der Finanzkrise. EuZW, (2009), 399. , voir aussi la prise de position de l'avocat général J. Kokott dans l'affaire C-370/12, point 130

membres économiquement plus faibles avaient réclamés à leur tour un mécanisme de soutien plus général. Mais l'Allemagne comme la France s'y étaient opposées. Finalement la possibilité d'un concours mutuel n'a été maintenue qu'en faveur des Etats membres hors zone euro⁶⁴, la clause de non-renflouement d'un Etat membre de la zone euro n'a pas été assortie de dérogations⁶⁵ et une assistance n'est envisagée qu'à condition que les difficultés qu'il est susceptible de connaître ou qui le menacent gravement résultent « *de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle* »⁶⁶. Si une aide exceptionnelle en faveur d'un Etat membre de la zone euro n'était donc pas absolument écartée, le Traité de Maastricht visait clairement à soumettre chacun des Etats membres de la zone euro à la discipline des marchés financiers sur lesquels ils avaient pris l'habitude de se financer.

C'était supposer que les marchés tiennent compte effectivement des situations financières différentes des Etats et particulièrement des écarts dans leur taux d'endettement et de déficits publics. Or longtemps, la zone euro a été considérée par les investisseurs et les agences de notation comme parfaitement homogène, les Etats les plus endettés pouvant lever des fonds aux mêmes taux d'intérêts que les plus vertueux. L'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers était sinon simplement inexacte⁶⁷ du moins fondée sur une supposition risquée de solidarité entre Etats membres de la zone euro. Au surplus, le fait que les marchés négligent d'ajuster le prix de crédit aux solvabilités différenciées des Etats membres n'a pas manqué d'inciter certains Etats à augmenter leur endettement bien au delà des capacités de leur économie et par la même occasion à creuser d'avantage encore l'écart entre le risque et le taux d'intérêt, entre une solvabilité apparente et le vrai prix de marché du crédit. Le manque d'efficacité des marchés a ainsi nourri lui-même le risque d'insolvabilité dont ils se sont étonnés par la suite.

Comme pour la crise bancaire, les agences de notation ont accompagné la surévaluation, durant des années, des titres des Etats surendettés par les marchés avant de contribuer à leur chute par les dégradations subites de leurs notes. Le phénomène a ensuite été amplifié par la spéculation, notamment de fonds d'investissement⁶⁸ et les ventes « à nu » des couvertures de défaillance par le biais de « Credit Default Swaps » (CDS), c'est-à-dire la négociation de telles couvertures indépendamment des obligations souveraines sous-jacentes.⁶⁹ La détention massive de titres étatiques par le secteur bancaire, encouragé par la politique monétaire et les liquidités mis à disposition par la Banque Centrale Européenne, n'a sans doute pas non plus facilité l'ajustement de la valeur de ces titres sur les marchés. Plus que d'autres investisseurs, les grandes banques européennes hésitent à provoquer par des ventes importantes d'obligations souveraines une baisse des cours et la montée corrélative des taux susceptibles de gêner leurs Etats et d'entraîner pour elles-mêmes des pertes. Il ne faut pas oublier à cet égard que l'endettement de certains Etats membres s'est creusé à la suite des concours d'urgence qu'ils ont dû apporter à des banques en rupture de liquidités. Il existe entre la crise des dettes souveraines et la crise financière de nombreuses interactions.

En résumé, le paradoxe est que l'UEM, telle qu'elle a été conçue par le Traité de Maastricht, s'est appuyée sur le dogme de l'efficacité des marchés pour donner force aux règles de convergence et à la discipline budgétaire indispensables au partage d'une monnaie unique alors que les marchés financiers

⁶⁴ art. 143 TFUE

⁶⁵ art. 125 TFUE

⁶⁶ art. 122 TFUE

⁶⁷ Alain Bernard. La régulation de l'information sur le marché des dettes souveraines ou la religion de la valeur. In Audit (Ed.), *Insolvabilité des États et dettes souveraines* (2011). p.177 et s.

⁶⁸ Il est probablement exagéré de parler dans le contexte européen de fonds vautours comme ceux qui essayent de spéculer contre la restructuration de dettes de pays en voie de développement. Patrick Wautelet. *Vulture funds, creditors and sovereign debtor: how to find a balance ?* In *ibid.*, p.103

⁶⁹ *Ibid*; Jérôme Da Ros. *Les Credit Default Swaps, Incidence des CDS sur les dettes des Etats : bilan et prospective*. In *ibid.*, p.89

n'ont, durant de longues années, pas réellement cru à l'absence de solidarité au sein de l'UEM que consacrent les dispositions du Traité. La question est dès lors de savoir si les mesures prises par l'UE ou la grande majorité de ses Etats membres agissant collectivement ont permis de résoudre ce paradoxe.

B. Mesures prises pour contrecarrer une mise en péril de l'UEM par le jeu de la ECMH

Les pressions exercées par les marchés sur les dettes souveraines de plusieurs Etats membres, d'abord extérieurs à la zone euro puis de pays membres de celle-ci, et corrélativement sur l'UEM dans son ensemble ont obligé l'UE à régir parallèlement sur deux terrains. Aux marchés financiers il fallait signaler que l'Europe était décidée à défendre l'UEM et sa monnaie unique contre toutes les spéculations et ne concevait, par conséquent, pas non plus qu'un Etat faisant parti de la zone euro puisse être conduit à la quitter. Aux Etats membres dont les finances publiques se sont trouvées, par suite de la crise ou de leur propre turpitude, dans un état qui ne leur permet plus de se financer dans des conditions soutenables sur les marchés, il fallait rappeler qu'un effort de solidarité de la part des autres ne pouvait être qu'exceptionnel et conditionné à un redressement de cette situation. Ce rappel à l'ordre s'adresse en même temps à l'ensemble des Etats membres de l'UEM, tenus de respecter le Pacte de stabilité et de croissance, et aux organes de l'UE chargés de veiller à son respect en s'accordant sur une vraie gouvernance économique.⁷⁰

Contrainte par l'urgence et confrontée à la géométrie complexe résultant d'une UEM à laquelle ne participent pas tous les Etats membres et dont le Royaume-Uni, qui héberge le plus important centre financier de l'Europe, reste à l'écart, l'Union européenne n'a pas eu la tâche facile pour dégager des solutions qui soient à la hauteur de ces enjeux.⁷¹ A cela s'ajoute que les Traités posent un cadre (trop ?) strict, qui visiblement n'a pas compté avec une situation de crise comme celle que doit affronter aujourd'hui l'UE et que l'histoire récente met en garde contre les velléités de réforme des bases constitutionnelles de l'Union.

