

Green, Social & Sustainability Bonds : Instruments de Financement du Développement Durable

Guide de l'AMMC

Juin 2018

Version soumise à consultation publique

Les remarques et suggestions relatives à la présente version du guide peuvent être adressées à l'AMMC, avant le 9 août 2018, par courrier électronique à l'adresse : Consultation.sustainability.bonds@ammc.ma.

La version définitive du guide sera publiée par l'AMMC après la clôture de la période de consultation publique.

-----En partenariat avec-----

Préambule

Ce guide a été élaboré par l’Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC), avec le soutien d’International Finance Corporation (IFC), en vue d’accompagner et d’encourager le développement du marché des instruments financiers destinés au financement du développement durable. Il s’inscrit dans la continuité du Guide sur les *Green bonds* publié par l’AMMC en novembre 2016, en collaboration avec IFC.

En effet, les principes et règles contenus dans ce dernier ont été revus et actualisées à la lumière de l’évolution des meilleures pratiques internationales et du retour d’expérience sur les émissions de Green Bonds réalisées sur le marché Marocain. Par ailleurs, et en sus des Green Bonds, le présent guide vise à ouvrir davantage d’opportunités en matière de financement de la durabilité, et ce en introduisant deux nouveaux types d’instruments : les Social Bonds et les Sustainability Bonds.

Les émetteurs potentiels de tels instruments durables trouveront dans ce guide une synthèse des principes qu’ils doivent respecter et une clarification de l’approche à suivre afin de réaliser des opérations crédibles répondant aux meilleures pratiques nationales et internationales en la matière. Les investisseurs y trouveront aussi des informations utiles permettant de mieux cerner ce segment du marché de la dette.

Sommaire

Partie 1 : Présentation générale	5
I. Définitions :	5
1. <i>Green Bonds</i> :	6
2. <i>Social bonds</i> :	8
3. <i>Sustainability bonds</i> :	10
II. Typologie et intérêt des émissions de <i>Green, Social ou Sustainability Bonds</i> :	11
1. <i>Types d'instruments</i> :	11
2. <i>Avantages de l'émission de Green, social ou Sustainability Bonds</i> :	11
3. <i>Liens avec les objectifs globaux de développement durable</i> :	12
III. Principes et Bonnes pratiques :	15
1. <i>Allocation des fonds levés</i> :	15
2. <i>Evaluation et sélection des projets à financer</i> :	16
3. <i>Gestion des fonds levés</i> :	16
4. <i>Revue externes</i> :	17
5. <i>Reporting et communication</i> :	19
Partie 2 : Réalisation d'une émission de <i>Green, Social ou Sustainability bonds</i>	20
I. Préalablement à l'émission :	20
1. <i>Identification des projets</i> :	20
2. <i>Revue indépendante</i> :	20
II. Processus d'autorisation par l'AMMC :	22
1. <i>Dépôt du dossier</i> :	22
2. <i>Instruction du dossier</i> :	23
III. Tout au long de la vie des titres :	25
1. <i>Information périodique</i> :	25
2. <i>Information continue</i> :	26
IV. Questions fréquentes :	27
1. <i>Quel est le lien entre les Green, Social ou Sustainability bonds et les autres instruments « durables » tels que les climate ou ESG Bonds, Vaccine Bonds, Sustainable Development Bonds ou autres instruments similaires ?</i> 27	
2. <i>Qui peut émettre ou investir dans des Green, Social ou Sustainability bonds ?</i>	27

3. Si l'émission prévue concerne des projets ayant un impact environnemental et social, qui décide de la nature des obligations à émettre ?	27
4. Quels sont les intervenants dans une émission de Green, Social ou Sustainability bonds ?	28
5. L'AMMC s'assure-t-elle du caractère durable d'une émission de Green, Social ou Sustainability Bonds ?	28
6. Un émetteur peut-il se prévaloir de la qualité « verte » de ses activités pour émettre un green bond ?	28
7. Le produit d'un Green, social ou Sustainability Bond doit-il obligatoirement être destiné à financer des projets nouveaux ?	29
8. Une émission obligataire existante peut-elle être redéfinie comme Green, Social ou Sustainability Bond? .	29
9. Quelles sont les autorisations nécessaires pour l'émission de Green, Social ou Sustainability Bonds?	29
10. Que se passe-t-il si les engagements pris par l'émetteur d'un de Green, social ou Sustainability Bond ne sont pas respectés ?	29
11. Que se passe-t-il si un ou plusieurs projets concernés par un Green, Social ou Sustainability Bond sortent du portefeuille de l'émetteur ?	30

Partie 1 : Présentation générale

I. Définitions :

Le marché financier offre plusieurs opportunités pour le financement des activités participant au développement durable.

En effet, sur le plan international, trois instruments se sont particulièrement imposés. Il s'agit des Green, Social et Sustainability Bonds. Ces instruments, dont le marché connaît un fort développement, constituent une alternative de plus en plus utilisée par les émetteurs pour le financement des objectifs globaux de développement durable, leur crédibilité étant assurée à travers un encadrement par des référentiels reconnus.

En effet, les obligations durables ne sont pas régies par un régime légal spécifique. Elles obéissent aux principes généraux régissant la relation entre émetteur et investisseur (obligations de respect des clauses contractuelles convenues, obligations d'information continue et périodique, etc.).

Toutefois, et devant la forte croissance du marché, les acteurs se sont attelés à élaborer des principes et des bonnes pratiques en matière de relation investisseurs-émetteur d'obligations durables. Il existe plusieurs initiatives visant la normalisation de ces instruments, dont les plus répandues sont :

- Les principes et guides de l'*International Capital Markets Association (ICMA)* : Association regroupant plus de 60 membres (émetteurs, intermédiaires financiers, investisseurs, fournisseurs d'infrastructure, etc.) de 60 pays, ayant pour mission de promouvoir des marchés de la dette transfrontaliers résilients et cohérents au niveau global. L'ICMA a édicté des standards qui sont reconnus au niveau international pour les *Green, Social et Sustainability bonds*.
- La *Climate Bonds Initiative (CBI)* : cette organisation a pour ambition de mobiliser le marché de la dette au profit des solutions pour le changement climatique. A ce titre, elle opère sur trois activités : fourniture d'informations et de rapports sur le marché des obligations vertes, développement de guidelines sectoriels pour la certification « green bond », et développement de politiques et conseil.

