les obligations vertes, fondée sur les meilleures pratiques actuelles.

Ce travail technique a été confié au groupe d'experts technique qui a rendu public son rapport intermédiaire sur cette question.

Il en ressort, à sa lecture, que les obstacles au développement du marché des obligations vertes qui peuvent être aujourd'hui recensées (absence de bénéfices économiques patents pour les émetteurs, les inquiétudes des émetteurs quant à une parfaite définition des actifs dits « verts » à financer et le risque réputationnel induit, l'audit externe complexe et coûteux qu'implique le financement vert, les incertitudes autour de la traçabilité du produit des émissions...) peuvent être en partie levés au moyen d'un travail de standardisation des obligations vertes à l'échelle européenne.

Il s'agit donc, pour le groupe d'expert, de proposer un standard européen pour les obligations vertes (*Green Bond Standard* – GBS), destiné à mieux associer recherche d'un gain financier et impacts environnementaux positifs au soutien d'un développement durable de l'économie européenne. Choisi sur une base volontaire par l'émetteur, revu par un auditeur externe accrédité, ce standard devrait permettre d'assurer le succès rapide des obligations vertes européennes.

Dans ce cadre, le groupe d'expert suggère à la Commission européenne d'adopter une recommandation en vue de favoriser le développement de l'émission d'obligations vertes sans pour autant retenir un cadre légal obligatoire mais promouvoir ce segment du marché de la dette obligataire sur une base volontaire au moyen d'incitations diverses (par exemple, encourager les investisseurs institutionnels intervenant sur ce marché à adopter les standards européens, mettre en place un système de *reporting* de ces mêmes investisseurs auprès de leurs clients finaux sur la base du principe « *comply or explain* » relativement à leur portefeuille d'obligations vertes, mise en place par la Banque Centrale Européenne d'un programme d'achat prioritaire d'obligations vertes, inciter les émetteurs à se référer au standard européen, incitations fiscales relevant de la compétence des États membres, incitations au niveau de la réglementation prudentielle...). Il est par ailleurs proposé que les projets à financer au moyen d'obligations vertes fassent l'objet d'un audit externe systématique (il apparaît que c'est déjà le cas en pratique pour 98 % des émissions) opéré par des auditeurs accrédités au niveau européen par l'ESMA à l'instar de ce qui existe déjà pour les agences de notation de crédit.

Au final, le groupe d'experts propose à la Commission une définition d'une obligation verte européenne. Il s'agit, de n'importe quel type d'obligation cotée ou non, ou de produit de dettes émises sur des marchés de capitaux par des émetteurs et qui satisfont les critères retenus par les standards européens c'est-à-dire répondant aux exigences suivantes : l'existence d'une déclaration émanant de l'émetteur confirmant son souhait d'adopter les standards européens (*Green Bond Framework*) et qui présente le projet à financer et en quoi ce projet est en ligne avec les objectifs de développement durable, le produit des capitaux levés finance ou sert à refinancer des actifs considérés comme « verts » au sens de la nouvelle classification européenne (c'est-à-dire la lutte contre le changement climatique, l'adaptation au changement climatique, l'utilisation durable et la protection de l'eau et des ressources marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention des déchets et le recyclage, la lutte contre la pollution (prévention et contrôle) et, enfin, la protection d'écosystèmes sains – sans naturellement porter trop atteinte aux autres objectifs promus – *do not significant harm* –) et l'existence d'une certification émanant d'un auditeur externe accrédité quant à l'alignement du produit obligataire émis avec les standards européens. En outre, l'émetteur devrait, sur une base au moins annuelle, diffuser des informations sur l'usage précis des fonds levés.

Jean-Marc MOULIN

Mots-Clés : Définition - Obligations vertes - Standardisation

Droit financier européen et international

Thierry BONNEAU,
agrégé des facultés de droit,
professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris II)

ENTRÉE EN VIGUEUR DE LA LÉGISLATION PROSPECTUS

182 La Commission européenne vient d'adopter des textes de niveau 2

- Les règlements délégués du 14 mars 2019 concernent notamment les informations financières clés, les informations minimales à inclure dans les documents d'enregistrement, la forme du prospectus, le prospectus de croissance de l'Union et les communications à caractère promotionnel.
- Les règlements délégués se situent dans la ligne du règlement Prospectus du 14 juin 2017.
- La nouvelle réglementation est, sauf exception, entrée en vigueur le 21 juillet 2019.

