

**FR**

**FR**

**FR**



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 12.11.2008  
SEC(2008) 2746

**DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION**

*accompagnant la*

**Proposition de**

**REGLEMENT DU PARLEMENT EUROPEEN ET DU CONSEIL**

**sur les agences de notation de crédit**

**RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT**

{COM(2008) 704 final}  
{SEC(2008) 2745}

## 1. INTRODUCTION

Les agences de notation de crédit émettent des avis évaluant une qualité de crédit, qui contribuent à pallier l'asymétrie d'information existant entre ceux qui émettent des titres de créance et ceux qui décident d'investir dans ces titres de créance. Les notations de crédit qu'elles émettent étant étroitement suivies par les investisseurs, les émetteurs et les administrations publiques, les agences de notation ont un impact majeur sur les marchés financiers. Aussi est-il essentiel de veiller à ce qu'elles fournissent constamment des notations de crédit indépendantes, objectives et d'une qualité irréprochable.

Depuis août 2007, les marchés financiers mondiaux sont en proie à une crise de confiance majeure. Cette crise est un phénomène complexe, impliquant de nombreux acteurs. Les agences de notation ne peuvent être seules blâmées pour les turbulences financières actuelles: d'autres acteurs et des circonstances particulières y ont aussi leur part. Née sur le marché américain des crédits hypothécaires à risque («subprimes»), la crise a ensuite contaminé d'autres marchés financiers. À proximité de la source des problèmes posés par le marché des subprimes, on trouve cependant les agences de notation. Financièrement conçus pour inspirer hautement confiance aux investisseurs, les instruments financiers structurés bénéficiaient, en effet, de notations excessivement favorables de leur part. La présente analyse d'impact examine quelle serait la réponse politique la plus appropriée à apporter aux problèmes qui se sont fait jour.

Elle présente un certain nombre d'options pour remédier à la situation au niveau de l'Union européenne. La Commission propose un ensemble de mesures ciblant les conflits d'intérêts, la transparence de l'activité exercée par les agences de notation et certains aspects concernant spécifiquement la qualité du processus de notation. Ces mesures devraient s'appuyer sur un régime d'enregistrement et de surveillance auquel les agences de notation opérant dans l'Union européenne deviendraient assujetties en vertu d'un acte législatif de droit communautaire.

## 2. PROCEDURES ET CONSULTATION PUBLIQUE

En un début de 21<sup>ème</sup> siècle marqué par des scandales financiers aux États-Unis et dans l'Union européenne, et à la suite de la résolution sur les agences de notation adoptée par le Parlement européen en février 2004<sup>1</sup>, la Commission a étudié très soigneusement la question de savoir s'il convenait, ou non, de légiférer de nouveau pour réglementer l'activité des agences de notation. Conformément à l'avis qu'elle a reçu du comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) en mars 2005<sup>2</sup>, la Commission a décidé de ne pas présenter de nouvelle proposition sur les agences de notation, au motif que les directives

---

<sup>1</sup> Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit [2003/2081(INI)].

<sup>2</sup> CESR technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies (avis technique du CERVM à la Commission européenne concernant d'éventuelles mesures à appliquer aux agences de notation, existe en anglais uniquement), CESR/05/139b, mars 2005. Le CERVM est un groupe consultatif indépendant près la Commission européenne, institué en juin 2001, qui est composé de représentants des autorités nationales chargées de la surveillance des marchés de valeurs mobilières de l'Union européenne (régulateurs).

en vigueur dans le domaine des services financiers dont relevaient ces dernières apportaient déjà une solution à tous les problèmes majeurs pointés du doigt par le Parlement européen.

Les agences de notation relèvent de diverses directives relatives aux services financiers, notamment la directive sur les abus de marché<sup>3</sup> et la directive sur les exigences de fonds propres. Elles font également l'objet d'un code de conduite (*Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*) élaboré par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV-IOSCO), dont l'application se fait sur une base volontaire. En 2006, la Commission a publié une communication sur les agences de notation<sup>4</sup>, dans laquelle elle concluait que l'approche retenue lui imposerait de suivre l'évolution de ce secteur. Elle invitait également le CERVM à contrôler la bonne application du code de conduite de l'OICV-IOSCO et à lui faire tous les ans un rapport à ce sujet.

La Commission a indiqué qu'elle pourrait envisager de soumettre une proposition législative s'il devenait manifeste que les règles en vigueur dans l'Union européenne ou le code de conduite de l'OICV-IOSCO étaient appliqués de manière insatisfaisante ou si de nouvelles circonstances devaient l'exiger – y compris de graves problèmes de défaillance du marché ou des changements importants au niveau des règles régissant les agences de notation dans d'autres parties du monde.

