

AGENCES DE NOTATION, DETTE SOUVERAINE ET LIBERTÉ D'EXPRESSION – QUELQUES RÉFLEXIONS SUR LA LÉGALITÉ (ET L'OPPORTUNITÉ) D'UN CONTRÔLE EUROPÉEN DES NOTATIONS SOUVERAINES NON SOLLICITÉES

Régis BISMUTH*

TABLE DES MATIÈRES

I.	La liberté d'expression, forteresse préservant la notation souveraine non sollicitée	92
A.	La notation souveraine non sollicitée du point de vue de son auteur : une évaluation constitutive d'une opinion.....	93
1.	Les éléments quantitatifs et qualitatifs, matière première de l'évaluation	93
2.	La nature subjective du processus d'évaluation	95
B.	La notation souveraine non sollicitée : une opinion bénéficiant d'une large protection	96
1.	Une distinction entre opinions et informations cruciale pour les agences de notation	96
2.	Une protection des opinions subordonnée à une double exigence à laquelle répondent les notations souveraines non sollicitées	97
II.	La liberté d'expression, forteresse vulnérable permettant un encadrement du processus de notation souveraine non sollicitée	100
A.	Une activité de notation souveraine désormais sous contrôle au sein de l'UE	100
1.	La notation souveraine, absente des premières réglementations européennes des agences de notation...	100
2.	Un nouveau dispositif d'encadrement des notations souveraines résultant du règlement 462/2013.....	102
B.	Un contrôle de la notation souveraine partiellement justifiable du point de vue de la liberté d'expression	106

* Professeur de droit public à l'Université de Poitiers (CECOJ).

1. Une question de compatibilité à la liberté d'expression quasiment ignorée des institutions européennes..... 106
2. Des restrictions à la notation souveraine partiellement justifiables 107

L'été 2011 restera sans conteste une période historique pour l'euro, tant du point de vue des tensions générées par la crise grecque menaçant même son existence²¹⁵ que de celui des avancées réalisées afin de renforcer la gouvernance et la solidarité économique et financière de la zone euro²¹⁶. L'adoption d'un nouveau plan de sauvetage de la Grèce alors en discussion était suspendue à l'accord des États membres de la zone euro, des institutions européennes et du FMI, mais était également menacée par les réactions défavorables des agences de notation. En particulier, l'abaissement par l'agence Moody's de la note du Portugal de quatre crans intervenue le 5 juillet 2011, plaçant la dette souveraine portugaise dans la catégorie des titres « spéculatifs »²¹⁷, a fait vaciller les bourses européennes au point de compromettre la soutenabilité des mécanismes de sauvetage dont bénéficiaient certains États²¹⁸. L'agence soulignait alors que le Portugal n'était pas en mesure de tenir ses engagements en matière de réduction des déficits pris envers l'UE et le FMI, renforçant ainsi la probabilité d'un nouveau plan d'aide nécessitant une « participation du secteur privé »²¹⁹ – expression généralement employée afin de désigner pudiquement la décote (aussi appelée *haircut*) acceptée par les créanciers privés. En d'autres termes, le Portugal présentait aussi le risque de faire défaut. Une décision similaire de rétrogradation de Moody's est intervenue une semaine plus tard pour l'Irlande, dont les titres ont été également classés dans la catégorie spéculative²²⁰. Le lendemain, l'agence Fitch dégradait de trois crans la note de la Grèce²²¹ au moment où, par ailleurs, Moody's prenait la décision

215. V. en particulier les deux déclarations de l'Eurogroupe du 2 juillet 2011 et du 11 juillet 2011 [<http://eurozone.europa.eu>]. V. aussi, CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE, *Déclaration des chefs d'États ou de gouvernement de la zone euro et des institutions de l'UE*, Bruxelles, 21 juillet 2011, EUCO 23/11, D/11/5.

216. C'est en effet le 11 juillet 2011 que les représentants des États membres de la zone euro ont signé à Bruxelles le Traité instituant le Mécanisme Européen de Stabilité (MES).

217. MOODY'S INVESTOR SERVICE, *Key Drivers of Moody's Decision to Downgrade Portugal to Ba2 from Baa1*, 5 juillet 2011 <www.moody.com>.

218. L'agence Moody's avait également décidé d'abaisser la note de plusieurs banques portugaises deux jours après la décision concernant la dette portugaise. Sur cet épisode, v. Claire GATINOIS, « Moody's sème la pagaille sur les bourses », *Le Monde*, 10-11 juillet 2011, p. 14.

219. MOODY'S INVESTOR SERVICE, préc., note 217.

220. MOODY'S INVESTOR SERVICE, *Key Drivers of Moody's Decision to Downgrade Ireland to Ba1 from Baa3*, 12 juillet 2011 <www.moody.com>.

221. FITCH RATINGS, *Fitch Downgrades Greece to 'CCC'*, 13 juillet 2011 <<http://www.fitchratings.com>>.

de placer les obligations américaines sous surveillance en vue d'un éventuel abaissement²²².

Face aux effets dévastateurs de ces annonces et au risque accru de contagion de la crise de la zone euro qu'elles génèrent, les réactions des autorités et, plus largement, de la classe politique ont été nombreuses et vigoureuses. Chose rare, elles ont permis de souder les institutions de l'UE et ses États membres autour d'une position unanime : coupables de ne pas avoir prédit la crise des crédits hypothécaires, les agences seraient dorénavant coupables de précipiter la zone euro à sa perte par des décisions inopportunes et injustifiables²²³. C'est dans ce contexte tendu qu'ont été débattues plusieurs propositions – celles-ci ne faisant plus l'unanimité – visant à mieux encadrer les notations souveraines. Les pistes relatives à la création d'une agence publique européenne de notation qui aurait été liée à la BCE et aurait eu pour fonction de briser l'oligopole des trois principales agences ont finalement été rejetées après avoir été accueillies avec un certain cynisme par les marchés²²⁴. Cette éventualité a toutefois été récemment réactivée pour les notations souveraines²²⁵. Les propositions visant à limiter la liberté de ces agences en matière de notation souveraine méritent cependant d'être évoquées plus en détail, non seulement parce qu'elles ont été subséquemment intégrées – certes pas dans leur forme initiale – dans la réglementation européenne, mais aussi car elles sont plus profondément révélatrices d'une certaine frilosité et d'un esprit de censure à contre-courant des traditions européennes en matière de liberté d'expression

222. MOODY'S INVESTOR SERVICE, *Moody's Places US Aaa Government Bond Rating and Related Ratings on Review for Possible Downgrade*, 13 juillet 2011 <www.moody.com>.

223. Marie DE VERGÈS, « La bronca contre les agences de notation s'intensifie », *Le Monde*, 8 juillet 2011, p. 16. Sur ces aspects, v. aussi, INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers : Evidence from the European Debt Crisis*, IMF Working Paper WP/11/68, Mars 2011 <<http://www.imf.org>>.

224. Cette proposition avait été formulée en mars 2010 par Jean-Claude Juncker qui était alors président de l'Eurogroupe. Elle a finalement été rejetée par la Commission européenne en septembre 2011. V. « European Leaders Rail Against 'Oligopoly' of Rating Agencies », *The Independent*, 8 juillet 2011 ; « Brussels Dilemma over Rating Agencies », *Financial Times*, 8 juillet 2011, p. 2 ; « La Commission rejette l'idée d'une agence de notation européenne », 9 septembre 2011 <<http://www.euractiv.fr>>.

225. Elle est évoquée dans le préambule du règlement 462/2013 du 21 mai 2013 (v. *infra* (II)(A)) qui indique que « la Commission devrait soumettre au Parlement européen et au Conseil un rapport sur l'opportunité et les moyens d'aider une agence européenne publique de notation de crédit, qui se chargerait d'évaluer la qualité de crédit de la dette souveraine des États membres et/ou une fondation européenne pour la notation de crédit, qui se chargerait de toutes les autres notations de crédit » (par. 43). Le règlement précise que ce rapport devra être remis avant le 31 décembre 2014 (Article 39 ter (1) du règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013).

telles que reflétées par les exigences résultant de la Convention européenne des droits de l'homme (CEDH).

