



Bruxelles, le 19.10.2016
COM(2016) 664 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit

Table des matières

INTRODUCTION	3
I. Risque de dépendance excessive à l'égard des notations externes de crédit et solutions alternatives disponibles.....	4
1. Dépendance excessive à l'égard des notations externes de crédit	4
2. Solutions disponibles pour remplacer les notations externes	7
II. État du marché de la notation de crédit et évaluation des dispositions du règlement ANC visant à renforcer la concurrence sur le marché de la notation de crédit	10
1. Analyse du marché des ANC	10
2. Incidence et évaluation des dispositions du règlement ANC en matière de concurrence	16
III. Incidence et évaluation des dispositions du règlement ANC en matière de gouvernance	19
1. Conflit d'intérêts.....	20
2. Dispositions relatives aux instruments financiers structurés et éventuelle extension à d'autres produits financiers.....	21
3. Autres modèles de rémunération.....	21
IV. Opportunité et possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit	23
CONCLUSION	23

INTRODUCTION

Le présent rapport répond à plusieurs obligations de rapport prévues par le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, tel que modifié¹ (ci-après le «règlement ANC»). Plus particulièrement, le présent rapport:

- analyse les références faites aux notations externes de crédit dans la législation de l'Union européenne et dans les contrats privés conclus entre des parties sur les marchés financiers. Il évalue également les solutions pouvant se substituer aux notations externes de crédit actuellement utilisées par les participants au marché dans l'Union (**section I**);²
- évalue l'incidence et l'efficacité des mesures du règlement ANC en matière de concurrence dans le secteur de la notation de crédit (**section II**);³
- évalue l'incidence du règlement ANC sur la gouvernance et les procédures internes des agences de notation de crédit, en particulier la prévention des conflits d'intérêts et l'utilisation de modèles de rémunération alternatifs. Le rapport analyse également les dispositions relatives aux instruments financiers structurés (IFS) et leur éventuelle extension à d'autres catégories d'actifs (**section III**);⁴
- examine la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit chargée d'évaluer la dette souveraine et une fondation européenne de notation de crédit, qui se chargerait de toutes les autres notations de crédit (**section IV**);⁵

Le présent rapport analyse notamment un grand nombre des dispositions clés introduites lors de la dernière modification du règlement ANC. Il s'appuie sur l'avis technique de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) sur la réduction du recours exclusif et mécanique aux notations externes de crédit⁶, sur l'étude relative à la faisabilité de solutions alternatives aux notations de crédit⁷ réalisée par ICF Consulting Services, sur l'avis technique de l'AEMF sur la concurrence, le choix et

¹ Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit (JO L 302 du 17.11.2009), tel que modifié par le règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 (JO L 145 du 31.5.2011), par la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 (JO L 174 du 1.7.2011), par le règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 (JO L 146 du 31.5.2013), et par la directive 2014/51/UE du Parlement européen et du Conseil du 18 avril 2014 (JO L 153 du 22.5.2014).

² Article 39 *ter*, paragraphe 1, du règlement ANC.

³ Article 39, paragraphes 4 et 5, du règlement ANC.

⁴ Article 39, paragraphes 4 et 5, du règlement ANC.

⁵ Article 39 *ter*, paragraphe 2, du règlement ANC.

⁶ ESMA/2015/1471 – Avis technique de l'AEMF sur la réduction du recours exclusif et mécanique aux notations externes de crédit – publication disponible à l'adresse https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1471_technical_advice_on_reducing_sole_and_mechanistic_reliance_on_external_credit_ratings.pdf

⁷ MARKT/2014/257/F4/ST/OP-LOT1 disponible à l'adresse http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_fr.htm

les conflits d'intérêts dans le secteur de la notation de crédit⁸ et sur l'étude réalisée par Europe Economics sur l'état du marché de la notation de crédit⁹. Les parties intéressées ont été largement consultées au travers d'ateliers, de questionnaires et d'entretiens au cours de l'élaboration de cet avis techniques et de ces études¹⁰.

1. Risque de dépendance excessive à l'égard des notations externes de crédit et solutions alternatives disponibles

1. Dépendance excessive à l'égard des notations externes de crédit

La réponse internationale à la crise financière mondiale imposait, entre autres, des efforts pour réduire la dépendance à l'égard des notations externes de crédit, en particulier pour «*réduire les effets de masse et de falaise dangereux pour la stabilité financière qui résultent actuellement du fait que des seuils basés sur les notations des ANC sont solidement ancrés dans les dispositions législatives et réglementaires et les pratiques du marché*»¹¹. L'Union a déployé ces efforts, notamment en adoptant des modifications législatives (voir ci-dessous). Il reste toutefois nécessaire d'examiner dans quelle mesure les références aux notations externes de crédit qui sont encore présentes dans la législation de l'Union risquent d'entraîner une dépendance excessive. De plus, le recours à des notations externes de crédit par des participants au marché dans le cadre de contrats privés peut également donner lieu à une dépendance excessive.

Plusieurs actes juridiques de l'Union dans le domaine des services financiers mentionnent le recours aux notations externes de crédit. Certains de ces actes [directives sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA)¹², sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)¹³ et sur les institutions de retraite professionnelle (IRP)¹⁴] ont été modifiés par la

⁸ ESMA/2015/1472 – Avis technique de l'AEMF sur la concurrence, le choix et les conflits d'intérêts dans le secteur de la notation de crédit – publication disponible à l'adresse https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2015-1472_technical_advice_on_competition_choice_and_conflicts_of_int.pdf

⁹ MARKT/2014/257/F/Lot 2 disponible à l'adresse http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_fr.htm.

¹⁰ Pour de plus amples informations, voir l'avis technique de l'AEMF sur la réduction du recours exclusif et mécanique aux notations externes de crédit (p. 5), l'étude d'ICF (pp. 5 et suivantes), l'avis technique de l'AEMF sur la concurrence, le choix et les conflits d'intérêts dans le secteur de la notation de crédit (p. 10) et l'étude d'Europe Economics (p. 7).

¹¹ Voir, notamment, le document *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* (Principes pour la réduction de la dépendance à l'égard des notations des agences de notation de crédit), Conseil de stabilité financière (CSF), p. 1, disponible à l'adresse http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Voir également le document *Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings* (Feuille de route pour la réduction de la dépendance à l'égard des notations des agences de notation de crédit), CSF, disponible à l'adresse http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/.

¹² Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

¹³ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte).

¹⁴ Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle.

directive 2013/14/UE¹⁵, qui a introduit des règles supplémentaires pour les sociétés de gestion ou d'investissement en ce qui concerne les OPCVM et pour les gestionnaires de FIA, en vertu desquelles les méthodes de gestion des risques ne doivent plus reposer exclusivement et mécaniquement sur les notations externes de crédit. Ces nouvelles règles visaient à empêcher toute dépendance excessive à l'égard des notations dans la mesure du risque de crédit. L'une de ces règles instaurée par la directive 2013/14/UE imposait de veiller à ce que les autorités compétentes surveillent l'adéquation des processus d'évaluation du crédit.

Le règlement EMIR¹⁶, qui constitue l'acte législatif régissant les contreparties centrales autorise l'établissement du niveau de risque au moyen des évaluations réalisées par les ANC, sans toutefois imposer aux contreparties centrales de procéder de cette manière ni nécessairement les y encourager. En cas de recours aux notations externes, les contreparties centrales doivent proposer une analyse contradictoire ou compléter leur évaluation au moyen de leur propre analyse.

Le règlement CRR¹⁷ et la directive CRD IV¹⁸ contiennent plusieurs dispositions qui prévoient différents traitements des risques associés à une exposition, selon que cette exposition est notée ou non¹⁹. De ce fait, les exigences de fonds propres associées à une exposition peuvent varier considérablement selon que ladite exposition est notée ou non par une ANC et en fonction de la notation attribuée²⁰. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) réexamine actuellement l'approche standard pour le risque de crédit et a envisagé différentes solutions pour remplacer les notations externes²¹. Le Comité propose de conserver les références aux notations externes, mais de compléter le recours à ces notations par des procédures de vérification

¹⁵ Directive 2013/14/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit.

