

L'AMF, l'ESMA et l'Union des marchés de capitaux (UMC)

Par **Pierre-Henri CONAC**

*Professeur de droit commercial à l'Université du Luxembourg
Acting Director, Luxembourg Centre for European Law (LCEL)
Max Planck Fellow, Max Planck Institute Hamburg*

Ce colloque célèbre les 20 ans de la création de l'Autorité des marchés financiers (AMF) issue de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF)⁽¹⁾. C'est également l'occasion de célébrer les 55 ans de la création de la Commission des opérations de bourse (COB) qui avait été établie par une ordonnance du Général de Gaulle du 28 septembre 1967⁽²⁾. L'AMF s'inscrit donc dans la continuité de la COB qui a été un succès⁽³⁾.

C'est aussi l'occasion de rendre hommage à un grand juriste, qui a été, entre autres fonctions, directeur juridique de la COB et président de la chambre commerciale de la Cour de cassation. Pierre Bézard, qui était ouvert d'esprit et bienveillant, a laissé une œuvre considérable en droit des sociétés, pour la protection des épargnants et en tant que président de la chambre commerciale, pour le respect des droits de la défense dans les procédures de sanctions devant la COB. Je souhaitais lui rendre hommage en cette journée anniversaire.

L'Union des marchés de capitaux (UMC), plus connue sous son acronyme anglais de CMU (*Capital Markets Union*), avait été lancée en juillet 2014 par Jean-Claude Juncker, président de la Commission européenne, comme un projet d'harmonisation des règles applicables dans le secteur financier. La CMU visait aussi à inciter le Royaume-Uni à rester dans l'Union européenne, en prévision du référendum sur le Brexit. La CMU était taillée sur mesure pour permettre à Londres d'exporter plus facilement vers le reste de l'Union

1) P.-H. Conac, La fusion de la Commission des opérations de bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF), Mélanges AEDBF-III, Banque Editions, 2001, p. 59.

2) Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse.

3) P.-H. Conac, La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la *Securities and Exchange Commission* (SEC), LGDJ, collection des thèses de droit privé, n° 386, 2002, pp. 544.

ses services financiers. Malheureusement, la ville de Londres n'était pas la seule à voter. Ainsi, après le Brexit, la CMU est devenue un projet autonome de l'Union européenne.

La CMU s'inscrit dans le cadre de l'approche du rapport De Larosière de février 2009 qui proposait une réglementation européenne et une supervision nationale (*central regulation / local supervision*). Dans ce cadre, il était prévu l'adoption d'un recueil réglementaire unique ou *Single Rule Book* (SRB) afin d'assurer que les mêmes règles existent et soient applicables dans l'ensemble du marché unique. Certes, la CMU ne se limite pas à cet aspect car elle comprend de nombreuses mesures techniques destinées à favoriser les opérations transfrontalières. Néanmoins, le SRB et la convergence réglementaire constituent un point clef de la CMU. Pour ce faire, le rapport De Larosière demandait la création d'une Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), ou *European Securities and Markets Authority* (ESMA), qui a été mise en place en 2011. L'ESMA constitue une agence de l'Union européenne et représente les autorités des États membres (autorité de coordination) en raison de la composition du conseil des autorités de surveillance (*board of supervisors*) qui comprend les autorités de supervision et le(la) président(e) de l'ESMA. Elle a été chargée d'aider la Commission européenne à développer les règles dites de « niveau 2 » et assurer la convergence réglementaire, ou *supervisory convergence*, au moyen de règles dites de « niveau 3 », comme par exemple des Orientations ou *Guidelines*. De fait, le SRB a été réalisé en quelques années seulement et constitue un énorme succès réglementaire.

La CMU constitue une poursuite de cet effort d'harmonisation souhaité par le législateur européen après la grande crise financière de 2008. En effet, des critiques se sont fait jour récemment pour estimer que le *Single Rule Book* ne permettait pas un flux suffisant d'opérations transfrontalières. Le marché des capitaux en Europe est trop petit par rapport aux États-Unis. La Commission européenne cherche donc à relancer la CMU.

La France et l'AMF ont toujours été favorables à une forte harmonisation réglementaire, qui limite la concurrence entre juridictions et assure une concurrence équitable (*level playing field*) entre les places financières au sein de l'Union. Les limites de la CMU ont conduit la France et l'AMF à soutenir, depuis le Brexit, une centralisation de la supervision financière dans l'Union européenne afin de permettre à la CMU de réaliser son potentiel. Ce débat a justement été rendu possible par le Brexit car le Royaume-Uni était fermement opposé à toute centralisation de la supervision dans l'UE. La création de l'ESMA avait même été une surprise et le Royaume-Uni avait ensuite cherché à limiter les pouvoirs de cette dernière, y compris par des actions devant la Cour de justice de l'Union européenne.

Le Brexit a relancé le débat sur le lien entre la CMU et la supervision. En effet, l'AMF et la France estiment que l'ESMA, avec ses pouvoirs actuels, ne peut pas faire réussir la CMU (§ 1). Le succès de la CMU impliquerait donc une centralisation de la supervision à l'ESMA (§ 2).