Pour tenter de résoudre le paradoxe, évoqué ci-dessus, d'un Traité de Maastricht renvoyant les Etats membres de l'UEM à la discipline des marchés financiers alors que ceux-ci anticipaient une solidarité européenne qu'exclut précisément le Traité, l'UE et ses Etats membres n'ont eu d'autre choix que d'intégrer les mécanismes des marchés financiers dans leur dispositif d'assistance et de soutien des Etats en difficulté et de protection du Pacte de stabilité et croissance. Si certaines mesures tentent, tout en épousant la logique de l'ECMH, d'infléchir les cours de marchés,(1) l'essentiel de ce dispositif vise à instrumentaliser l'efficience des marchés.(2)

1. Tentatives d'inflexion des marchés

Les tensions constatées sur les marchés des dettes souveraines de la Grèce et les risques de contagion à d'autres Etats membres de la zone euro ont convaincu la BCE d'adopter en urgence un programme temporaire permettant aux Banques centrales nationales du SEBC d'intervenir directement sur les marchés obligataires et d'acheter ainsi des quantités importantes de titres de dettes souveraines sur le

⁷⁰ Jacques Ziller. The Reform of the Political and Economic Architecture of the Eurozone's Governance - A Legal Perspective. In Allen, Carletti, Simonelli, Borrell Fontelles and Balcerowicz (Eds.), Governance for the Eurozone : integration or disintegration? (2012). Philadelphia: FIC Press. p.115 alle

⁷¹ Bruno De Witte. Treaty Games - Law as Instrument and as Constraint in the Euro Crisis Policy. In Allen, Carletti, Simonelli, Borrell Fontelles and Balcerowicz (Eds.), Governance for the Eurozone : integration or disintegration? (2012). Philadelphia: FIC Press. p.139 ; André Prüm. L'Union Economique et Monétaire dans la tourmente Revue de droit bancaire et financier, (2011), Juillet, 19.

marché secondaire.⁷² Ces interventions étaient de toute évidence destinées à soutenir les cours des titres en question et de lutter ainsi contre la spéculation dont ils étaient victimes, en d'autres mots d'infléchir le cours naturel des marchés.⁷³

Le même objectif anime la décision d'autoriser le Mécanisme Européen de Stabilité (ESM) à souscrire à des emprunts obligataires d'un Etat membre confronté à de graves difficultés de financement directement sur le marché primaire.⁷⁴ Les conditions et modalités de tels achats doivent encore être précisées par le conseil des gouverneurs du ESM.

Vu les capacités financières du SEBC et du ESM de telles interventions sont certainement efficaces. Dans le cadre de son programme, la BCE a acquis des instruments de dette pour une valeur de 209,5 milliards d'euros, sans compter le fait qu'elle ait accepté ces mêmes titres en sûreté des prêts accordés à des institutions financières privées. La légalité du programme de la BCE a cependant fait l'objet de débats au regard du TFUE. L'article 123 du TFUE n'interdit-il pas, en effet, l'acquisition de titres de dettes d'un Etat membre par la BCE ou les banques centrales nationales ?⁷⁵ Il y a probablement des façons d'interpréter cette disposition pour la rendre compatible avec la décision de la BCE,⁷⁶ mais, n'en déplaise au juriste, le principal argument en faveur de celle-ci était l'impérieuse urgence de sauvegarder l'UEM. Le 6 septembre 2012, la BCE a annoncé la fin du programme et son remplacement par des transactions monétaires ordinaires (« Outright Monetary Transactions »).⁷⁷ Le ESM échappant au TFUE, comme nous aurons l'occasion de l'expliquer par la suite, n'encourt plus cette critique.

Une autre manière d'influencer le jeu des marchés consiste à prévoir la négociation d'un sacrifice par les investisseurs au cas où l'Etat émetteur se trouve dans l'impossibilité d'honorer sa dette. Les clauses d'action collective (CAC) participent de cette logique en ce qu'elles instaurent une voie pour convenir, le cas échéant, d'une restructuration de la dette sur la base d'un accord majoritaire des créanciers. S'imposant à tous, de tels accords visent à éviter qu'un petit groupe de créanciers puissent empêcher une restructuration en menaçant l'Etat insolvable d'actions en recouvrement de leur créance, une tentation encouragée par les succès récents qu'ont connus de telles actions en dehors de la juridiction de l'Etat concerné.⁷⁸ La contrainte potentielle sur les créanciers fait partie des risques que prennent les investisseurs. L'introduction de CAC dans les emprunts obligataires des pays de l'Union européenne pourrait donc influencer leur valorisation par le marché. Pour neutraliser leur impact, le Conseil européen a précisé, dans les conclusions de sa réunion des 24 et 25 mars 2011 relative aux ESM, que les CAC que les Etats membres doivent inclure dans tous les nouveaux titres d'une durée supérieure à un an émis dans la zone euro à partir de juillet 2013 correspondront à celles généralement acceptées sur les marchés des Etats-Unis et du Royaume-Uni.⁷⁹ Au surplus, des dérogations à l'engagement de prévoir une CAC ont été admises par le Conseil européen pour des émissions

⁷² Déc. BCE/2010/5 du 14 mai 2010 instaurant un programme pour les marchés des titres, JOUE L 124 du 20 mai 2010, p.8 ; Kaarlo Tuori. The European financial crisis : constitutional aspects and implications (2012). Florence: European University Institute. p.16

⁷³ Paul De Grauwe. The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? In Allen, Carletti, Simonelli, Borrell Fontelles and Balcerowicz (Eds.), Governance for the Eurozone : integration or disintegration? (2012). Philadelphia: FIC Press. p.17 ; Frank Smets. Imbalances in the Euro Area and the ECB's response. In *ibid.*, p.41

⁷⁴ Traité établissant l'ESM, art. 17

⁷⁵ Norbert Horn. Die Reform der Europäischen Währungsunion und die Zukunft des Euro. NJW, (2011), 1398.

⁷⁶ Francesco Martucci. Les instruments de droit de l'Union européenne pour remédier à l'insolvabilité des Etats. In Audit (Ed.), Insolvabilité des États et dettes souveraines (2011). Paris: L.G.D.J., p.p.233

⁷⁷ Kaarlo Tuori. p.16 et s.

⁷⁸ Michael Waibel. Sovereign defaults before international courts and tribunals (2011). Cambridge: Cambridge University Press.