Eu égard aux récentes turbulences des marchés financiers, la Commission a, à l'automne 2007, invité le CERVM et le groupe européen d'experts des marchés des valeurs mobilières (ESME)<sup>5</sup> à lui rendre un avis sur les divers aspects de l'activité exercée par les agences de notation et le rôle que celles-ci jouent sur les marchés financiers, notamment dans le domaine du financement structuré. La Commission a suivi l'entièreté des travaux du CERVM et de l'ESME. L'un et l'autre ont largement consulté les parties prenantes, notamment sur la part qu'avait eue le financement structuré dans la crise des subprimes. Le CERVM et l'ESME ont respectivement rendu leur avis le 13 mai 2008 et le 4 juin 2008.

Outre son étroit suivi de l'avancée des travaux conduits par le CERVM et l'ESME, la Commission a tenu des discussions avec les principales agences de notation et d'autres parties prenantes (associations d'entreprises du secteur de l'assurance, de la banque et des valeurs mobilières, fournisseurs d'informations, etc.). Elle a également reçu les contributions écrites d'un large éventail d'associations, praticiens du marché et autres parties prenantes. Sur le plan international, elle a notamment suivi de près la révision du code de conduite de l'OICV-IOSCO, approuvée par cet organisme le 26 mai 2008, le rapport publié par le Forum pour la stabilité financière (FSF) le 7 avril 2008<sup>6</sup> et les propositions de modification de la loi américaine sur les agences de notation respectivement présentées le 11 juin et le 1<sup>er</sup> juillet 2008. Elle a également suivi les consultations organisées tant par l'OICV-IOSCO que par le FSF. Elle a tenu compte des diverses initiatives proposées et/ou mises en œuvre par les agences de notation, soit à titre individuel, soit à l'échelle du secteur, et tiré profit du

---

<sup>3</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), JO L 96 du 12.4.2003, p. 16.

<sup>4</sup> JO C 59 du 11.3.2006, p. 2.

<sup>5</sup> Le groupe européen d'experts des marchés des valeurs mobilières (ESME) est un organe consultatif près la Commission européenne, qui est composé de praticiens et d'experts des marchés de valeurs mobilières. Il a été institué en avril 2006..

<sup>6</sup> Institué en avril 1999, le Forum pour la stabilité financière réunit, sur une base régulière, les autorités nationales chargées de préserver la stabilité des grandes places financières, des représentants des grands établissements financiers internationaux, les autorités de réglementation et de surveillance regroupées par secteur et des comités d'experts des banques centrales.

dialogue intensif mené avec elles sur une base informelle. Elle a également encouragé les parties prenantes à lui soumettre leurs observations dans le cadre d'une consultation publique qui s'est ouverte le 31 juillet 2008. Au total, 82 contributions ont été soumises: 13 d'agences de notation, 52 d'organisations de parties prenantes (associations bancaires, fonds d'investissement, caisses d'épargne, etc.) et 17 de régulateurs des marchés de valeurs mobilières et ministères nationaux des finances.

### **3. DEFINITION DU PROBLEME**

Les faits montrent que les agences de notation ont nettement moins bien fonctionné pour la notation des produits structurés de caractère novateur que pour celle des produits plus traditionnels. L'analyse de la Commission se concentre donc sur les problèmes qu'a posés la notation des produits financiers structurés. Il convient toutefois de ne pas perdre de vue que l'innovation financière pourrait, à l'avenir, faire surgir des problèmes similaires dans d'autres secteurs dans lesquels les agences de notation n'ont que peu d'expérience, voire pas d'expérience du tout. En outre, certains des dysfonctionnements qui se sont manifestés dans la notation des instruments financiers structurés touchent à la structure des entités notées, à leur modèle d'entreprise et à leurs procédures internes – autrement dit, ils peuvent aussi toucher les secteurs d'activité plus traditionnels des agences de notation.

#### **3.1. Manque d'intégrité des agences de notation: conflits d'intérêts touchant l'activité de notation**

Toutes les institutions et autres parties prenantes consultées se sont accordées à dire que les conflits d'intérêts pouvant se poser lorsque les agences de notation notent des produits structurés n'ont pas été évités ou gérés adéquatement.