¹⁶ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

¹⁷ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

¹⁸ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

¹⁹ Dans le texte législatif, la méthode est désignée comme l'«approche standard»; il s'agit actuellement de la méthode la plus fréquemment utilisée pour les banques au titre du règlement CRR et de la directive CRD.

²⁰ Dans le cas d'expositions sur les entreprises, par exemple, si une notation émise par une ANC est disponible et que l'exposition reçoit la plus haute notation (AAA), la pondération de risque appliquée est de 20 %. La banque est alors tenue de détenir des fonds propres réglementaires équivalant à 20 % des valeurs de l'exposition. En revanche, si aucune notation n'est disponible, la pondération de risque à appliquer serait d'au moins 100 %.

²¹ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, deuxième document consultatif, Norme – Révision de l'approche standard pour le risque de crédit, document publié aux fins de consultation, pour commentaires jusqu'au 11 mars 2016, décembre 2015, disponible à l'adresse http://www.bis.org/bcbs/publ/d347_fr.pdf

préalable au sein des banques et de renforcer les exigences attachées au recours aux notations externes, de sorte à garantir que les banques effectuent leurs propres vérifications, assurent la gestion interne des risques et ne recourent pas mécaniquement à des notations externes.

Un mécanisme similaire est établi par la directive Solvabilité II²², qui prévoit différents risques selon qu'une notation externe est disponible ou non (et selon la notation attribuée à l'exposition). Afin de réduire le risque de dépendance excessive à l'égard des notations, la directive Solvabilité II prévoit que lorsqu'ils utilisent les évaluations externes du crédit pour le calcul des provisions techniques et du capital de solvabilité requis, les assureurs vérifient, dans le cadre de leur gestion des risques, le bien-fondé des évaluations externes de crédit en usant, le cas échéant, d'évaluations supplémentaires dans le but de se préserver d'une dépendance automatique à l'égard de ces évaluations externes²³. En outre, l'acte délégué Solvabilité II²⁴ établit des règles détaillées en matière de recours aux évaluations externes de crédit, comme l'obligation de produire des évaluations internes de crédit pour les expositions plus importantes ou plus complexes, ce qui contribue également à réduire le risque de dépendance excessive.

Si des règles d'atténuation existent pour éviter le recours exclusif et mécanique aux notations externes, le recours aux notations dans des domaines critiques des dispositifs institués par le règlement CRR et par la directive Solvabilité II, notamment pour le calcul des exigences de fonds propres réglementaires ou de solvabilité, pourrait inciter les établissements financiers et les entreprises d'assurance à recourir aux évaluations des agences de notation. Par conséquent, la Commission continuera de surveiller l'incidence de ces exigences et aidera les organes compétents, comme le Comité de Bâle, à atténuer tout risque de dépendance excessive à l'égard des notations de crédit dans le cadre prudentiel applicable aux établissements de crédit et aux entreprises d'assurance.

L'excès de dépendance à l'égard des références contractuelles pourrait être évité au moyen de dispositions d'interdiction ou de nouvelles exigences de publication. Toutefois, alors que ces dernières ne semblent pas convenir aux clauses de déclenchement fondées sur les notations («rating triggers») prévues dans les lignes directrices ou les politiques d'investissement, les interdictions susmentionnées constitueraient quant à elles une restriction à la liberté contractuelle et devraient nécessairement être justifiées par des raisons impérieuses d'intérêt général. En tout état de cause, les références aux notations ne devraient pas servir d'excuse aux gestionnaires pour ne pas effectuer leurs propres vérifications avant de prendre des décisions d'investissement. La Commission continuera de surveiller les pratiques du

²² Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice.

²³ Article 44, paragraphe 4 *bis*, de la directive Solvabilité II, et règlement d'exécution (UE) 2015/2015 de la Commission du 11 novembre 2015 définissant des normes techniques d'exécution afin de préciser les procédures pour évaluer les évaluations externes de crédit en vertu de la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 295 du 12.11.2015, p. 16).

²⁴ Articles 3 à 6 du règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II).

marché pour recenser tout risque causé par des clauses contractuelles entraînant une dépendance excessive à l'égard des notations externes de crédit.

2. Solutions disponibles pour remplacer les notations externes

Les principales solutions pour remplacer les notations externes sont la mesure du risque de crédit fondée sur le marché, les outils d'évaluation interne du risque de crédit et les évaluations de tiers.

La mesure fondée sur le marché (par exemple primes de CDS et informations sur la fixation du cours des obligations) est une solution objective et transparente du point de vue de l'accessibilité, qui permet l'application de pondérations de risque spécifiques à un actif donné. Elle peut servir à mesurer la probabilité du risque de défaut pour une grande variété de catégories d'actifs différentes, comme les dettes souveraines, les dettes d'entreprise et les produits structurés. Ces outils de mesure peuvent toutefois faire l'objet d'importantes restrictions. Les deux risques principaux recensés par l'AEMF et dans l'étude d'ICF concernent la grande volatilité de ces outils de mesure et leur incapacité à fournir des indications plus nuancées du risque associé à un investissement. Les mesures fondées sur le marché sont notamment exposées au risque de manipulation, c'est-à-dire au risque que les participants au marché influencent stratégiquement les prix dans le but d'entraîner une conséquence réglementaire et d'en profiter.

Les outils d'évaluation interne du risque de crédit servent à l'évaluation du risque à des fins prudentielles, en particulier pour le calcul des fonds propres réglementaires requis au titre du dispositif de Bâle III et du règlement CRR [plus précisément, au titre de l'approche fondée sur les notations internes (approche NI)] et de la directive Solvabilité II pour les entreprises d'assurance. Les méthodes internes sont davantage susceptibles de refléter correctement le profil de risque d'un emprunteur ou d'un titre donné et peuvent être adaptées aux besoins de chaque participant au marché. Il est également possible de les utiliser pour toute catégorie d'instrument financier et d'investissement.

L'inconvénient majeur du remplacement des notations externes de crédit par des modèles d'évaluation interne du crédit tient aux coûts élevés que ces derniers engendrent. Il s'agit notamment des coûts liés au développement des outils analytiques et à la collecte des données – y compris, le cas échéant, les frais d'accès aux bases de données financières pertinentes – ainsi qu'à l'embauche de personnel qualifié pour tirer des conclusions des analyses, valider les modèles et en contrôler la qualité.

En outre, les méthodes d'évaluation interne du risque de crédit n'offrent pas nécessairement le même niveau de comparabilité que les notations externes dans le cas de différents types de disposition contractuelle, alors que les ANC donnent une indication claire et objective du niveau de risque acceptable (grâce à un système de classement standardisé comme AAA/AA, etc.).

De plus, ces méthodes ne garantissent pas non plus un degré élevé de transparence vis-à-vis du marché, principalement en raison du fait que ces modèles ne sont pas rendus publics. Leur normalisation pose également un problème objectif, puisque les

facteurs de risque subjectifs et le modèle d'entreprise pris en considération pour la réalisation des évaluations internes varient d'un acteur du marché à l'autre. Par conséquent, ces méthodes peuvent s'avérer utiles pour l'investisseur isolé qui réalise l'analyse, mais elles ne donnent pas au marché une idée claire de la situation et des perspectives de certains produits, tels que les dettes souveraines.