⁷⁹ Conseil européen, 24-25 mars 2011, Conclusions du 20 avril 2011, EUCO 10/1/11, p.31

destinées à garantir la liquidité d'anciennes obligations. S'il s'agit d'orienter, d'une certaine façon, le marché, il ne saurait être question d'en contrecarrer le jeu.

La possibilité de se reposer sur des CAC sera particulièrement importante pour les Etats qui solliciteront à l'avenir le soutien du ESM puisque celui-ci requiert une participation, sous une forme certes « appropriée et proportionnée », ⁸⁰ du secteur privé. Les termes précis d'une telle participation, dont l'idée même a fait l'objet de vives discussions, devront évidemment être définis au cas par cas et en fonction du niveau d'endettement supportable pour l'Etat insolvable. Son principe ne traduit pas moins la volonté de l'Union européenne de se ménager, dans des situations de crise, une certaine marge de manœuvre par rapport au strict jeu de la loi du marché.

2. Instrumentalisation des marchés

Qu'il s'agisse de l'octroi d'un concours mutuel - une possibilité inscrite déjà dans le Traité de Rome - ou des nouveaux mécanismes européen de stabilité introduits récemment, les fonds prêtés à l'Etat en difficulté sont essentiellement levés sur les marchés financiers. C'est dire que toutes ces solutions reposent sur l'efficience des marchés dont elles doivent intégrer la logique afin d'en tirer le meilleur parti. Pour apprécier dans quelle mesure elles y parviennent, il paraît utile d'en rappeler brièvement les caractéristiques essentielles.

Le mécanisme de concours mutuel trouve son fondement dans l'article 143 du TFUE, complété par le règlement (CE) n° 332/2002 créant le « mécanisme communautaire de soutien financier à moyen terme des balances des paiements des Etats Membres ». Dès avant sa communautarisation en 1988, ce mécanisme a permis d'accorder des aides à l'Italie et à l'Irlande en 1976, à la France en 1983 et à la Grèce en 1985. La Grèce et l'Italie ont bénéficié de nouveaux soutiens respectivement en 1991 et en 1993. Depuis le lancement de la troisième phase de l'UEM, le mécanisme ne peut plus jouer qu'en faveur des Etats membres qui n'ont pas encore adopté l'euro. En 2008, la Hongrie s'est vue accordée une assistance financière à moyen terme, puis l'année d'après la Lettonie et la Roumanie. Il ressort de l'ensemble de ces mises en œuvre que le concours mutuel a servi pour aider des Etats membres à surmonter des difficultés financières liées aussi bien à la dégradation de leurs finances qu'à la survenance de crises. ⁸¹ Son utilisation dans le contexte de la récente crise financière, après être restées en suspens pendant quinze ans, montre qu'il s'agit d'une solution qui reste pleinement utile « pour rétablir la confiance des marchés financiers dans la monnaie d'un Etat membre n'ayant pas adopté l'euro ». ⁸²

Dès le départ, l'assistance fournie à un Etat membre au titre du concours mutuel s'est appuyée sur des emprunts communautaires. Un premier règlement, adopté sur le fondement de l'article 235 du TCEE a ainsi été adopté en 1975 pour mettre en place le mécanisme d'emprunts de la CEE qui a permis de financer les premiers concours. ⁸³ Le schéma demeure le même sous le règlement (CE) n°332/2002, les prêts accordés à un Etat s'adossant toujours sur des emprunts levés par l'UE sur les marchés financiers ou auprès d'institutions financières. ⁸⁴

Pour répondre à la crise des dettes souveraines, l'UE s'est dotée d'un innovant « mécanisme européen de stabilité » constitué par le mécanisme européen de stabilisation financière (EFSM) et le Fonds européen de stabilité financière (EFSF) qui fusionneront en 2013 dans le Mécanisme européen de stabilité (ESM).

⁸⁰ Conseil européen, 24-25 mars 2011

⁸¹ [Francesco Martucci](#), p.246

⁸² Ibid.

⁸³ Règlement (CE) n° 397/75 du Conseil du 17 février 1975 relatif aux emprunts communautaires, JOCE L 46 du 20 février 1975, p.1 ; règlement qui a été précisé et modifié à plusieurs reprises ; ibid.

⁸⁴ Règlement (CE) 332/2002, art. 1 § 2

Le EFSM a été établi le 11 mai 2011 par le Règlement (UE) n°407/2010 s'appuyant sur l'article 122 (2) du TFUE aux termes duquel le Conseil peut accorder une assistance financière à un Etat membre confronté à des difficultés ou à une menace sérieuse de difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle. Tous les Etats membres sont éligibles à ce mécanisme, mais les fonds disponibles demeurent relativement modestes, au regard du moins de l'impact de la crise, puisqu'ils sont limités à 60 milliards d'euros. L'Irlande et le Portugal ont bénéficié d'une aide au titre du EFSM. Le financement de ces aides provient à nouveau essentiellement d'emprunts de l'UE sur les marchés financiers, quoique le budget de l'Union puisse également être mis à contribution.⁸⁵

Les mécanismes du concours mutuel et de l'EFSM reposent sur la même logique de prêts adossés à des emprunts et partagent le même mode de gestion de ces opérations dont a été chargé la BCE. Dans les deux cas, l'objectif est de faire bénéficier un Etat en difficulté et auquel les marchés réclament une forte prime de risque du crédit dont jouit l'UE sur ces mêmes marchés pour emprunter aux taux préférentiels dont bénéficie celle-ci. En s'intercalant entre le marché et l'Etat en difficulté, l'UE prête à celui-ci sa signature sur les marchés. L'application directe de la ECMH à l'Etat emprunteur se trouve contournée par « une instrumentalisation des mécanismes du marché ».⁸⁶ L'interdiction des subventions par l'article 125 du TFUE est respectée puisque l'UE prête à l'Etat en difficulté aux mêmes conditions de montant, de durée, de taux et d'échéances de paiement des intérêts et de remboursement du capital qu'il emprunte.⁸⁷ La contrainte de l'équilibre budgétaire de l'UE, telle qu'elle est inscrite dans l'article 310 (1) TFUE est par la même occasion évitée puisque les soutiens entièrement refinancés ne pèsent pas sur les finances publiques de l'UE, du moins, tant que les intérêts sont payés et les prêts remboursés.⁸⁸

Les enjeux spécifiques de la crise des dettes souveraines pour l'UEM et une solidarité insuffisante au sein de l'UE ont obligé les Etats membres de la zone euro de concevoir, en marge des traités un mécanisme de sauvetage temporaire pourvu de capacités financières nettement plus importantes. Ainsi est née, en 2010, l'EFSF sous la forme d'un véhicule d'investissement, constitué entre les Etats membres de l'UEM, soumis au droit luxembourgeois. Les conditions d'intervention et notamment de conditionnalité de l'ESFS ont été précisées dans un accord-cadre sur lequel se sont mis d'accord les Etats membres actionnaires de l'EFSF.⁸⁹ La Commission européenne et la BCE sont cependant étroitement associées à toute décision de soutien et ensuite à la gestion de celui-ci.