#### **3.2. Manque de qualité des méthodes utilisées et des notations émises**

Le nombre important d'abaissements de notations observé au second semestre 2007 et au premier trimestre 2008 par comparaison avec le premier semestre 2007 montre clairement que les notations émises avant le début de la crise péchaient par excès d'optimisme et ne reflétaient pas les conditions prévalant sur le marché des actifs sous-jacents. L'une des raisons de cette mauvaise performance est très probablement à chercher dans le manque de qualité des méthodes utilisées par les agences de notation pour émettre leurs notations.

#### **3.3. Manque de transparence des agences de notation**

Les agences de notation n'indiquent pas avec suffisamment de précision les caractéristiques et les limites présentées par les notations qu'elles attribuent aux produits financiers structurés, pas plus qu'elles ne fournissent d'informations suffisantes concernant les principales hypothèses qu'elles utilisent dans leurs modèles. Ce manque d'information empêche les participants au marché de bien comprendre la signification des notations émises. Les agences de notation fournissent certes des informations relatives à la performance de leurs notations, mais ces informations ne permettent pas de comparer les performances des agences de notation elles-mêmes.

#### **4. OBJECTIFS**

Afin de résoudre les problèmes ci-dessus, trois objectifs spécifiques doivent être traduits en exigences de fond:

- (1) veiller à ce que les agences de notation gèrent adéquatement tout conflit d'intérêts;
- (2) veiller à ce qu'elles restent vigilantes quant à la qualité des méthodes de notation qu'elles emploient et quant à la qualité des notations de crédit qu'elles émettent;
- (3) renforcer leur transparence.

Plus largement, l'objectif ultime est d'assurer un plus grand respect, par les agences de notation de toute l'Union européenne, des mesures prises pour remédier aux problèmes identifiés.

#### **5. OPTIONS D'ACTION**

Un certain nombre d'options ont été examinées à la lumière des objectifs fixés.

##### **5.1. Options pour l'imposition d'exigences de fond**

###### *5.1.1. Veiller à ce que les agences de notation gèrent adéquatement tout conflit d'intérêts*

Un certain nombre de questions doivent être traitées:

1. l'approche générale à suivre en matière de gestion des conflits d'intérêts;
2. les conflits d'intérêts liés à l'exercice d'une activité de consultant par l'agence de notation;
3. le dialogue entre l'analyste chargé d'établir la notation et l'entité notée;
4. l'indépendance des personnes associées au processus de notation;
5. la recherche de l'agence de notation la plus accommodante;
6. le débauchage d'analystes par des émetteurs qu'ils ont notés.

###### *5.1.2. Veiller à ce que les agences de notation restent vigilantes quant à la qualité des méthodes de notation qu'elles emploient et quant à la qualité des notations de crédit qu'elles émettent*

Un certain nombre de questions doivent être traitées:

1. la qualité des méthodes, modèles et principales hypothèses de notation utilisés;
2. la surveillance des notations émises;
3. l'impact de toute modification apportée aux méthodes employées;

4. la qualité des informations utilisées pour établir les notations;
5. les questions de personnel;
6. l'impact de l'évolution du marché et des perspectives macroéconomiques.

#### 5.1.3. Renforcer la transparence des agences de notation

Un certain nombre de questions doivent être traitées:

1. la transparence des processus et procédures internes;
2. Le contenu des notations;
3. l'établissement d'une catégorie de notation distincte pour les produits financiers structurés.
4. l'établissement de statistiques relatives à la performance des agences de notation.

#### 5.2. Instruments de mise en œuvre

Eu égard à l'objectif ultime consistant à assurer un plus grand respect, par les agences de notation de toute l'Union européenne, des mesures prises pour remédier aux problèmes identifiés, les services de la Commission ont étudié les solutions suivantes:

**Solution 1:** une autorégulation passant notamment par:

- a) le code de conduite de l'OICV-IOSCO;
- b) le Livre blanc du secteur – on suppose alors que les agences de notation puissent elles-mêmes trouver des solutions appropriées aux problèmes et préoccupations exposés ci-dessus<sup>7</sup>;
- c) d'autres initiatives de la part d'agences de notation agissant à titre individuel – plusieurs ont ainsi présenté à leurs régulateurs et au marché une série de propositions d'amélioration de leur fonctionnement et se sont engagées individuellement à les intégrer à leurs pratiques et procédures internes.

**Solution 2:** un code de conduite européen, en vertu duquel les agences de notation s'engageraient à appliquer volontairement un ensemble de normes et à suivre les recommandations d'un organe de contrôle qui serait chargé de vérifier le respect du code par ses signataires.