Comm. UE, règl. (UE) 2019/979, 14 mars 2019 complétant le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les informations financières clés dans le résumé d'un prospectus, la publication et le classement des prospectus, les communications à caractère promotionnel sur les valeurs mobilières, les suppléments au prospectus et le portail de notification, et abrogeant le règlement délégué (UE) n° 382/2014 de la Commission et le règlement délégué (UE) 2016/301 de la Commission

Comm. UE, règl. (UE) 2019/980, 14 mars 2019 complétant le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la forme, le contenu, l'examen et l'approbation du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant le règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission

NOTE : Sauf exception, le règlement Prospectus du 14 juin 2017 *(PE et Cons. UE, règl. (UE) 2017/1129, 14 juin 2017, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.* – V. not. *Th. Bonneau, Régulation bancaire et financière européenne et internationale : Bruylant, 4e éd., 2018, n° 355 et s.)* est entré en vigueur le 21 juillet 2019 *(règl. préc., art. 46, § 1)*. Cette date est également celle mentionnée par les règlements délégués du 14 mars 2019 *(Comm. UE, règl. (UE) 2019/979, 14 mars 2019, art. 23. – Comm. UE, règl. (UE) 2019/980, 14 mars 2019, art. 47)*. Étant rappelé que le règlement du 14 juin 2017 pose les principes à

observer pour l'établissement des prospectus et qu'il renvoie à plusieurs catégories de textes de niveau 2 : des normes techniques de réglementation (V. not. *règl. préc., art. 7, § 13, art. 18, § 4 et art. 23, § 7)*, des normes techniques d'exécution (V not. *règl. préc., art. 26, § 6)*, des actes délégués (V. not. *règl. préc., art. 1, § 7, art. 13, art. 14, § 3 et art. 15, § 2)* et des décisions d'exécution (V. not. *règl. préc., art. 29, § 3, al. 2)*. Les deux premières catégories de normes sont rédigées par l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) et reprises par la Commission. L'ESMA est également chargée de rédiger des textes dits « de niveau 3 » : orientations ou lignes directrices et questions et réponses (V. not. *règl. préc., art. 20, § 12. – ESMA, Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation, 29 March 2019 I ESMA31-62-1217. – Questions and Answers on the prospectus regulation, ESMA/2019/ESMA31-62-1258, Version 1, Last updated on 27 March 2019. – Questions and answers Prospectuses, 30th updated version – April 2019, 8 April 2019/ESMA31-62-780)*. Les actes délégués et les décisions d'exécution sont des actes et décisions que la Commission adopte sans le concours de l'ESMA.

Les dispositions du règlement du 14 juin 2017 sont réparties en 10 chapitres intitulés « *Dispositions générales* » *(chap. 1)*, « *Établissement du prospectus* » *(chap. 2)*, « *Contenu et forme du prospectus* » *(chap. 3)*, « *Dispositions concernant l'approbation et la publication du prospectus* » *(chap. 4)*, « *Offres transfrontières, admissions transfrontières à la négociation sur un marché réglementé et régime linguistique* » *(chap. 5)*, « *Règles spécifiques concernant les émetteurs établis dans des pays tiers* » *(chap. 6)*, « *L'AEMF et les autorités compétentes* » *(chap. 7)*, « *Sanctions administratives et autres mesures administratives* » *(chap. 8)*, « *Actes délégués et actes d'exécution* » *(chap.9)* et « *Dispositions finales* » *(chap. 10)*. Les règlements du 14 mars 2019, qui sont des actes délégués, seul l'un d'eux constituant des normes techniques de réglementation, sont dans le prolongement de ces dispositions :

- le règlement 2019/979, qui comporte 23 articles, concerne les « *informations financières clés dans le résumé du prospectus* » *(chap. 1)*, la « *publication du prospectus* » *(chap. 2)*, « *les données lisibles par machine pour le classement des prospectus* » *(chap. 3)*, les « *communications à caractère promotionnel* » *(chap. 4)*, « *les suppléments au prospectus* » *(chap. 5)* et les « *modalités techniques pour le fonctionnement du portail de notification* » *(chap. 6)*. Il comporte un dernier chapitre relatif aux « *dispositions finales* » *(chap. 7)* ainsi que 7 annexes respectivement intitulées « *entités non financières (titres de capital)* » *(ann. 1)*, « *entités non financières (titres autres que de capital)* » *(ann. 2)*, « *établissements de crédit (titres de capital et titres autres que de capital)* » *(ann. 3)*, « *entreprises d'assurance (titres de capital et titres autres que de capital)* » *(ann. 4)*, « *entités ad hoc émettant des titres adossés à des actifs* » *(ann. 5)*, « *fonds de type fermé* » *(ann. 6)* et « *données lisibles par machine à fournier à l'AEMF* » *(ann. 7)* ;

- le règlement 2019/980, qui comporte 47 articles, est subdivisé en 6 chapitres respectivement intitulés « *définitions* » *(chap. 1)*, « *contenu du prospectus* » *(chap. 2)*, « *forme du prospectus* » *(chap. 3)*, « *prospectus de croissance de l'Union* » *(chap. 4)*, « *examen et approbation du prospectus et revue du document d'enregistrement universel* » *(chap. 5)* et « *dispositions finales* » *(chap. 6)*.

