Communication de la Commission sur les agences de notation

(2006/C 59/02)

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

1. INTRODUCTION

Les agences de notation jouent un rôle vital sur les marchés mondiaux de la banque et des valeurs mobilières. Il est donc essentiel qu'elles fournissent des notations indépendantes, objectives et de la meilleure qualité possible.

C'est dans un contexte marqué par l'affaire Enron que la Commission s'était engagée à analyser la question des agences de notation lors du Conseil ECOFIN informel d'Oviedo (avril 2002). Le Parlement européen avait par la suite adopté, en février 2004, une résolution sur les agences de notation ([1]) s'inscrivant dans la foulée du rapport d'initiative élaboré par sa commission des affaires économiques et monétaires ([2]), dans laquelle il invitait la Commission à évaluer les (éventuels) besoins d'intervention législative dans ce domaine. En mars 2004, à la suite du scandale Parmalat, la Commission a procédé à l'identification, en collaboration avec le Parlement européen et les États membres, des principaux problèmes réglementaires qui se posaient en relation avec les agences de notation. En juillet 2004, la Commission a demandé au comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) de lui fournir assistance technique et conseils en vue d'évaluer la pertinence du recours à une initiative législative européenne ou à d'autres solutions. Le CERVM a remis son avis à la Commission en mars 2005 ([3]). Dans l'intervalle, un certain nombre de mesures législatives clés ayant des implications majeures pour les agences de notation ont été adoptées dans le cadre de la mise en œuvre du plan d'action de la Commission sur les services financiers (PASF). De plus, l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières («OICV») a publié, en décembre 2004, ses éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation de crédit («code de l'OICV») ([4]).

L'objectif de la présente communication est de faire rapport au Conseil et au Parlement européen pour les informer de l'approche réglementaire qu'entend adopter la Commission dans le domaine des agences de notation à la lumière de ces derniers développements. Dans l'élaboration de cette approche, la Commission s'est inspirée de l'avis fourni par le CERVM et s'est également efforcée d'être fidèle aux principes du «mieux légiférer» qu'elle s'est engagée à respecter dans ses efforts pour relancer la dynamique de la croissance et de l'emploi dans l'Union et qui constituent une dimension essentielle de sa politique dans le domaine des services financiers, récemment exposée dans un livre blanc ([5]).

2. LES AGENCES DE NOTATION

2.1 Fonctionnement des agences de notation

Les agences de notation émettent des avis sur la qualité de crédit d'un émetteur ou d'un instrument financier particulier. En d'autres termes, elles évaluent la probabilité de défaillance d'un émetteur, soit son incapacité à honorer ses obligations financières en général (notation d'émetteur), soit ses obligations concernant une créance ou un titre à revenu fixe particuliers (notation d'instruments).

Ces avis — ou notations — sont fondés sur des informations portant sur les flux de revenus et la structure de bilan (en particulier l'endettement) de l'entité notée. Les performances financières passées sont également prises en compte. Ces informations ne donnant qu'une image de la situation à un moment donné, elles doivent être confirmées ou révisées périodiquement pour prendre en compte les évolutions nouvelles, économiques ou autres. Les notations de crédit rangent les émetteurs selon des catégories qui correspondent à des degrés plus ou moins importants de risque de défaillance. Pour ce faire, les agences de notation emploient des échelles de qualité de crédit à spectre étendu — la frontière fondamentale séparant la catégorie dite «investissement» (risque faible) de la catégorie dite «spéculative» (risque élevé) — pour refléter les risques associés au titre (c'est-à-dire la probabilité de défaillance).

Les notations sont habituellement demandées — et payées — par les émetteurs eux-mêmes. Dans ce cas de figure, elles sont basées à la fois sur des données publiquement disponibles et sur des informations qui ne sont pas accessibles au public et qui sont volontairement divulguées par l'entité notée (par exemple par le biais d'entrevues avec des responsables financiers de l'entité notée). Toutefois, il arrive parfois que les agences publient des notations de leur propre initiative (c'est-à-dire non demandées par un émetteur), lesquelles sont généralement élaborées sans avoir accès à des informations non publiques.

Bien que les notations soient d'évidence leur activité principale, de nombreuses agences de notation profitent de leur expérience en matière d'évaluation des risques pour proposer d'autres services financiers (comme les conseils en investissement) aux émetteurs (directement ou par le truchement d'entités liées).

([1]) Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (003/2081(INI)), consultable à l'adresse suivante: http://www.europarl.eu.int/registre/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5_TA(2004)0080_EN.pdf.