Les standards internationaux en matière d'obligations durables n'exigent pas de caractéristiques

spécifiques en termes de structuration financière pour la labellisation d'une obligation en tant que *Green*, *Social* ou *Sustainability bond*. En outre, les principes de fonctionnement de ces instruments sont identiques sur tous les aspects, excepté en ce qui concerne l'affectation du produit des émissions.

1. Green Bonds :

Littéralement traduites par « obligations vertes », les *Green bonds* sont des obligations dont le produit est exclusivement affecté au financement ou au refinancement, total ou partiel, de nouveaux projets ou de projets existants ayant des impacts environnementaux positifs.

Il existe un large éventail d'activités et de projets dont l'impact environnemental est positif et qui peuvent, par conséquent, être éligibles à un financement par un green Bond. Toutefois, les référentiels internationaux établissent, avec des degrés de détail différents, des listes ou taxonomies de projets éligibles. A titre d'exemple, l'ICMA fixe, dans ses Green Bonds Principles, une liste de catégories générales de projets éligibles tandis que la CBI propose une taxonomie plus détaillée pour pouvoir bénéficier de la certification CBI.

Catégories de projets éligibles selon les Green Bonds Principles de l'ICMA*

- **Energies renouvelables** : y compris la production, la transmission, les équipements et produits ;
- **Efficacité énergétique** : tel que dans les immeubles nouveaux ou rénovés, stockage d'énergie, chauffage de quartier, réseaux intelligents, équipements et produits ;
- **Prévention et contrôle de la pollution** : y compris la réduction des émissions dans l'air, contrôle des gaz à effet de serre, prévention, réduction et recyclage des déchets, réhabilitation des sols, etc. ;
- **Gestion environnementale durable des ressources naturelles vivantes et utilisation des sols** : y compris l'agriculture durable, l'élevage et la reproduction animale durable, intrants agricoles durables tels que la protection biologique des récoltes ou l'irrigation par goutte-à-goutte, la pêche et aquaculture durables, la foresterie durable y compris l'afforestation ou la reforestation et la préservation ou la restauration des paysages naturels ;
- **Conservation de la biodiversité terrestre et aquatique** : y compris la protection des environnements côtiers et marins ;
- **Transports propres** : tels que les véhicules électriques ou hybrides, les transports publics ou multimodaux, l'infrastructure pour véhicules à énergie propre et réduction des émissions ;
- **Gestion durable de l'eau et des eaux usées** : y compris l'infrastructure durable pour l'eau propre ou potable, le traitement des eaux usées, les systèmes durables de drainage urbain et de gestion des inondations ;
- **Adaptation au changement climatique** : y compris les systèmes de support informationnel tels que l'observation du climat et les systèmes d'alerte ;
- **Produits, technologies de production et process éco-efficients ou adaptés à l'économie circulaire** : tel que le développement et l'introduction de produits durables, ayant un éco-label ou une certification environnementale, le packaging et la distribution efficients ; et
- **Constructions vertes** : qui répondent à des standards ou des certifications nationales, régionales ou internationales reconnus.

*Liste non-exhaustive

2. Social bonds :

Les *Social Bonds*, ou obligations sociales, sont toute obligation dont le produit de l'émission est exclusivement affecté au financement ou au refinancement total ou partiel, de nouveaux projets ou de projets existants visant directement à résoudre ou mitiger des problèmes sociaux spécifiques et/ou ciblant un impact social positif, spécifiquement mais non exclusivement au profit d'une ou plusieurs population(s) cible(s). Les projets sociaux éligibles à un financement par une obligation sociale doivent présenter des bénéfices sociaux clairs pouvant être évalués, et quantifiés si possible, par les émetteurs.

Ainsi, la notion de population cible devient déterminante dans le contexte des Social Bonds. En effet, l'émetteur d'un Social Bonds doit impérativement préciser la ou les population(s) cibles bénéficiaires des impacts sociaux des projets concernés par l'émission.

En outre, la définition des populations cibles peut varier en fonction des contextes locaux. Aussi, dans certaines situations, la ou les population(s) cible(s) peuvent également être servies par des actions visant l'intérêt général.

Les Social Bonds Principles de l'ICMA définissent certaines catégories de projets et populations cibles communément ciblées par les émissions de Social Bonds.

Catégories de Projets Eligibles selon les Social Bonds Principles de l'ICMA*

- **L'infrastructure basique abordable** : telle que l'eau potable, l'assainissement, le réseau d'évacuation des eaux usées, le transport, l'énergie ;
- **L'accès aux services de base** : tels que la santé, l'éducation, la formation professionnelle, le financement et les services financiers ;
- **Le logement social** ;
- **La création d'emploi** : y compris à travers l'effet potentiel du financement des PME et de la microfinance ;
- **La sécurité alimentaire** ; et
- **L'avancement et l'autonomisation socio-économique.**

* Liste non-exhaustive

Exemples de Catégories de Populations Cibles selon les Social Bonds Principes de l'ICMA *

- Les populations vivant sous le seuil de pauvreté ;
- Les populations et/ou communautés marginalisées et/ou exclues ;
- Les groupes vulnérables, y compris suite à un désastre naturel ;
- Les personnes handicapées ;
- Les immigrants et/ou les personnes déplacées ;
- Les populations analphabètes ou illettrées ;
- Les populations sous-servies, n'ayant pas accès à des biens et/ou services essentiels de qualité ;
et
- Les populations sans emploi.

* Liste non-exhaustive

3. Sustainability bonds :

Les *Sustainability Bonds*, ou obligations durables, sont des obligations dont le produit d'émission est destiné à financer ou refinancer une combinaison de projets verts (à impact environnemental positif) et sociaux (à impact social positif pour une population cible). Ainsi, leur définition est alignée avec celles des *Green Bonds* et des *Social Bonds*.

