Sous la direction de Marc Pelletier, Jean-Louis Iten
et Maxime Tourbe

La marge en droit public

mare & martin

Collection Droit public

La « marge de discrétion », nécessité de la régulation financière. Aspects de droit public comparé, européen et international

Régis Bismuth
Professeur de droit public à l'Université de Poitiers (CECOJI)

S'il est un domaine où la « marge » reste omniprésente, c'est en particulier celui de la finance au sein de laquelle les déclinaisons de la « marge » sont multiples. Il y est en effet question de coût marginal, de productivité marginale, de marge commerciale, de marge brute d'exploitation ou d'autofinancement, de marge nette, d'appel de marge (*margin call*), de marge de fluctuation, de marge d'erreur, d'efficacité marginale du capital. Il n'est donc pas surprenant que les entrées consacrées à la marge dans les dictionnaires juridiques reflètent avant tout ces considérations financières. C'est le cas du dictionnaire Cornu qui offre des définitions de « l'appel de marge », de la « marge de commercialisation », de la « marge bénéficiaire » et de la « marge de sécurité »[1]. C'est le cas aussi, dans une bien plus large mesure, du *Black's Law Dictionary* américain qui comporte une vingtaine d'entrées relatives à « la marge » qui sont liées à la matière financière[2]. À l'aune de ce premier

1. V° « Marge », in G. Cornu (dir.), *Vocabulaire juridique*, Paris, PUF, 8e éd., 2007, p. 577.
2. Voy. notamment : « Margin account », « Margin call », « Marginal cost », in B. A. Garner (ed.), *Black's Law Dictionary*, St. Paul, Thomson West, 9th ed., 2009, p. 1053.

panorama, il serait à peine excessif de dire que la marge est une « nécessité de la finance ».

Les dictionnaires qui ont une ambition doctrinale plus poussée n'intègrent évidemment pas ces éléments de définition extrêmement pratiques qui intéressent avant tout le droit commercial ou le droit financier. De façon assez surprenante, deux grands dictionnaires juridiques en langue française que l'on pourrait classer dans cette catégorie semblent ignorer ce terme pourtant cardinal. Aucune entrée n'est identifiable dans le *Dictionnaire de la culture juridique* où seule la « marginalité » est mentionnée dans l'index final. Il en est de même dans le *Dictionnaire encyclopédique de théorie et de sociologie du droit* où sont évoquées la « marginalisation », la « marginalité » et la « marginalité sociale ». Ce n'est que dans le *Oxford Dictionary of Law* que l'on peut identifier une entrée sur la "*margin of appreciation*" dont la première partie de la définition indique qu'il s'agit d'un concept créé par la Cour européenne des droits de l'homme[3].

C'est cette logique de la « marge d'appréciation », essentielle en droit public, dont il est justement question dans le cadre de la présente étude, en tâchant de réfléchir en quoi celle-ci peut être utile au domaine de la régulation financière. Il s'agit en effet ici de déterminer si, dans quelle mesure et les raisons pour lesquelles, les autorités publiques investies d'une fonction de régulation financière bénéficient d'une marge d'appréciation dans le cadre de la mise en œuvre de leurs missions.

Il faut avoir ici une vision compréhensive du sujet. D'une part, les autorités publiques ne se limitent pas aux seules autorités de régulation financière mais seront envisagées de façon plus large en intégrant les autorités gouvernementales. De même, la régulation financière ne se limitera pas à la régulation des marchés financiers ou du secteur financier mais intégrera également l'ensemble des interventions régulatrices destinées à préserver la stabilité financière.

Quelques précisions sémantiques préalables semblent nécessaires afin de réconcilier deux notions qui seront fréquemment employées dans le cadre de cette étude : la « marge » et la discrétion », ou la « marge d'appréciation » et le « pouvoir discrétionnaire », distinction que l'on retrouve dans la

3. V° « Margin of appreciation », in E. A. Martin (ed.), *A Dictionary of Law*, Oxford, Oxford University Press, 5th ed., 2003, p. 304.

doctrine allemande entre la *beurteilungsspielraum* et la *ermessensspielraum*[4]. Ces précisions sont nécessaires car les juridictions qui ont à connaître de tels de différends reconnaissent aux autorités publiques tantôt une marge d'appréciation, tantôt un pouvoir discrétionnaire. Cependant, s'il faut distinguer ces deux notions, elles s'inscrivent davantage dans une forme de *continuum* car, si la « marge d'appréciation » n'implique pas nécessairement l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire[5], le pouvoir discrétionnaire implique nécessairement une marge d'appréciation (absolue mais bornée par le champ de la décision dans laquelle s'insère le pouvoir discrétionnaire). Aussi, la marge d'appréciation peut-être envisagée comme une « marge de discrétion » et cette expression est également utilisée par la jurisprudence afin de désigner la marge d'appréciation[6]. D'ailleurs, en allemand, si *ermessen* traduit l'idée de discrétion et *die beurteilung* celle d'appréciation, *der Spielraum* se traduit par marge, marge de manœuvre ou « latitude ». On peut donc raisonnablement avancer qu'il y a entre « marge d'appréciation », « marge de discrétion » et « pouvoir discrétionnaire » une différence de degré plus que de nature.

Dans le domaine financier, la question de savoir dans quelle mesure une autorité doit bénéficier d'une « marge de discrétion » (expression hybride qui sera employée) dans le cadre de certaines de ses décisions ou si ces dernières devaient être strictement encadrées par le droit constitue une sempiternelle controverse. La question est fondamentale car l'existence d'une règle, dans un cadre précis, est susceptible de modifier le comportement des acteurs. Le problème était déjà soulevé par John Maynard Keynes lorsqu'il énonçait en 1942 dans le cadre de sa proposition de création d'une Union internationale de compensation (qui allait devenir le FMI) : « *[p]erhaps the most difficult question is how much to decide by rule and how much to leave to discretion* »[7]. Pour le FMI, il n'était pas possible de préciser à l'avance dans ses statuts les modalités de l'assistance financière que celui-ci serait susceptible de dispenser non plus que de limiter le montant de cette assistance.

4. A. Bouveresse, *Le pouvoir discrétionnaire dans l'ordre juridique communautaire*, Bruxelles, Bruylant, 2010, p. 59.

5. E. Bernard, *La spécificité du standard juridique en droit communautaire*, Bruxelles, Bruylant, 2010, p. 53, note 1259.

6. Voy. *infra* (II) (A) (2).

7. J. M. Keynes, « Proposals for an International Currency or Clearing Union », in J. K. Horsefield, M. G. De Vries (eds.), *The International Monetary Fund (1945-1965) : Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Washington DC, IMF, vol. III, 1969, p. 6, § 15.

Une garantie financière du FMI aurait été de nature à générer un aléa moral pour d'éventuels créanciers d'États membre du Fonds qui prêteraient à ces États en ayant à l'esprit que leurs créances étaient implicitement garanties par le Fonds. C'est pourquoi une large marge de discrétion est laissée au FMI pour la mise en œuvre de son assistance financière. La même question anime d'ailleurs la BCE dont le programme OMT (*Outright Monetary Transactions*) a été soumis à l'examen de la CJUE[8]. En effet, pour des raisons tactiques, la BCE ne peut pas rendre public le volume d'une intervention dans le cadre d'une opération de rachat de titres[9]. La marge de discrétion implique donc une forme d'« ambiguïté constructive » nécessaire afin d'inciter les acteurs à ne pas adopter de comportements à l'échelle microéconomique qui seraient nuisibles à l'échelle macroéconomique[10].

