

Баженов Иван Николаевич*, научный сотрудник Центра социально-экономических исследований РИСИ.

"Зелёное" финансирование: мировые тенденции и российская практика

Формирование самостоятельного направления инвестиционной активности, получившего в зарубежной практике название *зелёное финансирование* (green finance), рассматривается экспертами как "одно из принципиальных изменений в рамках существующей глобальной финансовой системы"¹, нацеленное на обеспечение устойчивого роста в увязке с решением социальных и экологических задач. Доступные в его рамках финансовые инструменты, как ожидается, станут основными механизмами реализации Повестки дня ООН в области устойчивого развития на период до 2030 г. Необходимость интеграции её целей в национальные программы развития признана ведущими странами мира одним из важнейших стратегических приоритетов.

Для России внедрение принципов "зелёного" финансирования и развитие международного сотрудничества в данной области также представляют собой актуальную задачу. Это было подчёркнуто, в частности, в Йоханнесбургской декларации десятого саммита БРИКС от 26 июля 2018 г., в рамках которой стороны подтвердили намерение "продолжать расширять „зелёное“ финансирование в целях содействия устойчивому развитию в странах объединения"².

Несмотря на растущий спрос на инструменты "зелёного" финансирования³, единого подхода к его определению на сегодняшний день не выработано. Некоторые эксперты рассматривают это понятие как "синоним инвестиций в проекты экологически устойчивого развития и производство экологичных товаров и услуг", включая сюда уменьшение выбросов

* ivan_bazhenov@mail.ru

¹ Порфирьев Б.Н. "Зелёные" тенденции в мировой финансовой системе // Мировая экономика и международные отношения. 2016. Т. 60. № 9. С. 5. URL: <http://docplayer.ru/28056058-Zelenye-tendencii-v-mirovoy-finansovoy-sisteme.html> (дата обращения: 31.07.2018).

² См.: Йоханнесбургская декларация Десятого саммита БРИКС // Президент России. Офиц. сайт. 2018. 26 июля. URL: <http://kremlin.ru/supplement/5323#sel=78:5:hUg,78:21:jgi> (дата обращения: 31.07.2018).

³ По оценкам Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), необходимый объём инвестиций только в инфраструктуру к 2030 г. достигнет 93 трлн дол. См.: Green Investment Banks: Policy Perspectives // OECD. Official website. 2015. December. URL: <http://www.oecd.org/environment/cc/Green-Investment-Banks-POLICY-PERSPECTIVES-web.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).

парниковых газов и меры по адаптации к климатическим изменениям⁴. Специалисты компании *PricewaterhouseCoopers* и Федерального агентства по окружающей среде Швейцарии (FOEN) предлагают расширенную трактовку данного термина, а именно как "разновидности финансовых услуг и продуктов, используемых при принятии решений о займах, мониторинге и управлении рисками с учётом экологических факторов и способствующих реализации экологически ориентированных инвестиций и низкоуглеродных технологий, проектов, производств и предприятий"⁵.

Одно из наиболее широких определений было сформулировано в работах Немецкого института развития (German Development Institute). Помимо собственно финансовых инструментов, оно включает и деятельность специфических институтов, связанных с инвестициями в экологически ориентированные проекты (например "зелёных" фондов), а также правительственную политику в области финансирования мер, направленных на адаптацию и смягчение последствий негативных климатических изменений (таких как применение стимулирующих тарифов на электроэнергию, получаемую из возобновляемых источников)⁶.

Однако подобный подход не представляется достаточно убедительным. Большинство экспертов придерживаются точки зрения, согласно которой под "зелёным" финансированием следует понимать прежде всего инвестиционную активность⁷. В связи с этим в качестве базового можно рассматривать определение, предложенное в 2016 г. Рабочей группой G20 по изучению "зелёных" финансов (GFSG), в рамках которого они рассматриваются как "инвестирование, обеспечивающее выгоды для окружающей среды в широком контексте экологически устойчивого развития"⁸.

Одним из основных инструментов такого инвестирования являются "зелёные" облигации – долговые ценные бумаги, отличающиеся от обычных обязательств целевым характером размещения: привлечённые по итогам их эмиссии средства могут быть направлены только на реализацию экологически ориентированных проектов⁹. Чтобы сертифицировать

⁴ Порфирьев Б.Н. Указ. соч. С. 5–16.

