

TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	VII
Principales abréviations	IX
Remerciements	XV
Préface	XVII
Introduction générale	1

Première partie

Le cadre juridique de l'activité de notation de crédit : le régime de liberté limitée inhérent à toute opinion financière

Titre I. La restriction de la liberté d'exprimer des notes de crédit aux fins de protéger les émetteurs de titres financiers : une application du régime de droit commun de l'opinion	25
Chapitre 1. Les notes de crédit, des opinions exprimées à titre professionnel	27
Section 1. Des opinions relatives au risque de défaut d'un émetteur de titres financiers	27
§ 1. La notion d'opinion en droit interne et européen : une affirmation subjective	27
I. L'opinion, une affirmation exprimant une vérité relative	29
II. Le critère de distinction entre l'opinion et l'affirmation objective : la vérifiabilité de l'affirmation	35
A. La signification du critère	36
B. Les modalités d'appréciation du critère	40
1) L'absence de vérifiabilité postulée pour les jugements de valeur	41
2) L'absence de vérifiabilité recherchée pour les jugements de réalité	44
§ 2. Les notes de crédit, des affirmations subjectives relatives au risque de défaut d'un émetteur de titres financiers	49
I. Les notes de crédit, des affirmations subjectives par nature	49
II. Une subjectivité corroborée par la réglementation bancaire et financière relative à la notation de crédit	56

Section 2.	Le contrat de notation, support de l'activité professionnelle de production des notes de crédit	58
§ 1.	L'obligation essentielle du contrat de notation : délivrer une opinion produite selon les règles de l'art	60
§ 2.	Le contrat de notation, un contrat d'entreprise <i>sui generis</i> à raison de la nature d'opinion des notes de crédit	65
I.	Un contrat d'entreprise à raison de sa prestation principale de production d'une opinion	66
II.	Un contrat d'entreprise <i>sui generis</i> à raison de l'appartenance des notes à une espèce particulière d'opinions	70
A.	La nature d'opinion des notes de crédit, exclusive de la qualification de contrat de renseignement	70
B.	La signification particulière des notes de crédit, exclusive de la qualification de contrat de conseil	73
Chapitre 2.	L'exigence d'une base factuelle suffisante des notes de crédit : une limite à la liberté d'expression issue du régime de droit commun de l'opinion	77
Section 1.	L'application de l'exigence d'une base factuelle suffisante des notes de crédit en raison de leur qualification d'opinion	80
§ 1.	Une exigence issue du régime de droit commun de l'opinion	80
§ 2.	Une exigence appliquée aux notes de crédit par le règlement (CE) no 1060/2009 du 16 septembre 2009 relatif aux agences de notation	91
I.	Le contenu de l'exigence d'une base factuelle suffisante instituée par le règlement (CE) no 1060/2009	91
II.	La prévalence du règlement (CE) no 1060/2009 sur les autres fondements du régime de droit commun de l'opinion	96
Section 2.	Une limite à la liberté d'expression des agences de notation destinée à protéger les émetteurs de titres financiers notés	104
§ 1.	Un régime européen de responsabilité des agences de notation peu favorable aux investisseurs, destinataires des notes	105
I.	Le dommage subi par l'investisseur : un dommage difficile à caractériser	106
II.	Le lien de causalité entre le dommage et la note litigieuse : une preuve très difficile à rapporter	112
§ 2.	Un régime européen de responsabilité des agences de notation favorable aux émetteurs de titres financiers, objets des notes	116
I.	Le dommage subi par l'émetteur de titres financiers : un dommage aisément caractérisable	116
II.	Le lien de causalité entre le dommage et la violation de l'exigence d'une base factuelle suffisante des notes : une preuve facilitée pour l'émetteur de titres financiers	118
III.	Le caractère uniforme de la responsabilité européenne des agences : un caractère favorable à l'émetteur de titres financiers	120