Les évaluations de tiers sont réalisées par des parties qui ne sont pas associées à l'investissement. Il s'agit par exemple des mesures comptables, de la classification des risques pays de l'OCDE, de l'établissement de scores par les banques centrales et de l'établissement de scores par des entreprises privées, fondé sur des modèles informatiques.

i. Mesures comptables

Les mesures comptables peuvent fournir des informations utiles et facilement comparables sur les ratios financiers essentiels, ce qui peut faciliter l'évaluation de la qualité de crédit d'un investissement. Elles présentent toutefois certaines limites importantes et ne sauraient être considérées comme une solution permettant de remplacer entièrement les notations externes. L'un des inconvénients des mesures comptables tient au fait que, si elles couvrent l'ensemble des catégories d'actifs d'entreprise, elles ne conviennent toutefois pas aux dettes souveraines ni à de nombreux produits structurés. En outre, comme l'ont souligné certaines parties intéressées interrogées dans le cadre de l'étude d'ICF, l'accès aux informations reste problématique puisque dans certains pays, il reste difficile d'obtenir des mesures comptables pour les entreprises non cotées, en raison de normes ou d'obligations d'information financière moins strictes ou non harmonisées.

Du reste, des compétences spéciales et une connaissance du secteur sont nécessaires pour utiliser efficacement ces outils et obtenir des évaluations fiables. L'interprétation et le jugement jouent un rôle clé dans le cas des mesures comptables, en particulier lorsque des comparaisons s'imposent. Différents analystes peuvent par exemple appliquer des ratios différents pour une même entreprise, ce qui peut conduire à des résultats divergents. Si ce n'est pas négatif en soi, il faut tout de même en conclure que l'interprétation de ratios sans une expérience adéquate et une connaissance du contexte peut s'avérer difficile.

ii. Classification des risques pays de l'OCDE

Les classifications des risques pays de l'OCDE présentent deux avantages: elles offrent une couverture géographique plus large que les notations externes de crédit, et les informations pertinentes sont rendues publiques. En revanche, les évaluations de l'OCDE sont ciblées et ne tiennent compte que de certaines catégories de risque (les risques politiques et les autres risques qui y sont directement associés) en délaissant d'autres indicateurs de risque économique pertinents qui pourraient présenter une utilité pour les investisseurs et les décisions d'investissement. Par conséquent, les classifications des risques pays de l'OCDE peuvent être considérées comme un outil efficace pour l'évaluation de certains types de risque. Bien qu'elles aient leurs limites, elles pourraient compléter utilement les notations externes de la dette souveraine et, éventuellement, permettre de vérifier ces notations.

iii. Établissement de scores par les banques centrales

Les centrales de risques et les bases de données centrales sur les états financiers sont des exemples intéressants d'outils pour l'établissement de scores qui sont détenus ou gérés par les banques centrales. Ces centrales et ces bases de données sont des techniques largement appliquées aux instruments de dette des entreprises, mais leur couverture géographique et sectorielle varie d'un pays à l'autre en fonction de paramètres tels que l'admissibilité des instruments en tant que garantie (collatéral) pour des opérations de politique monétaire. Leur principal inconvénient réside dans le nombre restreint de pays et de catégories d'actifs qu'elles couvrent, ainsi que dans l'accès limité aux données. Leur application aux dettes d'entreprise est également limitée et le nombre de sociétés non financières couvertes dans certains pays est négligeable. Les scores peuvent constituer un outil précieux pour les entreprises de plus petite taille, puisqu'ils offrent une solution moins onéreuse pour obtenir une évaluation de crédit (par rapport aux notations de crédit des ANC). Pour autant, cette méthode ne semble pas, à elle seule, constituer une solution complète et réalisable pour remplacer les systèmes de notation externe de crédit et doit plutôt servir de source complémentaire et utile d'informations sur la qualité de crédit d'un produit financier.

L'analyse technique réalisée lors de la préparation du présent rapport montre qu'il n'existe actuellement aucune solution alternative réalisable sur le marché pour remplacer intégralement les notations externes de crédit. Certains des outils et mesures présentés ci-dessus pourraient dans une certaine mesure être considérés comme des solutions satisfaisantes pour remplacer les évaluations des ANC, mais ils sont assortis de coûts élevés qui pourraient être prohibitifs pour les acteurs de plus petite taille sur les marchés financiers. D'autres ne pourraient être utilisés qu'en complément des évaluations des ANC. Seules quelques dispositions législatives de l'Union faisant référence aux notations externes – telles que les dispositions pertinentes de CRR/CRD IV et de la directive Solvabilité II – pourraient inciter les établissements financiers et les entreprises d'assurance à recourir aux évaluations des agences de notation. C'est pourquoi, à l'avenir, la surveillance devrait se concentrer sur ces deux cadres.

II. État du marché de la notation de crédit et évaluation des dispositions du règlement ANC visant à renforcer la concurrence sur le marché de la notation de crédit

1. Analyse du marché des ANC

État actuel du marché

Le secteur de la notation est actuellement dominé par trois agences américaines (S&P, Moody's et Fitch) qui assurent une couverture géographique mondiale²⁵ de toutes les catégories d'actifs (obligations d'entreprise, obligations souveraines, instruments financiers structurés et obligations sécurisées²⁶) (voir également le tableau 1) et dont la part de marché cumulée en termes de chiffre d'affaires s'établit à environ 92 % dans l'Union (tableau 2)²⁷. Bien que de nouvelles agences soient entrées sur le marché européen de la notation de crédit – composé à l'heure actuelle de 26 agences de notation de crédit enregistrées et de quatre agences de notation de crédit certifiées²⁸ – la plupart des agences de notation de crédit de plus petite taille notent un nombre limité de catégories d'actifs, exercent des activités transfrontières restreintes et couvrent un périmètre géographique réduit.

²⁵ Par rapport à la localisation de l'émetteur ou de l'instrument noté.

²⁶ Voir les différentes catégories d'actifs dans la base de données CEREP.

²⁷ Parts de marché calculées à partir des états financiers 2014.

²⁸ Voir la liste actualisée des ANC enregistrées ou certifiées, disponible à l'adresse <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>

Tableau 1: Catégories des notations de crédit proposées par les agences de notation de crédit enregistrées dans l'Union entre 2011 et 2015 (source: AEMF, CEREP)

ANC	2011								2012								2013								2014								2015 (premier semestre)												
	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)		IN	CO							IN	CO								IN	CO								IN	CO								IN	CO							
ARC Ratings, S.A.			CO						FI		CO									CO									CO	SV								CO	SV					SF	
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH		IN								IN									IN									IN									IN								
Axesor SA											CO									CO									CO									CO						SF	
BCRA-Credit Rating Agency AD	FI	IN	CO	SV	SS				FI	IN	CO	SV	SS				FI	IN	CO	SV	SS				FI	IN	CO	SV	SS				FI	IN	CO	SV	SS								
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	FI		CO	SV					FI		CO	SV					FI		CO	SV					FI		CO	SV					FI		CO	SV									
CERVED Group S.p.A.			CO								CO								CO								CO								CO										
Creditreform Rating AG			CO					CB			CO				SF	CB			CO					SF	CB			CO				SF	CB			CO				SF	CB				
CRIF S.p.A.			CO								CO								CO									CO								CO									
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)																	FI									FI	IN	CO						FI	IN	CO									
DBRS Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE		SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
The Economist Intelligence Unit Ltd																			SV									SV								SV									
Euler Hermes Rating GmbH	FI		CO						FI		CO						FI		CO						FI		CO						FI		CO										
European Rating Agency, a.s.					SS								SS								SS								SS								SS								
EuroRating Sp. zo.o.																									FI		CO						FI		CO										
Feri EuroRating Services AG				SV								SV					FI		CO	SV					FI		CO	SV					FI		CO	SV									
Fitch Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	FI		CO						FI		CO						FI		CO						FI		CO						FI		CO										
ICAP Group SA			CO								CO								CO								CO								CO										
INC Rating Sp. zo.o.																																													
modeFinance S.r.l.																																													
Moody's Investors Service Ltd	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
Rating-Agentur Expert RA GmbH																																	FI	IN	CO	SV		PE							
Scope Ratings AG			CO								CO								CO						SF	FI	CO				SF	FI	CO												
Spread Research SAS																			CO								CO								CO										
Standard & Poor's Credit Market Services Europe	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB

Légende:

FI	Notations d'entreprises – Établissements financiers	SN	Notations d'organisations supranationales
IN	Notations d'entreprises – Entreprises d'assurance	SF	Notations d'instruments financiers structurés
CO	Notations d'entreprises – Entreprises non financières	CB	Obligations sécurisées
SV	Notations souveraines		Agence non enregistrée
SS	Notations d'entités subsouveraines		
PE	Notations d'entités publiques		

Tableau 2: Calcul de la part de marché sur la base du chiffre d'affaires 2014 des activités de notation de crédit et des services accessoires, au niveau du groupe, dans l'Union

Agences de notation de crédit enregistrées	Part de marché
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79 %
ARC Ratings, S.A.	0,02 %
ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH	0,21 %
Axesor S.A.	0,61 %
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02 %
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd.	0,12 %
CERVED Group S.p.A.	1,20 %
Creditreform Rating AG	0,50 %
CRIF S.p.A.	0,33 %
Dagong Europe Credit Rating Srl	0,02 %
DBRS Ratings Limited	1,47 %
Euler Hermes Rating GmbH	0,20 %
European Rating Agency, a.s.	0,00 %
EuroRating Sp. Zo.o.	0,00 %
Feri EuroRating Services AG	0,64 %
Fitch Group ²⁹	16,80 %
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0,32 %
ICAP Group SA	0,55 %
INC Rating Sp. Zo.o. ³⁰	0,00 %
ModeFinance S.A. ³¹	0,00 %
Moody's Group ³²	34,67 %
Rating-Agentur Expert RA GmbH ³³	0,00 %
Scope Credit Rating GmbH	0,14 %
Spread Research SAS	0,11 %
Standard & Poor's Group ³⁴	40,42 %
The Economist Intelligence Unit Ltd.	0,87 %
Total	100 %

Source: AEMF

La structure oligopolistique et extrêmement concentrée du secteur des ANC – tant dans l'ensemble qu'au niveau de chaque catégorie de produit – donne à penser que les plus grandes ANC actives au niveau mondial pourraient, en principe, exercer leur pouvoir de marché afin d'augmenter les prix à leur avantage au-dessus des niveaux concurrentiels au fil du temps, ou restreindre le choix ou la qualité des services proposés.

²⁹ Fitch France S.A.S; Fitch Deutschland GmbH; Fitch Italia S.p.A.; Fitch Polska S.A.; Fitch Ratings España S.A.U.; Fitch Ratings Limited and Fitch Ratings CIS Limited.

³⁰ Enregistrement avec effet à compter du 27 octobre 2015.

³¹ Enregistrement avec effet à compter du 10 juillet 2015.

³² Moody's Investors Service Cyprus Ltd; Moody's France S.A.S.; Moody's Deutschland GmbH; Moody's Italia S.r.l.; Moody's Investors Service España S.A.; Moody's Investors Service Ltd; et Moody's Investors Services EMEA Ltd.

³³ Enregistrement avec effet à compter du 1^{er} décembre 2015.

³⁴ Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.; Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.; et Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited.

Chaque ANC fonctionne comme une plateforme qui donne accès à un réseau d'émetteurs et d'investisseurs et au sein de laquelle l'offre et la demande sont interdépendantes: les émetteurs préfèrent recourir aux ANC reconnues par le plus grand nombre d'investisseurs intéressés, et les investisseurs souhaitent faire appel aux ANC qui sont en mesure de couvrir le plus grand nombre d'émetteurs et instruments qui les intéressent.

Malgré les modifications apportées au règlement ANC en 2013, un léger renforcement de la concentration a été observé sur l'ensemble du marché des ANC, le calcul reposant sur le chiffre d'affaires généré uniquement par l'activité de notation. La mesure de la part de marché sur la base du chiffre d'affaires total (chiffre d'affaires généré par l'activité de notation et par les services accessoires) fait apparaître des niveaux de concentration plus bas que la mesure fondée sur le chiffre d'affaires de la seule activité de notation de crédit. Le calcul des parts de marché sur la base du chiffre d'affaires total est toutefois compliqué par l'absence de définition et de traitement universels des «services accessoires». Ces résultats pourraient indiquer que les services accessoires constituent une activité importante pour les ANC de plus petite taille, tandis que les grandes ANC dépendent davantage du chiffre d'affaires de l'activité de notation. En outre, en ce qui concerne le type de notation, la concentration s'est renforcée pour les obligations d'entreprise (le marché le plus concentré) et a diminué pour les notations souveraines et les instruments financiers structurés.

La majorité des émetteurs ont tendance à travailler exclusivement avec une ou deux ANC et leur choix dépend dans une large mesure de la crédibilité d'une ANC auprès des investisseurs, des régulateurs et des banques centrales³⁵. De plus, ils semblent nettement préférer les ANC qui assurent une couverture mondiale, ce qui témoigne du fait que la notation de crédit est un domaine qui repose grandement sur la réputation. On peut dès lors supposer que le choix des ANC dépend fortement de leur notoriété.

Un marché très concentré constitue un risque pour la stabilité financière si les ANC s'observent mutuellement et émettent des avis similaires sur la qualité de crédit des émetteurs, comme l'a démontré la dernière crise financière et de la dette souveraine.

Entraves à l'entrée sur le marché

La présence d'entraves réglementaires et liées au marché peut faire obstacle à l'entrée sur le marché.

À propos des entraves réglementaires, l'association européenne des agences de notation de crédit (EACRA) s'est dite préoccupée par le fait que la majorité des ANC enregistrées ont été exclues de la liste des OEEC de l'ECAF aux fins de l'acceptation

³⁵ Par exemple, depuis que la BCE a décidé d'inclure DBRS dans la liste des organismes externes d'évaluation du crédit (OEEC) du dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosysteme (ECAF), DBRS profite d'un meilleur accès au marché.

des garanties, ce qui risque d'étouffer la concurrence³⁶. Les OEEC doivent en effet remplir plusieurs critères opérationnels et assurer une couverture adéquate: ils doivent notamment respecter les exigences de couverture minimales définies par l'Eurosysteme en fonction des actifs notés, des émetteurs notés et du volume noté, diversifiées selon les catégories d'actifs admis et entre pays de la zone euro. Par conséquent, seules les ANC qui présentent une importance systémique dans le système financier – à savoir S&P, Moody's, Fitch et DBRS – sont actuellement reconnues comme des OEEC par la BCE, ce qui pourrait restreindre la concurrence sur le marché de la notation. Comme l'AEMF l'a signalé dans son avis technique, *«dans les dispositifs d'évaluation des garanties de certaines banques centrales de l'Union, les notations de crédit restent un facteur susceptible d'avoir des répercussions importantes sur les procédures d'évaluation internes des participants au marché financier»*. Une manière de briser cette entrave à l'entrée sur le marché consisterait à réduire le recours aux notations dans l'ECAF de la BCE.

En outre, certaines des observations formulées dans l'appel à témoignages³⁷ évoquent le coût de mise en conformité, qui constituerait une autre entrave à l'entrée de nouveaux arrivants sur le marché, en particulier d'ANC de plus petite taille. Pour être enregistrées en tant qu'ANC, les entreprises doivent démontrer qu'elles se conforment aux exigences établies par le règlement ANC. Bien que les ANC de plus petite taille soient exemptées du respect de certaines exigences, les parties intéressées du secteur estiment que les exigences réglementaires favorisent les ANC dominantes, puisqu'il est très coûteux pour les petites ANC de satisfaire aux exigences de mise en conformité³⁸. En outre, dans les cas où ils existent, les seuils au-delà desquels des dispositions supplémentaires s'appliquent sont considérés comme des entraves potentielles à l'expansion des petites ANC (en particulier dans le contexte des obligations d'entreprise, mais également pour les instruments financiers structurés). Dans l'ensemble, il convient de trouver un équilibre entre la proportionnalité des normes qui devraient s'appliquer aux ANC de plus petite taille et la nécessité d'assurer la qualité et la transparence de leurs notations.