⁵ См.: Design of a Sustainable Financial System. Definitions and Concepts: Background Note // UNEP. Official website. 2016. September. URL: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/1_Definitions_and_Concepts.pdf (дата обращения: 31.07.2018); Overview of the "Green" Swiss Financial Market Commissioned by the Federal Office for the Environment (FOEN) // FOEN. Official website. 2014. 31 October. URL: http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/20151031_pwc_green_swiss_financial_market_e.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

⁶ Lindenberg N. Definition of Green Finance // German Development Institute. 2014. April. URL: https://www.die-gdi.de/uploads/media/Lindenberg_Definition_green_finance.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

⁷ См.: Explaining green bonds // Climate Bonds Initiative. Official website. 2018. URL: <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> (дата обращения: 31.07.2018); Обзор регулирования финансовых рынков // Банк России. Официальный сайт. 2016. № 4 (17.09.2016 – 17.11.2016). URL: https://cbr.ru/finmarkets/files/development/review_160217.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

⁸ См.: G20 Green Finance Synthesis Report // United Nations environment. URL: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

⁹ The World Bank Group: What are Green Bonds // The World Bank Group. Official website. 2015. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).

выпуск как "зелёный", эмитент должен обеспечить его соответствие Принципам "зелёных" облигаций (Green Bond Principles, GBP) – разработанным под эгидой Международной ассоциации рынков капитала¹⁰ рекомендациям по выпуску соответствующих ценных бумаг, следование которым позволяет обеспечить более высокий уровень прозрачности управления финансовыми поступлениями и сформировать универсальную платформу для гармонизации национальных практик эмиссии.

В рамках модели GBP были сформулированы четыре базовых принципа эмиссии "зелёных" облигаций:

– целевой характер привлекаемого финансирования (должен быть зафиксирован в юридической документации выпуска);

– прозрачность выбора и оценки конкретного экологического проекта, для которого привлекаются средства (все этапы данного процесса должны быть отражены в проспекте эмиссии);

– особый порядок управления финансовыми поступлениями (средства обособляются на отдельном счёте, устанавливается порядок отчётности по их расходованию);

– обязательства по раскрытию информации (минимальный набор публикуемых ежегодно сведений включает в себя перечень экологических проектов с их краткой характеристикой, объёмами сделанных вложений и прогнозируемым результатом)¹¹.

Стандарт GBP также предусматривает базовую отраслевую классификацию проектов, для которых может привлекаться финансирование. Она была разработана для облегчения сертификации ценных бумаг как "зелёных" и включает следующие категории:

– использование возобновляемых источников энергии (включая её производство, передачу и необходимое для этого оборудование);

– оптимизация энергопотребления (энергосбережение в строительстве, системах хранения энергии, теплоснабжении, "умных" энергосетях, приборах и оборудовании);

– предотвращение загрязнения и контроль за выбросами (очистка сточных вод, контроль за выбросом парниковых газов, рекультивация земель, переработка отходов с получением энергии и новой продукции, экологический мониторинг);

– управление запасами природных ресурсов (в том числе развитие сельского хозяйства, рыболовства, аквакультуры, лесного хозяйства, вложения в "умное земледелие" (smart farming));

– сохранение биологического разнообразия;

– "чистый" транспорт (электрические и гибридные двигатели, железнодорожный и безмоторный транспорт, развитие инфраструктуры для экологически чистых транспортных средств, сокращение объёма выбросов);

– управление водными ресурсами (включая развитие инфраструктуры для обеспечения населения питьевой водой, системы дренирования

¹⁰ Ассоциация представляет собой одно из крупнейших объединений участников мирового финансового рынка. На 31 июля 2018 г. членами ICMA являлись 540 участников более чем из 60 стран (в том числе всех государств ОЭСР, ЕС, БРИКС).

¹¹ См.: Green Bond Principles (GBP) // ICMA. Official website. URL: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/green-bond-principles/> (дата обращения: 31.07.2018).

и канализации, работы по регулированию русел рек, противодействие наводнениям);

– адаптация к изменению климата (включая системы информационного обеспечения, наблюдения и раннего предупреждения);

– экологически эффективные технологии и решения для производственных процессов¹².