Au-delà de quelques propositions isolées et extrêmes visant à interdire les agences de notation²²⁶, la principale initiative provint de la Commission européenne. Michel Barnier, commissaire au marché intérieur et services, proposa alors d'interdire aux agences de noter la dette souveraine d'États faisant l'objet d'un plan d'aide international²²⁷. Cette préconisation assez radicale dans son esprit mais qui peut s'expliquer compte tenu de la tension vécue par la zone euro en juillet 2011, a toutefois rapidement suscité plusieurs oppositions. En particulier, un rapport de la Chambre des Lords dédié aux notations souveraines et publié quelques jours après la réaction du commissaire européen souligna que « [t]he suggestion [...] that sovereign debt ratings should be suspended for countries in international financial assistance programmes is wholly impractical and smacks of censorship »²²⁸, mettant ainsi le doigt – sans plus de développements – sur un problème juridique bien spécifique et largement ignoré des débats au sein des institutions européennes.

Si une telle limitation en matière de notations souveraines peut être critiquée du point de vue de son opportunité politique dans la mesure où elle revient à vouloir « supprimer le thermomètre pour guérir la fièvre du souverain »²²⁹ ou abattre le colporteur de mauvaises nouvelles plutôt que de s'attaquer à leurs causes²³⁰, elle peut l'être également du point de vue de sa légalité car elle n'apparaît *prima facie* pas compatible avec les standards de liberté d'expression en vigueur en Europe ou aux États-Unis. Ce dernier État est ici mentionné car les trois principales agences de notation (Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings) y ont leur siège²³¹, ce qui est susceptible de limiter l'efficacité d'une réglementation strictement européenne ou de remettre en question sa compatibilité avec les règles américaines²³². La question de

226. Yves-Charles ZARKA, « La dictature des marchés à l'âge de la servilité de l'État », *Le Figaro*, 19 juillet 2011, p. 19.

227. Mathieu ROSEMAIN, « Bruxelles accroît la pression sur les agences de notation », *Les Échos*, 12 juillet 2011, p. 6; Marie DE VERGÈS, « Bruxelles veut brider les agences de notation », *Le Monde*, 13 juillet 2011, p. 16.

228. HOUSE OF LORDS, *Sovereign Credit Ratings: Shooting the Messenger?*, European Union Committee, 21st Report of Session 2010-12, 21 juillet 2011, p. 4, p. 15, n° 39.

229. Jean-Jacques OHANA, Steeve OHANA, « Les agences de notation, coupables, forcément coupables », *La Tribune*, 13 juillet 2011, p. 27. V. aussi, Isabelle COUET, « Il est dangereux de casser le thermomètre en période de crise », *Les Échos*, 5 juillet 2011, p. 31.

230. Pour reprendre le titre du rapport de la Chambre des Lords (préc., note 228).

231. La situation de Fitch Ratings est plus particulière car cette agence dispose également d'un siège social à Londres en sus de celui se situant à New York.

232. La Chambre des Lords mentionnait d'ailleurs que la proposition de Michel Barnier « is wholly impractical given that all of the "big three" agencies are headquartered in the

l'applicabilité des règles relatives à la liberté d'expression semble d'autant plus de circonstance que de nombreux liens et analogies peuvent être réalisés entre les agences de notation et les activités journalistiques qui bénéficient d'ailleurs d'une protection renforcée en matière de liberté d'expression²³³. Il existe des liens capitalistiques importants entre certaines agences de notation et le secteur des médias²³⁴, et le modèle économique des agences s'apparentait à l'origine à celui de la presse dans la mesure où l'investisseur payait pour obtenir l'information²³⁵. Le travail de recherche d'information, d'évaluation et de synthèse réalisé par les agences peut se rapprocher de celui des journalistes, certaines agences recrutant d'ailleurs des professionnels du secteur pour la réalisation de leurs publications²³⁶. Enfin, à l'instar des journalistes, les agences de notation invoquent systématiquement, tel un bouclier, leur droit à la liberté d'expression lorsque leur responsabilité est recherchée par des investisseurs ayant suivi leurs évaluations avérées erronées ou des émetteurs s'estimant lésés par des notations à leurs yeux trop sévères²³⁷.

Des doutes peuvent donc légitimement s'exprimer sur la légalité des premières propositions de la Commission cherchant à réduire au silence ces agences dans le cadre de notations souveraines visant des États faisant l'objet d'un plan d'aide international. Ils le peuvent d'autant plus que la réglementation finalement adoptée le 21 mai 2013 par le biais du règlement 462/2013²³⁸ s'avère plus restrictive puisque, pour n'évoquer que l'un de ses éléments essentiels, elle impose aux agences de ne pas publier plus de trois notations souveraines

US» (HOUSE OF LORDS, préc., note 228, p. 15, n° 39).

233. Sur ces aspects, v. Régis BISMUTH, « Le développement de standards professionnels pour les journalistes dans la jurisprudence de la Cour européenne des Droits de l'Homme », (2010) *Revue Trimestrielle des Droits de l'Homme* 39.

234. L'agence Fitch Ratings est détenue à 50 % par le groupe de presse Hearst Corporation. Standard & Poor's est une filiale du groupe McGraw-Hill Financial, très largement impliqué dans le secteur des médias. Sur ces aspects, v. Samuel DIDIER, Nicolas WEILL, *Les dessous du Triple A – Agences de notation: Récit de l'intérieur*, Montreuil, Omniscience, 2012, p. 85.

235. D'ailleurs, John Moody, qui créa l'agence Moody's, était à l'origine un journaliste financier. Norbert GAILLARD, *Remettre la notation financière à sa juste place*, Institut Montaigne, Juillet 2012, p. 9.

236. S. DIDIER, N. WEILL, préc., note 234, p. 87.

237. Pour un panorama de ce contentieux aux États-Unis, v. Caleb DEATS, « Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation », (2010) 110 *Columbia Law Review* 1818; Theresa NAGY, « Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation », (2009) 94 *Minnesota Law Review* 140.

238. Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le Règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *JOUE*, 31 mai 2013, L 146/1.

non sollicitées chaque année, que les États en question fassent ou non l'objet d'un plan d'aide international²³⁹.

C'est dans ce cadre que mérite d'être étudié de façon plus large en quoi les règles relatives à la liberté d'expression sont susceptibles d'offrir un éclairage particulier sur la réglementation des notations souveraines non sollicitées. L'analyse se restreindra à ces dernières, car deux de leurs caractéristiques essentielles qui seront subséquemment développées²⁴⁰ (notamment (1) nature publique de l'entité notée et (2) absence de lien contractuel entre l'agence et l'entité notée) permettent d'accorder à l'émetteur de la notation la protection la plus étendue au regard des standards relatifs à la liberté d'expression. Il résulte de cette analyse que ces standards constituent un obstacle substantiel à la possibilité pour un investisseur ou un émetteur (en l'occurrence un État) de solliciter du juge l'engagement de la responsabilité d'une agence pour une notation souveraine non sollicitée (I). Compte tenu de ce régime de quasi-irresponsabilité *ex post*, les autorités européennes ont mis en œuvre une réglementation visant à responsabiliser *ex ante* les agences de notation en encadrant de façon rigoureuse, non pas la notation souveraine, mais le processus de notation souveraine. Si cette initiative peut être partiellement justifiée au regard des règles relatives à la liberté d'expression, elle semble toutefois inopportune et à contre-courant de l'objectif affiché des institutions européennes de réduire la dépendance du système financier aux agences de notation (II).

I. La liberté d'expression, forteresse préservant la notation souveraine non sollicitée

Avant de déterminer quelle est l'étendue de la protection d'une notation souveraine non sollicitée, il convient de caractériser la nature d'une opération de notation au regard de la distinction cruciale réalisée entre informations (ou faits) et opinions (ou idées). C'est parce qu'une notation souveraine, prise individuellement et du point de vue de son auteur, est constitutive d'une opinion (A) qu'elle bénéficie d'une très large protection au regard des standards relatifs à la liberté d'expression (B).

239. Article 8 bis (3) du Règlement n° 1060/2009 modifié par le Règlement n° 462/2013.

240. V. *infra* (I)(B).

A. La notation souveraine non sollicitée du point de vue de son auteur : une évaluation constitutive d'une opinion

1. Les éléments quantitatifs et qualitatifs, matière première de l'évaluation

En se fondant sur les définitions données par les agences²⁴¹ et la réglementation européenne²⁴² et américaine²⁴³, une notation peut être définie de façon synthétique comme une évaluation par une agence professionnelle de la qualité de crédit d'un émetteur ou d'un instrument financier selon un système de classification. Cette évaluation est réalisée par l'agence selon une méthodologie qui lui est propre et prenant en considération des éléments qualitatifs et quantitatifs qui varient en fonction de la nature de l'entité ou de l'instrument financier faisant l'objet d'une notation²⁴⁴.