L'adoption récente, par la Commission, des normes techniques d'exécution sur la mise en correspondance des évaluations de crédit établies par les OEEC³⁹, à la suite

³⁶ EACRA –, document stratégique, Référence: ECB criteria for acceptance of Credit Rating Agencies as ECAI sources for ECAF purposes (Critères de la BCE pour l'acceptation des agences de notation de crédit en tant qu'OEEC au titre de l'ECAF), 26 février 2016.

³⁷ Le document de consultation et les résultats de l'appel à témoignages sont disponibles à l'adresse http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_fr.htm

³⁸ Par exemple, l'obligation de disposer d'un conseil de surveillance indépendant composé de travailleurs à temps plein et d'employer un responsable de la vérification de la conformité à temps plein; les obligations de rapport et de publication; l'obligation d'informer les entités notées avant la publication officielle des notations.

³⁹ Règlement d'exécution (UE) de la Commission définissant des normes techniques d'exécution relatives à la mise en correspondance des évaluations de crédit établies par les organismes externes d'évaluation de crédit pour le risque de crédit en vertu de l'article 136, paragraphe 1, et de l'article 136, paragraphe 3, du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil; Règlement d'exécution (UE) de la Commission définissant des normes techniques d'exécution pour le classement des évaluations de crédit effectuées par les organismes externes d'évaluation du crédit selon une échelle objective d'échelons de qualité de crédit conformément à la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil et règlement d'exécution (UE) de la Commission définissant des normes techniques d'exécution pour la mise en correspondance des évaluations de crédit effectuées par les organismes externes d'évaluation du

de l'avis technique des autorités européennes de surveillance (AES), permettra enfin aux banques et aux assureurs européens de faire appel à des ANC de plus petite taille dans le cadre des dispositifs réglementaires d'adéquation des fonds propres. Cette mise en correspondance pourrait ouvrir de nouvelles perspectives en ce qui concerne le recours à des ANC de plus petite taille et favoriser l'élargissement du marché.

En ce qui concerne les entraves liées aux dynamiques du marché, le premier obstacle à l'entrée de nouveaux arrivants sur le marché – outre le fait que la demande de nouvelles ANC semble insuffisante – tient au fait que le marché de la notation de crédit repose grandement sur la réputation. Par conséquent, les nouveaux arrivants – qui jouissent généralement d'une réputation limitée, voire inexistante, auprès des investisseurs – éprouvent des difficultés à pallier leur absence de résultats antérieurs et leur couverture géographique insuffisante. En outre, ces nouveaux arrivants doivent se constituer une clientèle pour surmonter les «effets de réseau» dans le secteur, qui favorisent les grandes ANC au détriment des petites, puisque les notations des plus grandes agences facilitent l'accès au marché des produits notés.

Commissions

Les modifications apportées en 2013 au règlement ANC ont introduit une disposition en vertu de laquelle les commissions facturées aux clients des ANC pour la fourniture de services de notation de crédit et de services accessoires doivent être non discriminatoires et basées sur les coûts réels.

En réponse à l'appel à témoignages, certains assureurs ont déclaré que les ANC semblaient facturer aux participants au marché des coûts supplémentaires (jusqu'à 80 % plus élevés) pour l'utilisation des informations relatives aux notations de crédit dans leurs rapports aux autorités nationales compétentes, ce qui entraîne une hausse des coûts de mise en œuvre de la directive Solvabilité II (comme l'a indiqué l'Association des assureurs mutuels et coopératifs en Europe).

En vertu du règlement ANC, l'AEMF a le pouvoir de contrôler les ANC afin de faire en sorte que les commissions facturées au client soient non discriminatoires et basées sur les coûts réels. La Commission invite l'AEMF à veiller à ce que les commissions facturées aux assureurs respectent strictement le règlement ANC.

Évolutions attendues sur le marché des ANC

Dans les années à venir, plusieurs mesures visant à renforcer la concurrence au sein du marché des ANC seront mises en place au travers de la plate-forme de notation européenne, qui améliorera la visibilité des notations de crédit émises par les ANC de plus petite taille ainsi que la comparabilité des notations d'un même instrument par différentes ANC. La mise en correspondance des notations externes de crédit, adoptée récemment dans le cadre du règlement CRR et de la directive Solvabilité II, vise également à assurer un traitement équitable des notations émises par toutes les ANC, quelle que soit leur taille, tout en permettant aux autorités de surveillance

prudentielle de veiller à ce que les ANC d'importance systémique soient soumises à des mesures de sauvegarde efficaces.

2. Incidence et évaluation des dispositions du règlement ANC en matière de concurrence

Les modifications apportées en 2013 aux dispositions du règlement ANC en matière de concurrence avaient pour objectif général d'accroître la concurrence entre les ANC et d'encourager le recours aux ANC de plus petite taille. Ces modifications ont notamment introduit une double notation obligatoire des instruments financiers structurés (**article 8 quater**), ainsi que des dispositions incitant à faire appel à au moins une petite ANC en cas de double notation (**article 8 quinquies**), et prévoyaient des publications générales et périodiques (**article 11, paragraphe 2**) et la création d'une plate-forme de notation européenne (**article 11 bis**).

Article 8 quater

En vertu de l'article 8 *quater*, les émetteurs sont tenus de solliciter deux notations de crédit pour les instruments financiers structurés afin d'obtenir une deuxième notation indépendante.

Cette disposition n'aurait d'effet sur le marché que si la deuxième notation était publiée ou portée à la connaissance des investisseurs; dans ce cas, les investisseurs et les émetteurs seraient en mesure de comparer les notations d'un même instrument financier, ce qui mettrait davantage en jeu la réputation des ANC, puisque des différences notables dans les notations émises par différentes ANC risqueraient de remettre en question la qualité des notations elles-mêmes.

En outre, si les investisseurs savent que les émetteurs sont tenus d'obtenir une deuxième notation, même si aucune prescription légale n'impose à ces derniers de la publier, les investisseurs sont susceptibles de la demander. Par conséquent, les instruments financiers pour lesquels la deuxième notation n'est pas publiée risquent d'être considérés comme des instruments de qualité inférieure.

Dans l'ensemble, le nombre d'ANC qui notent des instruments financiers structurés a augmenté, ce qui indique que les émetteurs sollicitent effectivement des notations supplémentaires, non seulement auprès des grandes ANC – qui notaient déjà des instruments financiers structurés – mais également auprès de petites ANC. Cette mesure semble donc être bénéfique pour le segment de marché des instruments financiers structurés.

Article 8 quinquies

En vertu de l'article 8 *quinquies*, lorsqu'un émetteur ou un tiers lié entend faire appel à au moins deux agences de notation de crédit pour une émission ou entité, l'émetteur ou le tiers lié est tenu d'envisager de faire appel à au moins une agence de notation de crédit détenant une part de marché inférieure à 10 %, sous réserve que l'émetteur ou le tiers lié considère que cette agence est capable de noter l'émission ou l'entité en question et que l'une de ces agences de notation de crédit de plus petite taille soit disponible pour noter cette émission ou entité. De plus, lorsqu'un émetteur ou un tiers lié n'entend pas faire appel à au moins une agence de notation de crédit de plus petite taille, ce point est documenté.

Cette mesure n'est pas encore pleinement mise en œuvre et appliquée au niveau national. Il n'est dès lors pas possible, pour le moment, d'évaluer l'incidence de l'article 8 *quinquies*. Par ailleurs, il reste pour l'instant impossible de déterminer, par l'intermédiaire de la base de données CEREP⁴⁰, le nombre d'entités et d'instruments qui font l'objet de plusieurs notations (mais la plate-forme de notation européenne permettra aux investisseurs de savoir quelles ANC ont émis une notation de crédit concernant une entité ou un instrument en particulier).