La capacité de l'EFSF de lever des fonds sur les marchés est estimée à 440 milliards d'euros et repose sur des promesses de garantie des Etats membres impliqués d'un total de 780 milliards d'euros définies en fonction de la clé de leur participation dans le capital libéré de la BCE. Le mécanisme repose sur la même idée d'un prêt de la signature que le concours mutuel ou l'EFSM à la différence près que cette fois ce n'est pas la qualité de la signature de l'UE qui est prêtée à l'Etat assisté mais celle de l'EFSF et donc indirectement celle de l'ensemble des Etats Membres de la zone euro en fonction de leur participation dans le fonds. Si au départ l'EFSF s'est vue accordée un triple A par les trois grandes agences de notation – Fitch, Moody's et Standard & Poor 's – cette note a cependant été dégradée d'un cran par Moody's le 30 novembre 2012 à la suite de la dégradation par cette même agence, le 18 novembre de la note de la France. L'assistance de l'ESFS peut prendre la forme d'un prêt à l'Etat en difficulté, comme c'était le cas en décembre 2010 pour l'Irlande. Mais ses moyens d'actions sont plus vastes et se distinguent à cet égard de celles auxquels peuvent recourir les mécanismes précédents. L'ESFF peut, en effet, octroyer des aides pour l'acquisition de titres sur le

⁸⁵ Règlement (UE) 407/2010, art. 2

⁸⁶ Francesco Martucci, p.262

⁸⁷ Ibid.

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ publié sous www.efsf.europa.eu

marché secondaire, fournir des liquidités pour permettre la souscription de tels titres sur le marché primaire, prêter les sommes nécessaires à la recapitalisation d'institutions financières installées sur le territoire d'un Etat membre de la zone euro, y compris d'un Etat qui ne fait pas l'objet d'un programme de soutien.

Début 2010, les tensions sur les marchés des dettes souveraines étaient telles que les Etats membres de l'UEM n'avaient d'autre choix que de réagir dans l'urgence. L'EFSF en est le fruit. Destinée à donner rapidement un signal fort aux marchés que les Etats membres étaient décidés à protéger l'UEM contre les spéculations d'une sortie de la Grèce, l'EFSF était conçue comme un mécanisme temporaire qui devait être transformé ultérieurement en une solution durable. Des négociations ont été entamées dans la foulée de la naissance de l'ESFS pour dégager cette solution. Elles ont, non sans difficulté, abouti à la signature, le 2 mars 2012, du Traité établissant le Mécanisme Européen de Stabilité (ESM) et à une modification de l'article 136 du TFUE auquel a été ajouté un 3^e paragraphe habilitant les Etats membres de la zone euro de créer un mécanisme de sauvegarde susceptible d'être activé en cas de menace sur la stabilité de la zone euro dans son ensemble, décidée par le Conseil européen lors de sa réunion les 24 et 25 mars 2011. La voie d'un traité international et le choix de la forme de l'ESM – une organisation internationale sous le droit international public – ont été dictés par le refus du Royaume-Uni et de la République Tchèque de participer à l'accord. Elles ne manquent pas de rappeler la structure du Fonds Monétaire International, dont les pratiques sont censées inspirer ESM.⁹⁰

Créé officiellement le 8 octobre 2012, l'ESM pourra s'appuyer sur un capital autorisé de 700 milliards d'euros⁹¹, souscrit par les Etats signataires en fonction de la même clef de répartition que celle retenue pour l'ESFS, pour une capacité totale de prêt de 500 milliards d'euros. La majeure partie de ce capital ne devra cependant être libérée que lorsque le besoin concret s'en fera sentir. Pour financer ses soutiens aux Etats membres en difficulté, l'ESM s'adressera à son tour prioritairement aux marchés financiers. Des lignes de conduites pour ces opérations d'emprunt ont été arrêtées.⁹²

Destinée aux Etats membres qui se trouvent exclus des marchés financiers ou qui risquent de l'être, l'assistance pourra, à l'instar de celle de l'ESFS, prendre différentes formes : assistance financière pour la recapitalisation d'institutions financières, prêts, interventions sur les marchés secondaires ou primaire.⁹³ Elle peut aussi se concrétiser par des lignes de crédit accordées à titre de précaution et pour rétablir la confiance des marchés.⁹⁴ Sous toutes ces figures, il s'agit à nouveau d'un prêt de signature par lequel l'ESM se substitue vis-à-vis des marchés à l'Etat qui se trouve rejeté par ces derniers. L'ESM doit toutefois veiller à couvrir ses propres frais de financement avec une marge de sécurité. Les Etats signataires du traité se sont engagés à reconnaître à l'ESM un statut de créancier privilégié dont le privilège ne sera primé que par celui d'IMF. Toute cette construction doit permettre aux Etats bénéficiaires des aides de l'ESM de profiter des meilleurs taux de marchés pour se financer. Elle dépend évidemment de la confiance que ceux-ci feront à ESM elle-même. A cet égard, la décision récente évoquée ci-dessus de Moody's de refuser la note Aaa à l'ESFS et à l'ESM risque de renchérir ce coût.

Les buts de l'ESM comme de l'ESFS étant de garantir la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble ainsi que de celle des Etats membres de l'UEM⁹⁵, l'un comme l'autre contribuent à un plan plus vaste de mesures comprenant un renforcement du pacte de stabilité et de croissance, le Traité sur la stabilité, la croissance et la gouvernance de l'UEM, signé le 2 mars 2012, ensemble avec une série de mesures plus techniques, mais non moins efficaces, comme la nouvelle procédure d'examen