Si les décisions du FMI ne sont pas susceptibles de recours contentieux, il n'en est pas de même pour celles des autorités nationales qui sont amenées à procéder à des interventions régulatrices dans le cadre de la surveillance du secteur financier ou afin d'assurer la stabilité du système financier. C'est ainsi que les autorités peuvent être conduites à ouvrir ou ne pas ouvrir une enquête sur un intermédiaire dont les activités sont suspectes ou à nationaliser ou pas une banque menacée de faillite. Ces décisions sont susceptibles d'être contestées devant le juge national ou devant l'arbitre ou le juge international ou européen. Ces décisions ont été celles de nombreuses autorités publiques lors de la crise financière des *subprimes*. Le contentieux résultant de ces décisions est particulièrement intéressant afin de déterminer si ces juridictions reconnaissent une marge de discrétion aux autorités publiques afin qu'elles puissent assurer la stabilité du système financier.

Une distinction peut être réalisée entre ces différents contentieux selon la norme de contrôle invoquée. On peut dans un premier temps examiner le contentieux national de la responsabilité de la puissance publique dans une perspective comparée afin de déterminer dans quelle mesure les systèmes nationaux reconnaissent cette marge de discrétion aux autorités publiques dans le cadre de leur mission de régulation dans le domaine financier (I). L'analyse ne saurait toutefois se limiter à ces aspects strictement internes dans la mesure où les décisions ou positions des autorités ou des juridictions nationales sont susceptibles d'être soumises à l'examen de juridictions internationales et européennes, en particulier au regard du droit de l'UE, de la CEDH ou des normes internationales de protection des investissements. Une analyse de ce contentieux supranational mettant en jeu la responsabilité des États montre qu'il est dûment tenu compte des exigences de stabilité financière et que la marge de discrétion, reconnue à l'échelon national, n'est pas remise en question au sein de ces fora supranationaux (II).

8. CJUE, 16 juin 2015, *Peter Gauweiler et al. c. Deutscher Bundestag et Bundesregierung* (aff. C-62/14) (non encore publié au *Recueil*).

9. J.-C. Bonichot, « Gouvernance économique, financière et monétaire dans l'Union européenne : le rôle de la Cour de justice », *Journal of European Court of Auditors*, septembre 2014, n° 8, p. 15.

10. Voy. G. Hufbauer, G. Wada, « Can Financiers Learn from Traders ? », *Journal of International Economic Law*, vol. 2, 1999, p. 592 et s.

I. Une marge de discrétion reconnue à l'échelon national

Dans le domaine financier, le contentieux interne de la responsabilité de la puissance publique est en premier lieu celui initié par les épargnants ou déposants et visant les autorités de régulation financière pour manquement dans le cadre de la surveillance des banques ou d'autres intermédiaires financiers. Les différents modèles nationaux ici étudiés (France, Royaume-Uni, Allemagne, Italie, États-Unis) reconnaissent tous une marge de discrétion aux autorités de régulation dans le cadre de la réalisation leur mission. Deux modèles peuvent cependant être distingués : un premier reconnaissant une marge de discrétion limitée exonérant l'autorité de toute responsabilité sauf dans des cas d'imprudence ou de négligence (A) et un second reconnaissant une marge de discrétion absolue exonérant l'autorité de toute responsabilité dès lors qu'une fonction de régulation financière est en jeu (B).

A. Une marge de discrétion limitée dans les droits français et britannique

Cette marge de discrétion limitée conférant une « franchise de responsabilité »[11] aux autorités de régulation se retrouve en particulier dans les systèmes français (1) et britannique (2) qui présentent plusieurs similarités en dépit de l'emploi de notions distinctes.

11. Voy. *infra* note 16 (conclusions du Commissaire au Gouvernement A. Seban).

1. L'exigence d'une « faute lourde » du régulateur en droit français

En droit français, l'engagement de la responsabilité des autorités de régulation s'inscrit dans le cadre plus général du droit de la responsabilité de la puissance publique au titre de ses activités de contrôle. La mise en œuvre de cette responsabilité dépend de plusieurs critères parmi lesquels, comme le soulignait déjà en 1905 le Commissaire au Gouvernement Jean Romieu dans l'affaire *Tomaso-Grecco*, « la nature du service, [l]es aléas et [l]es difficultés qu'il comporte, [la] part d'initiative et de liberté dont il a besoin »[12]. Lorsque l'activité du service est essentiellement technique et ne laisse pas une liberté de jugement aux agents en charge du contrôle, une faute simple suffit à engager la responsabilité de l'État.

La situation est cependant différente lorsque les activités de contrôle sont complexes et impliquent de laisser une marge de manœuvre suffisante à l'autorité administrative en charge du contrôle. Dans cette dernière situation, c'est le critère de la faute lourde qui a été retenu par la jurisprudence administrative. Cela a été confirmé par le Conseil d'État dans les affaires *Kechichian*[13] concernant l'ancienne Commission bancaire et *Groupe Norbert Dentressangle*[14] concernant l'ancienne Commission de Contrôle des Assurances, précédents particulièrement instructifs à cet égard. Ces deux autorités de régulation ont été depuis absorbées par la nouvelle Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), mais la solution dégagée reste toujours transposable aux deux principales autorités de régulation financière, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et l'ACPR.

Cette jurisprudence peut sembler surprenante au regard d'un mouvement général conduisant à « la mort annoncée » de la faute lourde et à « son remplacement jugé inéluctable par la faute simple »[15]. Si les arrêts *Kechichian* et *Groupe Norbert Dentressangle* ne sont pas très explicites quant aux raisons ayant conduit le Conseil d'État à mettre en œuvre le standard de la faute lourde, ils mettent en avant deux éléments. En premier lieu, les arrêts indiquent tous deux que la responsabilité de l'autorité « ne se substitue pas » à celle des établissements financiers, suggérant ainsi qu'il ne faudrait pas qu'un régime plus sévère pour les autorités de régulation ne conduise les clients de ces établissements à favoriser la recherche de la responsabilité de l'État au détriment de celle des établissements qui sont en règle générale les principaux responsables des pertes subies par les épargnants et déposants. En second lieu, le Conseil d'État a souligné que « la responsabilité que peut encourir l'État pour les dommages causés par les insuffisances ou carences [des autorités] dans l'exercice de sa mission ne peut être engagée qu'en cas de faute lourde » « eu égard à la nature des pouvoirs qui [leur] sont dévolus ».