Il est possible que les petites ANC n'aient pas l'expérience ni la réputation nécessaires pour que les émetteurs fassent spontanément appel à elles pour une deuxième notation (qui, du reste, n'est pas obligatoire, sauf si l'émission concernée est un instrument financier structuré). L'incidence dépend du choix des émetteurs, qui décident soit de solliciter la deuxième notation auprès d'une ANC de plus petite taille, soit d'expliquer pourquoi ils ne font pas appel à une telle agence.

De plus, il est possible que les émetteurs ne soient guère incités à changer d'ANC au titre du principe «appliquer ou expliquer», puisque l'article 8 *quinquies* n'est pas obligatoire. Pour accroître l'efficacité de cette disposition, l'AEMF a approuvé le mandat d'une task-force temporaire sur les informations à documenter et à notifier au moment d'envisager la désignation de plusieurs ANC, afin d'aider les autorités compétentes sectorielles dans leurs tâches de surveillance en vertu de l'article 8 *quinquies* et de l'article 8 *quater* du règlement ANC⁴¹.

Enfin, l'utilisation et l'efficacité du calcul de la part de marché requis au titre de cet article ont suscité des préoccupations, étant donné que la part de marché est calculée non seulement sur la base du chiffre d'affaires généré par les activités de notation de crédit, mais également sur la base de celui généré par les services accessoires. Ce calcul peut également être trompeur, puisqu'il n'existe aucune définition claire des services accessoires. Les petites ANC et les nouveaux arrivants sur le marché ont en effet fait état d'une méconnaissance des modalités d'application de cet article et ont appelé à la publication de lignes directrices au niveau de l'Union ou des États membres.

Article 11, paragraphe 2

En vertu de l'article 11, paragraphe 2, les ANC sont tenues de communiquer au registre central de l'AEMF (base de données CEREP) des données relatives aux notations de crédit qu'elles émettent –y compris les notations non sollicitées. Cette disposition vise à permettre aux investisseurs de comparer les données de différentes ANC et d'examiner les performances des notations émises par une ANC en particulier.

L'article 11, paragraphe 2, pourrait davantage servir les intérêts des investisseurs avertis que ceux des investisseurs confiants, car même si toutes les informations sont

⁴⁰ La base de données CEREP collecte des données sur les notations de crédit émises par des ANC enregistrées ou certifiées et sur les notations de crédit avalisées par des ANC enregistrées, ainsi que sur les notations de crédit émises dans un pays tiers par des ANC non certifiées ni enregistrées dans l'Union, mais appartenant au même groupe. Certaines informations contenues dans la base de données CEREP sont rendues publiques sur le site internet de l'AEMF.

⁴¹ Voir également les «Questions fréquemment posées», les lignes directrices et les autres outils de l'AEMF, ainsi que le modèle de notification commun et les instructions s'y rapportant.

rendues publiques, la comparaison des performances des ANC demande du temps et des compétences.

La publication de ces données peut accroître la visibilité des petites ANC et les aider à surmonter les entraves à l'entrée liées à la réputation.

Article 11 bis

En vertu de l'article 11 *bis*, le CEREP sera intégré dans la plate-forme de notation européenne, un site internet exploité par l'AEMF sur lequel cette dernière publiera toutes les notations de crédit disponibles émises par les ANC enregistrées ou certifiées.

La plate-forme a été établie en vue de multiplier la quantité d'informations dont disposent les investisseurs et de donner une visibilité aux ANC de plus petite taille, car la publication de toutes les notations sur un site internet pourrait éveiller l'intérêt des investisseurs pour les ANC de plus petite taille et accroître leur confiance dans ces agences. Néanmoins, étant donné que les ANC recourent à des méthodes différentes, il n'est pas possible de procéder à une simple comparaison des notations.

Il convient également de noter que les notations «sur commission de l'investisseur» – qui sont exclusivement établies pour des investisseurs et communiquées à ces derniers en échange d'une commission – ne sont pas reprises sur la plate-forme, de manière à ne pas compromettre ce type de modèle économique.

La plate-forme de notation européenne n'est pas encore tout à fait opérationnelle et il est donc encore trop tôt pour évaluer son incidence sur la concurrence. La visibilité et la réputation étant primordiales dans le secteur de la notation, les incidences de cette disposition sur la concurrence devront être contrôlées ultérieurement dès que la plate-forme sera pleinement opérationnelle.

3. Évaluation globale

Il semble que les petites ANC et les nouveaux arrivants sur le marché n'émettent pas encore un nombre important de notations de crédit dans toutes les catégories d'actifs, et que la concurrence entre les ANC soit faible, à en juger par les augmentations fréquentes des commissions et le niveau élevé des commissions facturées par les plus grandes ANC.

Toutefois, il convient également de souligner que le marché de la notation de crédit est un marché singulier, qui repose sur la réputation auprès des investisseurs et des émetteurs. Compte tenu de la place importante de la réputation sur ce marché, les mesures imposant un choix d'ANC qui n'est pas celui qui aurait été fait par les émetteurs et privilégié par les investisseurs peuvent entraîner des conséquences indésirables sans même contribuer réellement à encourager les nouvelles entrées sur le marché.

Le règlement ANC a instauré un cadre propice au renforcement de la concurrence dans le secteur des ANC.

Dans l'ensemble, l'article 8 *quater*, en liaison avec l'article 8 *quinquies*, l'article 11, paragraphe 2, et l'article 11 *bis*, pourrait entraîner une hausse de la demande pour les petites ANC en matière de notation des instruments financiers structurés. De plus, l'application de l'article 11 *bis* et de l'article 11, paragraphe 2 – qui rendent les informations sur la deuxième notation accessibles au public – est susceptible de renforcer l'incidence de l'article 8 *quater*, grâce à quoi les investisseurs pourraient être en mesure d'exercer plus de pression sur les ANC afin qu'elles se livrent concurrence sur le plan de la qualité.

En outre, le règlement ANC a donné plus de visibilité aux ANC actives dans l'Union, par exemple grâce à l'enregistrement auprès de l'AEMF et à la publication des informations sur les notations de crédit émises. Du reste, le renforcement des mesures de transparence a permis de sensibiliser les parties intéressées à l'existence des petites ANC. Enfin, l'émission – et la publication – de notations non sollicitées semble être efficace pour accroître la visibilité des petites ANC et leur permettre de se forger une réputation.

En définitive, bien que certaines mesures soient en cours de mise en œuvre, la Commission ne s'attend pas à un changement rapide dans le secteur oligopolistique de la notation. L'analyse et l'avis technique de l'AEMF montrent toutefois qu'il faudra plus de temps pour pouvoir évaluer complètement l'incidence des mesures récemment introduites au titre du règlement ANC en ce qui concerne la concurrence au sein du marché des ANC.

III. Incidence et évaluation des dispositions du règlement ANC en matière de gouvernance

Étant donné que le marché de la notation de crédit reste actuellement dominé par trois grandes ANC et que les nouvelles ANC sont confrontées à diverses entraves à l'entrée sur le marché, il est de la plus haute importance de veiller à ce que les ANC, en particulier les ANC historiques, aient un comportement exemplaire et émettent des notations de haute qualité. Cet objectif ne pourra être atteint qu'au moyen de contraintes réglementaires adéquates, qui contribueront également, in fine, à l'établissement de notations de haute qualité et, ainsi, à la stabilité du marché.