⁹⁰ voir considérant 12 du préambule du traité instituant l'ESM

⁹¹ article 8 du traité instituant l'ESM

⁹² ESM Borrowing Guidelines 9 October 2012

⁹³ articles 15 à 18 du traité

⁹⁴ article 14 du traité

⁹⁵ article 3 du traité

des budgets nationaux (dite du « semestre européen »). L'ensemble se présente sous une architecture complexe dans laquelle les différentes pièces sont censées s'appuyer les unes sur les autres. Concrètement cette articulation n'est toutefois pas sans soulever une série d'interrogations liées notamment aux différences de nature et de portée entre des dispositions de droit européen et d'autres de droit international public et à l'interdépendance des décisions prises dans le cadre strict de l'UEM avec celles de l'ESM. Pour les besoins de notre analyse, il n'est pas nécessaire de détailler les méandres de cette construction. Il suffit de relever que toutes sont destinées à signifier aux marchés financiers que les Etats membres de l'UEM, appuyés par la quasi-totalité des autres Etats de l'Union européenne considèrent l'UEM et l'euro comme des « biens communs »⁹⁶ qu'ils sont décidés à protéger en épousant la logique des marchés dont ils recherchent la confiance. A la différence de l'approche antérieure où il s'agissait essentiellement de confronter individuellement les Etats membres ayant adopté l'euro aux marchés, ce qui a conduit au paradoxe relevé ci-dessus, la nouvelle méthode se veut plus réaliste. A la pétition de principe de l'absence de renflouement (« no bail-out ») des Etats en difficulté, à laquelle les marchés n'ont jamais réellement cru, se substitue un mécanisme de solidarité, certes non indéfinie, dont la particularité est d'instrumentaliser les marchés au profit de la stabilité de l'UEM.

Le nouveau paradoxe vient de ce que ce changement de paradigme a été opéré sans que les bases constitutionnelles de l'UEM n'aient été pleinement adaptées. La question n'est pas ici tellement de savoir si les différentes initiatives évoquées trouvent chacune dans les dispositions du TFUE un fondement solide. Sans doute l'urgence a commandé d'adopter telle ou telle mesure au prix d'une interprétation constructive ou souple du TFUE, voir d'en conforter la base légale a posteriori. Cette démarche n'est assurément pas à l'abri de toute critique d'un point de vue juridique, comme l'ont observé de nombreux commentateurs.⁹⁷ Mais, en définitive, n'est-ce pas avant tout une question de perspective ? L'hypothèse d'une crise financière de l'ampleur de celle que traverse actuellement l'Europe n'a de toute évidence pas été envisagée par les rédacteurs du Traité. Le sens des dispositions du TFUE ne doit-il dès lors être déterminé en tenant compte du changement radical de contexte auquel se trouve confrontée l'Union européenne ? Dans ce cas, il devient moins évident de soutenir l'argument de l'incompatibilité de certaines mesures prises avec le TFUE.⁹⁸ Comme l'a relevé de façon pertinente, le Président du Conseil européen déjà à la suite du conseil du 29 octobre 2010 : « Politics is not a zero-risk business ». ⁹⁹ Mais, sans doute, le danger d'une remise en cause des décisions cruciales pour la protection de l'UEM doit-il être relativisé.

Dans son arrêt du 27 novembre 2012,¹⁰⁰ la Cour de Justice de l'Union européenne a ainsi considéré, sans surprise, que la décision du Conseil européen 2011/199/UE du 25 mars 2011 modifiant l'article 136 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne en ce qui concerne l'introduction d'un mécanisme de stabilité pour les Etats membres dont la monnaie est l'euro avait pu être valablement prise. Elle décide également que ni les dispositions des traités invoquées, ni le principe général de protection juridictionnelle effective ne s'opposent à la conclusion entre les Etats membres dont la monnaie est l'euro du traité instituant l'ESM ou la ratification de ce traité, même avant l'entrée en vigueur de la décision 2011/199.

⁹⁶ l'expression « common goods » anglaise traduit mieux la signification de cette notion

⁹⁷ pour une revue complète des critiques voir Guiseppe Bianco. The new financial stability mechanisms and their (poor) consistency with EU law (2012). Florence: European University Institute.

⁹⁸ René Smits. The European debts crisis and the European Union law: comments and a call for action. Common Market Law Review, (2012), vol.49, 827-832.

⁹⁹ compte rendu à la presse, PCE 249/10

¹⁰⁰ CJUE (C-370/12) 27 novembre 2012, Pringle c. Gouvernement d'Irlande . Cette décision mériterait assurément qu'on s'y attarde d'avantage. Une telle analyse dépasserait toutefois le cadre et surtout l'objectif de la présente étude de sorte que nous nous contentons de simplement l'évoquer ici.

L'interrogation plus fondamentale que soulève l'introduction des nouveaux mécanismes de solidarité, voire de transferts au sein de l'UEM est celle de la transformation inéluctable des fondements généraux sur lesquels repose celle-ci.¹⁰¹ L'europanisation de la politique monétaire et la stabilité financière qu'elle requiert ne sont guère conciliables avec des responsabilités fiscales et budgétaires strictement nationales.¹⁰² Les marchés auront probablement eu raison de l'asymétrie consacrée par le Traité de Maastricht. Le nouveau traité sur la stabilité, la croissance et le gouvernement de la zone euro et plus encore les contraintes imposées aux Etats membres bénéficiant d'une assistance dans le cadre de la conditionnalité de celle-ci affectent la souveraineté nationale en matière fiscale, pendant de la responsabilité des Etats Membre en ce domaine. De même, les engagements pris par l'ensemble des Etats partageant l'euro pour sauvegarder la stabilité de l'UEM et prévenir l'insolvabilité de certains d'entre eux atteignent aujourd'hui des montants qui obèrent inévitablement leur souveraineté et leur autonomie budgétaire. La Cour constitutionnelle allemande ne s'y est pas trompée en exigeant leur l'approbation, sous certaines conditions, par le Bundestag.¹⁰³

La voie essentiellement intergouvernementale utilisée par ces nouveaux dispositifs augure d'un fédéralisme exécutif qui fait encore peu de place aux relais du débat démocratique.¹⁰⁴ A terme un tel déficit n'est sans doute pas soutenable et il faudra ancrer les mécanismes de stabilité financière comme ceux de la nouvelle gouvernance économique dans le jeu de la démocratie à l'échelle européenne.¹⁰⁵ Il faut donc espérer que le recours à des solutions intergouvernementales – par la voie de traités internationaux ou la création d'une organisation de droit international public, faute d'unanimité au sein de l'Union européenne ou par manque de souplesse des Traités par rapport à une situation de crise non envisagée - ne sera qu'un pis aller temporaire, préparant l'intégration de ces solutions et mécanismes dans le droit européen. Elles gagneront, à travers leur soumission au principe de transparence et à la juste implication du Parlement européen, en légitimité ce qui nous paraît être une condition indispensable de leur succès à long terme. Entre-temps, l'implication de la Commission européenne dans leur mise en œuvre et un certain contrôle par la Cour de Justice de l'Union européenne doivent servir de garde-fou. Le défi majeur d'une telle réappropriation par le droit de l'Union européenne des mesures prises pour sauvegarder l'UEM reste celui du clivage qu'elles marquent et accusent entre les Etats membres de la zone euro et les autres, en particulier le Royaume-Uni et la République tchèque.