([2]) Rapport de la commission des affaires économiques et monétaires (A5-0040/2004); rapporteur: M. Giorgos Katiforis.

([3]) Avis technique du CERVM à la Commission européenne sur d'éventuelles mesures concernant les agences de notation de crédit, CESR/05/139b, mars 2005. Voir le site: http://www.cesr-eu.org.

([4]) Éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation de crédit, Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, décembre 2004, voir l'annexe sur les éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation de crédit.

([5]) Livre blanc sur la politique des services financiers (2005-2010), SEC (2005) 1574.

2.2 Impact sur les marchés financiers

Les notations exercent une influence considérable sur les marchés financiers, ce qui s'explique par deux raisons fondamentales. En premier lieu, elles font la synthèse d'évaluations complexes d'une façon qui peut être aisément et instantanément assimilée par les investisseurs, quel que soit leur degré d'expertise ou leur profil. En second lieu, les agences de notation jouissent d'une bonne réputation et sont considérées par les participants au marché comme fournissant des analyses objectives.

L'importance acquise par les agences de notation au cours de ces dernières années peut s'observer à la fois au niveau des pratiques d'affaires et à celui des exigences réglementaires. D'une part, le succès commercial de la plupart des émissions de titres de dette dépend dans une large mesure de la notation qu'ils ont obtenue. La notation est devenue un préalable indispensable à la recherche de financements externes sur les marchés de valeurs mobilières (tout particulièrement lorsque l'émetteur n'a pas encore de réputation assise sur les marchés obligataires). La note de crédit obtenue par un émetteur détermine les taux d'intérêts qu'il devra proposer pour obtenir un financement externe. De plus, les notes de crédit sont de plus en plus souvent utilisées dans les dispositions contractuelles relatives à l'interruption de facilités de crédit, à l'accélération des remboursements ou à la modification d'autres conditions créditrices.

D'autre part, plusieurs législations nationales stipulent aujourd'hui que certains produits d'investissement ne peuvent être placés que si leur émetteur peut démontrer qu'il jouit d'un certain niveau de qualité de crédit tel qu'il ressort d'une note décernée par une agence de notation reconnue. Les agences de notation interviennent aussi de manière croissante dans l'évaluation des risques associés aux actifs détenus par les établissements financiers soumis à des exigences d'adéquation des fonds propres.

Le rôle que les agences de notation jouent sur les marchés est généralement très positif, tant pour les investisseurs que pour les émetteurs. Elles fournissent aux investisseurs une information qui les aide à évaluer les risques présentés par un titre particulier. Et elles contribuent à abaisser le coût supporté par les émetteurs pour lever des capitaux (du moins pour ceux d'entre eux qui reçoivent une note favorable).

2.3 Les questions jugées préoccupantes

La résolution du Parlement européen, sans remettre en cause le rôle positif que les agences de notation peuvent jouer et jouent effectivement, met néanmoins l'accent sur un certain nombre de questions qui posent problème et qui méritent la plus grande attention si l'on veut faire en sorte que toutes les agences de notation exercent à tout moment leurs activités de manière responsable ([6]).

Les préoccupations concernent en premier lieu la qualité des notations décernées par les agences de notation. Ces agences sont tenues de fonder leurs notations sur une analyse diligente des informations disponibles et un contrôle permanent de l'intégrité de leurs sources d'information. Cela signifie que les notations doivent être régulièrement révisées, chaque fois que nécessaire. Les agences de notation devraient également communiquer plus ouvertement sur les méthodes qu'elles emploient pour aboutir aux notes décernées. Il est en outre essentiel que les agences soient indépendantes et entièrement objectives dans leur approche. La position des agences de notation ne doit pas être compromise par les relations qu'elles entretiennent avec les émetteurs. La question de l'accès des agences de notation aux informations confidentielles détenues par les émetteurs pose également problème: il faut éviter que ces agences utilisent ces informations dans le cadre d'autres activités. Enfin, la résolution du Parlement européen exprime sa préoccupation face au fort degré de concentration dans les activités de notation et à ses possibles effets anticoncurrentiels.

([6]) Voir note 1.