Parmi ces éléments, l'un d'entre eux semble important : ce sont les schémas des documents qui répertorient l'ensemble des informations à fournir et dépendent de la catégorie des instruments concernés. Ils sont essentiels en pratique, car lorsqu'un opérateur souhaite effectuer une opération, il doit choisir celui qui correspond au mieux à celle-ci. En d'autres termes, le schéma est un formulaire à remplir et doit correspondre à l'opération effectuée. Sont également importantes les précisions concernant les informations clés et le prospectus de croissance de l'Union, ce prospectus étant l'une des innovations du règlement du 14 juin 2017 afin d'attirer les PME vers les marchés financiers.

Le règlement du 14 juin 2017 a été également complété par des normes techniques de réglementation en matière de suppléments *(Comm. UE, règl. (UE) 2019/979, 14 mars 2019)*. Le premier impose la publication de suppléments au prospectus mentionnant « *tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre le moment de l'approbation du prospectus et la clôture de l'offre ou le début de la négociation sur un marché réglementé, si cet événement intervient plus tard* » *(PE et Cons. UE, règl. (UE) 2017/1129,14 juin 2017, art. 23, § 1)*. Le second a explicité les situations dans lesquelles la publication de tels suppléments est obligatoire *(règl. préc., 14 juin 2017, art. 23, § 7. – Comm. UE, règl. (UE) 2019/979, préc., art. 18)*.

Thierry BONNEAU

Mots-Clés : Prospectus - Listing et offre au public de titres - Textes de niveau 2

FONCTION DE CONFORMITÉ DANS LES TEXTES MIF2

183 L'ESMA consulte sur un projet de lignes directrices

- Le projet de lignes directrices concerne notamment les responsabilités, le contrôle des obligations et les exigences d'organisation.
- Le projet de lignes directrices est dans la mouvance issue de MIF 1 et s'appuie, dans le cadre de MIF 2, notamment sur le règlement 2017/565 du 7 avril 2016.
- 22 questions sont posées par l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) qui reçoit les réponses jusqu'au 15 octobre 2019.

ESMA, Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MIFID II compliance function requirements, 15 July 2019/ESMA35-43-2019

NOTE : La fonction de conformité est une fonction cruciale pour identifier, évaluer, contrôler et signaler les risques. Elle n'est pas nouvelle car elle était déjà importante sous l'empire de MIF 1. Elle a été confirmée et renforcée par MIF 2. Étant rappelé que ces textes dits « de niveau 1 » ont été complétés tant par des textes de niveau 2, tel que la directive du 10 août 2006 *(Comm. CE, dir. 2006/73/CE, 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive)* pour MIF 1 et le règlement du 25 avril 2016 *(Cons. UE, règl. (UE) 2017/565, 25 avr. 2016, complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive* [mod. par *Comm. UE, règl. (UE) 2017/2294, 28 août 2017*, afin de préciser la définition d'un internalisateur systématique]) pour MIF 2. Étant également rappelé que ces packages sont explicités par l'ESMA. MIF 1 l'a été par des lignes directives de 2012 *(Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements, 28 September 2012, ESMA/2012/388)*. MIF 2 doit l'être par des lignes actualisées, lesquelles ont fait l'objet d'une consultation jusqu'au 15 octobre 2019.

Le document publié en juillet 2019 comporte une série de questions concernant les lignes directrices de 2012 *(consultation paper p. 7 à 12)*. Il comporte également un projet de lignes directrices *(ibid., ann. III)* réparties en plusieurs rubriques, chaque rubrique mentionnant les textes de référence (*relevant legislation*), l'orientation (*general guideline*) et les explications (*supporting guidelines*). Le principal texte au soutien de ces lignes directices est l'article 22 du règlement du 25 avril 2016, en particulier son paragraphe 2 :

« Les entreprises d'investissement établissent et gardent opérationnelle en permanence une fonction de vérification

de la conformité efficace qui fonctionne de manière indépendante et est investie des missions suivantes :
a) contrôler, en permanence, et évaluer, à intervalles réguliers, l'adéquation et l'efficacité des mesures, politiques et procédures mises en place en application du paragraphe 1, premier alinéa, ainsi que des actions entreprises pour remédier à d'éventuels manquements de l'entreprise à ses obligations ;
b) conseiller et assister les personnes concernées chargées des services et des activités d'investissement afin qu'elles se conforment aux obligations imposées à l'entreprise par la directive 2014/65/UE ;
c) remettre à l'organe de direction, au moins une fois par an, un rapport sur la mise en œuvre et l'effectivité de l'environnement de contrôle général des services et activités d'investissement, sur les risques identifiés et sur le système de traitement des plaintes ainsi que sur les mesures correctives prises ou prévues ;
d) contrôler le fonctionnement du processus de traitement des plaintes et considérer les plaintes comme une source d'information pertinente dans le cadre de ses responsabilités de suivi générales ».