*

* *

Que faut-il retenir de ce tour rapide des réactions européennes à la double crise bancaire et des dettes souveraines et de leur confrontation à l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers ? Peut-on en dégager des traits communs, des solutions qui s'inscrivent dans une approche d'ensemble et cohérente ? Les deux dimensions de la crise sont liées, quant à leur origine, au moins en partie, et assurément dans leurs étendues. Les mesures prises pour en juguler les conséquences et plus encore celles destinées à en prévenir un retour ne peuvent ignorer cette imbrication. Le nouvel encadrement des agences de notation concerne autant leur appréciation de la solvabilité d'entités privées que publiques, qui affectent les risques auxquels se trouvent exposés les banques aussi bien que les efforts

¹⁰¹ Kaarlo Tuori. p.1

¹⁰² André Prüm. EFSF, ESM, nouveau pacte budgétaire : le droit européen mis à l'épreuve. Revue de droit bancaire et financier, (2012), Mars, 8. ; Communication from the Commission, A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union, Launching a European Debate, Bruxelles 28.11.2012, COM(2012) 777 final

¹⁰³ BVerfG, 2 BvR 987/10; BVerfG, 2 BvR 1390/12; BVerfG, 2BvE 8/11

¹⁰⁴ Jürgen Habermas. Zur Verfassung Europas : ein Essay Orig.-Ausg., 1. Aufl., Sonderdr. ed. (2011). Berlin: Suhrkamp. p.79 et s; Kaarlo Tuori. p.46 et s; Rose M. D'Sa. The Legal and Constitutional Nature of the New International Treaties on Economic and Monetary Union from the Perspective of EU Law. European Current Law, (2012), 5, xi.

¹⁰⁵ Miguel Poyares Maduro and European University Institute. Robert Schuman Centre. A new governance for the European Union and the euro : democracy and justice (2012). Florence: European University Institute; Miguel Poyares Maduro, Bruno de Witte, Mattias Kumm and European University Institute. Robert Schuman Centre. The democratic governance of the Euro ibid.

menés dans la plupart des Etats membres pour assainir leurs finances publiques et l'efficacité des mécanismes de solidarité européenne. Les conditions dans lesquelles il peut être indiqué de proscrire les ventes à découvert «à nu» d'instruments financiers doivent intégrer leur impact potentiel sur la liquidité des marchés, en particulier, celui des dettes publiques.

Ces exemples, certes ponctuels, laissent supposer que les réponses européennes à la crise, entendu de façon générale, n'ignorent plus ses différentes faces et leurs liens. Ce qui ne signifie toutefois pas que des problèmes comparables impliquent nécessairement une même solution. Une mise à contribution des créanciers d'un établissement de crédit (« bail-in »), comme l'envisage le projet de directive sur les plans de résolution des banques est sans doute moins délicate à imposer qu'un sacrifice de leur part dans le remboursement d'emprunts souverains d'Etats techniquement insolubles, que n'ont pas osé prévoir les nouveaux mécanismes de solidarité au sein de l'UEM.

Au vu de la perspective qui a été la nôtre d'un positionnement des réactions à la crise par rapport à la ECMH, le constat commun d'un certain déphasage entre le droit positif pré-crise et le jeu effectif des marchés stimule aujourd'hui une approche plus holistique. La crise a permis, en effet, de se rendre compte que l'hypothèse de l'efficacité des marchés - telle qu'au moins elle avait été comprise par les auteurs des traités, le législateur européen ou les régulateurs du secteur financier - s'est trouvée déjouée en pratique et ce dès avant que la crise n'éclate. Les règles instaurées pour assurer la solidité du secteur financier ou la stabilité de l'UEM se sont révélées de ce fait partiellement inefficaces. Pire, certaines ont, par ricochet, accru la prise de risques des établissements de crédit sur les marchés financiers ou encouragé des Etats membres de l'UEM à creuser leurs endettements. Faut-il blâmer les économistes pour avoir échafaudé une hypothèse imparfaite ou les politiques pour l'avoir repris à leur compte sans en avoir mesuré l'exacte portée ? Le débat est ouvert.

Ce qui paraît certain, c'est qu'il est urgent de recalibrer les fondements économiques de l'UEM aussi bien que l'encadrement prudentiel et la surveillance de l'industrie financière sur une hypothèse réaliste d'efficacité des marchés financiers. La stabilité de l'UEM ne peut être atteinte qu'à condition que les marchés croient dans les règles et, en particulier, dans les mécanismes de solidarité mis en place entre Etats membres de la zone euro et le respect tant par les Etats que par l'Union européenne du Pacte renforcé de stabilité et de croissance tout en exerçant sans décalage, comme c'était trop longtemps le cas, la pression nécessaire sur les taux d'intérêts des emprunts publics. A l'Union européenne d'instrumentaliser en conséquence les marchés pour garantir la solvabilité de tout Etat membre de l'UEM et protéger sa monnaie unique. Quant au secteur financier, l'enjeu consiste à décrocher suffisamment la solidité des banques du jeu des marchés financiers pour prévenir tout risque d'effondrement du système mais sans obérer la rentabilité d'un secteur d'activité déterminant pour l'Europe et en proie à une concurrence internationale de plus en plus forte. Ces deux perspectives se recoupent sans être identiques et restent parfaitement concordantes tant qu'elles s'appuient sur la même compréhension réaliste de l'ECMH et de ses limites. L'une et l'autre tendent assurément vers une Europe plus intégrée, comme l'augurent, nonobstant une certaine dimension intergouvernementale, les nouvelles missions dévolues sur les deux terrains à la Banque Centrale Européenne, le rôle clé de la Commission ou l'implication de la Cour de justice de l'Union européenne. Reste à voir si cette orientation pourra embrasser l'Union européenne dans son ensemble ou creusera le fossé autour de la zone euro.

Le défi plus large est de ne pas oublier sous l'effet de la crise et du focus actuel sur les aspects purement économiques les ambitions que l'Union européenne doit nourrir en matière politique.¹⁰⁶ A l'ère de la globalisation, plus que jamais, l'Europe doit se construire sur les valeurs de démocratie et de justice.¹⁰⁷

Décembre 2012

¹⁰⁶ Kaarlo Tuori, p.47 et s; Catherine Barnard, *The Financial Crisis and the Euro Plus Pact: A Labour Lawyer's Perspective*, *Industrial Law Journal*, (2012), vol.41 March 2012, 98.