Les éléments qualitatifs pris en compte par les agences dans le cadre d'une notation souveraine sont variés et incluent, entre autres et sans prétention d'exhaustivité, les niveaux des revenus et dépenses de l'État, le niveau et la structure de l'endettement de l'État, la croissance économique, les déficits publics et l'inflation²⁴⁵. La plupart de ces informations sont publiques et librement accessibles. Deux éléments méritent toutefois d'être soulignés dans la mesure où ils sont susceptibles d'affecter la qualité de l'évaluation conduite par l'agence. En premier lieu, dans le cadre d'un processus de notation souveraine non sollicitée, il n'y a aucune obligation pour l'État de coopérer avec l'agence afin de lui transmettre des informations privilégiées, ce qui peut constituer

241. Ainsi, pour Standard & Poor's, les notations « *are forward-looking opinions about credit risk* » et « *express the agency's opinion about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation or state or city government, to meet its financial obligations in full and on time* » <<http://www.standardandpoors.com>>. Pour Moody's, la fonction de la notation « *is to provide investors with a simple system of gradation by which future relative creditworthiness of securities may be gauged* » <www.moody.com>.

242. Ainsi, le Règlement n° 1060/2009 définit une notation de crédit comme « un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers » (Article 3(1)(a)).

243. Selon le *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006 qui a amendé le *Securities Exchange Act* de 1934, « [t]he term "credit rating" means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments » (15 USC § 78c(a)(60)).

244. Constantin MELLIOS, Eric PAGET-BLANC, « The Impact of Economic and Political Factors on Sovereign Credit Ratings », in Robert W. KOLB (ed.), *Sovereign Debt : From Safety to Default*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2011, p. 327; HOUSE OF LORDS, préc., note 228, p. 12, n° 24.

245. C. MELLIOS, E. PAGET-BLANC, préc., note 244, p. 328.

un risque d'incomplétude de l'évaluation. À titre d'illustration, l'Allemagne a refusé de coopérer avec Fitch et Standard & Poor's alors que les Pays-Bas n'ont pas souhaité collaborer avec Standard & Poor's²⁴⁶. Certaines informations confidentielles peuvent cependant être exploitées par les agences lorsqu'elles sont transmises de façon informelle par certains officiels ministériels ou des banques centrales ou lorsqu'elles figurent dans les rapports privés du FMI²⁴⁷. En second lieu, sans doute avec des conséquences plus graves, l'exactitude et l'authenticité des données quantitatives qui sont exploitées par les agences ne sont pas garanties, ce qui est susceptible d'affecter plus sérieusement le résultat de l'évaluation et la notation²⁴⁸. Les agences ont d'ailleurs justifié les dégradations subites de la Grèce du fait de la soudaine révision par le gouvernement grec de ses statistiques concernant la dette nationale et le déficit²⁴⁹.

Les éléments qualitatifs susceptibles d'être pris en considération par les agences sont particulièrement variés et incluent des facteurs économiques, sociaux et politiques. Un poids important est d'ailleurs consacré au cadre institutionnel et à la gouvernance de l'entité émettrice. L'agence tient en effet compte de la stabilité des institutions et de la prévisibilité et crédibilité des politiques publiques²⁵⁰. Le *shutdown* ayant eu lieu en octobre 2013 aux États-Unis constitue à cet égard le genre d'événement susceptible d'affecter négativement l'évaluation²⁵¹. D'ailleurs, en matière de notations souveraines, la mesure de la solvabilité de l'émetteur prend en compte deux éléments : sa capacité financière à faire face à ses obligations (*ability*) et sa bonne foi ou volonté (*willingness*) à rembourser l'emprunt contracté²⁵². Ce deuxième facteur est nécessairement évalué de façon subjective par l'agence en fonction de précédents historiques et de la perception de ses politiques. Cette évaluation repose d'ailleurs sur des données à la lisière du qualitatif et du quantitatif puisque d'une donnée quantitativement évaluable (par exemple le niveau de développement économique) sera déduite une propension plus ou moins forte à honorer ses engagements financiers (un État développé et intégré à l'économie globale aura selon les agences une incitation plus importante à honorer ses engagements afin d'éviter des sanctions économiques de la part

246. HOUSE OF LORDS, préc., note 228, p. 15, n° 35, note 48.

247. *Id.*, p. 12-13, n° 26.

248. *Id.*, p. 14, n° 34.

249. *Id.*

250. v. par exemple, les critères du « *Institutional And Governance Effectiveness Score* » de l'agence Standard & Poors (*Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*, 24 juin 2013, <<http://www.standardandpoors.com>>).

251. STANDARD & POOR'S, *Three Thoughts On Economic Impact Of The Government Shutdown*, 2 octobre 2013 <www.standardandpoors.com>.

252. Norbert GAILLARD, *A Century of Sovereign Ratings*, New York, Springer, 2012, p. 13

des prêteurs)²⁵³. Ces critères laissent donc une place importante à la subjectivité des analyses. Il faut, pour s'en convaincre, rappeler que parmi les 25 critères mis en exergue en 1924 dans la méthodologie de notation souveraine de Moody's figuraient les caractéristiques raciales de la population, dont l'agence tenait compte afin d'évaluer la richesse nationale²⁵⁴.

2. La nature subjective du processus d'évaluation

Ces éléments quantitatifs et qualitatifs sont ensuite intégrés au sein d'un modèle plus global d'évaluation propre à chaque agence avec des pondérations distinctes pour chaque facteur. La notation ne procède pas d'une démarche scientifique tendant à l'objectivation mais repose sur des techniques expérimentées, corrigées et perfectionnées progressivement par les agences, de la même façon qu'il existe de multiples techniques d'évaluation financière des entreprises présentant chacune avantages et inconvénients²⁵⁵. Un officiel de Moody's soulignait d'ailleurs lors d'auditions que les agences « *do not have a perfect crystal ball in trying to analyse the future* » et que les méthodologies ne sont pas « *completely and perfectly scientific* »²⁵⁶. La démarche de notation est donc dans une large mesure empreinte de subjectivité et ne peut se prévaloir d'une autorité scientifique. Elle ne peut d'autant moins s'en enorgueillir qu'il subsiste des doutes sur la qualité des éléments quantitatifs, que les éléments qualitatifs reposent sur des jugements de valeur et que l'appréciation de l'agence porte sur le futur (plus précisément sur la solvabilité future de l'émetteur souverain) lequel est, par définition, incertain.

Compte tenu des éléments précédents, une notation (ici souveraine non sollicitée) ne peut être qualifiée, du point de vue de son auteur, que d'opinion de l'agence et aucunement d'information susceptible d'être prouvée. Les agences le soulignent de façon constante, telle Fitch qui souligne que les notations « *are opinions based on established criteria and methodologies. [They] are not facts, and therefore cannot be described as being "accurate" or "inaccurate"* »²⁵⁷. En ce sens, l'activité de *rating* peut d'ailleurs, toutes proportions gardées, se rapprocher de certains processus d'évaluation dans le domaine de la restauration et de la gastronomie, à l'instar des guides Michelin ou Robert

253. C. MELLIOS, E. PAGET-BLANC, préc., note 244, p. 328.

254. N. GAILLARD, préc., note 252, p. 47-48.

255. Pierre VERNIMMEN *et al.*, *Corporate Finance – Theory and Practice*, 2nd ed., Chichester, John Wiley & Sons, 2009, p. 649.

256. HOUSE OF LORDS, préc., note 228, p. 13, n° 27.

257. <www.fitchratings.com>.

Parker qui ne fournissent que des opinions sur la qualité d'un restaurant ou d'un vin, sans prétendre en garantir la qualité future²⁵⁸.

B. La notation souveraine non sollicitée : une opinion bénéficiant d'une large protection

1. Une distinction entre opinions et informations cruciale pour les agences de notation

Si les notations sont des opinions, il semble dès lors complexe d'exiger des agences que leurs prédictions s'avèrent exactes. Cette qualification d'opinion est d'ailleurs cruciale afin de mesurer l'étendue de la protection dont bénéficient les agences au regard des règles relatives à la liberté d'expression, car la mise en œuvre de ces dernières s'articule autour d'une distinction nette entre informations et opinions qui a notamment été forgée dans la jurisprudence de la Cour suprême américaine et de la Cour européenne des droits de l'homme, essentiellement dans le cadre d'affaires intéressant la responsabilité des journalistes.