Ces règles sont explicitées dans le projet de l'ESMA qui comporte 12 lignes directives. Celles-ci sont réparties en 4 rubriques : 4 dans la rubrique « *Responsibilities of the compliance function* », 3 dans la rubrique « *Organisational requirements of the compliance function Effectiveness of the compliance function* », 4 dans la rubrique « *Independence of the compliance function* » et 1 dans la rubrique « *Competent authority review of the compliance function* » :

V.1 *Responsibilities of the compliance function*

Compliance risk assessment – General guideline 1

« 18. *In accordance with article 22(2), second paragraph, of the MiFID II Delegated Regulation, the compliance function shall, amongst others, conduct a risk assessment to ensure that compliance risks are comprehensively monitored. The compliance function shall establish a risk-based monitoring programme on the basis of this compliance risk assessment to determine its priorities and the focus of the monitoring, advisory and assistance activities* ».

Monitoring obligations of the compliance function – General guideline 2

« 23. *The aim of the risk based monitoring programme should be to evaluate whether the firm's business is conducted in compliance with its obligations under MiFID II, its related delegated acts and/or any national implementing provisions thereof and whether its internal guidelines, organisation and control measures remain effective and appropriate* ».

Reporting obligations of the compliance function – General guideline 3

« 31. *The written compliance report to senior management should cover all business units involved in the provision of investment services, activities and ancillary services. Where the report does not cover all of these activities of the firm, it should clearly state the reasons* ».

Advisory and assistance obligations of the compliance function – General guideline 4

« 37. *Firms should ensure that the compliance function fulfils its advisory responsibilities including : providing support for staff training ; providing day-to-day assistance for staff and participating in the establishment of policies and procedures within the firm (e.g. the firm's remuneration policy or the firm's product governance policies and procedures)* ».

V.2 *Organisational requirements of the compliance function Effectiveness of the compliance function*

General guideline 5

« 47. *When ensuring that appropriate human and other resources are allocated to the compliance function, firms should take into account the scale and types of investment services, activities and ancillary services undertaken by the firm* ».

Skills, knowledge, expertise and authority of the compliance function – General guideline 6

« 53. *Firm's compliance staff shall have the necessary skills, knowledge, expertise and authority to discharge their obligations. This requirement should in particular be taken into account by firms when appointing the compliance officer. Having regard to the function and tasks assigned to the compliance officer, he or she should demonstrate high professional ethical standards and personal integrity* ».

Permanence of the compliance function – General guideline 7

« 59. *MiFID II requires firms to ensure that the compliance function performs its tasks and responsibilities on a permanent basis. Firms should therefore establish adequate arrangements for ensuring that the responsibilities of the compliance officer are fulfilled when the compliance officer is absent, and adequate arrangements to ensure that the responsibilities of the compliance function are performed on an ongoing basis. These arrangements should be in writing* ».

V.3 *Independence of the compliance function*

General guideline 8

« 63. *Firms should ensure that the compliance function holds a position in the organisational structure that ensures that the compliance officer and other compliance staff act independently when performing their tasks* ».

Proportionality with regard to the effectiveness of the compliance function – General guideline 9

« 66. *Firms should decide which measures, including organisational measures and the level of resources, are best suited to ensuring the effectiveness of the compliance function in the firm's particular circumstances* ».

Combining the compliance function with other internal control functions – General guideline 10

« 73. *A firm should generally not combine the compliance function with the internal audit function. The combination of the compliance function with other control functions may be acceptable if this does not compromise the effectiveness and independence of the compliance function. Any such combination should be documented, including the reasons for the combination so that competent authorities are able to assess whether the combination of functions is appropriate in the circumstances* ».

Outsourcing of the compliance function – General guideline 11

« 79. *Firms should ensure that all applicable compliance function requirements are fulfilled where all or part of the compliance function is outsourced* ».

V.4 *Competent authority review of the compliance function*

Review of the compliance function by competent authorities – General guideline 12

« 87. *Competent authorities should review how firms plan to meet, implement and maintain the MiFID II compliance function requirements. This should apply in the context of the authorisation process, as well as, following a risk-based approach, in the course of ongoing supervision* ».

Thierry BONNEAU

Mots-Clés : MIF 2 - Conformité - Lignes directrices ESMA