Il faut se tourner vers les conclusions du Commissaire du Gouvernement dans l'affaire *Kechichian* afin de comprendre en quoi « la nature des pouvoirs » des autorités de régulation financière joue un rôle clé dans la détermination du régime de responsabilité. Il souligne en effet que :

> « [l]e risque, en retenant un régime de responsabilité pour faute simple, est d'ôter au contrôleur comme aux contrôlés toute marge de manœuvre et d'initiative. Aux contrôlés, parce que le contrôleur sera incité, pour tenter de se couvrir, à multiplier des contrôles tatillons ; au contrôleur parce que celui-ci ne voudra plus agir qu'à la condition d'être certain de ne pas commettre d'erreur. On peut se demander si un tel système est compatible avec l'office même de la régulation, [...] qui suppose, [...], un niveau élevé de flexibilité et de souplesse afin d'assurer une adaptation constante de la réglementation et des techniques de contrôle à une situation mouvante. La régulation exige une marge d'initiative et d'action, que contribuerait à assurer l'octroi d'une "franchise de responsabilité" »[16].

12. Pour les conclusions de Jean Romieu, voy. *Sirey*, 1905, III, p. 113.
13. CE, Assemblée, 30 novembre 2001, *Ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie c. Époux Kechichian et autres*, *Rec. Lebon*, p. 587.
14. CE, 18 février 2002, *Groupe Norbert Dentressangle* (*RFDA*, 2002, p. 754, note F. Moderne).
15. Fr. Moderne, « Responsabilité de la puissance publique et contrôle prudentiel des entreprises du secteur financier – Retour sur la jurisprudence Kechichian », in *Mélanges Paul Amselek*, Bruxelles, Bruylant, 2005, p. 598.
16. A. Seban, « La responsabilité de l'État à raison de la surveillance des banques. Maintien d'une faute lourde. Conclusions sur Conseil d'État, 30 novembre 2001 », in M.-A. Frison-Roche (dir.), *Responsabilité et régulations économiques*, Paris, Presses de Sciences-Po/Dalloz, 2007, p. 110.

En d'autres termes, la régulation financière requiert une « marge de discrétion » qui doit permettre aux autorités de s'assurer une forme de flexibilité nécessaire à la mise en œuvre de leurs missions, le juge venant sanctionner les insuffisances ou carences, pas l'opportunité de leurs politiques et choix de régulation.

2. L'exigence de la « bad faith » en droit britannique

Une solution similaire à celle dégagée par la jurisprudence française prévaut au Royaume-Uni pour ce qui concerne la responsabilité de ses deux principales autorités, la *Bank of England* et la *Financial Services Authority* (FSA). Le cas britannique présente toutefois un aspect particulier car ce sont des législations relatives à ces deux instances qui envisagent la question de leur responsabilité. Les textes précisent en effet que ces instances ainsi que leurs agents bénéficient d'une immunité pour tous les actes accomplis dans le cadre de leurs fonctions à moins que ceux-ci n'aient été réalisés de mauvaise foi (« *in bad faith* »)[17]. Un jugement rendu en 2001 par la Chambre des Lords dans l'affaire *Three Rivers v. Bank of England* a été l'occasion pour la juridiction britannique de préciser le sens de l'exception de mauvaise foi prévue dans le cadre de la législation relative à la banque centrale. Alors que la législation semble viser de façon restrictive les comportements dolosifs, la Chambre des Lords a considéré que la mauvaise foi pouvait également être caractérisée par l'imprudence caractérisée (« *recklessness* ») de l'autorité ou de ses agents sans qu'il soit nécessaire de rapporter la preuve d'une intention malveillante[18].

En ce sens, la jurisprudence britannique se rapproche de celle du Conseil d'État et elles convergent toutes deux dans l'idée que, sauf cas exceptionnels de carence, insuffisance, imprudence ou négligence avérée,

17. Pour la *Bank of England*, voy. *Banking Act 1987*, Part I, 1 (4). Pour la FSA, voy. *Financial Services and Markets Act*, Schedule I, Section 19.

18. *Three Rivers District Council v. Governor and Company of the Bank of England*, [2001] UKHL 16, § 62 (soulignant « *[r]ecklessness about the consequences, in the sense of not caring whether the consequences happen or not, will satisfy the test. In this context there is no additional element of dishonesty or bad faith that requires to be satisfied* »). Voy aussi, R. d'Ambrosio, *The ECB and NCA Liability within the Single Supervisory Mechanism*, Banca d'Italia, Suaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n° 78, 2015, p. 31 et s.

les autorités de régulation financière doivent bénéficier d'une marge de discrétion pour la réalisation de leurs missions et que les choix qu'elles réalisent dans ce cadre ne sauraient être contestés devant le juge.

B. Une marge de discrétion absolue dans les droits italien et américain

Si les approches retenues par les juridictions françaises et britanniques laissent une marge de discrétion substantielle aux autorités de régulation, le régime de responsabilité mis en œuvre au sein d'autres États, notamment en Italie (1) et aux États-Unis (2), reconnaît à ces mêmes autorités un pouvoir discrétionnaire pour tous les actes accomplis dans le cadre de leurs fonctions, leur conférant ainsi une immunité juridictionnelle *de facto* dès lors qu'elles ne contreviennent pas à des lois ou règlements précisant quelle doit être leur conduite. Cette approche est notamment mise en œuvre en Allemagne. Dans la mesure où elle a été soumise à l'examen de la Cour de Luxembourg, elle sera mentionnée ci-après lorsque sera abordée la perspective du droit de l'UE[19].

1. Le caractère intouchable des « activités discrétionnaires » du régulateur en droit italien

Il est ici utile de présenter l'approche retenue par la Cour de cassation italienne qui, dans un arrêt de 2011, a statué sur la responsabilité de la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (Cnsob), l'autorité italienne des marchés financiers, pour manquement dans sa mission de surveillance d'un intermédiaire financier. La juridiction italienne a rappelé que la responsabilité délictuelle de l'autorité peut être engagée sur le fondement de l'article 2043 du Code civil italien (qui est l'équivalent de l'article 1382 du Code civil français) dans l'hypothèse d'une faute résultant d'un manquement aux obligations auxquelles l'autorité est assujettie en vertu de la législation ou de la réglementation italienne.

Elle reconnaît dans ce cadre qu'une telle hypothèse concernerait des comportements de l'autorité qui se situeraient au-delà des « les limites

19. Voy. *Infra* II (A).

extérieures de ses activités discrétionnaires » (« *come limiti esterni alla sua attività discrezionale* »), suggérant ainsi qu'aucune action en responsabilité ne pourrait être engagée pour tous les actes relevant de telles activités discrétionnaires[20]. La démarche retenue par la jurisprudence italienne se retrouve également dans le contexte du droit fédéral américain.