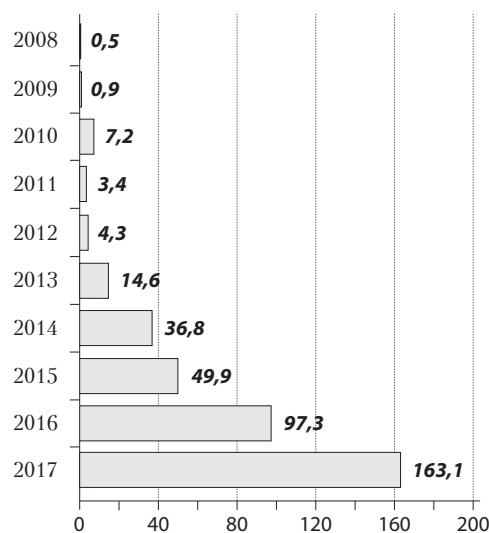


Рис. 1. Эмиссия "зелёных" облигаций в 2008–2017 гг., млрд дол.

Источник: Green bonds soar to record \$163bn in 2017 // [Reneweconomy.com](https://reneweconomy.com). 2018. 30 January. URL: <https://reneweconomy.com.au/graph-day-green-bonds-soar-record-163bn-2017/> (дата обращения: 31.07.2018)

Несмотря на то что следование Принципам является добровольным, наблюдается последовательный рост их признания в мире: по состоянию на июль 2018 г. о принятии стандарта GBP заявили 178 эмитентов, инвесторов и андеррайтеров (в 2016 г. таковых было 117)¹³.

Мировой рынок экобондов также демонстрирует высокие темпы роста. По итогам 2017 г. его объём превысил 163 млрд дол., увеличившись более чем на 60 % по сравнению с 97,3 млрд в 2016 г. (рис. 1)¹⁴.

Из приведённого рисунка видно, что разработка в 2014 г. первого стандарта GBP¹⁵ имела огромное влияние на развитие рынка экобондов. Она стала одним из основных факторов его перехода в фазу динамичного роста, устойчиво сохраняющегося на протяжении трёх последних лет¹⁶. Существенное значение имело также создание в ряде

¹² Green Bond Principles (GBP). Разработчики стандарта GBP подчёркивают, что классификации экопроектов могут различаться, и оставляют окончательную выработку критериев отнесения облигаций к "зелёным" на усмотрение эмитентов и национальных регуляторов.

¹³ См.: Green Bond Principles. Membership // ICMA. Official website. URL: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/membership> (дата обращения: 31.07.2018); Green bonds: country experiences, barriers and options // OECD. Official website. 2016. URL: http://www.oecd.org/environment/cc/Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

¹⁴ См.: Global green bond issuance rose to \$163 bln in 2017-research // Reuters. 2018. 29 January. URL: <https://www.reuters.com/article/greenbonds-issuance/global-green-bond-issuance-rose-to-163-bln-in-2017-research-idUSL8N1PO1WE> (дата обращения: 31.07.2018). Чуть меньшие показатели приводят эксперты Climate Bonds Initiative (CBI): 155 млрд дол. См.: 2017 Green Bond Issuance: USD 155.5bn: New Record! // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. 1 January. URL: <https://www.climatebonds.net/2018/01/2017-gb-issuance-usd1555bn-new-record-all-2017-numbers-count-our-green-bond-highlights> (дата обращения: 31.07.2018).

¹⁵ С 2015 г. созданный в рамках ICMA Исполнительный комитет по доработке стандарта GBP ежегодно производит пересмотр Принципов в части повышения требований к отчётности, оформлению эмиссионной документации и уровню раскрытия информации.

¹⁶ Трёхкратный рост объёма выпущенных "зелёных" облигаций в 2013 г. связан с приходом на данный рынок корпоративного сектора: до этого их основными эмитентами

стран в 2015–2017 гг. на основе GBR собственных методических рекомендаций по организации размещения "зелёных" облигаций.

По оценкам экспертов ОЭСР, эффективными стимулами для выпуска представляются следующие факторы:

– репутационные выгоды, позволяющие продемонстрировать приверженность эмитента принципам устойчивого развития и повысить привлекательность проектов компании для инвесторов;

– необходимость диверсификации инвесторской базы. Помимо расширения источников финансирования, это также позволяет снизить риски, связанные с возможными изменениями спроса на облигации в дальнейшей перспективе. Привлечение институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, фонды управления благосостоянием и др.), большинство которых, как показывает практика, предпочитают держать приобретённые облигации до срока погашения, позволяет минимизировать волатильность экобондов на вторичном рынке. Кроме того, значительное превышение спроса на "зелёные" облигации над их предложением в настоящее время даёт возможность эмитентам увеличивать объёмы выпусков¹⁷.