¹⁰⁷ Miguel Poiares Maduro and European University Institute, *Robert Schuman Centre*.

Bibliographie

- Allen, Franklin, Carletti, Elena, Simonelli, Saverio, Borrell Fontelles, José, & Balcerowicz, Leszek. *Governance for the Eurozone : integration or disintegration?* (2012). Philadelphia: FIC Press.
- Allen, Franklin, Carletti, Elena, Simonelli, Saverio, Borrell Fontelles, José, & Balcerowicz, Leszek. *Life in the Eurozone with or without Sovereign Default?* (2012). Philadelphia: FIC Press.
- Bair, Sheila. *Bull by the horns : fighting to save Main Street from Wall Street and Wall Street from itself* 1st Free Press hardcover edition. ed. (2012). New York: Free Press.
- Ball, Ray. The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned? *Journal of Applied Corporate Finance*, (2009),vol.214, p.8-16.
- Barnard, Catherine. The Financial Crisis and the Euro Plus Pact: A Labour Lawyer's Perspective. *Industrial Law Journal*, (2012),vol.41March 2012, p.98.
- Bernard, Alain. La régulation de l'information sur le marché des dettes souveraines ou la religion de la valeur. In M. Audit (Ed.), *Insolvabilité des États et dettes souveraines* (2011). pp. 177 et s.
- Bianco, Guiseppe. *The new financial stability mechanisms and their (poor) consistency with EU law* (2012). Florence: European University Institute.
- Bolton, Patrick, Scheinkman, José, & Xiong, Wei. Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets. *The Review of Economic Studies*, (2006),vol.733, p.577-610.
- Bondt, Werner F. M. De, & Thaler, Richard. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, (1985),vol.403, p.793-805.
- Bondt, Werner F. M. De, & Thaler, Richard H. Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *The Journal of Finance*, (1987),vol.423, p.557-581.
- Bratton, William W. , & Wachter, Michael L. THE CASE AGAINST SHAREHOLDER EMPOWERMENT. *University of Pennsylvania Law Review*, (2010),vol.158, p.653.
- Callies, Christian. *Das europäische Solidaritätsprinzip und die Krise des Euro - Von der Rechtsgemeinschaft zur Solidaritätsgemeinschaft?* (2011). Vol. 62 : Berliner Online Beiträge zum Europarecht.
- Cassis, Youssef. *Crises and opportunities, 1890-2010 : the shaping of modern finance* (2011). Oxford: Oxford University Press.
- D'Sa, Rose M. The Legal and Constitutional Nature of the New International Treaties on Economic and Monetary Union from the Perspective of EU Law. *European Current Law*, (2012),vol.5, p.xi.
- Da Ros, Jérôme. Les Credit Default Swaps, Incidence des CDS sur les dettes des Etats : bilan et prospective. In M. Audit (Ed.), *Insolvabilité des États et dettes souveraines* (2011). pp. 89.
- Davies, Sir Howard. Unfinished Business: An Assessment of the Reforms. In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 48. Oxford: Oxford University Press.
- De Grauwe, Paul. The European Central Bank:Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? In F. Allen, E. Carletti, S. Simonelli, J. Borrell Fontelles & L. Balcerowicz (Eds.), *Governance for the Eurozone : integration or disintegration?* (2012). pp. 17. Philadelphia: FIC Press.
- De Witte, Bruno. Treaty Games - Law as Instrument and as Constraint in the Euro Crisis Policy. In F. Allen, E. Carletti, S. Simonelli, J. Borrell Fontelles & L. Balcerowicz (Eds.), *Governance for the Eurozone : integration or disintegration?* (2012). pp. 139. Philadelphia: FIC Press.

- Di Noia, Carmine, & Furlo, Maria Chiara. The New Structure of Financial Supervision in Europe: What's Next? In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 172. Oxford: Oxford University Press.
- Dragomir, Larisa. *European prudential banking regulation and supervision : the legal dimension* (2010). Milton Park, Abingdon, Oxon ; New York, NY: Routledge.
- Fama, Eugene F. The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, (1965), vol.381, p.34-105.
- Fama, Eugene F. *Foundations of finance : portfolio decisions and securities prices* (1977). Oxford: Blackwell.
- Fama, Eugene F. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, (1991), vol.465, p.1575-1617.
- Ferran, Eilis. Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision. In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 111. Oxford: Oxford University Press.
- Ferrarini, Guido, & Chiodini, Filippo. Nationally Fragmented Supervision over Multinational Banks as a Source of Global Systemic Risk: A critical Analysis of Recent EU Reforms. In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 193. Oxford: Oxford University Press.
- Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus J., & Wymeersch, E. *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). Oxford: Oxford University Press.
- Fox, Justin. *The myth of the rational market : a history of risk, reward, and delusion on Wall Street* (2009). New York: Harper Business.
- Fukuyama, Francis. *The end of history and the last man* (1992). New York, Toronto: Free Press; Maxwell Macmillan Canada; Maxwell Macmillan International.
- Fukuyama, Francis. Reflections on the End of History, Five Years Later. *History and Theory*, (1995), vol.342, p.27-43.
- Gilson, R. J., & Kraakman, R. Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, The. *J. Corp. L.*, (2002), vol.28.
- Gilson, R. J., & Kraakman, R. Market efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis? In C. A. Hill & B. H. McDonnell (Eds.), *Research handbook on the economics of corporate law* (2012). pp. 456-475. Cheltenham: Edward Elgar.
- Gilson, R. J., & Kraakman, R. H. Mechanisms of Market Efficiency, The. *Va. L. Rev.*, (1984), vol.70.
- Goldbach, Romain, & Kerwer, Dieter. New Capital Rules? Reforming the Basel Banking Standards after the Financial Crisis. In R. Mayntz (Ed.), *Crisis and control : institutional change in financial market regulation* (2012). pp. 247. Frankfurt ; New York: Campus Verlag.
- Green, David. The Relationship between Micro-Macro-Prudential Supervision and Central Banking. In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 57. Oxford: Oxford University Press.
- Häbe, U. Haushaltsdisziplin und Solidarität im Zeichen der Finanzkrise. *EuZW*, (2009), vol., p.399.
- Habermas, Jürgen. *Zur Verfassung Europas : ein Essay* Orig.-Ausg., 1. Aufl., Sonderdr. ed. (2011). Berlin: Suhrkamp.
- Hardy, Daniel C., & Nieto, Maria J. Cross-border coordination of prudential supervision and deposit guarantees. *Journal of Financial Stability*, (2011), vol.73, p.155-164.