2. Le caractère intouchable des « fonctions discrétionnaires » du régulateur en droit américain

Les États-Unis (ainsi que les autorités fédérales) ont longtemps bénéficié d'une immunité souveraine dans le cadre des procédures destinées à engager leur responsabilité. C'est ce que soulignait notamment la Cour suprême dès 1882 en rappelant « *the principle that the United States cannot be lawfully sued without its consent in any case* »[21]. Le régime de responsabilité de l'État fédéral a évolué avec le *Federal Tort Claims Act* (FTCA) de 1946 qui a permis aux personnes privées d'initier une action devant les juridictions fédérales pour les préjudices causés par les personnes agissant en son nom. La législation inclut toutefois une exception de « fonction discrétionnaire » (« *discretionary function* ») en précisant que la responsabilité ne pourra être recherchée pour « *[a]ny claim [...] based upon the exercise or performance or the failure to exercise or perform a discretionary function or duty on the part of a federal agency or an employee of the Government, whether or not the discretion involved be abused* »[22]. Comme l'a

20. Suprema Corte di Cassazione, Sezione III Civile, 23 mars 2011, n° 6681. (« *la attività della pubblica amministrazione, ed in particolare della CONSOB, ente pubblico di garanzia di controllo e vigilanza sul mercato dei valori mobiliari e sulla raccolta finanziaria del risparmio, deve svolgersi nei limiti e con lo esercizio dei poteri previsti dalle leggi speciali che la istituiscono, ma anche della norma primaria del neminem laedere, in considerazione dei principi di legalità imparzialità e buona amministrazione dettati dallo art. 97 della Costituzione in correlazione con lo art. 47 prima parte della Costituzione ; pertanto la Consob è tenuta a subire le conseguenze stabilite dallo art. 2043 c.c. atteso che tali principi di garanzia si pongono come limiti esterni alla sua attività discrezionale, ancorché il sindacato di questa rimanga precluso al giudice ordinario. L'illecito civile, per la sua struttura, segue le comuni regole del codice civile anche per quanto concerne la ed imputabilità soggettiva, la causalità, lo evento di danno e la sua quantificazione* »).
21. *United States v. Lee*, 106 US 196, 204 (1882).
22. 28 USC § 2680(a).

souligné la cour suprême, cette exception traduit l'objectif du Congrès « *to prevent «second-guessing» of legislative and administrative decisions grounded in social, economic, and political policy through the medium of an action in tort* »[23], c'est-à-dire répond à une conception stricte de la séparation des pouvoirs destinée à éviter à ce que le pouvoir judiciaire n'exerce son contrôle sur des choix politiques soumis, plus ou moins directement, au processus démocratique.

Dans l'affaire *Gaubert*, la Cour suprême avait à statuer sur une action en responsabilité visant l'agence fédérale des emprunts immobiliers[24] pour négligence dans la surveillance d'une institution financière texane ayant fait faillite. Afin de retenir que les activités de contrôle de l'agence fédérale étaient couvertes par l'exception de « fonction discrétionnaire », la Cour a examiné deux éléments. Elle a relevé que ces activités étaient fondées sur des « *considerations of public policy* » et qu'elles impliquaient « *an element of judgment or choice* »[25] dans la mesure où n'était pas en jeu, dans le cadre de cette action, la violation par l'autorité d'une obligation législative ou réglementaire qui imposait une conduite spécifique. Si la mission de cette agence fédérale impliquait pour la juridiction la reconnaissance à son profit d'une marge de discrétion, il faut se pencher sur le contentieux de la crise des *subprimes* afin de mettre en exergue les motivations économiques de l'immunité dont bénéficient les autorités de régulation américaines.

Dans l'affaire *Dennis J. Donahue*, une cour de district avait à statuer sur une plainte introduite par des personnes ayant réalisé des placements proposés par Bernard Madoff[26]. Celles-ci reprochaient aux employés du régulateur boursier américain, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de graves négligences dans la conduite des enquêtes concernant les sociétés de Bernard Madoff. Les investisseurs considéraient que ces comportements constituaient des violations du *Securities Exchange Act* de 1934, des règles de conduite internes de la SEC et des standards de conduite

23. *United States v. Varig Airlines*, 467 US 797, 798 (1984).
24. Il s'agissait du *Federal Home Loan Bank Board*, dorénavant remplacée depuis par la *Federal Housing Finance*.
25. *United States v. Gaubert*, 499 US 315, 316 (1991).
26. US District Court for the District of Columbia, *Dennis J. Donahue Jr. et al. v. United States of America*, Civil Action No. 10-0128 (PLF), 19 juin 2012.

professionnels pour les enquêtes financières. La juridiction a toutefois considéré que « *none of the conduct identified by the plaintiffs violated a non-discretionary duty, and all of the challenged decisions are susceptible to policy analysis* »[27]. Pour ce qui concerne la violation du *Securities Exchange Act*, la juridiction retient que cette législation indique que la SEC et les autres autorités « *shall share such information, including reports of examinations, customer complaint information, and other nonpublic regulatory information, as appropriate to foster a coordinated approach to regulatory oversight* »[28]. Elle en a déduit que l'emploi de l'expression « *as appropriate is a qualification that clearly confers discretion to determine whether, when, to what extent, and how information is to be shared in order to coordinate oversight activity* »[29]. N'ayant pas violé une disposition législative ou réglementaire relative à la conduite des enquêtes, la SEC était donc couverte par l'exception de « fonction discrétionnaire » prévue par le FTCA. Il est intéressant de relever que le juge de district a tenu à préciser les motivations profondes de cette décision, et ce, en dépit des preuves flagrantes des négligences de la SEC. Il indiqua en effet :

> « The financial losses suffered by the plaintiffs and other victims of Bernard Madoff's fraud are undeniably tragic, and a desire to hold the government accountable for the SEC's egregious and well-documented missteps is understandable. But were the plaintiffs to prevail, the SEC would become the guarantor of the investment decisions of individuals who choose to participate in regulated markets »[30].

Bien que les régimes de responsabilité soient différents, on retrouve donc une idée similaire à celle exprimée par le Conseil d'État dans l'affaire *Kechichian* lorsque celui-ci indiqua que « la responsabilité de l'État pour les fautes commises par la Commission bancaire dans l'exercice de sa mission de surveillance et de contrôle des établissements de crédit ne se substitue pas à celle de ces établissements vis-à-vis, notamment, de leurs

27. *Ibid.*
28. 15 USC § 78q (j).
29. *Dennis J. Donahue Jr. et al. v. United States of America, op. cit.*, note 26.
30. *Ibid.*

déposants »[31]. La marge de discrétion reconnue aux autorités de régulation financière vise ainsi non seulement à préserver la latitude dont ces autorités ont besoin pour la réalisation de leurs missions mais aussi à ne pas générer une forme d'aléa moral en suggérant que l'État sera le garant ultime des décisions malheureuses des investisseurs ou des établissements financiers. Cette même logique prévaut également aux échelons européen et international.

II. Une marge de discrétion respectée aux échelons européen et international

Les juridictions nationales ne sont dorénavant plus les seules à être en situation d'examiner les décisions des autorités nationales mettant en jeu une question de régulation financière telles que celles envisagées précédemment. Les engagements internationaux souscrits pas les États démultiplient en effet les possibilités de contrôle de ces décisions lorsqu'ils confèrent une compétence particulière à une juridiction internationale. Il convient dans ce cadre d'opérer une distinction entre les mécanismes de contrôle mis en place dans le contexte du marché intérieur européen (A) de ceux, plus spécifiques, relatifs à la protection des droits de l'Homme et des droits des investisseurs étrangers (B).