Сложнее обстоит вопрос с потенциальными финансовыми выгодами при размещении данных ценных бумаг. Повышенный спрос на них позволяет компаниям быстрее закрывать книги заявок, что трансформируется в частичную экономию на затратах, связанных с маркетинговыми мероприятиями (организация роуд-шоу и др.). В некоторых странах действуют налоговые льготы и субсидии для эмитентов экобондов, что также способствует уменьшению совокупного объёма издержек. Однако предприятия, выпускающие соответствующие обязательства, вынуждены нести дополнительные затраты, связанные с сертификацией выпуска как "зелёного" и регулярной внешней оценкой использования привлечённых средств. Стоимость подобной проверки колеблется в диапазоне 10–100 тыс. дол., что выступает серьёзным барьером для небольших компаний¹⁸.

В то же время, как показал опрос, проведённый Группой по изучению "зелёных" финансов¹⁹ в 2017 г. среди эмитентов, инвесторов и посреднических организаций на тему об основных вызовах для развития экобондов, дополнительные издержки не являются ключевым препятствием для выхода на рынок. В большей степени этому мешают нефинансовые барьеры: недостаточное информирование о сущности "зелёных" облигаций, трудности с доступом внешних инвесторов на локальные рынки и неразвитость инструментов, которые могли бы служить ориентирами (рейтинги, индексы и др.) (рис. 2)²⁰.

выступали международные банки развития. Кроме того, очевиден эффект "низкой базы", так как в 2012 г. экобондов было эмитировано лишь на 4,3 млрд дол.

¹⁷ См.: Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition // OECD. Official website. 2017. 19 April. URL: <http://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm> (дата обращения: 31.07.2018).

¹⁸ Ibid.

¹⁹ Группа по изучению "зелёного" финансирования (Green Finance Study Group) была создана в рамках G20 в 2016 г. по инициативе КНР в целях максимального содействия развитию данного направления.

²⁰ См.: Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition.

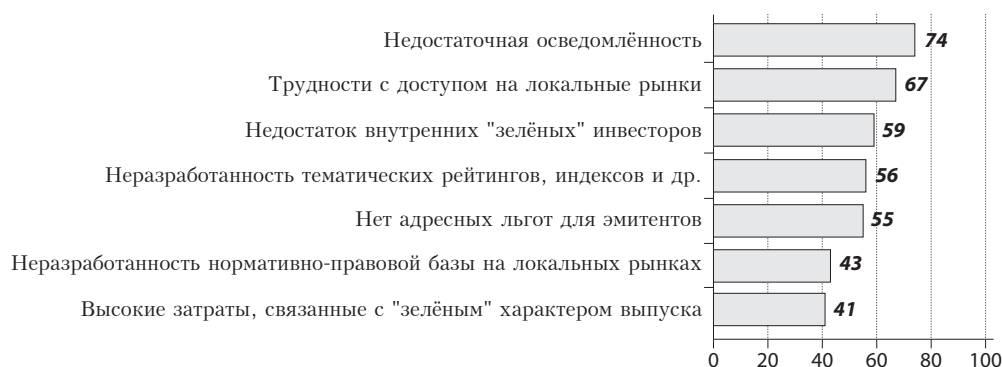


Рис. 2. Основные препятствия для развития рынка "зелёных" облигаций (по данным опроса GFSG), %

Источник: Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition // OECD. Official website. 2017. 19 April. URL: <http://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm> (дата обращения: 31.07.2018)

Ещё одна проблема, привлекающая внимание зарубежных экспертов в контексте барьеров для развития рынка, заключается в защите инвесторов от последствий возможного дефолта эмитента. Так, эксперты норвежского NDB Bank отмечали, что для всех выпущенных в стране "зелёных" бондов действуют условия так называемой перекрёстной неплатёжеспособности (cross-default clauses), относящиеся к обычным облигациям тех же эмитентов. Объявление дефолта по каким-либо отдельным обязательствам запускает аналогичную процедуру для остальных, вне зависимости от статуса. Таким образом, "зелёные" инвесторы разделяют те же риски, что и держатели обычных облигаций, не имея при этом сопоставимых компенсационных механизмов²¹.

Отдельного внимания заслуживает также проблема доходности "зелёных" ценных бумаг. При размещении новых выпусков обычных долговых обязательств (plain vanilla bonds) эмитенты в целях привлечения инвесторов, как правило, предлагают для них несколько большую доходность по сравнению с обращающимися на вторичном рынке облигациями, принимая на себя бремя соответствующих дополнительных издержек. Между тем остаётся дискуссионным вопрос о том, выдерживается ли этот принцип для "зелёных" облигаций.