**Solution 3:** une recommandation de la Commission énonçant les normes auxquelles les agences de notation seraient tenues de se conformer pour pouvoir exercer leur activité dans l'Union européenne – soit les mêmes normes qu'en vertu de l'option 4 (option législative). Cette recommandation serait fondée sur le code de conduite révisé de l'OICV-IOSCO ainsi

---

<sup>7</sup> En janvier 2008, les cinq premières agences de notation ont conjointement adressé à leurs régulateurs un Livre blanc contenant 12 propositions d'amélioration du code de conduite de l'OICV-IOSCO. Ces propositions avaient trait à l'indépendance, à la qualité et à la transparence des notations de crédit.

que sur les recommandations du CERVM et de l'ESME et elle inclurait en outre des normes supplémentaires jugées essentielles par la Commission.

**Solution 4:** l'adoption d'un acte législatif au niveau de l'Union européenne, instituant un cadre réglementaire exhaustif applicable à toutes les agences de notation exerçant d'ores et déjà ou susceptibles d'exercer des activités dans l'UE et dont les notations de crédit sont ou pourraient être utilisées à des fins réglementaires, par exemple pour satisfaire aux dispositions de la directive sur les exigences de fonds propres<sup>8</sup>. Cet acte législatif subordonnerait l'émission des notations de crédit à certaines conditions et instaurerait une procédure d'enregistrement ainsi qu'un régime de surveillance externe par les régulateurs de l'Union européenne.

## 6. ANALYSE D'IMPACT

Étant donné le caractère technique et le niveau de détail des options examinées au regard des objectifs 1) à 3), leur impact respectif ne sera pas résumé dans le présent document de travail, mais exposé dans le cadre du rapport y afférent. Les services de la Commission limiteront ici leur analyse aux divers instruments de mise en œuvre envisagés.

### *L'autorégulation*

Le code de conduite de l'OICV-IOSCO ne permettrait pas d'atteindre les objectifs fixés: les agences de notation continueraient à gérer les conflits d'intérêts comme elles le font actuellement, c'est-à-dire de manière inappropriée; elles ne seraient pas contraintes d'améliorer leurs méthodes de notation et la qualité de leurs notations de crédit; leur fonctionnement ne ferait pas l'objet d'une obligation de transparence renforcée; et les autorités compétentes ne disposeraient d'aucun moyen de surveillance et de contrôle de la bonne application des règles en vigueur. Le Livre blanc et autres initiatives présentés par le secteur des agences de notation prévoient un régime très souple, puisque les agences de notation auraient toute liberté de se conformer ou non aux nouvelles exigences, qui revêtiraient un caractère optionnel. Mais faute de prévoir un mécanisme de contrôle strict du respect des normes fixées, ce régime ne serait guère efficace. En outre, aucune communauté de règles ne serait garantie. L'autorégulation est testée depuis 2006, et le résultat est loin d'être satisfaisant.

### *Un code de conduite européen*

Cette solution offrirait une grande souplesse, parce qu'elle permettrait aux agences de notation d'appliquer le principe «se conformer ou s'expliquer». Elle a l'avantage de prévoir la mise en place d'un organe de contrôle, quoique dépourvu de pouvoirs contraignants, ce qui en limiterait l'efficacité. Par ailleurs, elle garantirait l'établissement d'un cadre fiable de règles communes, même si aucun degré significatif de sécurité juridique ne pourrait être atteint. Les résultats ne seraient toutefois pas à la hauteur des objectifs.

---

<sup>8</sup> Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte)

### *Une recommandation de la Commission*

Cette solution favoriserait, dans une certaine mesure, la mise en place d'un cadre de règles communes fixant au moins les critères de référence auxquels les agences de notation seraient tenues de se conformer. Une recommandation ne saurait toutefois prévoir de mécanisme de contrôle de sa mise en œuvre avec possibilité de mesures contraignantes et serait par conséquent d'une efficacité limitée au regard des objectifs fixés.

### *L'adoption d'un acte législatif*

Cette solution garantirait l'égalité des conditions de concurrence pour toutes les agences de notation opérant dans la Communauté. Au contraire, si l'UE n'agit pas, mais conserve le régime actuel d'autorégulation fondée sur le code de conduite de l'OICV-IOSCO, le risque existe d'une mosaïque de 27 régimes juridiques différents. L'acte législatif proposé prévoirait en outre l'exercice d'une surveillance diligente et un solide mécanisme de contrôle de sa mise en œuvre avec possibilité de mesures contraignantes, ce qui garantirait son efficacité au regard des objectifs fixés. Il existerait ainsi la garantie que le cadre réglementaire devant régir l'émission des notations de crédit soit dûment mis en œuvre et que cette mise en œuvre fasse l'objet d'une surveillance diligente et d'un solide contrôle éventuellement assorti de mesures contraignantes.