L'article 10 de la CEDH indique que « [t]oute personne a droit à la liberté d'expression » et que « [c]e droit comprend la liberté d'opinion et la liberté de recevoir ou de communiquer des informations ou des idées » mais cette disposition ne fait pas de distinction entre la protection accordée à la diffusion d'informations et celle d'idées ou d'opinions. La jurisprudence strasbourgeoise l'a toutefois clarifié dans son arrêt *Lingens c. Autriche* où elle a eu l'occasion de souligner « [qu']il y a lieu de distinguer avec soin entre faits et jugements de valeur » car « [s]i la matérialité des premiers peut se prouver, les seconds ne se prêtent pas à une démonstration de leur exactitude »²⁵⁹. Elle a repris à cette occasion la position de la Cour suprême des États-Unis indiquant dans l'affaire *Gertz v. Robert Welch* que « [u]nder the First Amendment, there is no such thing as a false idea »²⁶⁰. Dès lors que la preuve d'une opinion est insusceptible d'être rapportée, sa diffusion va bénéficier d'une large protection dont les limites n'affectent pas l'activité des agences en matière de notations souveraines non sollicitées.

Il convient en premier lieu de préciser que les agences sont particulièrement précautionneuses dans la rédaction de leurs rapports afin de s'assurer que l'évaluation définitive de la solvabilité de l'émetteur ne comporte pas

258. Sur cette comparaison, v. John C. COFFEE JR., *The Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 283.

259. Cour EDH, *Lingens c. Autriche*, Requête n° 9815/82, arrêt du 8 juillet 1986, par. 46.

260. *Gertz v. Robert Welch*, 418 U.S. 323, 339 (1974). Pour la partie intéressant la liberté d'expression, le Premier Amendement indique que « Congress shall make no law [...] abridging the freedom of speech, or of the press ».

d'éléments susceptibles de constituer des informations. Cette question avait été soulevée dans le cadre du contentieux opposant le *Jefferson County School District* à l'agence Moody's. Cette dernière avait, dans le cadre d'une évaluation non sollicitée, publié une note concluant que « *the outlook on the district's general obligation debt is negative, reflecting the district's ongoing financial pressures due in part to the state's past underfunding of the school finance act as well as legal uncertainties and financial constraints* »²⁶¹. Cette publication est intervenue alors que le *Jefferson County School District* s'appêtait à réaliser une émission obligataire afin de refinancer sa dette. Cette annonce a provoqué une annulation de plusieurs ordres d'achat ainsi qu'un relèvement des taux d'intérêts impliquant un coût supplémentaire de 769 000 dollars à l'émetteur²⁶². Celui-ci engagea une action contre Moody's en arguant par ailleurs que la publication de l'agence constituait des repréailles car elle n'avait pas été choisie dans le cadre de cette émission²⁶³. La Cour d'appel fédérale saisie de l'affaire s'est justement penchée sur la nature de l'affirmation contenue dans la note. Relevant que « *a statement regarding the creditworthiness of a bond issuer could well depend on a myriad of factors, many of them not provably true or false* », elle a conclu que « *the School District has failed to demonstrate that Moody's implied statement about its creditworthiness is provably false* »²⁶⁴. Il existe une jurisprudence fournie confirmant cette position²⁶⁵.

2. Une protection des opinions subordonnée à une double exigence à laquelle répondent les notations souveraines non sollicitées

Qualifier les évaluations des agences d'opinion ne signifie pas pour autant qu'elles bénéficient d'un bouclier indéfectible lorsqu'elles émettent des notations. En effet, outre les obligations légales auxquelles les agences peuvent être soumises et dont la violation constitue une faute susceptible d'engager sa responsabilité²⁶⁶, la jurisprudence exige que les opinions diffusées publi-

261. *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999), par. 6.

262. *Id.*, par. 7.

263. *Id.*

264. *Id.*, par. 32.

265. V. par exemple, *Compuware Corp. v. Moody's Investors Services, Inc.*, 499 F.3d 520, 529 (6th Cir. 2007) (relevant que « *[a] Moody's credit rating is a predictive opinion, dependent on a subjective and discretionary weighing of complex factors. We find no basis upon which we could conclude that the credit rating itself communicates any provably false factual connotation. Even if we could draw any fact-based inferences from this rating, such inferences could not be proven false because of the inherently subjective nature of Moody's ratings calculation* »).

266. V. notamment, Mathias AUDIT, « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », (2011) *Revue Critique de Droit International Privé* 581.

quement reposent sur une base factuelle suffisante et qu'elles se rapportent à des sujets d'intérêt public.

L'existence d'une « base factuelle suffisante » qui est notamment exigée par la jurisprudence strasbourgeoise²⁶⁷ ne soulève, en règle générale, pas de difficulté aux agences de notation puisque leurs évaluations de solvabilité sont habituellement accompagnées de rapports particulièrement étayés, lesquels constituent d'ailleurs des exigences réglementaires particulièrement renforcées depuis 2009 au sein de l'UE²⁶⁸. La jurisprudence a d'ailleurs indiqué que les opinions exprimées, dès lors qu'elles ont une base factuelle, peuvent être formulées avec « un langage fort, polémique et sarcastique »²⁶⁹ et a souligné à propos de la liberté d'expression des journalistes qu'elle « comprend aussi le recours possible à une certaine dose d'exagération, voire même de provocation »²⁷⁰. Une opinion ne serait abusive et ne ferait plus l'objet de la protection de l'article 10 de la CEDH dès lors qu'elle excéderait « les limites d'une critique normale, civique et légitime »²⁷¹. De ce point de vue, compte tenu du langage davantage aseptisé employé dans leurs rapports, il semble délicat de reprocher aux agences de notation une telle dérive, avec laquelle une certaine presse est plus familière. Une agence ne pourrait toutefois se prévaloir de la protection de la liberté d'expression s'il est établi que la notation, bien qu'ayant une base factuelle suffisante, a été assignée avec malveillance (ou « *actual malice* » pour reprendre l'expression employée dans la jurisprudence américaine)²⁷². Cette éventualité pourrait être caractérisée s'il était par exemple établi qu'une agence s'emploie à accorder des notations non sollicitées défavorables à un émetteur qui a refusé de rémunérer ses services, tel que l'illustre le différend qui a opposé Moody's à l'assureur allemand Hannover Re²⁷³.

Les notations souveraines non sollicitées bénéficient également d'une protection renforcée dans la mesure où elles portent sur des sujets d'intérêt public. La contribution au débat public est en effet une condition de la pro-

267. Sur cet aspect, v. R. BISMUTH, préc., note 233, 63.

268. Par exemple en matière de notation souveraine non sollicitée, v. *infra* (II)(A).

269. Cour EDH, *Ukrainian Media Group c. Ukraine*, Requête n° 72713/01, arrêt du 29 mars 2005, par. 67.

270. Cour EDH, *A/S Dienna et Ozolins c. Lettonie*, Requête n° 16657/03, arrêt du 12 juillet 2007, par. 84.

271. V. par ex., Cour EDH, *Zafranias c. Grèce*, Requête n° 4056/08, arrêt du 4 octobre 2011, par. 26.

272. Arthur R. PINTO, « Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States », (2006) 54 *American Journal of Comparative Law* 351.

273. Alec KLEIN, « Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say », *The Washington Post*, 24 novembre 2004, p. A01. V. aussi, Herwig M. LANGOHR, Patricia T. LANGOHR, *The Rating Agencies and their Credit Ratings – What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*, Chichester, John Wiley & Sons, 2008, p. 425-426.

tection offerte par le droit à la liberté d'expression, laquelle permet une libre circulation des opinions et des informations essentielles à la vie démocratique. Comme l'a souligné la Cour suprême américaine dans la célèbre affaire *New York Times v. Sullivan*, cette exigence résulte d'un « *profound national commitment to the principle that debate on public issues should be uninhibited, robust, and wide-open, and that it may well include vehement, caustic, and sometimes unpleasantly sharp attacks on government and public officials* »²⁷⁴. Une liberté d'expression amoindrie exposerait ceux diffusant informations et opinions à des actions en responsabilité ayant un effet dissuasif et générant une forme d'autocensure à même d'entraver le débat public, aussi désignée par l'expression anglaise de « *chilling effect* »²⁷⁵.