В связи с этим целесообразно обратить внимание на серию исследований, проводившихся в 2016–2017 гг. Climate Bonds Initiative (CBI) совместно с Международной финансовой корпорацией (International Finance Corporation, IFC) и посвящённых изучению первичного рынка "зелёных" облигаций. Первый этап охватывал период с января 2016 по март 2017 г. включительно, остальные публиковались до конца 2017 г. поквартально²². Источниковую базу начального этапа исследования составили

²¹ См.: Green bonds. Searching for the Nordic greenium // DNB Group. Official website. 2018. 8 May. URL: https://www.dnb.no/seg-fundamental/fundamentalweb/get-report.aspx?file=CRTO_114951.pdf&uid=552&auth=fvCK5RMJbEV3ukUxiDaCQWMwx-9A%3D (дата обращения: 31.07.2018).

²² См.: Green bond pricing in the primary market: April–June 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-Green-Bond-Pricing-Q2-2017.pdf>; Green bond pricing in the primary market: January 2016 – March

57 "зелёных" облигационных выпусков (во II и III кв. 2017 г. – по 19 выпусков, в IV кв. – 23), отвечавших следующим критериям:

- соответствие времени размещения хронологическим рамкам каждого этапа исследования;
- номинирование в долларах США и евро (в указанных валютах выпускается основная масса данных ценных бумаг²³);
- минимальный объём выпуска – 300 млн дол. (на первом этапе в связи со значительно меньшим объёмом мирового рынка он составил 200 млн);
- срок обращения – от трёх лет;
- наличие у облигационных выпусков инвестиционного рейтинга (обычно он соответствует корпоративному рейтингу эмитента);
- соответствие классификации "зелёных" проектов, разработанной СВИ (см. выше).

Указанные критерии, по мнению экспертов СВИ и IFC, позволили сформировать репрезентативную выборку, адекватно отражавшую ситуацию на мировом рынке "зелёных" долговых обязательств.

На каждом этапе исследования отмечался стабильный высокий спрос на вновь размещаемые экобонды. Для инструментов, номинированных в евро, суммарный объём заявок превосходил запланированные объёмы эмиссии в среднем в 2,7 раза, тогда как для долларовых – в 2,8 раза. Это в целом соответствовало динамике аналогичных показателей для обычных облигаций тех же эмитентов, имевших сопоставимые характеристики по сроку обращения, валюте номинирования, инвестиционному рейтингу и отраслевой специфике²⁴ (табл. 1).

Обе категории ценных бумаг также продемонстрировали схожую динамику коррекции первоначальных ориентиров доходности (табл. 2). Расхождения с традиционными облигациями у "зелёных" не превышали 2–3 базисных пункта (б.п.)²⁵.

Высокий уровень переподписки на вновь размещаемые "зелёные" бонды в значительной мере связан с диверсификацией инвесторской базы. Подавляющее большинство эмитентов и организаторов выпусков отметили значительное увеличение доли "ответственных инвесторов" (responsible investors)²⁶, сознательно вкладывающих средства именно в экологически ориентированные проекты при том, что значительная их часть вышла на рынок впервые. К настоящему времени доля инвесторов, вкладывающих средства исключительно в "зелёные" проекты, достигла в среднем 20 %²⁷.

2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenbond_Pricing_Jan_16-March_17.pdf; Green bond pricing in the primary market: July–September 2017 // Ibid. 2018. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium%20Q3-Final-20180219.pdf>; Green bond pricing in the primary market: October–December 2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium_Q4-07B.pdf (дата обращения: 31.07.2018). Начиная с 2018 г. СВИ и IFC планируют выпускать соответствующие обзоры 2 раза в год.

²³ В связи со значительным увеличением в 2017 г. объёма выпуска в КНР "зелёных" облигаций, номинированных в юанях, в дальнейшем организаторы исследования рассматривают возможность включения в обзор также юаневых экобондов.

²⁴ По отдельным выпускам объём заявок мог превышать фактическое предложение в 5–6 раз.

²⁵ Базисный пункт – одна сотая часть процента.

²⁶ См.: Green bond pricing in the primary market: January 2016 – March 2017.

²⁷ Ibid.

По ряду выпусков (например облигаций испанской энергетической компании Iberdrola или финской Municipality Finance 2016 г.) этот показатель превысил 50 %.