En effet, la démarche de la durabilité étant souvent une démarche intégrée, certains émetteurs pourraient lever de la dette sur le marché pour financer une combinaison de projets verts et sociaux. Par ailleurs, certains projets verts peuvent avoir des bénéfices sociaux et inversement, certains projets sociaux peuvent avoir également des impacts environnementaux positifs. De manière générale, la classification d'une obligation en tant que *Green Bond*, *Social Bond* ou *Sustainability Bond* revient à l'émetteur, selon les objectifs principaux qu'il assigne à son émission, sous réserve du respect des exigences associées au cadre de la classification retenue.

II. Typologie et intérêt des émissions de *Green, Social ou Sustainability*

Bonds:

1. Types d'instruments :

Du point de vue de la structuration financière de l'instrument, les *Green, Social et Sustainability Bonds* ne présentent pas de particularité par rapport aux obligations classiques. Les référentiels reconnus en la matière n'exigent pas de caractéristiques financières particulières.

Toutefois, la pratique sur le marché international reconnaît les principales catégories d'obligations suivantes en fonction de la nature du recours des créanciers :

- *Use of proceeds bonds* : avec un recours général sur l'émetteur au même titre que les autres créanciers (selon le rang);
- *Use of proceeds revenue bonds* : sans recours sur l'émetteur, et où les sommes dues au titre de l'émission sont couvertes par des revenus de l'émetteurs provenant de projets concernés ou non par l'émission (commissions, taxes, etc.);
- *Project bonds* : où le produit de l'émission est spécifiquement destiné à un ou plusieurs projets, sur lesquels l'investisseur a une exposition directe au risque (recours sur les actifs du ou des projet(s) concernés);
- *Securitized bond* : où le recours porte sur un ensemble de projets éligibles groupés ensemble et générant les flux destinés au paiement de l'obligation, par exemple dans le cadre d'une opération de titrisation.

2. Avantages de l'émission de *Green, social ou Sustainability Bonds* :

En plus de pouvoir lever des fonds sur le marché, l'émission d'instruments durables (*Green, Social ou Sustainability bonds*) permet à l'émetteur de bénéficier de certains avantages additionnels par rapport à une émission d'obligations classiques. Les principaux avantages conférés par une émission d'obligations durables sont les suivants :

- Diversification et élargissement de la base des investisseurs de l'émetteur;
- Potentiel de financement à de meilleures conditions en ciblant des investisseurs

demandeurs de ce type d'instrument ;

- Participation à la réalisation des objectifs globaux de développement durable et démonstration publique de l'engagement envers l'atteinte de ces objectifs.

3. Liens avec les objectifs globaux de développement durable :

Les Green, Social et Sustainability bonds sont des instruments privilégiés pour le financement de projets contribuant à la réalisation des objectifs globaux de développement durable fixés par l'ONU dans le cadre du programme de développement durable à l'horizon 2030 intitulé « *Transformer notre monde : le Programme de développement durable à l'horizon 2030* ». Ce programme universel, entré en vigueur le 1^{er} janvier 2016, s'articule autour de 17 objectifs axés sur trois éléments fondamentaux qui sont : la croissance économique, l'inclusion sociale et la protection de l'environnement.

Des efforts ont été déployés pour établir des correspondances entre les catégories de projets éligibles pour les Green, Social et Sustainability bonds et les objectifs de développement durable, notamment le *mapping* réalisé par l'ICMA publié en juin 2018.

























Les deux tableaux suivants, basés sur le *mapping* précité, illustrent les objectifs de développement durable que chacune des catégories de projets éligibles peut potentiellement remplir. Il est à noter que chaque catégorie peut participer à la réalisation d'un ou plusieurs objectifs, selon la nature exacte des projets visés par l'émetteur. Aussi, ces tableaux sont fournis à titre purement illustratif afin de mettre en évidence l'apport que peut avoir chaque type d'obligations durables dans le financement des objectifs de développement durable, sans pour autant établir des correspondances automatiques. En effet, il est recommandé aux émetteurs qui préparent des émissions d'instruments financiers durables de mener une réflexion approfondie et mettre en évidence les impacts escomptés de l'émission et leurs liens avec les objectifs globaux de développement durable.

Une correspondance plus détaillée entre les cibles (169) des objectifs de développement durables peut être consultée dans le *Mapping* établi par l'ICMA¹. Enfin, il est à signaler que les objectifs 16 et 17 ne sont pas concernés par les Green, Social et Sustainability Bonds.

¹ Le *mapping* établi par l'ICMA peut être consulté sur le lien : <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2018/Mapping-SDGs-to-Social-and-Sustainability-Bonds-Final-140618v2.pdf>

Green Bonds : Correspondances potentielles entre les catégories de projets éligibles et les objectifs globaux de développement durable					
Catégories de projets éligibles	Objectifs de développement durable potentiellement concernés				
Energies renouvelables	7 ÉNERGIE PROPRE ET D'UN CÔTÉ ABORDABLE	8 TRAVAIL DÉCENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE	9 INDUSTRIE, INNOVATION ET INFRASTRUCTURE	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES	13 MESURES RELATIVES À LA LUTTE CONTRE LES CHANGEMENTS CLIMATIQUES
Efficacité énergétique	7 ÉNERGIE PROPRE ET D'UN CÔTÉ ABORDABLE	8 TRAVAIL DÉCENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE	9 INDUSTRIE, INNOVATION ET INFRASTRUCTURE		
Prévention et contrôle de la pollution	3 BONNE SANTÉ ET BIEN-ÊTRE	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES	12 CONSOMMATION ET PRODUCTION RESPONSABLES		
Gestion durable des ressources naturelles vivantes et utilisation des sols	2 FAIM «ZÉRO»	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES	12 CONSOMMATION ET PRODUCTION RESPONSABLES	14 VIE AQUATIQUE	15 VIE TERRESTRE
Conservation de la biodiversité terrestre et aquatique	2 FAIM «ZÉRO»	6 EAU PROPRE ET ASSAINISSEMENT	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES	14 VIE AQUATIQUE	15 VIE TERRESTRE
Transports propres	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES				
Gestion durable de l'eau et des eaux usées	6 EAU PROPRE ET ASSAINISSEMENT	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES			
Adaptation au changement climatique	1 PAS DE PAUVRETÉ	2 FAIM «ZÉRO»	13 MESURES RELATIVES À LA LUTTE CONTRE LES CHANGEMENTS CLIMATIQUES		
Produits, technologies de production et process éco-efficients ou adaptés à l'économie circulaire	8 TRAVAIL DÉCENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES	12 CONSOMMATION ET PRODUCTION RESPONSABLES		
Constructions vertes	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES				