Il ne fait ici aucun doute que la question de l'endettement souverain constitue un sujet d'intérêt public bénéficiant ainsi de la protection la plus étendue au titre de la liberté d'expression. Une protection plus restreinte exposerait d'ailleurs les agences à de multiples contentieux qui pourraient être initiés non seulement par des émetteurs contrariés mais aussi par plusieurs milliers de souscripteurs avec des demandes portant sur des montants vertigineux, ce qui aurait pour effet de sonner le glas de cette activité²⁷⁶.

La configuration est différente lorsqu'il s'agit d'une notation sollicitée par un émetteur privé dans la mesure où l'existence de liens contractuels et la nature de l'émetteur font se dissiper l'intérêt public de l'évaluation. Cela a été en particulier reconnu dans le contexte du contentieux récent des opérations de titrisation de crédits hypothécaires à l'origine de la commercialisation d'actifs toxiques ayant donné lieu à la crise financière de 2008, contentieux qui a érodé l'efficacité du bouclier que constituait le Premier Amendement pour les agences de notation²⁷⁷. Ainsi, dans une affaire opposant le fonds de pension Calpers à Moody's, une cour californienne a indiqué que l'émission de ces notation « *is not [...] an issue of public concern* » mais davantage « *an*

274. *New York Times Co. v. Sullivan*, 376 U.S. 254, 270 (1964).

275. V° « Chilling Effect », in David L. HUDSON JR., David SCHULTZ, John R. VILE (eds.), *Encyclopedia of the First Amendment*, Washington, CQ Press, 2009, p. 269 (« *Chilling effect is a concept referring to deterrence in the exercise of the speech and association rights protected by the First Amendment as a result of government laws or actions that appear to target expression* »).

276. Cela avait été d'ailleurs souligné par la Cour d'appel fédérale dans l'affaire *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services* (préc., note 261) qui souligna que « *[c]ourts cannot constitutionally allow recovery on any showing less than recklessness because of the potential chilling effect that imposing a negligence standard would have on rating publications [...]. Society must rely on the market and competition to keep rating agencies operating at their negligence threshold, not on courts and juries* » (par. 35, note 3).

277. C. DEATS, préc., note 237, 1818.

economic activity designed for a limited target for the purpose of making money. That is not something that should be afforded First Amendment protection and the Defendants are not akin to members of the financial press»²⁷⁸.

Les notations souveraines non sollicitées constituent ainsi des opinions qui, sans être pour autant immunisées du point de vue contentieux, bénéficient des standards les plus élevés de protection du point de vue de la liberté d'expression. Il est donc illusoire de vouloir réguler par une intervention *a posteriori* du juge les effets potentiellement perturbateurs des notations souveraines assignées par les agences. C'est ainsi qu'il a été choisi de réguler plus en amont ce processus.

II. La liberté d'expression, forteresse vulnérable permettant un encadrement du processus de notation souveraine non sollicitée

Les critiques visant les agences de notation se multipliant, autant en ce qui concerne leur rôle dans la crise des crédits hypothécaires que celui dans la crise de la dette souveraine, un arsenal législatif destiné à encadrer leurs activités s'est développé de façon intensive depuis 2009. Au sein de l'UE, ces dispositifs encadrent dorénavant de façon rigoureuse les activités de notation souveraine non sollicitée (A). Si les restrictions posées par cette nouvelle législation sont susceptibles d'apparaître d'une légalité douteuse au regard des règles relatives à la liberté d'expression, elles peuvent toutefois partiellement se justifier à condition de considérer les notations non plus seulement comme des opinions du point de vue de leurs auteurs, mais comme des informations dans la mesure où elles sont traitées comme telles par les marchés (B).

A. Une activité de notation souveraine désormais sous contrôle au sein de l'UE

1. La notation souveraine, absente des premières réglementations européennes des agences de notation

La crise des *subprimes* n'a pas constitué le point de départ de l'encadrement des agences de notation et leurs activités suscitaient déjà des critiques et interrogations avant même cet événement²⁷⁹. D'ailleurs, la législation américaine avait dès 1975 instauré un statut de *Nationally Recognized Statistical Rating*

278. *California Public Employees' Retirement Systems v. Moody's Corp. et al.*, Superior Court of California, San Francisco County, No. 09-490241 (24 mai 2010).

279. Frank PARTNOY, « How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers », in Yasuyuki FUCHITA, Robert E. LITAN (eds.), *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington DC, Brookings Institution Press, 2006, p. 59; J.C. COFFEE JR., préc., note 258, p. 283.

Organizations (NRSROs) et le *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006 avait permis au gendarme boursier américain de réglementer – certes *a minima* – cette activité, notamment en ce qui concerne la gestion des conflits d'intérêts. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), instance internationale de standardisation regroupant les autorités nationales de régulation des marchés financiers, avait également publié en 2004 un code de conduite destiné à mieux encadrer ces agences²⁸⁰. Cette initiative qui escomptait générer une forme d'autorégulation de la part des agences a finalement été peu suivie d'effets²⁸¹. La débâcle financière de 2008 a toutefois constitué un événement d'une gravité telle qu'elle a replacé les agences – dont le rôle dans cette crise était significatif – au cœur des grandes problématiques de la régulation financière²⁸².

Les réactions n'ont pas été coordonnées à l'échelon international par l'OICV mais se sont concrétisées par de nouvelles réglementations unilatérales, par exemple aux États-Unis et au sein de l'UE. Les réponses qu'elles apportent reposent cependant sur un diagnostic similaire, à savoir que le marché et ses infrastructures avaient développé une forte dépendance aux processus de notation (par exemple pour la réalisation d'opérations de titrisation ou par leur utilisation dans le cadre de la réglementation prudentielle des institutions financières)²⁸³ si bien que les agences, perclues de conflits d'intérêts, jouaient un « rôle central et presque réglementaire »²⁸⁴ sans pour autant faire l'objet d'un encadrement à la hauteur de leurs responsabilités. Il n'est donc pas surprenant que les nouvelles réglementations de l'UE (initée par le Règlement 1060/2009) et des États-Unis (par le biais du *Dodd-Frank Act* de 2010)²⁸⁵ s'articulent autour d'axes similaires : enregistrement obligatoire des

280. IOSCO-OICV, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, IOSCOPD180, décembre 2004 <www.iosco.org>.

281. Sur ce code de conduite, v. Stéphane ROUSSEAU, « Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach », (2006) 51 *McGill Law Journal* 647. Sur l'évaluation conduite par l'ancien comité regroupant les autorités de régulation financière européennes, v. COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code*, CESR/06-545, Décembre 2006.

282. Harry McVEA, « Credit Rating Agencies, the Subprime Mortgage Debacle and Global Governance: The EU Strikes Back », (2010) 59 *International & Comparative Law Quarterly* 701.

283. Sur ces aspects, v. Régis BISMUTH, « La réforme de l'encadrement prudentiel des banques par le Comité de Bâle, reflet des tensions entre les différents espaces de régulation financière », in Alain DELION, Laurent VIDAL (dir.), *Les réformes des régulations financières – Annales de la Régulation*, vol. 3, Paris, IRJS Editions, 2013, p. 181.

284. Pour reprendre les termes du rapport Larosièrre (HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, *Report*, 25 février 2009, p. 23, n° 66).

285. Pour une lecture critique, v. John C. COFFEE JR., « Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly », (2011) 1 *Harvard Business Law Review* 231.

agences, transparence de leurs méthodologies de notation, gestion des conflits d'intérêts et définition de mécanismes de responsabilité. La Commission européenne a d'ailleurs reconnu l'équivalence des dispositifs d'encadrement des agences de notation aux États-Unis, au Canada et en Australie avec les exigences de la réglementation européenne²⁸⁶.