Таблица 1

Коэффициенты превышения объёма заявок над фактическим предложением "зелёных" облигаций (данные СВИ)

Период	"Зелёные" облигации		Обычные облигации	
	Евро	Доллар США	Евро	Доллар США
2016 – I кв. 2017 г.	2,7	3,2	2,8	3,2
II кв. 2017 г.	2,3	2,8	2,2	2,8
III кв. 2017 г.	2,7	2,5	2,7	1,5
IV кв. 2017 г.	2,9	2,7	3	2,2

Источник: Green bond pricing in the primary market: April–June 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-Green-Bond-Pricing-Q2-2017.pdf>; Green bond pricing in the primary market: January 2016 – March 2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenbond_Pricing_Jan_16-March_17.pdf; Green bond pricing in the primary market: July–September 2017 // Ibid. 2018. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium%20Q3-Final-20180219.pdf>; Green bond pricing in the primary market: October–December 2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium_Q4-07B.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

Таблица 2

Коррекция доходности облигаций
по результатам закрытия книги заявок, б.п.

Период	"Зелёные" облигации		Обычные облигации	
	Евро	Доллар США	Евро	Доллар США
2016 – I кв. 2017 г.	-11,2	-15,3	-11,2	-16
II кв. 2017 г.	-6,3	-15,4	-9,4	-12,5
III кв. 2017 г.	-11	-12,1	-9,1	-10,2
IV кв. 2017 г.	-11	-13	-13	-13

Источник: Green bond pricing in the primary market: April–June 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-Green-Bond-Pricing-Q2-2017.pdf>; Green bond pricing in the primary market: January 2016 – March 2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenbond_Pricing_Jan_16-March_17.pdf; Green bond pricing in the primary market: July–September 2017 // Ibid. 2018. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium%20Q3-Final-20180219.pdf>; Green bond pricing in the primary market: October–December 2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium_Q4-07B.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

Нередко компании и организации, реагируя на высокий спрос со стороны инвесторов, увеличивали объёмы эмиссии долговых обязательств. Эта практика получила распространение как в корпоративном секторе (Iberdrola), так и на уровне суверенных заёмщиков и институтов развития (Европейский банк реконструкции и развития, немецкий государственный банк KfW, правительственные структуры Франции и Польши). Расширение круга инвесторов позволило эмитентам снизить стоимость привлечённого финансирования.

Что касается условий размещения, то из 42 исследовавшихся выпусков 2016–2017 гг. наличие премии было зафиксировано только для 19, или 45 % (табл. 3). Таким образом, инвесторам не приходится рассчитывать на непременную выгоду по доходности, что можно расценивать как возможность для эмитентов ещё больше снизить стоимость привлекаемого финансирования (за счёт меньшей доходности по вновь размещаемым экобондам в сравнении с вторичной кривой). В то же время авторы исследования подчёркивают, что для уверенных оценок необходимы более масштабные изыскания²⁸.

Таблица 3

Премия по выпускам²⁹ экобондов, размещённых в 2016–2017 гг.*

Период исследования	Количество "зелёных" выпусков в выборке	В том числе:		
		выпуски, размещённые с премией	выпуски, размещённые внутри вторичной кривой доходности по обычным облигациям	выпуски, размещённые на уровне вторичной кривой доходности по обычным облигациям
2016 – март 2017 г.	14	4	6	4
Апрель – июнь 2017 г.	10	6	2	2
Июль – август 2017 г.	12	6	2	4
Сентябрь – декабрь 2017 г.	6	3	3	–
Итого за 2016–2017 гг.	42	19	13	10

* Различное количество "зелёных" выпусков на каждом этапе исследования связано с наличием в открытых источниках необходимых для анализа данных по традиционным облигациям тех же эмитентов.

Источник: Green bond pricing in the primary market: April–June 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-Green-Bond-Pricing-Q2-2017.pdf>; Green bond pricing in the primary market: January 2016 – March 2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenbond_Pricing_Jan_16-March_17.pdf; Green bond pricing in the primary market: July–September 2017 // Ibid. 2018. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium%20Q3-Final-20180219.pdf>; Green bond pricing in the primary market: October–December 2017 // Ibid. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium_Q4-07B.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

С выводами СВИ согласны эксперты норвежского NDB Bank, проанализировавшие статистику по шведским "зелёным" муниципальным облигациям. Разница по доходности на первичном рынке составила в среднем 3 б.п. по сравнению с традиционными бондами (при разбросе от 0 до 6 б.п.)³⁰. В то же время в корпоративном сегменте как шведского, так и норвежского рынков подобных тенденций отмечено не было, что, по

²⁸ См.: Green bond pricing in the primary market: October–December 2017.