## **7. COMPARAISON DES OPTIONS – CONCLUSIONS**

Après avoir dûment analysé l'impact de toutes les options envisagées, ainsi que leurs avantages et inconvénients respectifs au regard du scénario de base, les services de la Commission sont parvenus aux conclusions suivantes.

**Réaliser l'objectif 1** (veiller à ce que les agences de notation gèrent adéquatement tout conflit d'intérêts) suppose que les agences de notation identifient tout conflit d'intérêts réel ou potentiel, puis l'éliminent ou le gèrent et le divulguent adéquatement. Il leur faudra mettre en place des procédures spécifiques de gouvernance interne, afin de favoriser un changement de culture d'entreprise et de politique interne. Les agences de notation auront interdiction d'exercer une activité de consultant ou de fournir des services de conseil. Les analystes chargés d'établir les notations devront être isolés des départements commerciaux de leur agence de notation et faire l'objet de règles plus strictes concernant le dialogue à mener avec le client. Avant qu'un analyste ne puisse être débauché par un ancien client, des mesures spécifiques de sauvegarde devront s'appliquer. Enfin, les clients des agences de notation devront être découragés de se lancer dans cette pratique préjudiciable que constitue la course à l'agence la plus accommodante.

**Réaliser l'objectif 2** (veiller à ce que les agences de notation restent vigilantes quant à la qualité des méthodes de notation qu'elles emploient et des notations de crédit qu'elles émettent) suppose que les agences de notation utilisent des méthodes rigoureuses, systématiques et sans discontinuités, pouvant être validées sur la base de données historiques. Les méthodes, modèles et principales hypothèses de notation qu'elles emploient devront ainsi être maintenus à jour et faire l'objet d'une révision exhaustive à intervalles réguliers. Une cellule de contrôle interne chargée de contrôler le respect des règles en la matière sera mise en place. Toute modification des méthodes de notation utilisées donnera lieu à un réajustement rapide de toutes les notations de crédit existantes affectées par cette modification. Les agences de notation devront également suivre et actualiser chaque notation de crédit qu'elles émettent

sur une base continue. Elles seront également soumises à une obligation de transparence renforcée, qui aidera les utilisateurs de leurs notations à mieux comprendre les procédures de saine diligence appliquées au niveau des actifs sous-jacents, puis prises en compte dans les notations. Les agences de notation devront enfin publier un relevé de leurs effectifs afin de permettre un contrôle plus étroit par le marché.

**Réaliser l'objectif 3** (renforcer la transparence des agences de notation) suppose de leur imposer une obligation générale de transparence concernant le fonctionnement de leurs processus et procédures internes, couplée à l'obligation de publier un rapport annuel de transparence. Les agences de notation devront fournir aux utilisateurs de leurs notations des informations relatives aux analyses qu'elles ont effectuées, ainsi qu'à toute limite et à tout risque spécifique présenté par leurs notations. Elles devront également utiliser des catégories de notation différentes, selon qu'elles notent des instruments financiers structurés ou des titres de créance traditionnels, ou fournir aux investisseurs des informations supplémentaires dans le premier cas. Des statistiques de performance historique devront enfin être établies, sur la base d'unités de mesure permettant de comparer entre eux les acteurs du marché.

En vertu de l'acte législatif envisagé, les agences de notation seront soumises à une nouvelle procédure d'enregistrement, qui garantira que leurs notations de crédit puissent être utilisées par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance vie et non-vie, les organismes de placement collectif et les fonds de pension de la Communauté. Un contrôle effectif et efficace du respect des exigences fixées sera assuré dans toute la Communauté (**objectif ultime**). L'enregistrement sera effectué par l'autorité compétente d'un État membre, mais les régulateurs de tous les États membres auront leur mot à dire via le CERVM. Les autorités compétentes des États membres auront également pour mission d'exercer une surveillance au quotidien. Une coopération étroite entre régulateurs nationaux, avec coordination par le CERVM, est une condition sine qua non de l'instauration d'une culture commune en matière de surveillance et d'un travail en réseau efficacement mené. Les régulateurs nationaux devraient être dotés de pouvoirs d'action ad hoc et être habilités à infliger des sanctions efficaces aux agences de notation qui ne se conforment pas aux règles fixées. Là encore, il devrait incomber au CERVM de jouer le rôle important d'instigateur d'une culture commune en matière de contrôle du respect des dispositions en vigueur.