3. LA LÉGISLATION APPLICABLE

Si les problèmes qui se posent en relation avec les agences de notation sont sérieux et doivent être résolus, le nouveau cadre législatif de l'UE, tout comme le code de l'OICV, ont justement été conçus pour y parvenir. La législation de l'UE ne s'applique qu'aux agences de notation opérant dans l'UE alors que le code est censé s'appliquer aux agences de notation dans tous les pays dans lesquels elles exercent leur activité. En ce qui concerne le contenu, le code complète la législation communautaire. Alors que les directives sont légalement contraignantes, le code fonctionne sur la base de la formule «se conformer ou s'expliquer» («comply or explain») — ce qui signifie que les agences de notation sont censées intégrer toutes les dispositions du code de l'OICV à leur propre code de conduite interne. Chaque fois qu'elles choisissent de ne pas le faire, elles sont tenues de démontrer comment leur propre code permet néanmoins de donner effet aux dispositions du code OICV.

3.1 Législation communautaire

L'objectif du PASF était de créer dans l'UE des marchés financiers ouverts, intégrés et efficaces, sur lesquels les pressions de la concurrence maximiseraient les retours sur investissement sans pour autant entraîner de risques excessifs pour les investisseurs. Il s'efforçait en conséquence de réduire au maximum le fardeau réglementaire pesant sur les établissements et de maintenir simultanément un contrôle réglementaire efficace et un degré élevé de protection des investisseurs.

Trois directives relevant du PASF ont une incidence sur les agences de notation. La plus importante est la directive relative aux abus de marché (DAM) qui — avec son règlement et ses directives d'application ([7]) — couvre les questions de délits d'initié et de manipulations de marché (soit les abus de marché) en vue d'assurer l'intégrité des marchés financiers de la Communauté et de renforcer la confiance des investisseurs sur ces marchés. Les délits d'initiés et les manipulations de marché empêchent la transparence totale des marchés, pourtant essentielle aux échanges entre tous les agents économiques sur des marchés financiers intégrés. Dans des domaines comme les conflits d'intérêts, la présentation équitable des recommandations d'investissement et l'accès aux informations privilégiées,

([7]) Directive 2003/6/CE du 28.1.2003 (JO 2003 L 96/16); directive de la Commission 2003/124/CE du 22.12.2003 (JO 2003 L 339/70); directive de la Commission 2003/125/CE du 22.12.2003 (JO 2003 L 339/73); directive de la Commission 2004/72/CE du 29.4.2004 (JO 2003 L 162/70) et règlement de la Commission (CE) n° 2273/2003 du 22.12.2003 (JO 2003 L 336/33).

les dispositions des directives «abus de marché» mettent en place un cadre juridique solide pour l'exercice de l'activité des agences de notation, tout en reconnaissant la spécificité de leur rôle et les différences séparant notations de crédit et recommandations d'investissement.

En vue d'empêcher les opérations d'initiés et les manipulations de marché, la directive 2003/125/CE traite de la présentation équitable des recommandations d'investissement et de la divulgation des conflits d'intérêts. Les notations des agences sont considérées comme des avis sur la qualité de crédit d'un émetteur ou d'un instrument financier particulier et ne constituent donc pas des recommandations au sens de ladite directive. Celle-ci dispose néanmoins que les agences de notation doivent envisager d'adopter des politiques et procédures internes visant à garantir que les notations de crédit qu'elles publient sont présentées de manière équitable. De plus, elle stipule que les agences de notation doivent aussi mentionner de manière appropriée leurs intérêts ou conflits d'intérêts significatifs en rapport avec lesdits émetteurs ou instruments auxquels se rapportent leurs notations de crédit ([8]). Par ailleurs, il ressort du texte de la directive 2003/6/CE que dans les cas où une agence de notation savait, ou aurait dû savoir, que la notation était fausse ou trompeuse, l'interdiction de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, assimilable à une manipulation de marché, pourrait s'appliquer aux notations de crédit ([9]). Sur la base de ces dispositions, il est clair que les agences de notation sont tenues de mettre en place des politiques et procédures internes permettant d'assurer l'objectivité, l'indépendance et la fiabilité des notations de crédit, ce qui renforcera la confiance des investisseurs. Pour la Commission, il est extrêmement important que les agences de notation mettent effectivement en place de telles procédures susceptibles de garantir la qualité des notations de crédit.

En ce qui concerne le traitement juridique de l'accès des agences de notation aux informations privilégiées, la directive 2003/6/CE interdit à toute personne disposant d'informations privilégiées d'utiliser ces informations en vue d'acquérir ou de céder les instruments financiers sur lesquels portent ces informations. L'information privilégiée est définie comme une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ([10]). Un émetteur est en principe tenu de divulguer les informations privilégiées dès que possible. De ce fait, rares sont les cas de figure dans lesquels un émetteur peut légitimement être en possession d'une information privilégiée qui n'a pas encore été divulguée au marché. Si un émetteur décide d'autoriser une agence de notation à avoir accès à des informations privilégiées, l'agence de notation sera tenue envers celui-ci par une obligation de confidentialité, comme le prévoit l'article 6, point 3, de la directive 2003/6/CE.