La notation souveraine est à l'origine restée un angle mort de ces nouvelles réglementations. Si les obligations de transparence relatives à la méthodologie, aux modèles et aux sources utilisés par les agences s'appliquent à l'ensemble des notations, et donc celles concernant les États, sa spécificité (compte tenu de la nature publique des acteurs visés et de ses effets macroéconomiques) n'était pas prise en considération. L'émergence et l'intensification de la crise de l'euro ont conduit la Commission européenne à formuler en novembre 2010 des propositions afin de pallier cette lacune²⁸⁷. Les pistes envisagées mettaient l'accent sur la transparence du processus de notation souveraine avec pour ambition d'assurer une information éclairée des investisseurs et d'offrir des garanties aux entités faisant l'objet des évaluations. Il était ainsi proposé par la Commission d'avertir l'État de la teneur de l'évaluation trois jours avant sa publication afin de lui donner l'opportunité d'apporter des éclaircissements²⁸⁸, de rendre publics l'ensemble des rapports de recherche ainsi que la méthodologie employée²⁸⁹, d'encadrer la fréquence des notations afin de permettre leur mise à jour tout en évitant des publications trop rapprochées susceptibles d'affecter la stabilité des marchés²⁹⁰, de donner l'occasion aux possibles parties intéressées de formuler des propositions sur les méthodologies employées²⁹¹ et d'assurer la gratuité du processus de notation souveraine²⁹².

2. Un nouveau dispositif d'encadrement des notations souveraines résultant du règlement 462/2013

Il a fallu attendre près de trois années avant de voir certains de ces éléments intégrés dans la réglementation européenne des agences de notation. Le nouveau règlement 462/2013 du 21 mai 2013²⁹³ reprend en effet plusieurs

286. V. les trois décisions d'exécution de la Commission du 5 octobre 2012 (2012/627/UE, 2012/628/UE, 2012/630/UE).

287. EUROPEAN COMMISSION, *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, 5 novembre 2010, p. 14.

288. *Id.*, p. 15.

289. *Id.*, p. 15-17.

290. *Id.*, p. 16.

291. *Id.*, p. 17.

292. *Id.*

293. Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *JOUE*, 31 mai 2013, L 146.

idées émises par la Commission dans ses propositions en 2010. Le dispositif finalement retenu s'avère toutefois bien plus exigeant et contraignant pour les agences et plusieurs de ses dispositions définissent spécifiquement le régime de la « notation souveraine non sollicitée » qui est définie par ce texte comme « une notation souveraine qu'une agence de notation de crédit attribue en l'absence de demande »²⁹⁴. Trois aspects méritent d'être mentionnés.

En premier lieu, le nouveau règlement vise à encadrer le calendrier, le moment et la fréquence des notations souveraines non sollicitées, et ce, afin de réduire le risque de volatilité générée par des notations erratiques et imprévisibles²⁹⁵. Les agences doivent publier, à la fin du mois de décembre de chaque année, un calendrier pour l'année suivante fixant, au maximum, trois dates pour la publication de notations souveraines non sollicitées et des perspectives de notation correspondantes²⁹⁶. Elles devront s'expliquer de façon détaillée de tout écart par rapport au calendrier fixé²⁹⁷. Ces publications ne peuvent intervenir qu'après la clôture des marchés et au moins une heure avant leur ouverture²⁹⁸. Enfin, règle qui n'est pas exclusivement applicable aux notations souveraines non sollicitées, l'agence doit informer l'entité notée au moins un jour ouvré complet avant la publication de la notation ou des perspectives de notation et cette information « précise les motifs essentiels sur lesquels se fondent la notation de crédit ou les perspectives de notation, afin que l'entité notée ait la possibilité de signaler à l'agence de notation de crédit toute erreur matérielle »²⁹⁹.

En second lieu, le nouveau dispositif cherche à améliorer la transparence et la crédibilité des évaluations réalisées par les agences. L'émission d'une notation ou perspective de souveraine doit être accompagnée de la publication d'un « rapport de recherche circonstancié expliquant tous les paramètres, hypothèses, limites et incertitudes ainsi que toute autre information dont il a été tenu compte pour établir cette notation souveraine ou ces perspectives

294. Article 3(1)(x) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013. Les notations souveraines sont entendues comme les notations visant un État, une autorité régionale ou locale d'un État, une institution financière internationale créée par deux ou plusieurs États (Article 3(1)(v) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013).

295. Règlement 462/2013, Préambule, par. 42.

296. Article 8 bis (3) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

297. Article 8 bis (4) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

298. Annexe I, Section D, III(3) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

299. Annexe I, Section D, I(3) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

de notation»³⁰⁰. Ce rapport doit être « accessible au public, clair et aisément compréhensible »³⁰¹. Lorsqu'une notation ou perspective de notation souveraine est modifiée, ce rapport doit comprendre « une évaluation détaillée des modifications des hypothèses quantitatives et qualitatives qui ont motivé la modification de la notation, ainsi que leur pondération »³⁰², « une description détaillée des risques, limites et incertitudes relatives au changement de notation »³⁰³ et « un résumé du compte rendu de la réunion du comité de notation qui a décidé de la modification de la notation »³⁰⁴.

En troisième et dernier lieu, sans doute de façon bien plus surprenante, le nouveau règlement interdit aux agences de formuler dans leurs évaluations des recommandations politiques. Cette disposition, loin d'être anodine et pourtant reléguée en annexe, est fondée selon le préambule de ce texte sur l'idée que « la transparence des notations souveraines ne devrait pas être décisive pour l'orientation de politiques nationales » et que, par conséquent, les agences « devraient s'abstenir de toute recommandation directe ou explicite au sujet des politiques des entités souveraines »³⁰⁵. Le règlement indique en ce sens que si « au moment d'annoncer une notation de crédit, une agence de notation de crédit est tenue d'expliquer dans ses communiqués de presse ou ses rapports les principaux facteurs sous-tendant la notation de crédit, et quoique les politiques nationales puissent servir de facteur sous-tendant une notation souveraine, les notations souveraines ou les perspectives de notation ne contiennent pas de recommandations, de prescriptions ou d'orientations de politique à l'intention d'entités notées, y compris des États ou des autorités régionales ou locales d'un État »³⁰⁶.

300. Annexe I, Section D, III(1) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

301. *Id.*

302. Annexe I, Section D, III(2)(a) et (b) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013. En ce qui concerne les hypothèses quantitatives, il est indiqué que « cette évaluation détaillée devrait comprendre une description des éléments suivants : revenu par habitant, croissance du PIB, inflation, solde budgétaire, solde extérieur, dette extérieure, un indicateur de développement économique, un indicateur de défaut et tout autre facteur pertinent pris en compte. Elle précise en outre la pondération de chaque facteur » (Annexe I, Section D, III(2)(a)).

303. Annexe I, Section D, III(2)(c) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

304. Annexe I, Section D, III(2)(d) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

305. Règlement 462/2013, Préambule, par. 45.

306. Annexe I, Section D, III(3) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

Cette nouvelle obligation semble en contradiction avec l'impératif de transparence que le règlement impose en dépit de ce qu'indique la disposition en question. Il suffit pour s'en convaincre de consulter les rapports publiés après l'entrée en vigueur du nouveau règlement. Ainsi, la dégradation de la note de la dette italienne intervenue en juillet 2013 par Standard & Poor's a été accompagnée d'un rapport indiquant que « *the low growth stems in large part from rigidities in Italy's labor and product markets* », que l'excédent budgétaire primaire « *stems from a budgetary composition that deters growth* », que « *[c]urrent expenditure is disproportionately high compared with capital expenditure* » et que « *tax levels on capital and labor are higher than those on property and consumption* »³⁰⁷. Il souligne aussi que l'agence « *may lower the rating if, in particular, we conclude that the government cannot implement policies that would keep fiscal indicators from deteriorating beyond our current expectations. Similarly, sustained delays in effectively addressing some of the rigidities in Italy's labor, services, and product markets that have been holding back growth could put downward pressure on the ratings* »³⁰⁸. Des appréciations similaires apparaissent dans le rapport publié par la même agence en novembre 2013 à l'occasion de la dégradation de la note de la France³⁰⁹. Il est aisé de constater, sans même avoir à lire entre les lignes, que ces rapports comportent des recommandations politiques à peine voilées. En réalité, en devant publier un « rapport de recherche circonstancié expliquant tous les paramètres, hypothèses, limites et incertitudes ainsi que toute autre information dont il a été tenu compte »³¹⁰, les agences de notation ne peuvent que formuler indirectement des recommandations politiques.