Titre II.	La restriction de la liberté d'exprimer des notes de crédit aux fins de protéger les marchés financiers : une application du régime de droit spécial de l'opinion financière	125
Chapitre 1.	Les notes de crédit, des opinions financières dotées d'une valeur informationnelle	127
Section 1.	La qualification juridique d'information privilégiée : facteur de reconnaissance de la valeur informationnelle des notes de crédit	131
§ 1.	La reconnaissance de la valeur informationnelle des opinions financières	131
I.	La reconnaissance de la valeur informationnelle extrinsèque des opinions financières à raison des informations privilégiées contenues dans leur base factuelle	132
II.	La qualification d'information privilégiée des opinions financières à caractère directif diffusées par un auteur reconnu à raison de leur valeur informationnelle intrinsèque	134
§ 2.	La reconnaissance de la valeur informationnelle des notes de crédit diffusées dans l'Union européenne	143
I.	Les notes de crédit publiques, des opinions à caractère directif	144
II.	Les notes de crédit publiques, des opinions produites par des auteurs reconnus	150
Section 2.	Les mécanismes juridiques de transparence mobilisant les notes de crédit : facteur de consolidation de la valeur informationnelle des notes	152
§ 1.	Les mécanismes de transparence participant au renforcement de la valeur informationnelle des notes de crédit	153
I.	L'existence d'une note de crédit comme condition de financement	153
II.	L'existence d'une note de crédit comme condition d'investissement	158
III.	La note de crédit comme objet de l'obligation générale d'information à la charge de l'offreur de titres financiers	160
§ 2.	Les raisons de l'institution de mécanismes de transparence participant au renforcement de la valeur informationnelle des notes de crédit	164
Chapitre 2.	L'application de la réglementation relative aux abus de marché aux notes de crédit : une limite à la liberté d'expression issue du régime de droit spécial de l'opinion financière	175
Section 1.	L'application aux notes de crédit des règles encadrant l'expression des opinions financières à raison de leur valeur informationnelle extrinsèque	177
§ 1.	L'encadrement de la liberté d'exprimer directement les informations composant la base factuelle des notes de crédit	177
I.	L'interdiction de communiquer les informations privilégiées contenues dans la base factuelle des notes de crédit	178
A.	Le fondement et le champ d'application de l'interdiction	178
1)	Une interdiction fondée sur la qualité d'initié des agences de notation	178
2)	Une interdiction limitée à la communication hors du cadre normal de l'activité de notation de crédit	180

B.	Les mécanismes juridiques visant à prévenir la communication interdite	185
II.	L'interdiction de diffuser des informations fausses ou trompeuses au titre de la base factuelle des notes de crédit	189
§ 2.	L'encadrement de la liberté d'exprimer indirectement les informations composant la base factuelle des notes de crédit	192
Section 2.	L'application aux notes de crédit des règles encadrant l'expression des opinions financières à raison de leur valeur informationnelle intrinsèque	194
§ 1.	Le fondement de l'encadrement de la liberté d'exprimer les notes de crédit : le statut d'auto-initiés des agences de notation	195
§ 2.	Les modalités de l'encadrement de la liberté d'exprimer les notes de crédit	200
I.	L'interdiction de communiquer les notes de crédit ayant vocation à être diffusées	200
II.	Les mécanismes juridiques visant à prévenir la communication interdite	204
A.	L'obligation de hâter la publication des notes qui sont communiquées dans le cadre normal de l'activité de notation	205
B.	L'obligation d'établir la liste des analystes de notation élaborant les notes ayant vocation à être diffusées	208

Seconde partie

Le statut juridique des agences de notation de crédit : la mise en œuvre de l'exigence d'intégrité inhérente à tout avis