Dans ces conditions, il est interdit à une agence de notation ou à un employé ayant accès à des informations privilégiées de quelque sorte que ce soit de les utiliser dans le cadre de transactions. De plus, il leur est également interdit de communiquer une information privilégiée à un tiers quelconque, excepté dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions. À cet égard, l'article 6, point 3, alinéa 3, de la directive 2003/6/CE exige des émetteurs, ou des personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, qu'ils établissent une liste des personnes travaillant pour eux ayant accès à des informations privilégiées. Cette disposition autorise les États membres à imposer aux agences de notation l'obligation d'établir des listes de personnes ayant accès aux informations privilégiées. Ces listes doivent être actualisées régulièrement et communiquées à l'autorité compétente chaque fois que celle-ci le demande.

Outre la question de l'accès aux informations privilégiées de l'émetteur, il est possible qu'une notation constitue elle-même une information privilégiée, en particulier lorsque l'agence de notation a accès aux informations non rendues publiques de l'émetteur. Cela signifie qu'il lui est interdit d'utiliser la notation non encore publiée à des fins de transactions ou de communiquer cette information à un tiers quelconque, excepté dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions. Une agence de notation serait néanmoins autorisée à communiquer de manière confidentielle à un émetteur une notation dont la publication est imminente, pour que celui-ci vérifie l'exactitude des donnés sur lesquelles elle est fondée.

La Commission est convaincue que les dispositions des directives «abus de marché» fournissent, pour l'activité des agences de notation, un ensemble très complet de règles destinées à éviter les manipulations de marché. Le rôle très particulier que remplissent les agences de notation sur les marchés financiers exige une application diligente de ces dispositions. En conséquence, la Commission accompagnera activement l'application et la mise en œuvre des dispositions des directives «abus de marché» en ce qui concerne les agences de notation.

Le deuxième élément de la législation communautaire qui a un impact sur les agences de notation est la **directive «exigences de fonds propres»** («DEFP») qui introduit un cadre prudentiel modernisé concernant l'adéquation des fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ([11]). La DEFP est basée sur les nouvelles règles internationales d'adéquation des fonds propres adoptées en 2004 par le comité de Bâle de contrôle bancaire («Bâle II»).

La DEFP prévoit l'utilisation d'évaluations de crédit externes en vue de la détermination des pondérations de risque (et donc des exigences de fonds propres) appliquées aux positions des banques et des entreprises d'investissement. Seule l'utilisation d'évaluations fournies par des organismes externes d'évaluation du crédit («OEEC»), principalement des agences de notation, sera jugée acceptable par les autorités compétentes. La directive décrit également les modalités d'un mécanisme de reconnaissance.

([8]) Voir article 1er, paragraphe 8, et dixième considérant de la directive 2003/125/CE.

([9]) L'article 1er, point 2, sous c), assimile à une manipulation de marché le comportement qui consiste à «*diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.*(…)»

([10]) Article 1er, point 1, et article 2, point 1, de la directive 2003/6/CE.

([11]) Directive portant refonte de la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, du 20 mars 2000, concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et de la directive 93/6/CEE du Conseil, du 15 mars 1993, sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.

La DEFP énumère un certain nombre d'exigences auxquelles les OEEC doivent satisfaire pour être reconnus par les autorités compétentes. Leurs évaluations de crédit (notations) doivent par exemple être attribuées en toute objectivité et indépendance et être régulièrement revues. En outre, leurs procédures de notation doivent être suffisamment transparentes. Les autorités compétentes doivent également vérifier si, sur le marché, les évaluations de crédit d'un OEEC donné sont considérées comme crédibles et fiables par leurs utilisateurs et si elles sont accessibles dans des conditions équivalentes à toutes les parties intéressées.

Partant du socle fourni par la DEFP, les travaux actuellement engagés par le comité européen des contrôleurs bancaires («CECB») visent à promouvoir la convergence des procédures de reconnaissance des OEEC dans toute l'UE moyennant la définition d'une approche commune de l'application des critères de reconnaissance prévus par la DEFP ([12]).