Au-delà de l'antinomie entre ces deux dernières exigences, le nouveau dispositif européen est ainsi révélateur d'une frilosité significative envers l'influence des agences de notation pouvant aller jusqu'à une forme de censure

307. STANDARD & POOR'S, *Long-Term Ratings On Italy Lowered To 'BBB' – Outlook Negative (Key Elements Underlying the Credit Rating)*, 9 juillet 2013 <www.standardandpoors.com>.

308. *Id.*

309. Dans la même veine, ce rapport souligne que « *[t]he downgrade reflects our view that the French government's current approach to budgetary and structural reforms to taxation, as well as to product, services, and labor markets, is unlikely to substantially raise France's medium-term growth prospects. Moreover, we see France's fiscal flexibility as constrained by successive governments' moves to increase already-high tax levels, and what we see as the government's inability to significantly reduce total government spending* » (STANDARD & POOR'S, *France Long-Term Ratings Lowered To 'AA' On Weak Economic Growth Prospects And Fiscal Policy Constraints – Outlook Stable (Key Elements Underlying the Credit Rating)*, 8 novembre 2013 <www.standardandpoors.com>).

310. Annexe I, Section D, III(1) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

ne semblant pas en adéquation avec les valeurs que promeuvent les institutions européennes et les règles auxquelles elles sont assujetties. C'est en ce sens que la légalité de ce dispositif mérite d'être examinée au regard des standards de liberté d'expression.

B. Un contrôle de la notation souveraine partiellement justifiable du point de vue de la liberté d'expression

1. Une question de compatibilité à la liberté d'expression quasiment ignorée des institutions européennes

Le sujet de la conformité d'un encadrement des agences de notation avec la liberté d'expression a fait l'objet de débats approfondis aux États-Unis qui, il est vrai, étaient plus coutumiers des contentieux en responsabilité visant les agences. Les discussions se sont notamment portées sur la question de la conformité au Premier Amendement de l'enregistrement obligatoire des agences et des mécanismes de responsabilité qui étaient alors envisagés³¹¹. Inversement, l'UE s'est essentiellement distinguée par son désintéressement de cette question qui n'a finalement été qu'effleurée.

Dans le cadre de l'adoption du règlement de 2009 et de ses diverses modifications subséquentes, les services de la Commission ont conduit et publié trois études d'impact en 2008, 2010 et 2011³¹². Seule la dernière étude publiée traite sommairement de la question de la conformité de la réglementation des agences aux droits fondamentaux et seules quelques lignes sont consacrées à la liberté d'expression³¹³. L'étude n'aborde que la proposition qui avait formulée à l'été 2011 par le commissaire Michel Barnier et relève de façon assez évidente que « *the preferred option – providing for powers to temporarily restrict or ban sovereign debt ratings in clearly defined exceptional circumstances, thus avoiding arbitrariness – appears as a less intrusive means compared to a blanket and general prohibition of issuing sovereign debt ratings* »³¹⁴. Elle souligne que cette option était toutefois de nature à restreindre la liberté d'expression au sens de l'article 11 de la Charte des droits fondamentaux de

311. V. en particulier, US HOUSE OF REPRESENTATIVES, *Approaches to Improving Credit Rating Agency Regulation*, Hearing Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, No. 111-33, 19 mai 2009; David J. BARRON, *Constitutionality of Mandatory Registration of Credit Rating Agencies*, Letter Opinion for the Assistant Secretary for Financial Institutions – US Department of Treasury, 22 octobre 2009 <www.justice.gov>.

312. SEC(2008) 2745, 12 novembre 2011; SEC(2010) 678, 2 juin 2010; SEC(2011) 1354, 15 novembre 2011.

313. SEC(2011) 1354, 15 novembre 2011, p. 59.

314. *Id.*

l'Union européenne³¹⁵. C'est ainsi qu'elle fait appel à l'exception prévue par l'article 10(2) de la CEDH – cette dernière étant mentionnée dans la Charte et reprise également dans la jurisprudence de la CJUE³¹⁶, sans évoquer la future adhésion de l'UE à la CEDH – selon laquelle « [l]'exercice de ces libertés comportant des devoirs et des responsabilités peut être soumis à certaines formalités, conditions, restrictions ou sanctions prévues par la loi, qui constituent des mesures nécessaires, dans une société démocratique, [...] à la défense de l'ordre ». L'étude d'impact en conclut, sans davantage d'analyse, que « *the objectives of general interest pursued by the prohibition to issue sovereign ratings or review of existing ones are covered by the concept of prevention of disorder referred to in Article 10(2) of that Convention* »³¹⁷, balayant ainsi selon elle tout doute sur la conformité d'une telle interdiction à la liberté d'expression.

Il semble toutefois que la réglementation européenne des notations souveraines soulève de très sérieuses questions de conformité aux droits fondamentaux qui ne peuvent être écartées de façon aussi expéditive. Si l'on se risquait à une comparaison entre la notation non sollicitée et la presse financière ou généraliste, il serait inconcevable que cette dernière soit soumise à une réglementation n'autorisant la publication que de trois articles par an traitant de la solvabilité d'entités souveraines selon un calendrier défini au mois de décembre de l'année précédente. Il faut préciser en quoi de telles restrictions constituent des mesures nécessaires « à la défense de l'ordre » au sens de la CEDH.

2. Des restrictions à la notation souveraine partiellement justifiables

L'argument selon lequel les agences de notation ne peuvent se prévaloir de la liberté d'expression la plus étendue car leur activité est encadrée et, dans une certaine mesure, institutionnalisée n'est en soi pas suffisant. Les agences

315. En particulier l'article 11(1) indiquant que « [t]oute personne a droit à la liberté d'expression. Ce droit comprend la liberté d'opinion et la liberté de recevoir ou de communiquer des informations ou des idées sans qu'il puisse y avoir ingérence d'autorités publiques et sans considération de frontières ».

316. L'étude d'impact mentionne l'article 52(3) de la Charte prévoyant que « [d]ans la mesure où la présente Charte contient des droits correspondant à des droits garantis par la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales, leur sens et leur portée sont les mêmes que ceux que leur confère ladite convention ». Sur la reprise de la CEDH dans la jurisprudence de la CJCE et de la CJUE, v. Régis BISMUTH, « L'invocabilité de la Convention européenne des droits de l'homme dans l'ordre juridique de l'Union européenne », in Myriam BENLOLO-CARABOT, Ulas CANDAS, Eglantine CUJO (dir.), *Union européenne et droit international – En l'honneur de Patrick Daillier*, Paris, Pedone, 2012, p. 642.

317. SEC(2011) 1354, 15 novembre 2011, p. 59.

choisissent certes de se soumettre à un dispositif réglementaire par le biais d'une procédure d'enregistrement mais ce n'est pas cet encadrement qui, en lui-même, est générateur de « désordre ». Il semble donc délicat de se fonder sur la seule reconnaissance réglementaire des agences pour restreindre de façon significative leur liberté d'expression. Aussi, il ne peut être avancé que la valeur particulière accordée à un émetteur d'opinions est susceptible en soi de justifier une restriction de la liberté d'expression dont bénéficie l'émetteur. Comme le soulignait un spécialiste du Premier Amendement dans le cadre des auditions conduites devant la Chambre des représentants aux États-Unis, « *rating agencies are particularly, or at least were particularly respected, and their speech was found particularly valuable, but the fact that speech is especially valuable generally does not diminish the scope of First Amendment protection that is offered it, and the fact that people rely on that speech, generally speaking, does not diminish the scope of First Amendment protection* »³¹⁸. Une position contraire permettrait en effet de censurer une presse financière respectée (par exemple le Financial Times) ou des investisseurs influents (par exemple Warren Buffet). Si l'institutionnalisation des agences ou la valeur de leur parole ne peuvent isolément justifier une restriction relative à la liberté d'expression, la combinaison de ces deux aspects permet d'assouplir ces standards de protection élevés.