Social Bonds : Correspondances potentielles entre les catégories de projets éligibles et les objectifs globaux de développement durable

Catégories de projets éligibles	Objectifs de développement durable potentiellement concernés			
L'infrastructure basique abordable	2 FAIM «ZÉRO» 	3 BONNE SANTÉ ET BIEN-ÊTRE 	6 EAU PROPRE ET ASSAINISSEMENT 	7 ÉNERGIE PROPRE ET D'UN COÛT ABORDABLE 
	9 INDUSTRIE, INNOVATION ET INFRASTRUCTURE 	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES 		
L'accès aux services essentiels	1 PAS DE PAUVRETÉ 	2 FAIM «ZÉRO» 	3 BONNE SANTÉ ET BIEN-ÊTRE 	4 ÉDUCATION DE QUALITÉ 
	8 TRAVAIL DÉCENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE 	9 INDUSTRIE, INNOVATION ET INFRASTRUCTURE 	10 INÉGALITÉS RÉDUITES 	
Le logement abordable	1 PAS DE PAUVRETÉ 	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES 		
La création d'emploi	1 PAS DE PAUVRETÉ 	8 TRAVAIL DÉCENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE 	9 INDUSTRIE, INNOVATION ET INFRASTRUCTURE 	
La sécurité alimentaire	2 FAIM «ZÉRO» 	12 CONSOMMATION ET PRODUCTION RESPONSABLES 		
L'avancement socio-économique	2 FAIM «ZÉRO» 	4 ÉDUCATION DE QUALITÉ 	5 ÉGALITÉ ENTRE LES SEXES 	8 TRAVAIL DÉCENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE 
	10 INÉGALITÉS RÉDUITES 	11 VILLES ET COMMUNAUTÉS DURABLES 	14 VIE AQUATIQUE 	

III. Principes et Bonnes pratiques :

Les principes développés dans cette partie se basent sur les recommandations des *Green Bonds Principles*, *Social Bonds Principles* et des *Sustainability Bonds Guidelines* développés par l'ICMA et largement reconnus sur le plan international en tant que références en la matière.

1. Allocation des fonds levés :

L'allocation des fonds constitue la pierre angulaire d'une obligation durable. Les fonds levés doivent obligatoirement être alloués à des projets à impacts environnemental et/ou social positif. Aussi, l'affectation du produit de l'émission détermine le type de l'instrument (*Green*, *Social* ou *Sustainability Bond*).

Dans le cas d'un *Green Bond*, le produit de l'émission est affecté à des projets à impact environnemental positif (projets verts), tandis que pour un *Social Bond* ledit produit est affecté à des projets à impact social positif (projets sociaux). Le produit d'un *Sustainability Bond* est, quant à lui, affecté à une combinaison de projets verts et sociaux.

Il est à noter que pour un *Social Bond*, et en plus de la définition des projets visés par l'émission, l'émetteur doit définir une population cible qui va bénéficier des impacts positifs desdits projets.

Les projets éligibles peuvent être soit des projets futurs, où il est question de financement pour leur réalisation, soit des projets existants pour lesquels l'émetteur cherche alors un refinancement.

Dans le premier cas (financement), l'usage du produit de l'émission doit être utilisé exclusivement pour financer les projets ou catégories de projets prédéfinis lors de l'émission.

Dans le deuxième cas (refinancement), il s'agit d'un adossement du produit de l'émission à un projet ou portefeuille de projets déjà existants. L'émetteur disposant d'un *pool* d'actifs éligibles remplace les ressources qu'il a déjà engagées dans lesdits projets par le produit de l'émission. Ainsi, l'usage des fonds levés n'est pas restreint. Cependant, l'émetteur doit garantir l'existence d'un portefeuille de projets éligibles correspondant au moins à l'encours de l'émission à tout moment pendant la durée de vie de l'émission.

Dans tous les cas, il est impératif de définir des indicateurs pertinents permettant de quantifier les impacts escomptés des projets financés par des obligations durables.

2. Evaluation et sélection des projets à financer :

Dans certaines émissions durables, les fonds ne sont pas destinés à financer directement un projet en particulier, l'objectif de l'émetteur étant de collecter des capitaux qui lui serviront à financer un portefeuille d'investissements éligibles qui ne sont pas connus à l'avance, mais qui répondent à des critères prédéfinis.

Dans ces cas, il est primordial pour l'émetteur d'un *Green, Social ou Sustainability Bond* de disposer d'un processus bien défini, suivi et contrôlé pour la sélection des projets à financer par les fonds levés. En particulier, les aspects suivants doivent être clairement définis et communiqués en toute transparence aux investisseurs :

- Les objectifs escomptés des projets à financer et leurs impacts environnementaux et/ou sociaux selon le cas ;
- Le processus de sélection et d'évaluation par lequel l'émetteur s'assure que les projets retenus s'inscrivent dans le cadre des catégories de projets éligibles et répondent aux critères de sélection prédéfinis ;
- Les critères d'éligibilité des projets, y compris, le cas échéant, les exclusions éventuelles ou tout autre processus pour l'identification et la gestion des risques sociaux et/ou environnementaux matériels potentiels associés aux projets.

Lorsqu'il s'agit de projets déjà existants pour lesquels l'émetteur cherche un refinancement, un processus clair de suivi doit être mis en place pour assurer l'existence d'un portefeuille de projets suffisant en adossement à l'encours de l'émission, et ce, pendant toute sa durée de vie. Ce processus doit notamment prévoir les mesures permettant de remédier à la sortie d'actifs du portefeuille adossé à l'émission.

3. Gestion des fonds levés :

Afin d'en assurer une utilisation conforme aux principes convenus à l'émission, les fonds levés par un émetteur de *Green, Social ou Sustainability Bonds* doivent être cantonnés dans des comptes spécifiques permettant d'assurer avec transparence l'allocation du produit des émissions durables aux actifs éligibles ainsi que leur traçabilité comptable.