- Herinckx, Astrid, & Szafarz, Ariane. Which Short-Selling Regulation is the Least Damaging to Market Efficiency? Evidence from Europe. *Centre Emile Berheim Working Paper, (2012),vol.No. 12/002*
- Hertig, Gerard. Post-Financial Crisis Trading and Clearing Reforms in the EU: A Story of Interest Groups with Magnified Voice. In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 321. Oxford: Oxford University Press.
- Horn, Norbert. Die Reform der Europäischen Währungsunion und die Zukunft des Euro. *NJW, (2011),vol., p.1398.*
- Krugman, Paul R. *The return of depression economics and the crisis of 2008* 1st ed. (2009). New York: W.W. Norton & Company.
- Lagneau-Ymonet, Paul, & Quack, Sigrid. What's the Problem? Competing Diagnosis and Shifting Coalitions in the Reform of International Accounting Standards. In R. Mayntz (Ed.), *Crisis and control : institutional change in financial market regulation* (2012). pp. 213. Frankfurt ; New York: Campus Verlag.
- Louis, Jean-Victor. The No-Bailout Clause and the Rescue Packages. *Common Market Law Review, (2010),vol.47, p.971-986.*
- Lybeck, Johan A. *A global history of the financial crash of 2007-10* (2011). Cambridge: Cambridge University Press.
- Maduro, Miguel Poiras, & European University Institute. Robert Schuman Centre. *A new governance for the European Union and the euro : democracy and justice* (2012). Florence: European University Institute.
- Maduro, Miguel Poiras, Witte, Bruno de, Kumm, Mattias, & European University Institute. Robert Schuman Centre. *The democratic governance of the Euro* (2012). Florence: European University Institute.
- Martucci, Francesco. Les instruments de droit de l'Union européenne pour remédier à l'insolvabilité des Etats. In M. Audit (Ed.), *Insolvabilité des États et dettes souveraines* (2011). pp. p.233. Paris: L.G.D.J.
- Moloney, Niamh. Supervision in the Wake of the Financial Crisis: Achieving Effective 'Law in Action'- A Challenge for the EU. In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 71. Oxford: Oxford University Press.
- Papathanassiou, Chryssa, & Zagouras, Georgios. A European Framework for Macro-Prudential Oversight. In G. Ferrarini, K. J. Hopt & E. Wymeersch (Eds.), *Financial regulation and supervision : A post-crisis analysis* (2012). pp. 528 p. Oxford: Oxford University Press.
- Partnoy, Frank, & Skeel, David A. Jr. THE PROMISE AND PERILS OF CREDIT DERIVATIVES. *University of Cincinnati University of Cincinnati Law Review, (2007),vol.75, p.1119.*
- Posner, Richard A. *A failure of capitalism : the crisis of '08 and the descent into depression* (2009). Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Prüm, André. La crise financière défie les autorités européennes et américaines de surveillance. *Revue de droit bancaire et financier, (2008),vol.Mai, p.7.*
- Prüm, André. En voie vers une supervision des marchés et des acteurs financiers à l'échelle européenne. *Revue de droit bancaire et financier, (2009),vol.Septembre, p.5.*
- Prüm, André. Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques. *Revue de droit bancaire et financier, (2009),vol.Janv-févr. 2009, p.1.*

- Prüm, André. L'état se resserre autour de la rémunération des traders et des dirigeants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. *Revue de droit bancaire et financier*, (2010), vol. Janvier, p.1.
- Prüm, André. L'Union Economique et Monétaire dans la tourmente *Revue de droit bancaire et financier*, (2011), vol. Juillet, p.19.
- Prüm, André. EFSF, ESM, nouveau pacte budgétaire : le droit européen mis à l'épreuve. *Revue de droit bancaire et financier*, (2012), vol. Mars, p.8.
- Quaglia, Lucia. The Regulatory Response of the European Union to the Global Financial Crisis. In R. Mayntz (Ed.), *Crisis and control : institutional change in financial market regulation* (2012). pp. 171. Frankfurt ; New York: Campus Verlag.
- Ruffert, Matthias. *Der rechtliche Rahmen für die gegenseitige Nothilfe innerhalb des Euro-Raumes* (2011). Vol. 64 : Berliner Online Beiträge zum Europarecht.
- Smets, Frank. Imbalances in the Euro Area and the ECB's response. In F. Allen, E. Carletti, S. Simonelli, J. Borrell Fontelles & L. Balcerowicz (Eds.), *Governance for the Eurozone : integration or disintegration?* (2012). pp. 41. Philadelphia: FIC Press.
- Smithers, Andrew. *Wall Street revalued : imperfect markets and inept central bankers* (2009). Chichester, West Sussex, U.K.: John Wiley & Sons.
- Smits, René. L'Europe à l'épreuve. *Cahiers de droit européen*, (2010), vol.1-2, p.7-16.
- Smits, René. The European debts crisis and the European Union law: comments and a call for action. *Common Market Law Review*, (2012), vol.49, p.827-832.
- Soros, George. *The crash of 2008 and what it means : the new paradigm for financial markets* (2009). Oxford ; New York, NY: PublicAffairs.
- Tett, Gillian. *Fool's gold : how unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe* (2009). London: Little, Brown.
- Tuori, Kaarlo. *The European financial crisis : constitutional aspects and implications* (2012). Florence: European University Institute.
- The Turner Review: A regulatory Response to the Global Banking Crisis*. (2009). London: The Financial Services Authority Retrieved from http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.
- Waibel, Michael. *Sovereign defaults before international courts and tribunals* (2011). Cambridge: Cambridge University Press.
- Wautelet, Patrick. Vulture funds, creditors and sovereign debtor: how to find a balance ? In M. Audit (Ed.), *Insolvabilité des États et dettes souveraines* (2011). pp. 103.
- Ziller, Jacques. The Reform of the Political and Economic Architecture of the Eurozone's Governance - A Legal Perspective. In F. Allen, E. Carletti, S. Simonelli, J. Borrell Fontelles & L. Balcerowicz (Eds.), *Governance for the Eurozone : integration or disintegration?* (2012). pp. 115. Philadelphia: FIC Press.

Author contacts:

André Prüm

Université du Luxembourg

Faculté de droit, d'économie et de finance

4, rue Alphonse Weicker

L-2721 Luxembourg

Luxembourg

Email: andre.prum@uni.lu