Le point de départ de cette analyse est sans conteste la concentration de l'industrie de notation, laquelle pose par ailleurs des questions au regard du droit de la concurrence³¹⁹. L'existence d'un oligopole *de facto* au sein duquel trois agences essentiellement américaines se partagent plus de 90 % du marché et sont les seules à opérer à l'échelle globale³²⁰, combinée à la mise en œuvre par ces agences d'échelles de *ratings* qui sont similaires, comprenant notamment une distinction cruciale entre *investment grade* et *speculative grade*³²¹, confèrent à ces agences un pouvoir de marché inégalé. A celui-ci s'est adossée une reconnaissance des notations par les réglementations nationales ou de l'UE (par exemple pour l'encadrement prudentiel des banques) et par les acteurs privés (qui peuvent être selon leur mandat autorisés à n'investir que dans la catégorie *investment grade*). Il en résulte qu'un grand nombre des rouages du marché reposent de façon quasi mécanique sur les notations qui sont publiées. Celles-ci produisent donc des effets par leur simple publication sans une nécessaire évaluation critique de leur contenu par les utilisateurs des notations, et ces effets sont diffusés du fait d'un comportement moutonnier prévalant sur

318. « *Statement of Eugene Volokh* », in US HOUSE OF REPRESENTATIVES, préc., note 311, p. 16.

319. Pour une discussion plus large, v. Nicolas PETIT, « Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law », (2011) 7 *European Competition Journal* 587.

320. HOUSE OF LORDS, préc., note 228, p. 24, n° 72.

321. *Id.*, p. 7, n° 4.

les marchés financiers. Ces effets perturbateurs sont amplifiés dans le contexte de la dette souveraine, car la dégradation d'un État va affecter non seulement ses conditions d'emprunt mais aussi celles de toutes les entités (collectivités territoriales, établissements publics, etc.) dont la notation est corrélée à celle de l'État. Il peut donc en résulter le déclenchement d'un cercle vicieux de dimension macroéconomique affectant l'ensemble de l'économie nationale³²².

Compte tenu de l'impact que peuvent avoir les notations sur le marché, un investisseur estimant que l'évaluation est erronée ou de faible qualité n'aurait toutefois pas d'incitation à suivre son propre jugement. En effet, d'une manière similaire à la métaphore du concours de beauté développée par Keynes³²³, un investisseur suivra moins ses préférences personnelles que ce qu'il estime être les préférences collectives des investisseurs. Pour cette raison, il peut d'ailleurs sembler naïf de vouloir s'évertuer à améliorer la transparence des notations et l'exhaustivité des rapports afin, selon le dernier règlement de 2013, « [d]'en faciliter la compréhension par les utilisateurs »³²⁴. Compte tenu de la puissance de l'intégration des processus de notation dans le marché, l'opinion formulée par l'agence est ainsi acceptée et traitée comme une vérité révélée par le marché et par les investisseurs. Comme cela a été souligné lors des auditions conduites devant la Chambre des représentants aux États-Unis, « *while the credit ratings [...] are intended to be opinions [...] and of course protected as opinions by the First Amendment, it appears that the treatment of these ratings by market participants is way beyond opinions. It seems that [...] AAA has almost a religious connotation in finance, and if you call it a AAA, you don't have to analyze it* »³²⁵. Appréhendées comme des opinions du point de vue de leurs émetteurs, les notations sont perçues comme des informations sensibles par le marché.

Ainsi, lorsque les évaluations formulées sont particulièrement négatives pour un État émetteur, la perception de ce dernier par le marché risque de se détériorer, augmenter ainsi le coût de l'emprunt de l'État et affecter plus généralement l'économie nationale ce qui *in fine* encourage la réalisation du pronostic réalisé par l'agence. C'est en ce sens que les notations, par leur caractère performatif, peuvent constituer des prophéties autoréalisatrices. D'ailleurs, le

322. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, Working Paper n° WP/11/68, mars 2011, p. 4-5 [www.imf.org] (soulignant que « *sovereign rating announcements have statistically and economically significant spillover effects both across countries and financial markets implying that rating agencies announcements could spur financial instability* »).

323. John Maynard KEYNES, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 1969, p. 171.

324. Règlement 462/2013, Préambule, par. 39.

325. US HOUSE OF REPRESENTATIVES, préc., note 311, p. 43.

gouvernement grec a eu l'occasion en mars 2011 de critiquer les « *unbalanced and unjustified rating decisions such as Moody's today can initiate damaging self-fulfilling prophecies and certainly strengthen the arguments for tighter regulation of the rating agencies themselves* »³²⁶.

Il n'est dès lors pas excessif de considérer que les notations souveraines sont susceptibles de générer une forme de « désordre » justifiant une restriction de la liberté d'expression des agences au sens de l'article 10(2) de la CEDH. On peut cependant douter que cette constatation suffise à valider l'ensemble des mesures prévues par le règlement 462/2013 car le contrôle opéré par la Cour de Strasbourg est strict en raison de l'importance des droits en cause et celle-ci s'attache à vérifier que les moyens sont proportionnés à l'objectif légitime poursuivi³²⁷. Si les mesures prévues visant à assurer la transparence et la crédibilité des notations souveraines non sollicitées (publication d'un rapport de recherche, présentation des hypothèses quantitatives et qualitatives)³²⁸ et celles relatives à l'encadrement du calendrier, du moment et de la fréquence des notations (qui sont ajustables en fonction des circonstances)³²⁹ ont un lien rationnel avec l'objectif de stabilité (d'ailleurs éprouvé depuis 2010) et apparaissent comme proportionnées, celles interdisant les recommandations politiques ne semblent pas satisfaire ces deux exigences. En effet, ce sont les notations – et pas les recommandations qui les accompagnent – qui sont prises en compte par les investisseurs sur les marchés et qui sont susceptibles de générer une forme d'instabilité financière. Dans la mesure où les recommandations ne génèrent pas de « désordre », leur interdiction – d'ailleurs difficile à conjuguer avec les obligations de motivation et de transparence – semble particulièrement difficile à justifier du point de vue des standards de liberté d'expression et pourrait être donc censurée par la Cour de Strasbourg.

Au-delà de la question de la légalité des mesures adoptées par l'UE afin d'encadrer les notations souveraines non sollicitées, il est également légitime de s'interroger sur leur opportunité. Depuis 2009, l'UE a mis en œuvre une réglementation visant à combattre la dépendance excessive des marchés aux

326. HELLENIC REPUBLIC – MINISTRY OF FINANCE, *Announcement Regarding Moody's Downgrading of the Greek Sovereign Debt Rating*, 7 mars 2011 [www.minfin.gr]. V. aussi, « Greek Fury as Moody's Slashes Credit Rating Again While Portugal Edges Nearer to EU Bailout », *The Guardian*, 7 mars 2011.

327. Sur ces aspects, v. CONSEIL DE L'EUROPE, *La liberté d'expression en Europe – Jurisprudence relative à l'article 10 de la Convention européenne des Droits de l'Homme*, Dossiers sur les droits de l'homme, n° 18, 2006, p. 9.

328. Ces mesures ne constituent d'ailleurs pas des restrictions à la liberté d'expression mais davantage des contraintes dans l'exercice du droit à la liberté d'expression.

329. Article 8 bis (4) du Règlement 1060/2009 tel que modifié par le règlement 462/2013.

agences de notation. Elle l'a cependant fait en renforçant le statut spécifique des agences, consolidant indirectement leur institutionnalisation et renforçant les barrières à l'entrée sur ce marché³³⁰. Elle l'a surtout fait en s'employant à améliorer la transparence et la qualité des processus d'évaluation ce qui pourrait tendre à vouloir crédibiliser les notations. Aussi, réglementer le calendrier et la fréquence des notations pourrait être de nature à raréfier et sacraliser la parole des agences en matière de notation souveraine, et rendre celle-ci d'autant plus écoutée du marché. Il en résulte donc une incohérence et une asymétrie frappantes entre, d'une part, le démantèlement de la mission de service public qui avait été confiée aux agences et, d'autre part, la constitution d'un cahier des charges auxquelles elles doivent se conformer, lequel tend à faire entrer par la fenêtre ce qui est sorti par la porte. Plutôt que d'ignorer purement et simplement les agences afin de pouvoir, à plus long terme, banaliser leur parole, l'UE a choisi de les domestiquer. L'opération européenne de désintoxication³³¹ privilégie donc le substitut risqué qu'est la réglementation plutôt que le sevrage qu'est l'indifférence. Le substitut peut toutefois générer une nouvelle addiction. Jusqu'à la prochaine rechute.

330. Lawrence J. WHITE, « Credit-Rating Agencies and the Financial Crisis : Less Regulation of CRAs is a Better Response », (2010) 25 *Journal of International Banking Law and Regulation* 170.

331. Terme fréquemment employé dans ce contexte. V. par ex., SÉNAT, *Rapport d'information fait au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation*, n° 598, t. 1, 18 juin 2012, p. 68, 77, 84, 86.