De même, l'émetteur doit disposer d'un processus formel et rigoureux de suivi de ces fonds tout au long de la vie des titres. Ce suivi concerne à la fois la traçabilité de l'affectation fonds investis, ainsi que du reliquat non investi. Les fonds non encore investis dans les projets éligibles peuvent être momentanément investis dans des instruments financiers répondant à des principes définis par l'émetteur et communiqués aux investisseurs.

Il est toutefois à noter que dans le cas d'un refinancement, où l'usage des fonds n'est pas restreint, le cantonnement des fonds levés n'est pas applicable.

4. *Revue externe :*

La vérification du caractère durable (vert et/ou social) des projets éligibles par un tiers qualifié et indépendant est essentielle pour assurer la crédibilité et la confiance nécessaires au développement maîtrisé et sécurisé du marché des instruments financiers durables. En effet, elle permet de :

- Rassurer les investisseurs sur la véracité des impacts écologique et/ou sociaux des projets, contribuant ainsi au succès de l'émission ;
- Sauvegarder la réputation de l'émetteur contre les accusations de *greenwashing*² ou de *Socialwashing*, particulièrement en cas de non réalisation des impacts escomptés ;
- Le prestataire de revue indépendante, vu son expertise en la matière, peut orienter l'émetteur pour une meilleure définition des projets ainsi que dans la finalisation de la rédaction de la documentation relative à l'émission ;

Les revues externes peuvent être de quatre niveaux :

- **Second party opinion, ou « opinion tierce »** : Il s'agit d'une opinion fournie par un tiers qualifié et indépendant, qui porte sur l'alignement du cadre proposé avec les principes définis par les référentiels applicables. Le tiers fournisseur de l'opinion doit avoir une expertise en la matière et être indépendant de l'émetteur et de ses conseillers dans le cadre de l'émission proposée.

² Le *greenwashing* est la dissémination de fausses informations en vue de présenter une image publique de responsabilité environnementale (Oxford dictionary). La même définition peut être étendue au *Socialwashing* par rapport à la responsabilité sociale.

- **Vérification** : l'émetteur peut recourir à un tiers indépendant reconnu (ex. : auditeurs externes) pour vérifier certains aspects d'une obligation durable par rapport à un ensemble de critères et de normes. Par exemple, la vérification peut porter sur le respect des critères de sélection des projets financés, le respect des procédures convenues pour la gestion des fonds levés, les soldes des comptes dédiés aux fonds levés, les impacts réalisés par les projets... ;
- **Certification** : contrairement à la vérification qui porte sur le respect de normes internes à l'émetteur, la certification assure sur la conformité à un référentiel externe ou un label reconnu. L'alignement de l'instrument à émettre avec les critères spécifiques définis par le référentiel ou le label est vérifié par le tiers qualifié et indépendant. Ainsi, un émetteur peut par exemple faire certifier son obligation verte par rapport à un standard externe tel que celui de la *Climate Bonds Initiative* par exemple.
- **Scoring/Rating** : L'émetteur peut recourir à une agence de notation extra financière reconnue pour noter une émission de *Green, Social ou Sustainability Bond*. La notation se fait par rapport à la méthodologie de l'agence.

De manière générale, la revue externe peut couvrir tout ou partie du processus d'émission d'obligations durables.

L'ICMA a publié en juin 2018 des « guidelines » sur la revue externe des *Green, Social et Sustainability bonds*. Selon ces guidelines, les prestataires de revue externe doivent être guidés par les cinq principes éthiques et professionnels suivants :

- L'intégrité,
- L'objectivité,
- La compétence professionnelle et la diligence,
- La confidentialité, et
- Le professionnalisme.

Il est par ailleurs à noter que certaines professions réglementées peuvent fournir des services de revue externe dans le cadre d'une émission de *Green, Social ou Sustainability Bonds*. Il s'agit notamment du cas des commissaires aux comptes ou auditeurs externes qui sont amenés à fournir, tout au long de la vie des titres, une assurance sur le respect des procédures convenues à l'émission, sur l'affectation des fonds levés ou sur les soldes non encore affectés.

Dans ces cas, les fournisseurs de la revue externe doivent aussi se référer aux règles de conduite professionnelle qui les régissent, notamment en matière de règles d'indépendance et de due diligence.

De manière générale, les fournisseurs de revues externes dans le cadre de Green, Social ou Sustainability Bonds doivent s'assurer qu'ils disposent :

- D'une structure organisationnelle, de procédures de travail et de systèmes leur permettant de réaliser la revue ;
- Des ressources humaines ayant l'expérience et les qualifications nécessaires pour réaliser la revue externe ; et
- D'une assurance couvrant leur responsabilité professionnelle, le cas échéant.

5. Reporting et communication :

L'émetteur d'un *Green, Social ou Sustainability Bond* doit assurer un certain niveau d'informations qui doivent être disponibles et portées à la connaissance des investisseurs selon une fréquence au moins annuelle. Ces informations ont principalement trait à la nature des projets financés ou refinancés qui doivent être décrit avec suffisamment de clarté et de détails, ainsi qu'aux impacts de ces projets. L'émetteur doit fournir aux investisseurs ces informations au moment de l'émission (*projets à financer/refinancer et impacts attendus, revues externes effectuées*) et pendant toute la durée de vie des titres (*projets financés et impacts effectifs, revues externes effectuées*).

La communication continue sur les *Green, Social ou Sustainability bonds* doit être faite dans le cadre du rapport ESG à publier annuellement par les émetteurs faisant appel public à l'épargne en application des nouvelles règles prévues dans l'amendement du livre III de la circulaire de l'AMMC.

Partie 2 : Réalisation d'une émission de *Green, Social ou Sustainability bonds*

I. Préalablement à l'émission :

Les engagements d'un émetteur dans le cadre *Green, Social ou Sustainability Bond* doivent être cohérents avec son profil de responsabilité sociale et environnementale. Ainsi, un émetteur impliqué dans des violations ou des controverses mettant en cause sa responsabilité sociale et environnementale ne devrait pas proposer de tels instruments.

1. Identification des projets :

Les projets à financer doivent être clairement définis par l'émetteur et leurs impacts clairement décrits et quantifiés. De plus, dans le cadre d'un Social Bond, il est impératif de définir la ou les populations cibles censées bénéficier des impacts sociaux positifs des projets.