Il est clair que la DEFP ne constitue pas une législation imposant aux agences de notation des modalités particulières d'exercice de leur activité, mais qu'elle se focalise essentiellement sur la pondération des exigences de fonds propres. De ce fait, la procédure de reconnaissance des OEEC ne traite pas des questions de règles de conduite au sens large qui se posent en relation avec les agences de notation en général. De plus, les agences de notation peuvent choisir de ne pas devenir des OEEC relevant de la DEFP, et il se peut donc que la directive ne couvre pas la totalité de la population d'agences de notation. Toutefois, les objectifs et les effets du système de reconnaissance des OEEC ne peuvent pas être considérés séparément des finalités d'autres textes législatifs et critères prudentiels applicables aux agences de notation car la DEFP confirme la pertinence de la fonction dévolue aux agences de notation. La Commission se propose donc de suivre de très près les développements en ce qui concerne la reconnaissance des OEEC et de vérifier si les agences de notation remplissent de manière adéquate le rôle important que leur confie la DEFP. Les autorités compétentes devront en conséquence s'assurer que les effets positifs de la reconnaissance sont partagés avec toutes les parties prenantes afin d'apprécier si les critères de reconnaissance des OEEC sont susceptibles d'être utilisés à l'avenir, si nécessaire, pour légiférer sur les règles de conduite applicables aux agences de notation.

Le troisième et dernier élément de la législation pertinente est la directive concernant les marchés d'instruments financiers («DMIF») ([13]). La DMIF et ses futures mesures d'application ne sont pas applicables au processus de notation des agences de notation dans les cas où l'agence ne fournit pas en plus des services et activités d'investissement tels que définis dans la DMIF. En d'autres termes, même si le fait qu'une agence attribue des notations de crédit n'entraîne pas automatiquement qu'elle fournisse également des «conseils en investissement» au sens de l'annexe I de la DMIF, les agences de notation n'en doivent pas moins veiller à ne pas déborder des limites précises des activités de notation stricto sensu si elles veulent continuer à exercer en échappant au champ d'application de la DMIF. En revanche, les agences de notation qui fournissent aussi des services et activités d'investissement à titre professionnel peuvent avoir besoin d'un agrément. Dans de tels cas, les dispositions de la DMIF concernant les règles de conduite et les exigences organisationnelles s'appliqueront à l'agence et à ses services et activités d'investissement. Ainsi, lorsqu'une agence de notation fournit des services d'investissement (comme des conseils en investissement) à des clients qui relèvent de la DMIF, les dispositions sur les conflits d'intérêts s'appliqueront pour protéger les intérêts des destinataires des services en question. Ces règles concernant les conflits d'intérêts peuvent exiger un degré approprié de séparation entre services d'investissement et activités de notation, de sorte que la fourniture de services auxiliaires ne compromette pas la qualité et l'objectivité des notations de crédit ([14]).

Les États membres travaillent actuellement à la mise en place de ce cadre juridique ambitieux. Toutes les directives devront être correctement transposées et la Commission surveille activement ce travail de transposition. Si nécessaire, elle peut ouvrir des procédures d'infraction pour transposition incorrecte ou non transposition des directives.

Le **droit de la concurrence** est un autre pan du droit communautaire qui est potentiellement important pour les agences de notation. La Commission européenne ne partage pas les préoccupations exprimées par le Parlement européen à propos du degré élevé de concentration dans le secteur de la notation. Il n'y a pas d'indication de pratiques anticoncurrentielles dans ce secteur, mais tout élément qui tendrait à prouver le contraire fera l'objet d'un examen approfondi. La Commission ne voit donc pas pour l'instant la nécessité d'une initiative dans ce domaine. De plus, dans ce secteur très particulier, il n'est pas exclu qu'une fragmentation excessive du marché ait des conséquences négatives (par exemple, des agences incitées à attribuer des notations favorables par le souci d'attirer des clients).

3.2 **Le code de l'OICV**

En septembre 2003, l'OICV a publié ses principes relatifs aux activités des agences de notation de crédit («principes de l'OICV») ([15]). Ces principes définissent des objectifs de haut niveau que les agences de notation, les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, les émetteurs ainsi que les autres participants du marché doivent s'efforcer de respecter afin de renforcer la protection des investisseurs, l'équité du marché, l'efficacité et la transparence et de réduire le risque systémique. En réponse aux observations reçues sur ces principes, l'OICV a élaboré ses «éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation de crédit» (voir annexe).