Titre I.	Le statut d'émetteur d'avis des agences de notation de crédit enregistrées dans l'Union européenne	215
Chapitre 1.	L'avis, une opinion consacrée par le droit aux fins d'éclairer une décision	223
Section 1.	L'institution de la procédure d'avis : la consécration d'une opinion par le droit aux fins d'éclairer une décision	226
§ 1.	Les modalités de consécration d'une opinion au rang d'avis	228
I.	Les modalités de consécration fondamentales	228
A.	L'institution d'une obligation ou d'une faculté de solliciter une opinion au préalable d'une prise de décision	229
B.	La reconnaissance d'une mission d'émettre des opinions aux fins d'éclairer une décision	232
II.	Les variations autour des modalités de consécration	237
§ 2.	Le cas particulier de l'avis actualisateur : étude de la procédure d'avis des comités de protection des personnes	240
Section 2.	La fonction de la procédure d'avis : légitimer une décision	251
§ 1.	La fonction écartée : déterminer le contenu de la décision	252
I.	Le caractère non contraignant de l'avis	252
A.	Le principe : l'avis ne lie pas son destinataire	252
1)	La signification du principe	252
2)	L'inapplicabilité de la qualification d'avis aux actes liant leurs destinataires : faux amis, faux avis	254

B. Le corollaire : la prise de décision ne peut être déléguée à l'émetteur de l'avis	259
II. Une fonction accidentelle de l'avis : orienter la décision	261
A. Les avis-sources matérielles du droit	262
B. Les avis-instruments de <i>soft law</i>	263
§ 2. La fonction retenue : légitimer la décision	268
I. La fonction contingente : légitimer la décision à l'égard de ses destinataires	268
II. La fonction nécessaire : légitimer la décision à l'égard de son auteur	272
A. L'objet de la procédure d'avis : éclairer une décision	272
1) L'instauration d'un processus décisionnel	272
2) L'instauration d'une méthode de prise de décision	274
B. L'objectif de la procédure d'avis : donner du sens à l'acte de décider	276
Chapitre 2. Les notes de crédit publiques, des opinions consacrées au rang d'avis aux fins d'éclairer le législateur	283
Section 1. Le règlement (CE) no 1060/2009 relatif aux agences de notation : le siège de la consécration des notes de crédit publiques au rang d'avis	283
§ 1. Le champ d'application du règlement (CE) no 1060/2009 : les notes de crédit publiques produites par les agences enregistrées dans l'Union européenne	284
I. L'exigence d'enregistrement des agences émettant des notes de crédit publiques dans l'Union européenne	284
II. Le caractère public des notes de crédit : la condition d'application du règlement	290
§ 2. L'objet du règlement (CE) no 1060/2009 : instituer le statut d'émetteur d'avis des agences de notation enregistrées dans l'Union européenne	292
I. L'institution d'un statut d'émetteur de notes de crédit utilisées à des fins réglementaires par le règlement (CE) no 1060/2009	292
II. Les utilisations des notes de crédit à des fins réglementaires : des procédures d'avis actualisateurs destinés à éclairer le législateur en matière bancaire et financière	306
Section 2. Les décisions du législateur en matière bancaire et financière éclairées par les notes de crédit publiques	311
§ 1. Les décisions éclairées par les notes conformément à la lettre du règlement (CE) no 1060/2009 relatif aux agences de notation	312
I. Les décisions du législateur européen effectivement éclairées par les notes	312
II. Les décisions du législateur national potentiellement éclairées par les notes	320
§ 2. Les décisions éclairées par les notes conformément à l'esprit du règlement (CE) no 1060/2009 relatif aux agences de notation	324