A. Une marge de discrétion préservée au sein du marché intérieur européen

La question qui se pose dans ce cadre est de savoir comment la CJCE/CJUE (1) et la Cour de Justice de l'Association Européenne de Libre-Échange (AELE) (2) ont appréhendé au regard du droit du marché intérieur européen des actions en responsabilité visant les autorités nationales pour des différends liés à des questions de régulation financière et si elles ont, dans ce cadre, préservé la marge de discrétion reconnue par les juridictions nationales. Il n'est donc pas encore question, à ce stade, de la responsabilité des autorités de régulation financière européennes,

31. CE, 30 novembre 2001, *Kechichian, op. cit.* note 13.

par exemple de celle des autorités européennes de surveillance[32] qui ont été établies au 1er janvier 2011[33]. Sans prétendre anticiper quelle serait la jurisprudence sur cette question, on peut néanmoins rappeler que la Cour de Luxembourg a précisé que « [l]e régime dégagé [...] en matière de responsabilité non contractuelle de la Communauté prend notamment en compte la complexité des situations à régler, les difficultés d'application ou d'interprétation des textes et, plus particulièrement, la marge d'appréciation dont dispose l'auteur de l'acte mis en cause »[34]. Il ne serait donc pas surprenant qu'elle élabore un régime de responsabilité reconnaissant une large marge de discrétion aux autorités européennes de surveillance dans le cadre de leurs missions de régulation, marge qui serait d'autant plus nécessaire afin de préserver la stabilité financière, un impératif que la CJUE a déjà eu l'occasion de mentionner dans un arrêt concernant les compétences de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF)[35].

1. La reconnaissance par la CJCE de la complexité de la régulation financière

En l'absence de contentieux visant les autorités de régulation financière européennes, c'est vers la jurisprudence européenne ayant eu à aborder des différends relatifs à la responsabilité des autorités nationales qu'il convient de se tourner. À cet égard, l'affaire *Peter Paul* jugée par la CJCE en 2004[36] constitue un précédent important dont il faut de rappeler l'origine, plus particulièrement la question de la responsabilité des autorités bancaires en droit allemand. Les législations instituant les autorités de régulation financière en Allemagne précisent que les activités de contrôle menées

32. Sur ces autorités, voy. E. Wymeersch, « The European Financial Supervisory Authorities or ESAs », in E. Wymeersch, K. J. Hopt & G. Ferrarini (eds.), *Financial Regulation and Supervision : A Post-Crisis Analysis*, Oxford, Oxford University Press, 2012, pp. 232-317.
33. Responsabilité dont le fondement serait l'article 340 al. 2 du TFUE qui précise que « [e]n matière de responsabilité non contractuelle, l'Union doit réparer, conformément aux principes généraux communs aux droits des États membres, les dommages causés par ses institutions ou par ses agents dans l'exercice de leurs fonctions ».
34. CJCE, 19 avril 2007, *Holcim c. Commission*, C-282/05 P, *Rec.* P. I-2941, § 50.
35. CJCE, 22 janvier 2014, *Royaume-Uni c. Parlement et Conseil*, C-270/12 (non encore publié au *Recueil*). Voy. aussi, R. d'Ambrosio, *op. cit.* note 18.
36. CJCE, 12 octobre 2004, *Peter Paul et e.a. c. Allemagne*, C-222/02, *Rec.* P. I-9425.

par ces autorités sont réalisées dans le seul intérêt du public[37]. Une telle disposition a pour effet de rendre inopérantes les actions en responsabilité contre ces autorités dans la mesure où une faute de ces autorités n'affecte pas les droits propres et reconnus des épargnants ou investisseurs[38]. C'est cette logique consistant à neutraliser *ex ante* toute responsabilité du régulateur qui a été contestée devant la CJCE.

L'arrêt *Peter Paul* résulte d'un renvoi préjudiciel du *Bundesgerichtshof* dans un différend opposant certains déposants d'un établissement financier allemand à l'État allemand dans le cadre d'une action en responsabilité contre ce dernier pour surveillance défaillante d'une banque par l'office fédéral de surveillance du crédit (*Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen*). Les requérants arguaient que le dispositif allemand présentait une incompatibilité avec la législation européenne relative aux systèmes de garantie des dépôts. Sur cet aspect, la CJCE a considéré que cette législation « ne peut être interprété comme s'opposant à une règle nationale selon laquelle les missions de l'autorité nationale de surveillance des établissements de crédit ne sont accomplies que dans l'intérêt général, ce qui exclut selon le droit national que les particuliers puissent demander réparation des préjudices causés par une surveillance défaillante de la part de cette autorité »[39].

La juridiction a également précisé sa position en soulignant que la réglementation bancaire « est fondée sur des considérations tenant à la complexité de la surveillance bancaire, dans le cadre de laquelle les autorités ont l'obligation de protéger une pluralité d'intérêts, parmi lesquels plus particulièrement celui de la stabilité du système financier »[40]. Elle a

37. Pour la BAFin, v. *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG)*, article 4 (4) (lequel précise : « *Die Bundesanstalt nimmt ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahr* »).
38. Sur ces aspects, voy. M. Andenas, D. Fairgrieve, « Misfeasance in Public Office : Governmental Liability and European Influences », *Yearbook of International Financial and Economic Law*, 2000-2001, p. 674 et s. ; R. Rini, La responsabilité des autorités de surveillance bancaire en Europe, Basel, Schulthess, 2008, p. 92 et s. ; P. Athanassiou, *Financial Sector Supervisors' Accountability – A European Perspective*, ECB Legal Working Paper Series, n° 12, août 2011, p. 20 et s. ; M. Tison, « Do Not Attack the Watchdog ! Banking Supervisor's Liability after Peter Paul », *Common Market Law Review*, vol. 42, 2005, p. 674 et s.
39. CJCE, *Peter Paul et e.a. c. Allemagne*, *op. cit.* note 36, § 32. Voy. aussi § 47.
40. *Ibid.*, § 44.

ainsi implicitement reconnu que l'efficacité de l'action des autorités de régulation financière exige une flexibilité et une certaine marge de liberté devant échapper au contrôle juridictionnel.

2. La reconnaissance par la Cour de Justice l'AELE d'une marge de discrétion étendue dans un contexte de crise systémique

La Cour de Justice de l'Association Européenne de Libre-Échange (AELE) a eu récemment à connaître d'un différend soulevant des questions connexes à celles de l'affaire *Peter Paul* et qui présente de surcroît l'intérêt particulier de porter sur des choix opérés par les autorités nationales dans un contexte de crise financière. L'affaire dite « *Icesave* » et opposant l'Autorité de surveillance de l'AELE à l'Islande[41] trouve son origine dans la crise financière que traversa l'Islande en 2008.

En 2006, la banque islandaise *Landsbanki Islands* installa de nouvelles activités au Royaume-Uni et au Pays-Bas permettant d'ouvrir des comptes de dépôts en ligne dans ces deux pays, ces activités étant commercialisées sous la marque *Icesave*[42]. La crise financière de 2008 provoqua au Royaume-Uni une méfiance des déposants qui retirèrent en masse leurs dépôts des comptes *Icesave* entre février et avril 2008[43]. La question de l'indemnisation des déposants britanniques et néerlandais se posa de façon d'autant plus problématique que la banque *Landsbanki Islands* fit faillite et fut mise sous tutelle par l'autorité des marchés financiers islandaise en octobre 2008, situation qui s'aggrava par la suite dans la mesure où 93 % du secteur bancaire islandais était défaillant en décembre 2008[44].