Compte tenu de la nature mondiale du marché visé par les agences de notation, le code de l'OICV est conçu pour être appliqué par des agences de notation de toutes les tailles et modèles d'entreprises et dans toutes les juridictions. La Commission constate que le code de l'OICV n'a pas été transposé dans le droit national des États membres. Toutefois, les agences de notation sont censées donner pleinement effet aux dispositions dudit code — pour autant que ces dispositions sont conformes aux directives communautaires. Cela supposera

([12]) Document de consultation du CECB sur la reconnaissance des organismes externes d'évaluation de crédit, 29 juin 2005, disponible à l'adresse suivante: http://www.c-ebs.org/pdfs/CP07.pdf

([13]) Directive 2004/39/CE du 21.4.2004 (JO 2004 L 145/1).

([14]) Voir article 13, paragraphes 3 et 10, et article 18 de la DMIF.

([15]) Principes de l'OICV concernant les activités des agences de notation; disponibles à l'adresse suivante: www.iosco.org/IOSCOPD151.

que les agences de notation incorporent les normes de l'OICV dans leurs procédures. Les évolutions récentes du marché montrent que plusieurs agences de notation ont déjà mis en place leur propre code de conduite en s'inspirant du code de l'OICV, ce qui tend à prouver que ce dernier met à la disposition du secteur de la notation un ensemble utile de normes en vue de son autoréglementation.

Il est très important que les agences de notation non seulement incorporent le code de l'OICV dans leur propre code de conduite, mais aussi qu'elles se conforment pleinement au code de conduite de l'OICV en appliquant strictement leur propre code dans leur pratique quotidienne. Dans les années à venir, les agences de notation devront informer régulièrement toutes les parties prenantes sur l'application de leurs codes de conduite. Pour ce faire, la Commission recommande d'analyser l'impact du code de l'OICV à intervalles réguliers.

4. **CONCLUSION**

À la demande du Parlement européen, la Commission a soigneusement examiné s'il y avait ou non lieu de prévoir de nouvelles propositions législatives en vue de réguler les activités des agences de notation.

Sa conclusion est qu'aucune initiative législative nouvelle n'est nécessaire à l'heure actuelle. Un des principes fondamentaux du «mieux légiférer» est de veiller à ce que le recours aux solutions législatives ne soit envisagé que lorsque ces solutions sont strictement nécessaires à la réalisation d'objectifs des politiques publiques. La Commission est convaincue que la pertinence d'une nouvelle initiative législative dans ce domaine n'est toujours pas démontrée.

Dans le secteur des services financiers, il y a déjà trois nouvelles directives qui couvrent les agences de notation. La Commission est persuadée que ces directives — associées à l'autoréglementation que les agences développeront sur la base du nouveau code de l'OICV — fourniront une réponse à tous les problèmes majeurs à propos desquels le Parlement européen avait exprimé des préoccupations.

Dans son avis à la Commission, le CERVM a également indiqué qu'un équilibre approprié entre législation et autoréglementation avait été trouvé, et qu'il n'y avait donc pas lieu d'envisager d'autres initiatives législatives pour l'instant.

La Commission continue toutefois à suivre très attentivement les évolutions dans le secteur. Il est clair que les nouveaux arrangements ne produiront tous les effets désirés que si les agences de notation prennent suffisamment au sérieux leur tâche d'autoréglementation. Elles devront intégrer scrupuleusement les dispositions du code de l'OICV, et le faire d'une façon ouverte et transparente.

Il est encourageant de constater que de nombreuses agences de notation ont élaboré leurs propres codes de conduite sur la base du code de l'OICV. Mais il ne suffit pas d'élaborer de tels codes, il faut encore les mettre en pratique au quotidien. La Commission se propose donc de demander au CERVM de contrôler la bonne application du code de l'OICV et de lui faire rapport tous les ans. Elle réfléchira aussi aux moyens les plus appropriés de sonder les opinions des participants du marché, en particulier de ceux qui achètent des instruments financiers complexes. Cela pourrait nécessiter la constitution d'un groupe informel d'experts. Le secteur de la notation doit bien être conscient que la Commission devra envisager une initiative législative s'il apparaît que le respect de règles de l'UE ou du code est insatisfaisant et que cela pénalise les marchés financiers.

La Commission est également susceptible d'envisager l'introduction de propositions législatives en cas d'évolutions nouvelles, par exemple l'apparition de problèmes sérieux de défaillance de marché.

Enfin, la Commission entend suivre attentivement l'évolution des activités de notation au niveau mondial. En cas de changements significatifs dans la législation régissant ces activités dans d'autres parties du monde, la Commission pourrait être amenée à réévaluer son approche.