Il peut s'agir de projets identifiés individuellement, ou de projets non identifiés mais satisfaisant à des critères bien déterminés. Dans ce dernier cas, l'émetteur doit établir une politique décrivant les critères auxquels doivent répondre les investissements à réaliser, ainsi qu'une procédure détaillée pour l'évaluation, la sélection et le financement desdits investissements.

Dans le cas où tout ou partie du produit de l'émission est utilisé pour le refinancement de projets éligibles, l'émetteur doit préciser la part de l'émission destinée audit refinancement et clarifier quels projets ou portefeuilles de projets sont concernés par le refinancement. Aussi, il est important de spécifier une période rétrospective (*Lookback period*) maximale que l'émetteur prendra en considération pour identifier les projets (ou les financements accordés à ces projets) qui seront inclus dans le portefeuille à refinancer.

2. Revue indépendante :

Le cadre des *Green, Social ou Sustainability Bonds* proposé par l'émetteur doit faire l'objet d'une revue indépendante pour en assurer l'alignement avec le référentiel international retenu. En effet, il ne sera pas possible d'émettre une obligation labellisée en tant que *Green, Social ou Sustainability Bond* si son alignement avec les référentiels internationaux applicables n'est pas attesté par un vérificateur indépendant et qualifié.

Le vérificateur procède à la revue des projets (ou des catégories de projets) et des procédures établies pour le suivi et le reporting. Il est à noter que l'adoption de standards reconnus réduit les coûts et délais de la vérification et améliore la crédibilité de l'émission. Le vérificateur peut aussi examiner, dans le cadre de ses diligences, le profil de responsabilité sociale et environnementale de l'émetteur et l'intégrer dans son appréciation de l'émission.

En termes de diligences, les prestataires de revues externes, selon le type de revue fournie, doivent :

- Avoir une expertise dans les catégories de projets proposés dans le cadre de l'émission de *Green, Social ou Sustainability Bond* objet de la revue externe ;
- Evaluer les impacts escomptés des projets à financer ou à refinancer par le *Green, Social ou Sustainability Bond* ;
- Revoir et confirmer l'alignement du *Green, Social ou Sustainability Bond* avec les principes du référentiel international adopté ;
- Evaluer, le cas échéant, les risques environnementaux et/ou sociaux matériels associés aux projets éligibles ainsi que la gestion de ces risques par l'émetteur.

Enfin, le rapport de revue externe doit au minimum inclure les informations suivantes :

- Une description générale des objectifs et de la portée de la revue ;
- Les qualifications et principales références du fournisseur de la revue ;
- Une déclaration d'indépendance et de la politique de gestion des conflits d'intérêt ;
- Une description de l'approche analytique et de la méthodologie utilisée ; et
- Les conclusions et les limitations éventuelles de la revue externe.

II. Processus d'autorisation par l'AMMC :

1. Dépôt du dossier :

Le dépôt du dossier relatif à une émission de *Green, Social ou Sustainability bonds* obéit aux mêmes règles applicables aux autres émissions obligataires. Toutefois, des éléments spécifiques doivent être déposés en complément du dossier standard. Il s'agit des éléments suivants :

- Contrat d'émission détaillant tous les engagements de l'émetteur et décrivant chacun des quatre piliers de l'obligation durable (*Usage des Fonds, Evaluation et sélection des projets, Gestion des fonds levés, Reporting et communication*) ou renvoyant vers la documentation qui les décrit (*prospectus par exemple*). En particulier, il est recommandé que les éléments suivants y soient détaillés:
 - Descriptif (aspects techniques, juridiques, économiques et financiers) des projets si ces derniers sont individuellement identifiés, incluant leurs impacts escomptés ainsi que, dans le cas de Social Bonds, la description de la population cible ;
 - Critères précis de sélection des projets éligibles (catégories, impacts escomptés, rentabilité, etc.) ;
 - Procédure d'évaluation des investissements à réaliser, détaillant la démarche (les rôles, les étapes, le reporting, l'archivage, etc.) adoptée lors de l'examen des différentes opportunités d'investissement qui se présenteraient à l'émetteur ;
 - Procédure de sélection des investissements, présentant les rôles et étapes pour la validation des investissements en vue de leur financement ;
 - Engagement de création d'un compte spécifique pour le recueil des fonds levés, ainsi que l'instruction au centralisateur de l'opération pour y virer lesdits fonds (sauf dans les cas de refinancement) ;
 - Procédure de gestion et de suivi des fonds collectés. Elle détaille les autorisations et restrictions en matière de mouvements de fonds, les vérifications

et rapprochements périodiques à réaliser sur le compte dédié, ainsi que les reportings prévus en ce qui concerne les fonds utilisés et non utilisés (sauf dans les cas de refinancement) ;

- Politique de communication continue de l'émission. Elle détaille les informations que l'émetteur s'engage à publier tout au long de l'émission (nature des informations, fréquences et supports de publication, lieux de disponibilité, responsables, vérificateurs, destinataires, etc.) ;
 - Procédure détaillant les mesures à déployer dans certains cas de non-respect des engagements de l'émetteur (ex. : non réalisation d'investissements prévus, sortie d'un actif du portefeuille de l'émetteur, etc.) ;
- Rapports des vérificateurs indépendants ayant revu l'émission proposée, incluant la déclaration/attestation d'indépendance du vérificateur indépendant, et confirmant l'alignement du cadre de l'émission avec les standards internationaux applicables ;
 - Dossier de présentation du ou des vérificateur(s) indépendants permettant d'en apprécier l'indépendance et la qualification (brochures, CV, références, accréditations, déclaration des liens avec l'émetteur et ses conseillers, etc.) ;

Il est à noter qu'en fonction des caractéristiques de l'émission et/ou de l'émetteur, d'autres documents ou informations peuvent être demandés par l'AMMC.

2. Instruction du dossier :

Dans le cadre d'une émission de *Green, Social ou Sustainability bonds*, il n'est pas du ressort de l'AMMC de vérifier les mérites et bénéfices sociaux ou environnementaux de l'émission. Sur cet aspect, l'AMMC s'appuie sur la seconde opinion délivrée par le vérificateur indépendant ou la certification externe apportée. Toutefois, l'AMMC s'assure qu'une information suffisante sur le cadre mis en place par l'émetteur est fournie aux investisseurs potentiels.