Sans entrer dans les détails de ce contentieux qui mettait en jeu la coordination des différents mécanismes de garantie des dépôts des États concernés résultant de la directive 94/19[45], il était principalement reproché à l'Islande par l'Autorité de surveillance de l'AELE de ne pas avoir indemnisé l'ensemble des déposants d'*Icesave* alors que les résidants islandais avaient été indemnisés par l'État au-delà de ce que permettait le fonds

41. EFTA Court, 28 janvier 2013, *EFTA Surveillance Authority v. Iceland*, E-16/11.
42. *Ibid.*, § 27.
43. *Ibid.*, § 28.
44. *Ibid.*, § 34-46.
45. *JOCE*, L 135, 31 mai 1994, p. 5.

de garantie et d'avoir violé une obligation de non-discrimination figurant dans la directive et l'article 4 de l'Accord sur l'Espace Économique Européen (EEE) en choisissant d'indemniser en priorité les résidants islandais. Le caractère exceptionnel de cette crise, qualifiée par la cour de « *such an enormous event* »[46] avait en effet épuisé les fonds d'indemnisation qui avaient été constitués dans le cadre du droit islandais en application de la directive 94/19.

Pour la Cour de Justice de l'AELE, si la directive 94/19 impose aux États une obligation de contrôler le système de garantie des dépôts, on ne peut en déduire une obligation pour les États de mettre en œuvre une compensation de substitution si le système de garantie « *is unable to cope with its obligations under exceptional circumstances such as in a systemic crisis* »[47]. Afin d'appuyer sa position, la juridiction ne manque pas de soulever les risques d'aléa moral que pourrait générer une solution inverse car, comme le rappelle le préambule de la directive, « il ne conviendrait pas d'imposer [...] un niveau de protection qui, dans certains cas, pourrait avoir pour effet d'inciter à une mauvaise gestion des établissements de crédit »[48]. La cour en appelle même aux travaux du Prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz qui soulignait que « *the more and better insurance that is provided against some contingency, the less incentive individuals have to avoid the insured event, because the less they bear the full consequences of their actions* »[49].

Pour ce qui concerne la demande relative à l'existence d'une discrimination entre les déposants islandais et ceux des établissements britanniques et néerlandais, la cour relève qu'il résulte de la directive et de l'Accord sur l'EEE une obligation pour chaque système de garantie de ne pas discriminer entre les différents déposants, par exemple en allouant des indemnisations distinctes selon leur nationalité[50]. Les États ne violent pas une telle obligation de non-discrimination lorsqu'ils choisissent d'indemniser leurs résidants au-delà de ce que la directive prescrit afin d'assurer la stabilité

46. EFTA Court, *EFTA Surveillance Authority v. Iceland*, *op. cit.* note 41, § 161.
47. *Ibid.*, § 148.
48. Directive 94/19, préambule, cons. n° 16.
49. Voy. EFTA Court, *EFTA Surveillance Authority v. Iceland*, *op. cit.* note 41, § 167 (citant « Risk, Incentives and Insurance : The Pure Theory of Moral Hazard », *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, vol. 8, n° 26, 1983, pp. 4-33, spec. p. 6).
50. *Ibid.*, § 210.

du système financier national. À cet égard, il est intéressant de relever que la cour a pris soin de pris soin, en conclusion, de reconnaître aux États membres de l'EEE « a *wide margin of discretion in making fundamental choices of economic policy in the specific event of a systemic crisis* » et que de telles circonstances « *would have to be taken into consideration as a possible ground for justification* »[51]. Cela suggère ainsi que la marge de discrétion nécessaire aux autorités publiques en matière de régulation financière est de dimension variable selon la gravité du contexte économique.

B. Une marge de discrétion défiée dans le cadre des mécanismes de protection des droits de l'homme et des investisseurs étrangers

Principalement deux types de mécanismes internationaux de protection des personnes privées ont émergé au cours des dernières décennies, lesquels diffèrent dans leurs objectifs tout en présentant quelques similarités quant à la substance des droits qui sont garantis : ceux relatifs à la protection des droits de l'homme, au premier rang desquels le système de la Convention européenne des Droits de l'Homme (CEDH) (1), et ceux se rapportant à la protection des droits des investisseurs étrangers, en particulier par le biais de mécanismes d'arbitrage État/investisseur tel que celui du CIRDI (2). Ces mécanismes ont été sollicités par des particuliers afin de contester directement devant des instances juridictionnelles internationales certaines décisions des autorités nationales en amont ou en aval de la crise financière des crédits hypothécaires.

1. La jurisprudence bienveillante de la CEDH en matière de politique économique

La protection de la propriété par l'article 1 du protocole additionnel n° 1 de la CEDH a ouvert la voie à un contentieux de nature économique devant la cour de Strasbourg susceptible de remettre en question les décisions des autorités nationales, en particulier dans le domaine de la régulation du secteur financier. L'affaire de la nationalisation de la banque anglaise *Northern Rock* constitue un précédent d'autant plus intéressant qu'il a permis de soumettre à l'examen de la cour les choix opérés par les autorités britanniques dans le contexte très tendu de la crise financière des *subprimes*.

Spécialisée dans les crédits immobiliers, la banque *Northern Rock* fit face pendant l'été 2007 à des problèmes de liquidité qui, lorsqu'ils ont été rendus publics, ont conduit certains de ses clients à retirer près de 20 % des dépôts conservés par la banque dans un délai de trois jours[52]. Face au risque d'une faillite précipitée de cette institution susceptible de se répercuter sur l'ensemble du secteur financier, les autorités britanniques lui ont consenti des prêts qui se sont révélés insuffisants afin de résorber ses difficultés. Après avoir envisagé des possibilités de reprise par d'autres banques, les autorités ont finalement choisi de nationaliser la banque en février 2008. Les textes adoptés relatifs à la procédure d'indemnisation des actionnaires de *Northern Rock* indiquaient que l'évaluateur devait tenir compte du fait qu'elle n'était plus en activité et sous administration judiciaire[53]. L'évaluateur a conclu en décembre 2009 que la valeur résiduelle de *Northern Rock* était nulle et qu'aucune indemnisation ne devait être versée aux actionnaires, et ce, alors que les titres étaient cotés à 0,90 £ au moment de la nationalisation. L'évaluation retenue visait donc à éviter que ne soit intégrée dans l'indemnisation versée aux actionnaires la valeur additionnelle résultant des prêts consentis par les autorités britanniques[54]. Certains actionnaires ont, dans ce contexte, initié des recours devant les juridictions britanniques afin de contester l'iniquité de la procédure d'évaluation dans la mesure où le mandat de l'évaluateur empêchait la prise en compte de l'ensemble des faits pertinents[55]. C'est à l'issue des procédures devant les juridictions nationales que la cour de Strasbourg fut saisie. Les requérants invoquaient une violation du droit à la protection de leurs biens car le Royaume-Uni avait adopté un dispositif d'indemnisation qui imposait de considérer que la banque n'était plus en activité et sous administration judiciaire et qui présumait que l'assistance financière du Royaume-Uni serait finalement soustraite à la banque.