La récente crise financière a mis en lumière, entre autres, des problèmes de qualité et d'indépendance des notations de crédit. Des inquiétudes ont notamment été exprimées quant aux éventuels conflits d'intérêts entre les émetteurs et les agences de notation de crédit découlant du modèle de l'«émetteur-payeur» et des relations étroites et anciennes entre les émetteurs. L'indépendance des ANC dans le cadre de la notation d'instruments émis par leurs actionnaires, ainsi que l'indépendance et les qualifications des analystes de notation, ont également suscité des préoccupations. En outre, à la suite de la crise financière, il s'est avéré nécessaire de renforcer la transparence en ce qui concerne les produits financiers structurés, afin de permettre aux investisseurs d'évaluer eux-mêmes la qualité de crédit de ces produits complexes. Pour apaiser toutes ces craintes, lors de la dernière révision du règlement ANC, plusieurs dispositions ont été introduites concernant les conflits d'intérêts (1), les instruments financiers structurés (2) et les modèles de rémunération (3). L'objet de cette section est de déterminer si ces dispositions sont efficaces ou si d'autres améliorations s'imposent.

1. Conflit d'intérêts

Le règlement ANC comprend plusieurs dispositions visant à éviter et à gérer les situations de conflit d'intérêts. L'objectif général consiste à assurer l'indépendance des ANC, et donc la qualité de leurs notations, ainsi qu'à renforcer la confiance des investisseurs dans le fonctionnement du marché financier en général.

La désignation d'administrateurs non exécutifs indépendants dans le règlement ANC constitue un facteur essentiel pour assurer l'efficacité des systèmes de contrôle interne et la détection des conflits d'intérêts. Les personnes nommées à ce poste doivent absolument posséder des connaissances minimales et jouir d'une bonne réputation. L'AEMF a exprimé sa volonté de jouer un rôle plus actif à cet égard, afin de garantir le maintien constant de niveaux de gouvernance élevés dans les ANC.

Le règlement ANC prévoit des procédures et des règles internes applicables aux analystes et autres personnes associées au processus de notation du crédit, afin de recenser et de gérer les conflits d'intérêts qui surviennent au cours du processus de notation. À ces dispositions s'ajoutent les exigences détaillées énoncées à l'annexe I du règlement ANC. Les règles en matière d'exemption pour les petites ANC permettent de garantir que l'incidence du règlement ANC sur les ANC de différentes tailles est proportionnée.

L'influence exercée par les actionnaires sur les ANC pourrait compromettre l'indépendance de ces dernières lorsqu'elles notent leurs propres actionnaires ou des instruments financiers émis par ceux-ci. Les dispositions imposant des limitations aux participations détenues dans le capital réduisent ce risque et assurent l'indépendance des ANC ainsi que la qualité de leurs notations. L'application pratique de ces dispositions reste toutefois floue, dès lors que le terme «actionnaire» ne fait pas l'objet d'une définition commune au niveau européen.

Le règlement ANC prévoit un ensemble d'exigences en matière de connaissances, de qualifications et de comportement des analystes de notation et autres salariés d'une ANC qui participent au processus de notation. L'instauration d'un mécanisme de rotation progressive pour ces personnes permet d'assurer l'indépendance des notations. En revanche, la rotation du personnel risque d'engendrer des coûts liés au transfert d'un analyste vers un autre portefeuille.

Le travail que mène actuellement l'AEMF sur les lignes directrices concernant la validation et l'examen des méthodes des agences de notation de crédit⁴² pourrait permettre de clarifier les procédures internes de conformité et de gestion des risques mises en place par les ANC et, donc, de disposer d'une définition plus claire de la notion de «méthode de notation» fondée sur la définition du code de l'OICV 2015⁴³.

⁴² Voir le document de consultation sur le site internet de l'AEMF <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>

⁴³ Rapport final 2015 de l'OICV, *Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies* (Éléments fondamentaux du code de conduite en matière de notation), disponible à l'adresse <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>

Le niveau de sanction actuel ne semble pas proportionnel au chiffre d'affaires des ANC, notamment dans le cas des grandes agences. Les amendes que l'AEMF peut imposer à l'heure actuelle n'ont aucun effet dissuasif dans la pratique⁴⁴. La Commission entend dès lors examiner de manière plus approfondie le régime de sanctions prévu par le règlement ANC, qui diffère des régimes prévus dans la législation européenne plus récente.

2. Dispositions relatives aux instruments financiers structurés et éventuelle extension à d'autres produits financiers

La disposition du règlement ANC relative à la rotation obligatoire entre une ANC et un émetteur (article 6 *ter*) est limitée à l'émission de retitrisations assortie d'un délai d'attente d'une durée maximale de quatre ans, pendant lequel une ANC n'est pas autorisée à émettre des notations sur des retitrisations adossées à des actifs sous-jacents du même initiateur. Une exemption atténue les conséquences potentiellement lourdes de cette disposition pour les petites ANC.

L'article 8 *ter* du règlement ANC prévoit la mise en place par l'AEMF d'un site internet pour la publication des informations sur les instruments financiers structurés. L'AEMF a récemment annoncé qu'en raison des nombreuses difficultés rencontrées lors des travaux préparatoires en vue de la mise en place du site internet, il était peu probable que le site soit accessible aux entités chargées de présenter les rapports à la date d'échéance légale du 1^{er} janvier 2017.

L'article 6 *ter* et l'article 8 *ter* n'ont pas encore été mis en œuvre et appliqués. En ce qui concerne la double notation de crédit obligatoire des instruments financiers structurés visée à l'article 8 *quater*, il semble qu'il n'y ait pour l'heure pas suffisamment d'ANC notant différentes catégories d'actifs pour que le choix offert permette un jeu efficace de la concurrence. Compte tenu de ce qui précède, l'extension potentielle à d'autres produits financiers du mécanisme de rotation obligatoire et des dispositions en matière de publication des informations sur les instruments financiers structurés semble prématurée, dès lors que les données actuellement disponibles pour analyser l'incidence de ces dispositions sur la pratique de notation du crédit sont insuffisantes. La Commission continuera de suivre l'évolution du marché à mesure que les dispositions pertinentes du règlement ANC deviennent applicables.

3. Autres modèles de rémunération

Depuis la mise en œuvre du règlement ANC, le secteur de la notation a connu peu de changements du point de vue des modèles de rémunération, notamment dans le cas des notations des obligations d'entreprise et des instruments financiers structurés. Le modèle de rémunération dominant le plus fréquemment utilisé sur le marché des ANC est celui de l'«émetteur-payeur», dans lequel les ANC sont payées par les

⁴⁴ À titre de comparaison, aux États-Unis, la Commission des opérations de Bourse (*Securities and Exchange Commission*, SEC) a imposé, en janvier 2015, des sanctions globales de 77 millions d'USD pour une série d'infractions à la loi fédérale sur les valeurs mobilières commises par Standard & Poor's (<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>).

émetteurs qui souhaitent solliciter des notations de crédit pour leurs produits d'investissement.

Les autres exemples de modèles de rémunération incluent le modèle «intérêts (propres) en jeu», dans lequel les investisseurs établissent des notations pour des projets qu'ils financent en partie (par la détention des instruments émis), ou dans lequel les ANC sont rémunérées en recevant les instruments qu'elles notent et en les conservant jusqu'à l'échéance⁴⁵, et le modèle de la «plate-forme payeuse», qui introduit un intermédiaire sur le marché aux fins du financement et de l'établissement de la notation. Le modèle de paie à la performance impose à chaque ANC de payer un pourcentage fixe de ses revenus à un fonds commun, qui le reverse ensuite à l'ANC qui enregistre la meilleure performance; ce système encourage les ANC à améliorer la justesse de leurs notations, mais peut éventuellement créer une incertitude quant à l'efficacité du mécanisme d'incitation. Les notations de crédit peuvent également être établies par des organisations à but non lucratif ou être financées par des administrations publiques. L'ingérence des administrations publiques dans l'affectation des ANC aux émetteurs pourrait entraîner le risque d'une fragmentation des marchés selon les frontières nationales et pourrait également, le cas échéant, déclencher des conflits d'intérêts au sein du secteur, en particulier dans le contexte de l'émission de notations souveraines et subsouveraines.