²⁹ Премия по новым выпускам облигаций представляет собой разницу между доходностью облигации, размещаемой на первичном рынке, и доходностью аналогичных бондов того же эмитента, обращающихся на вторичном рынке.

³⁰ См.: Green bonds. Searching for the Nordic greenium.

мнению специалистов NDB Bank, связано с недостаточной диверсификацией инвесторской базы³¹.

По сравнению с традиционными облигациями, "зелёные" ценные бумаги характеризуются большим периодом обращения. Так, во Франции в корпоративном секторе $\frac{2}{3}$ выпусков экобондов имеют срок погашения 10–15 лет, что превышает соответствующий показатель для обычных бумаг тех же эмитентов. Ряд компаний и банков (Neoen, Credit Agricole CIB) успешно размещают 15- и 20-летние экобонды³². Ещё более длительные сроки характерны для выпусков, осуществлённых в рамках госсектора. В 2017 г. французская государственная компания SNCF, управляющая железными дорогами, выпустила 30-летние "зелёные" облигации, а правительство Франции – 22-летние. Кроме того, развивается практика размещения бессрочных облигаций. В 2017 г. их выпустила, в частности, крупная энергетическая и газовая компания Engie³³.

Аналогичные тенденции наблюдаются на рынках некоторых развивающихся стран. Так, в КНР наиболее длительные сроки погашения также имеют бумаги, эмитируемые суверенными и субсуверенными заёмщиками. Средний срок их погашения составляет 11 лет, тогда как для корпоративного сектора – 6,3 года, для государственно-частных банков – 5 лет, для финансовых институтов – 4,5 года. Несмотря на то что по этим показателям Китай в настоящий момент существенно уступает развитым странам, есть основания полагать, что по мере дальнейшего развития данного финансового инструмента будет увеличиваться и средний срок погашения долговых обязательств³⁴.

Возможности для России

Применительно к РФ потенциальная ёмкость рынка "зелёных" облигаций оценивается представителями Банка России на уровне 1–1,5 трлн руб.³⁵ Данный показатель учитывает только те проекты, которые отечественные компании готовы реализовать самостоятельно. Так, с 2015 г. заинтересованность в выпуске данных ценных бумаг демонстрирует "Норильский никель", анонсировавший масштабную программу модернизации производственных мощностей. Представители компании отмечали заинтересованность в экобондах со стороны иностранных инвесторов³⁶. В то же время пилотное

³¹ См.: Green bonds. Searching for the Nordic greenium.

³² См.: France briefing // Climate Bonds Initiative. Official website. 2018. 20 April. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/France_report_final_20_04_18.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

³³ Бессрочные облигации не имеют установленного срока обязательного погашения номинальной стоимости ценной бумаги. Также не ограничивается период получения купонного дохода по ней.

³⁴ Средний срок банковских займов в КНР также сравнительно небольшой – два года, что существенно сдерживает реализацию долгосрочных проектов. На этом фоне ещё больше возрастает роль "зелёных" облигаций как эффективного механизма привлечения "длинных денег". В связи с этим Пекин делает особый акцент на мобилизации институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании и др.).

³⁵ См.: *Столбунов В.* Российский бизнес ищет зелёное финансирование // Независимая газета. 2018. 2 апреля. URL: http://www.ng.ru/economics/2018-04-02/6_7202_ecology.html (дата обращения: 31.07.2018).

³⁶ См.: "Норникель" отмечает интерес иностранных инвесторов к "зелёным" бондам компании // ТАСС. 2017. 27 февраля. URL: <http://tass.ru/ekonomika/4055775> (дата

размещение (в рамках проекта по строительству производства серной кислоты) ожидается не ранее конца 2018 г.³⁷

Изучают возможность выпуска "зелёных" бондов также ОК "РУСАЛ", ОАО "РЖД", Сбербанк, Внешэкономбанк³⁸. Однако перспективы реализации подобных проектов существенно осложняются отсутствием критериев оценки "зелёных" проектов и неопределённостью их статуса.