51. *Ibid.*, § 227 (nous soulignons).

52. Pour un rappel détaillé des faits de l'affaire de la nationalisation de *Northern Rock*, voy. CEDH, 10 juillet 2012, *Dennis Grainger and others v. United Kingdom*, n° 34940/10, § 3 et s.

53. *Ibid.*, § 16, 27.

54. *Ibid.*, § 42.

55. *Ibid.*, § 19.

Rappelant qu'une large marge d'appréciation doit être reconnue à l'État lorsqu'il s'agit de mesures générales relevant de la politique économique ou sociale, la cour a fait montre d'une forme de déférence vis-à-vis des autorités nationales en considérant que celles-ci « *are in principle better placed than the international judge to appreciate what is in the public interest on social or economic grounds, and the Court will generally respect the legislature's policy choice unless it is «manifestly without reasonable foundation»* »[56]. Pour la cour, les objectifs d'intérêt général poursuivis par les autorités britanniques dans le cadre des mesures d'assistance financière et de la nationalisation de *Northern Rock* sont claires et résultent d'un subtile équilibre : il s'agit, d'une part, de protéger le système financier britannique ainsi que de maintenir la confiance des déposants et, d'autre part, éviter que de telles décisions ne viennent générer un aléa moral suggérant que l'État se positionnerait en garant ultime des défaillances du secteur financier[57]. C'est pourquoi il ne peut résulter de l'article 1 du protocole additionnel n° 1 un devoir pour les États d'assurer la fonction de « prêteur en dernier ressort » (« *lender of last resort* ») et que ces derniers doivent dans le cadre de tels choix bénéficier d'une large de manœuvre. La cour souligne d'ailleurs dans cette affaire que « *given the exceptional circumstances prevailing in the financial sector, both domestically and internationally, at the relevant time, a wide margin of appreciation is appropriate* »[58]. De façon assez surprenante, la cour en a conclu que la requête introduite par les actionnaires était irrecevable parce que manifestement mal fondée et n'a pas examiné la proportionnalité de la mesure britannique alors que celle-ci semblait contestable, plus dans sa forme que dans le résultat auquel elle a abouti.

56. *Ibid.*, § 36.
57. *Ibid.*, § 42 (« *the Government's objective throughout its dealings with Northern Rock during this period was to protect the United Kingdom's financial sector. As part of this policy, they aimed to maintain depositor confidence in the safety of placing money with banks. On the other hand, however, they also sought to avoid encouraging the management boards of other financial institutions from making bad business decisions on the assumption that the State would provide a safety net* »).
58. *Ibid.*, § 39.

2. L'hypothèse de l'arbitrage d'investissement

Les mécanismes permettant à un investisseur étranger d'attraire un État devant un tribunal arbitral pour statuer sur la violation de ses droits (que ceux-ci soient garantis par un traité de protection des investissements ou qu'ils résultent du droit international coutumier) connaissent un succès fulgurant depuis la fin des années 1990. Dans le domaine financier, deux types de contentieux impliquant des choix de régulation financière sont susceptibles d'être envisagés : le contentieux de la restructuration de la dette souveraine et celui visant les autorités de régulation financière pour défaut dans la surveillance des intermédiaires financiers. Les différends relatifs à la restructuration de la dette souveraine se focalisent principalement sur la question de savoir dans quelle mesure ce type d'investissement peut être considéré comme un investissement protégé, ce qui est un problème de compétence[59], et n'a pas encore donné lieu à une décision au fond appréciant la légalité de la décision de restructuration. Le contentieux impliquant les autorités de régulation financière n'est, quant à lui, que balbutiant, mais il donne l'occasion de s'interroger sur la question de savoir si la jurisprudence des tribunaux arbitraux a des chances de converger ou non avec celles des juridictions nationales, à savoir si elle devrait reconnaître ou non aux autorités de régulation une marge de discrétion dans le cadre de la réalisation de leurs missions[60].

Dans l'affaire *Renée Rose Levy de Levi c. Pérou*, il était question pour l'investisseur de contester la décision prise par les autorités bancaires péruviennes d'ordonner la fermeture de la Banco Nuevo Mundo compte tenu de son incapacité à honorer ses obligations financières. L'investisseur actionnaire de cette banque contesta cette décision au motif, *inter alia*, que les autorités s'étaient montrées passives en amont de la décision litigieuse et

59. Voy. par exemple, CIRDI, *Postová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8, sentence du 9 avril 2015.
60. Un contentieux État/investisseur consistant à contester les actions ou omissions d'une autorité de régulation financière pose un ensemble d'autres questions, telle celle de savoir dans quelle mesure le comportement d'une autorité de régulation – en général indépendante – est attribuable ou non à l'État mais elles ne concernent pas directement le problème central qu'est l'office du régulateur. Sur la question de l'attribution, voy. R. Bismuth, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 171 et s.

n'avaient pas fait preuve de diligence ni pris les mesures nécessaires afin de prévenir, en aval, un retrait massif des dépôts. Il était également reproché à l'État péruvien de ne pas avoir empêché les retraits massifs qui ont été entrepris par les entreprises d'État, ce qui accéléra la défaillance de l'établissement. Le tribunal n'a pas été très prolixe sur les raisons l'ayant conduit à rejeter la demande de l'investisseur sur ce point, en soulignant simplement que « *the alleged failure of the authorities to prevent the run on the bank is not clear* » et que les autorités bancaires « *did not have a legal obligation to act in the manner suggested by the Claimant* »[61]. Le tribunal a semblé, par sa démarche, suggérer que son rôle n'était pas de s'immiscer dans les choix politiques du régulateur et, d'ailleurs, il a également relevé dans la sentence que « *it is unacceptable for an Arbitral Tribunal to «step into the shoes» of any organ and to «second-guess» its actions* » et que « *an Arbitral Tribunal cannot substitute itself for a State organ or convert itself into an appeals body to examine acts or decisions of the relevant authorities* »[62]. Ces termes font d'ailleurs penser à ceux de la Cour suprême américaine qui a souligné que la *discretionary function exception* du FCTA avait pour objectif « *to prevent «second-guessing» of legislative and administrative decisions* »[63]. Il semble toutefois étrange que le tribunal ait souligné à propos des actions que l'investisseur reprochait aux autorités de ne pas avoir prises que « *the effects of the suggested action – had it been taken – would not necessarily have benefited [Banco Nuevo Mundo]* »[64]. Cela suggère en effet que le tribunal a évalué les potentiels effets économiques d'une décision résultant d'un choix politique. Il est donc délicat tirer des conclusions de cette affaire bien qu'elle ne remette pas fondamentalement en cause l'idée selon laquelle les régulateurs financiers doivent bénéficier d'une certaine marge de discrétion.