Ainsi, l'émission de *Green, Social ou Sustainability bonds* fait l'objet des mêmes diligences usuelles de l'AMMC, avec une attention particulière aux aspects suivants :

- La destination des fonds levés doit être définie le plus clairement possible, y compris en ce qui concerne les placements provisoires éventuellement prévus en attendant le

financement de projets ;

- Dans le cas d'une émission de Social Bonds, la population cible est clairement définie ;
- Les critères de sélection des investissements, ainsi que leurs impacts environnementaux et/ou sociaux escomptés doivent être clairs et quantifiés. Une formulation générique ou ambiguë n'est pas admise ;
- Dans le cas d'une émission destinée au financement de nouveaux projets, les fonds levés doivent être cantonnés dans un compte spécifique dont la responsabilité est claire. Lesdits fonds ne doivent être utilisés que conformément à la destination prévue ou à la procédure convenue pour le traitement des cas exceptionnels de non-respect des engagements de l'émetteur (ex. : non réalisation d'investissements prévus, sortie d'un actif du portefeuille de l'émetteur, etc.). Les fonds levés doivent faire l'objet d'un processus formel et rigoureux de suivi, assurant une traçabilité totale des fonds utilisés ainsi que du reliquat non utilisé ;
- Dans le cas d'une émission destinée au refinancement d'un portefeuille de projets, l'émetteur doit assurer en permanence le maintien dudit portefeuille à une taille au moins égale au montant de l'encours de l'émission. Les mesures mises en place pour garantir le respect de cette obligation doivent être claires et faire l'objet d'un contrôle périodique par un tiers indépendant tel que le commissaire aux comptes ou un auditeur externe ;
- Les modalités de communication d'informations aux investisseurs doivent être bien définies et assurer une information claire, pertinente et actualisée ; et
- Les conclusions du ou des prestataires de revues indépendantes doivent être communiquées aux investisseurs.

L'ensemble des principes cités ci-dessus doivent être reflétés sur la note d'information de l'émission ainsi que sur toute la documentation de l'émission (contrat d'émission, procédures, etc.). L'AMMC peut être amenée à formuler des remarques sur ces documents en vue d'assurer une protection adéquate des investisseurs et du marché.

III. Tout au long de la vie des titres :

L'émetteur de *Green, Social ou Sustainability bonds* est assujéti à toutes les obligations en vigueur pour les émetteurs de titres classiques. A ce titre, et pendant toute la vie des titres, il doit respecter les obligations d'information périodique et continue. En outre, certaines spécificités doivent être observées en ce qui concerne les *Green, Social ou Sustainability bonds* afin d'assurer une information adéquate du marché.

1. Information périodique :

De manière générale, l'émetteur doit respecter les engagements d'information qu'il a pris lors de l'émission (détaillés dans la note d'information et dans le contrat d'émission). Les principes suivants doivent au moins être observés :

- L'émetteur doit régulièrement communiquer sur l'utilisation des fonds levés : projets ou types de projets financés, enveloppes allouées auxdits projets, échéanciers des tirages, soldes non utilisés, etc. ;
- Les impacts des projets financés ou refinancés doivent faire l'objet d'une communication régulière au marché. Les impacts doivent être communiqués en des termes mesurables et compréhensibles. L'émetteur doit déterminer les indicateurs les plus pertinents et communément admis. Aussi, les informations communiquées doivent être comparables dans le temps (maintenir les mêmes indicateurs dans toutes les publications). En cas de changement des indicateurs à communiquer, l'émetteur doit motiver ce changement et assurer une période transitoire où les indicateurs abandonnés doivent être publiés. Les impacts doivent être communiqués par projet et/ou sur une base globale selon le cas ;
- Les impacts réalisés par les projets financés ou refinancés doivent être comparés aux impacts escomptés lors de la phase d'évaluation desdits projets et aux critères d'éligibilité fixés dans la documentation initiale ;
- Les impacts publiés par l'émetteur doivent être revus par des tiers qualifiés ;
- Les auditeurs externes ou les commissaires aux comptes doivent attester sur le respect des procédures décrites dans la documentation initiale (évaluation et sélection des projets, suivi des projets, mesure des impacts, etc.). Aussi, le compte logeant les fonds

levés doit faire l'objet d'une revue spécifique pour s'assurer qu'il est géré conformément aux accords initiaux et certifier son solde ; et

- Les informations spécifiques aux *Green, Social ou Sustainability bonds* (projets, impacts, etc.), telles que définies préalablement à l'émission, doivent être publiées au moins annuellement par l'émetteur. L'AMMC recommande d'adopter le calendrier des publications financières semestrielles et annuelles.

2. Information continue :

A l'instar des autres émetteurs, un émetteur de *Green, Social ou Sustainability bonds* doit rendre publique toute information importante (telle que définie par les dispositions légales et réglementaires).

Dans le cadre des green bonds, les évènements suivants peuvent être qualifiés d'informations importantes devant être portées à la connaissance du public sans délai (liste indicative) :

- Décalage dans le calendrier d'utilisation des fonds tel que présenté dans la documentation de l'offre ;
- Ecart négatif significatif entre les impacts escomptés et les impacts réels des projets financés (sur base individuelle ou globale) ;
- Tout changement de vérificateurs ou experts désignés dans le cadre de l'émission ;
- Tout évènement susceptible d'avoir un impact sur les performances environnementales et/ou sociales des projets financés, ou sur la faisabilité des projets non encore financés ;
- Tout changement dans les engagements pris par l'émetteur lors de l'émission. Il est à noter que de tels changements ne peuvent être opérés qu'après avoir obtenu l'accord express des porteurs d'obligations (soit via l'assemblée générale des obligataires ou via le représentant de la masse, selon les accords initiaux).

IV. Questions fréquentes :

1. Quel est le lien entre les Green, Social ou Sustainability bonds et les autres instruments « durables » tels que les climate ou ESG Bonds, Vaccine Bonds, Sustainable Development Bonds ou autres instruments similaires ?