Comme la Commission l'a signalé en 2011 dans son analyse d'impact, chaque modèle de rémunération possible comporte un risque éventuel de conflit d'intérêts. C'est pourquoi le règlement ANC n'impose pas de recourir à un modèle de rémunération en particulier, puisqu'il n'y a pas de raison essentielle de privilégier l'un ou l'autre modèle.

Actuellement, les autres modèles de rémunération sont rarement utilisés isolément dans la pratique; en effet, les ANC préfèrent généralement recourir à des modèles hybrides. Les notations de crédit sont émises, pour certains clients, dans le cadre du modèle de l'«émetteur-payeur», et pour d'autres, dans le cadre du modèle de l'«investisseur-payeur» ou sur abonnement. Dans son analyse, l'AEMF conclut que cette souplesse dans le choix du modèle de rémunération devrait être maintenue afin que les acteurs du marché restent libres de choisir le modèle qui convient le mieux à leur stratégie de marché.

4. Évaluation globale

Compte tenu de l'analyse qui précède, les dispositions du règlement ANC en matière de gouvernance semblent être essentiellement préventives, tout en contribuant grandement à assurer l'indépendance des ANC. Bien que, selon l'avis technique de l'AEMF, certaines dispositions risquent d'engendrer des coûts de mise en œuvre pour les ANC en les contraignant à modifier leurs systèmes informatiques, leurs formations, leurs procédures de conformité et leurs procédures juridiques, le cadre de gouvernance récemment introduit pour les ANC devrait, dans l'ensemble, présenter des avantages à long terme.

⁴⁵ Le modèle repose sur le principe selon lequel l'entité qui établit la notation – et qui investit par ailleurs dans les valeurs mobilières notées – a un intérêt manifeste à ce que la notation soit fidèle à la réalité.

Si les changements ne seront peut-être pas visibles immédiatement dans la pratique de la notation de crédit, les dispositions remplissent néanmoins leur objectif de fournir aux régulateurs les outils nécessaires pour contrôler les ANC qui ne respectent pas les dispositions du règlement ANC en matière de gouvernance. Il pourrait toutefois s'avérer nécessaire de revoir le régime de sanction prévu par le règlement ANC afin d'en faire un mécanisme de dissuasion crédible et proportionné.

IV. Opportunité et possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit

En réponse aux problèmes liés au caractère procyclique de la publication des notations, constatés lors de la récente crise de la dette souveraine dans l'Union, le règlement ANC a été modifié en 2013 par l'ajout de nouvelles mesures visant à accroître la transparence des notations de la dette souveraine. L'article 8 *bis* du règlement ANC impose désormais aux ANC de publier chaque année un calendrier fixant les dates de publication de leurs notations souveraines respectives.

En outre, dans un rapport de 2015⁴⁶, la Commission a étudié l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit et examiné si les sources d'information sont suffisantes et adéquates pour permettre aux investisseurs d'effectuer leur propre évaluation du risque de crédit des emprunteurs souverains. Dans ce rapport, la Commission est arrivée à la conclusion que la mise en place d'une évaluation européenne de la qualité de crédit n'apporterait que peu de valeur ajoutée par rapport aux informations déjà fournies par plusieurs sources dans le cadre du régime de surveillance budgétaire et macroéconomique (par exemple les rapports publiés dans le cadre du semestre européen). Une telle mesure n'améliorerait pas non plus le niveau d'information des investisseurs institutionnels, qui disposent déjà d'informations suffisantes par l'intermédiaire de sources privées et publiques. De plus, les investisseurs qui opèrent sur le marché mondial des obligations souveraines s'appuient généralement davantage sur les informations fournies par les institutions internationales telles que le Fonds monétaire international (FMI) ou la Banque mondiale.

CONCLUSION

Les notations externes de crédit continuent de jouer un rôle important à certains niveaux du cadre réglementaire de l'Union applicable au secteur financier, notamment en ce qui concerne les banques et les entreprises d'assurance. Cela étant, la Commission considère qu'il n'existe à ce jour aucune autre solution réalisable pour remplacer entièrement les notations externes de crédit. Dans ce contexte, les autorités de surveillance devraient continuer à décourager le recours mécanique aux notations de crédit en veillant à ce que les participants au marché utilisent d'autres outils, tels que ceux visés à la section I.2, en complément des notations externes de crédit. De son côté, la Commission continuera de suivre l'évolution du marché.

⁴⁶ Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines, Bruxelles, 23.10.2015, COM(2015) 515, disponible à l'adresse <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>

En ce qui concerne la concurrence, la Commission continuera également de suivre l'évolution du marché en conséquence de la mise en œuvre du règlement ANC, avant d'envisager l'adoption d'autres mesures. Cette démarche est d'autant plus pertinente que certaines dispositions sont toujours en cours de mise en œuvre et qu'il faudra du temps pour en évaluer les avantages.

Afin de favoriser l'entrée de nouveaux arrivants et le renforcement de la concurrence sur le marché des ANC, il est indispensable de disposer d'un cadre réglementaire proportionné qui n'impose pas de coûts excessifs. Dans le prolongement de son appel à témoignages, la Commission continuera de surveiller l'application du règlement ANC aux ANC de plus petite taille, en particulier sur le plan de la proportionnalité.

De manière plus générale, la Commission cherchera à éviter et à réduire encore les entraves réglementaires à l'entrée sur le marché comme elle l'a fait récemment en modifiant le projet de normes techniques d'exécution sur la mise en correspondance des notations de crédit, proposé par les AES. Elle favorisera également une inclusion aussi large que possible des ANC de plus petite taille, notamment dans le cadre de l'ECAF de la BCE.

Malgré les efforts consentis pour renforcer la concurrence, les évolutions récentes donnent à penser que le marché des notations de crédit risque de rester un oligopole extrêmement concentré dans les années à venir. Dans ce contexte, il est essentiel de veiller à ce que les ANC historiques soient soumises à un cadre réglementaire strict assorti d'un régime de sanction crédible prévoyant des niveaux de sanction proportionnés et constituant un mécanisme de dissuasion efficace. De plus, l'existence de procédures internes efficaces en matière de conformité et de gouvernance est particulièrement importante pour garantir la qualité des notations externes de crédit dans un marché caractérisé par une pression concurrentielle limitée; le règlement ANC a introduit des exigences essentielles au renforcement de ces dispositifs.

En ce qui concerne les instruments financiers structurés, il est trop tôt pour évaluer l'incidence du règlement ANC, car certaines dispositions pertinentes ne sont pas encore mises en pratique. Dans ce contexte, il ne semble pas opportun, pour l'heure, d'envisager d'étendre les dispositions concernées du règlement ANC à d'autres produits financiers.

En ce qui concerne l'obligation de rapport visée à l'article 39 *ter*, paragraphe 2, deuxième alinéa, du règlement ANC, et compte tenu du rapport de la Commission de 2015 sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines, la Commission estime qu'il n'est pas nécessaire, pour l'instant, de mettre en place une agence de notation de crédit européenne spécialisée dans les dettes souveraines ou une fondation européenne de notation de crédit pour les autres notations de crédit. En outre, en pratique, la mise en place d'agences communes de ce type occasionnerait vraisemblablement plus de coûts qu'elle n'apporterait de valeur ajoutée sur le marché de la notation.

Dans l'ensemble, les dispositions du règlement ANC devraient avoir une incidence positive à long terme sur le marché de la notation de crédit. À l'heure actuelle, rien

n'indique que ces dispositions sont susceptibles d'avoir des conséquences négatives pour les ANC ou les émetteurs. Étant donné que toutes les dispositions du règlement ANC n'ont pas encore été mises en œuvre, il convient de continuer à assurer un suivi du marché de la notation de crédit afin d'évaluer l'incidence complète de ce cadre législatif.