Un autre contentieux qui, quant à lui, n'en est qu'à ses débuts est susceptible de conduire un tribunal arbitral à examiner de façon beaucoup plus approfondie cette question. L'affaire est d'autant plus intéressante qu'elle résulte des agissements d'un intermédiaire financier – Robert Allen Stanford – dont les fraudes (il s'agissait dans ce cas d'un

61. CIRDI, *Renée Rose Levy de Levi v. Republic of Peru*, ICSID Case No. ARB/10/17, sentence du 26 février 2014, § 378.
62. *Ibid.*, § 161.
63. *United States v. Varig Airlines*, 467 US 797, 798 (1984).
64. *Renée Rose Levy de Levi v. Republic of Peru*, *op. cit.* note 61, § 378.

montage à la « Ponzi ») ont généré des actions aux États-Unis contre la SEC pour négligence dans le cadre de l'activité de régulation[65]. Ces actions, fondées sur le FTCA, ont été rejetées par les juridictions américaines au motif que les agissements litigieux entraient justement dans le cadre de la *discretionary function exception*[66]. Plusieurs requêtes en arbitrage ont été introduites par des investisseurs étrangers contre les États-Unis[67].

Sur les différentes violations qui sont alléguées, deux retiennent plus spécifiquement l'attention. La première résulte de l'article 1105 de l'ALENA prescrivant que les investissements étrangers doivent recevoir une pleine et entière protection et sécurité (PEPS), lequel standard aurait été violé par les États-Unis compte tenu des négligences de la SEC qui avaient été pourtant informée de problèmes sérieux impliquant cet intermédiaire financier. S'il est admis que le standard PEPS ne se limite pas à la prise en compte de la sécurité strictement physique de l'investissement[68] et, plus largement, « *implies a State's guarantee of stability in a secure environment, both physical, commercial and legal* »[69], on peut se demander si cela inclut une obligation de *due diligence* impliquant que l'autorité de régulation enquête de façon poussée sur l'ensemble des intermédiaires financiers dont les activités apparaissent litigieuses. Pour répondre à cette question, les tribunaux arbitraux pourraient s'en remettre aux solutions prescrites par certains standards internationaux[70]. Les *Principes fondamentaux pour*

65. Voy. l'enquête de la SEC à la suite de ce scandale, SEC, *Report of Investigation – Investigation of the SEC's Response to Concerns Regarding Robert Allen Stanford's Alleged Ponzi Scheme*, Case No. OIG-526, 31 mars 2010.
66. US Court of Appeals (5th Circuit), *Reuel Anderson et al. v. United States of America*, Civil Action No. 13-30897, 14 avril 2014 (« *Plaintiffs-Appellants have not identified any mandatory obligations violated by SEC employees in the performance of their discretionary duties, nor alleged any facts sufficient to overcome the strong presumption that the SEC's decision not to pursue Stanford, however regrettable, was not grounded in policy considerations* »).
67. Accessibles sur le site <www.naftaclaims.com> (affaire « *Stanford Frad Victims* »).
68. Voy. C. Schreuer, « Full Protection and Security », *Journal of International Dispute Settlement*, 2010, p. 1 et s. ; M. Malik, *The Full Protection and Security Standard Comes of Age : Yet Another Challenge for States in Investment Treaty Arbitration ?*, International Institute for Sustainable Development, novembre 2011, 14 p.
69. CIRDI, *Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No. ARB/05/22, sentence du 24 juillet 2008, § 729.
70. Il faut toutefois souligner que ces standards ont été établis par les autorités de régulation elles-mêmes et il n'est donc pas étonnant que les règles prescrites leur soient très

un contrôle bancaire efficace adoptés par le Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire, qui constitue le standard international en matière de contrôle bancaire, indiquent qu'il doit être établi une « protection juridique de l'autorité de contrôle et de son personnel contre d'éventuelles poursuites pour des actes ou omissions accomplis en toute bonne foi dans l'exercice de leurs fonctions »[71]. Les *Objectives and Principles of Securities Regulation* adoptées par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs recommandent similairement qu'une « *adequate legal protection for regulators acting bona fide [...] would be qualified immunity from personal liability for actions taken in good faith within the scope of regulator's authority* »[72]. Le standard établi par ces instruments, dont il faut rappeler qu'ils ne sont que de la *soft law*, est donc celui de la mauvaise foi, ce qui rejoint d'ailleurs les solutions prescrites par les droits français et britannique en matière de responsabilité des autorités de régulation[73]. Sans se pencher sur la question de savoir si le seuil critique de la mauvaise foi a été atteint par la SEC dans l'affaire Stanford, il serait particulièrement délicat pour un tribunal arbitral de mettre en œuvre un standard plus protecteur pour l'investisseur. En effet, cela reviendrait à suggérer que, par le biais de ces mécanismes d'arbitrage, l'État offre une garantie implicite aux décisions malheureuses des investisseurs ce qui serait susceptible de générer une forme d'aléa moral. Il faut aussi souligner, si l'on se réfère à la théorie des attentes légitimes de l'investisseur, que ce dernier doit nécessairement avoir à l'esprit le risque auquel il s'expose dès lors qu'il accepte de réaliser des placements dont les rendements sont très élevés, donc très risqués.

La seconde violation alléguée qui mérite de retenir l'attention est celle relative à l'obligation de traitement national (article 1102 de l'ALENA). Les requêtes des investisseurs soulignent en effet que l'inaction de la SEC résulte du fait que celle-ci avait relevé que la majorité des investisseurs concernés par ces fraudes étaient étrangers (notamment d'Amérique latine) ce qui aurait conduit la SEC à mettre en œuvre des contrôles plus restreints. Si elle était avérée, une telle pratique serait incontestablement discriminatoire, mais elle ne constituerait pas nécessairement une violation du traitement national. En effet, l'article 1102(1) de l'ALENA prescrit que l'État doit accorder aux investisseurs « un traitement non moins favorable que celui qu'elle accorde, dans des circonstances analogues, à ses propres investisseurs, en ce qui concerne l'établissement, l'acquisition, l'expansion, la gestion, la direction, l'exploitation et la vente ou autre aliénation d'investissements ». En premier lieu, la question se pose dès lors de savoir si le contrôle exercé par les autorités de régulation financière entre dans l'une de ces catégories. En second lieu, si la réponse à la question précédente était positive, il faut relever que, dans son essence même, le contrôle du régulateur est discriminatoire puisqu'il doit nécessairement se réaliser sur la base de technique aléatoire d'échantillonnage. Il faudrait dès lors déterminer si le critère de la nationalité des investisseurs dans la mise en œuvre des contrôles aléatoires se justifie (par exemple au regard du volume plus limité de ces investissements par rapport aux investissements domestiques) ou est, au contraire, suspect. Telles seront les questions sur lesquelles le tribunal arbitral aura à statuer dans cette affaire qui se trouve à la confluence du droit international de l'investissement et des droits administratifs nationaux.

favorables. Voy. M. Tison, *op. cit.* note 38, p. 644 (« *[i]t goes without saying that prudential supervisors themselves favour some immunity from liability in the discharge of their duties [...] it should be stressed that the Core Principles as adopted by the Basel Committee primarily emanate from the supervisory authorities themselves, who have an evident self-interest in promulgating (partial) immunity from liability as a good standard for prudential regulation* »).

71. CBCB, *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, septembre 2012, p. 25 (Principe 2, Critère n° 9).

72. OICV, *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, FR08/11, septembre 2011 (version révisée août 2013), p. 29.

73. Voy. *supra* (I) (A).