En effet, il existe plusieurs labels sur les marchés internationaux d'instruments financiers durables. Ces labels correspondent généralement à des instruments financiers participant au financement du développement durable de la même manière que les Green, Social ou Sustainability bonds, et élaborés selon des cadres spécifiques axés sur l'utilisation des fonds, mis en place par des organismes internationaux pour leurs besoins propres d'émission ou d'investissement.

Les principes des *Green, Social et Sustainability Bonds*, quant à eux, ne sont pas basés uniquement sur l'usage des fonds mais définissent les quatre piliers d'une émission durable (Usage des fonds, Evaluation et sélection des projets, Gestion des fonds levés et reporting et communication). Lesdits principes, plus universels et reconnus sur le plan international, permettent de garantir la crédibilité nécessaire au développement du marché des instruments financiers durables.

2. Qui peut émettre ou investir dans des Green, Social ou Sustainability bonds ?

Toute société peut émettre ces instruments si elle respecte les conditions légales pour l'émission d'obligations classiques (forme juridique, durée d'existence, libération du capital, etc.). Il est toutefois primordial de respecter les principes additionnels présentés dans ce guide.

Par ailleurs ces émissions s'adressent à tout investisseur désireux d'orienter une partie de son épargne vers des produits de taux destinés à financer des activités durables. Il est toutefois à noter que, de manière générale, les investisseurs qualifiés sont les principaux investisseurs dans les émissions obligataires. Enfin, les instruments durables sont particulièrement attractifs pour les investisseurs adoptant une approche d'investissement socialement responsable ou prenant en compte les aspects ESG dans leur politique d'investissement.

3. Si l'émission prévue concerne des projets ayant un impact environnemental et social, qui décide de la nature des obligations à émettre ?

Certains projets peuvent avoir à la fois des impacts à la fois écologiques et sociaux. Aussi, certaines émissions peuvent être destinées à financer un pool contenant des projets verts et des projets

sociaux.

Dans ces cas, il revient à l'émetteur de fixer la nature de l'instrument (Green, Social ou Sustainability) qu'il propose selon l'objectif premier qu'il assigne à son émission. Toutefois, il est important de bien définir la cadre correspondant à la nature souhaitée.

4. Quels sont les intervenants dans une émission de Green, Social ou Sustainability bonds ?

Outre les intervenants dans une émission obligataire classique, à savoir l'émetteur, ses conseillers financiers et juridiques, ses commissaires aux comptes, les placeurs et autres intermédiaires financiers, l'émission de *Green, Social ou Sustainability bonds* fait appel à des tiers qui devront apporter aux investisseurs une assurance raisonnable quant au caractère vert ou social de l'émission (pré-émission) et au respect des engagements pris lors de l'émission (post-émission et tout au long de la vie des titres).

5. L'AMMC s'assure-t-elle du caractère durable d'une émission de Green, Social ou Sustainability Bonds ?

Le régulateur ne se prononce pas sur le caractère durable (vert ou social) de l'émission. Il s'assure que les conditions de ladite émission ont été revues par un tiers indépendant qui fournit une opinion sur son caractère vert et/ou social. L'AMMC s'assure alors que l'ensemble des engagements de l'émetteur et des informations pertinentes pour la prise de décision d'investissement sont portés à la connaissance du public.

6. Un émetteur peut-il se prévaloir de la qualité « verte » de ses activités pour émettre un green bond ?

La qualité présumée verte des activités d'un émetteur ne suffit pas à elle seule pour pouvoir définir une émission obligataire de *Green bond*. En effet, la qualité verte d'une émission est tributaire de l'affectation des fonds levés lors de ladite émission, indépendamment des autres activités de l'émetteur. Ladite affectation doit être exclusivement fléchée vers des investissements « verts » ayant un impact environnemental positif.

7. Le produit d'un Green, social ou Sustainability Bond doit-il obligatoirement être destiné à financer des projets nouveaux ?

Une émission de *Green, Social ou Sustainability Bonds* peut servir aussi bien à financer un *pipeline* de projets futurs qu'à refinancer un portefeuille de projets existants sur lesquels l'émetteur est déjà engagé. Dans ce deuxième cas, l'émetteur adosse lesdits projets à l'émission et s'engage à garder le portefeuille à une taille au moins égale à celle de l'émission, sans engagement sur le cantonnement et l'utilisation des fonds levés. Le portefeuille de projets concernés par le refinancement doit être clairement identifié et faire l'objet d'un suivi rigoureux.

8. Une émission obligataire existante peut-elle être redéfinie comme Green, Social ou Sustainability Bond?

Une émission obligataire classique peut être redéfinie comme *Green, Social ou Sustainability Bond* en cours de vie si elle satisfait aux critères de labellisation (actifs éligibles, procédures applicables établies, revues externes, ...). Il faut toutefois que l'émetteur en informe préalablement l'AMMC, et diffuse l'information au marché.

9. Quelles sont les autorisations nécessaires pour l'émission de Green, Social ou Sustainability Bonds?

Les émissions de *Green, Social ou Sustainability Bonds* ne nécessitent pas d'autorisation supplémentaire à celles requises pour une émission classique (Conseil d'administration, Assemblées générales, etc.).

10. Que se passe-t-il si les engagements pris par l'émetteur d'un de Green, social ou Sustainability Bond ne sont pas respectés ?

Le non-respect par l'émetteur d'un ou plusieurs de ses engagements dans le cadre d'une émission de *Green, Social ou Sustainability Bonds* le soumet aux sanctions légales et réglementaires prévues en la matière. De plus, les investisseurs pourraient ester en justice pour demander des dommages et intérêts, voire la nullité de l'opération. Enfin, l'AMMC peut ordonner la révision des conditions de l'émission.

11. Que se passe-t-il si un ou plusieurs projets concernés par un Green, Social ou Sustainability Bond sortent du portefeuille de l'émetteur ?

La documentation de l'émission doit traiter de cette question et préciser ce que l'émetteur envisage de faire si un tel cas venait à se présenter pendant la durée de vie du titre. Plusieurs alternatives peuvent être envisagées, telles que le remboursement anticipé de la partie correspondante aux actifs sortis, ou encore l'engagement de réinvestir dans de nouveaux projets conformes aux critères d'éligibilité prévus par l'émission de telle manière à maintenir en permanence une taille du portefeuille d'actifs éligibles au moins égale à l'encours de l'émission.