Titre II. L'exigence d'intégrité des notes de crédit publiques : une application du régime juridique commun à tous les avis	335
Chapitre 1. L'exigence d'intégrité : le principe directeur du régime juridique de l'avis	341
Section 1. Le principe d'intégrité de l'avis	341
§ 1. Le domaine d'application du principe d'intégrité de l'avis	341
I. L'exclusion des règles s'appliquant à certains avis à raison de leur qualification d'instrument de <i>soft law</i>	342
A. L'exclusion des règles applicables aux avis-instruments de <i>soft law</i> émis par des autorités nationales	342
B. L'exclusion des règles applicables aux avis-instruments de <i>soft law</i> émis par des autorités de l'Union européenne	345
II. L'exclusion des règles s'appliquant à la décision que vise à éclairer l'avis	350
A. L'exclusion de l'exigence de légalité à l'égard des motifs de l'avis incorporés à la décision à éclairer	351
B. L'exclusion des règles instituant l'obligation ou la faculté de solliciter ou de consulter un avis et leurs sanctions	363
§ 2. Le fondement du principe d'intégrité de l'avis	368
I. La pertinence de la subjectivité dont procède l'avis	368
II. La typologie des subjectivités pertinentes des émetteurs d'avis	371
A. La subjectivité partisane, porteuse de l'idéal démocratique	371
B. La subjectivité technique, porteuse de l'idéal technocratique	374
C. La subjectivité doctrinale, porteuse de l'idéal positiviste	377
Section 2. La mise en œuvre du principe d'intégrité de l'avis	384
§ 1. Les règles visant à garantir l'aptitude de l'émetteur d'avis à produire un avis pertinent	385
I. L'exigence d'aptitude intellectuelle de l'émetteur d'avis	386
A. Le cas de l'avis partisan : l'exigence de discernement	386
B. Le cas de l'avis technique : l'exigence de maîtrise d'un savoir technique	389
C. Le cas de l'avis doctrinal : une aptitude intellectuelle induite de l'habilitation à dire ou appliquer le droit	393
II. L'exigence de représentativité de l'émetteur d'avis	394
A. La raison d'être des avis collectifs	396
B. Les modalités d'élaboration des avis collectifs	403
§ 2. Les règles visant à garantir l'indépendance de l'émetteur d'avis aux fins de la production d'un avis pertinent	407
I. L'exigence d'indépendance de l'émetteur d'avis : précisions conceptuelles	407
A. L'exigence d'indépendance et l'exigence d'impartialité	408
B. L'exigence d'indépendance et les situations de conflits d'intérêts	409

II. La mise en œuvre de l'exigence d'indépendance : typologie des relations sous contrôle	416
A. L'encadrement des relations avec la personne ou la chose objet de l'avis	416
1) La diversité des relations encadrées	417
2) Un encadrement commun à tous les émetteurs d'avis	419
B. L'encadrement des relations avec l'auteur de la décision à éclairer	423
C. L'encadrement des relations entre les émetteurs d'avis	425
Chapitre 2. La mise en œuvre de l'exigence d'intégrité de l'avis par le règlement (CE) n° 1060/2009 relatif aux agences de notation de crédit	427
Section 1. Les règles visant à garantir l'aptitude des agences de notation à émettre des notes de crédit pertinentes	433
§ 1. L'exigence d'aptitude intellectuelle des agences de notation	434
I. La rigueur de la méthode de notation des agences de notation	435
II. Le savoir technique des personnes physiques participant à la notation	439
§ 2. L'exigence de représentativité des agences de notation	443
Section 2. Les règles visant à garantir l'indépendance des agences de notation nécessaire à la production de notes de crédit pertinentes	446
§ 1. L'organisation interne des agences de notation	449
I. Les composantes des agences de notation en charge du respect de l'exigence d'indépendance	450
A. Les instances dirigeantes	450
B. Le service de vérification de la conformité	455
II. L'exigence d'indépendance entre les composantes des agences de notation	456
§ 2. L'encadrement des relations externes des agences de notation	457
I. Les relations à l'égard de la personne ou l'entité objet de la note de crédit	458
A. Les techniques visant à éviter l'influence des relations avec la personne ou l'entité objet de la note	459
1) Les relations entretenues par les agences de notation	459
2) Les relations entretenues par les personnes physiques participant à la notation	463
B. Les techniques visant à éviter la création de relations avec la personne ou l'entité objet de la note	465
1) Les relations interdites	465
2) Les mécanismes préventifs	467
II. Les relations à l'égard du législateur, auteur des décisions à éclairer	470
III. Les relations entre les agences de notation enregistrées dans l'Union européenne	471

Conclusion générale	477
Bibliographie	481
Index terminologique	541