Достижению значительного прогресса в решении данной проблемы, как показывает зарубежная практика, способствуют действия по регламентации выпуска экобондов со стороны национальных регуляторов. В то же время Банк России занимает в данном вопросе скорее реактивную, чем проактивную позицию, полагая целесообразным дожидаться первых выпусков экобондов со стороны отечественных эмитентов³⁹. Возникает своеобразный замкнутый круг: компаниям необходимы рекомендации регулятора, регламентирующие особенности размещения "зелёных" облигаций, тогда как последний в свою очередь предпочёл бы сначала проанализировать результаты пилотных проектов. Между тем разработка на национальном уровне методических рекомендаций по выпуску данных ценных бумаг является одним из важнейших факторов развития рынка, что наглядно показывает, в частности, пример КНР. В конце 2015 г. Народный Банк Китая выпустил первый соответствующий документ, устанавливавший правила размещения "зелёных" облигаций на межбанковском рынке (на нём совершается более 90 % всех сделок с облигациями в стране⁴⁰). Вскоре аналогичные рекомендации для государственных предприятий опубликовала Национальная комиссия по развитию и реформам (National Development and Reform Commission). Результатом стал рост эмиссии сертифицированных экобондов фактически с нулевой отметки до 36,2 млрд дол. к концу 2016 г., что вывело Китай на первое место в рейтинге стран по объёму размещённых "зелёных" облигаций⁴¹.

* *
*

обращения: 31.07.2018); "Норникель" рассматривает возможность выпустить зелёные бонды // Ведомости. 2015. 26 ноября. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/11/26/618398-nornikel-rassmatrivaet-vozmozhnost-vipustit-zelenie-bondy> (дата обращения: 31.07.2018).

³⁷ См.: "Норникель" может привлечь деньги на серный проект через "зелёные бонды" // Finanz.ru. 2017. 1 декабря. URL: <https://www.finanz.ru/novosti/aktsii/nornikel-mozhet-privlech-dengi-na-serny-proekt-cherez-zelenye-bondy-1010193146> (дата обращения: 31.07.2018).

³⁸ См.: РусАл изучает возможность выпуска "зелёных" бондов // Rusbonds: облигации в России. URL: <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=4670010> (дата обращения: 31.07.2018); *Богачёва О.В., Смородинов О.В.* "Зелёные" облигации как важнейший инструмент финансирования "зелёных" проектов // Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов РФ. 2016. Февраль. URL: http://www.nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2016/2/statyi_2/06.pdf (дата обращения: 31.07.2018); РЖД видит потенциал для запуска "зелёных облигаций" в России // ТАСС. 2018. 15 февраля. URL: <http://tass.ru/forumsochi2018/articles/4960667> (дата обращения: 31.07.2018).

³⁹ *Столбунов В.* Указ. соч.

⁴⁰ См.: China green bond market development. 2017 // Climate Bond Initiative. Official website. 2018. 2 February. P. 5. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/China_Annual_Report_2017_EN_Final_14_02_2018.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

⁴¹ Переходные финансы // Коммерсантъ. 2017. 6 февраля. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/3211702> (дата обращения: 31.07.2018).

Продолжающийся рост мирового рынка "зелёных" облигаций сопровождается существенными изменениями в структуре эмитентов. Доля финансовых институтов постепенно снижается, при этом всё более значимой становится роль суверенных и субсуверенных заёмщиков, а также компаний с государственным участием⁴². Эти процессы отражают заинтересованность национальных правительств и региональных властей в использовании данного финансового инструмента для привлечения финансирования в долгосрочные экологически ориентированные проекты. По имеющимся оценкам, в среднесрочной перспективе указанные категории заёмщиков будут основными драйверами развития рынка "зелёных" долговых обязательств как в развитых, так и в развивающихся странах.

Что касается корпоративного сектора, то эксперты подчёркивают противоречивость в настроениях инвесторов: с одной стороны, они приветствуют вложения в "зелёные" облигации, но в то же время недовольны более низким уровнем их доходности⁴³. При этом большинство эмитентов в настоящее время предпочитают использовать одни и те же подходы к определению доходности вновь размещаемых облигационных выпусков, вне зависимости от их статуса, что в значительной степени связано с боязнью "отпугнуть" инвесторов. Ярким примером подобного подхода стало дебютное размещение суверенных экобондов в Бельгии в марте–апреле 2018 г. На предварительной стадии организаторы провели большую работу по убеждению потенциальных инвесторов в том, что им предлагается не революционный финансовый инструмент, а классические суверенные облигации⁴⁴.

Вместе с тем, по имеющимся оценкам, сохранение устойчивого спроса на "зелёные" ценные бумаги в среднесрочной перспективе даст эмитентам больше возможностей по увеличению объёмов выпуска и снижению стоимости привлекаемого финансирования за счёт увеличения количества "ответственных инвесторов", сознательно делающих выбор в пользу экологически ориентированных проектов⁴⁵. Более низкая доходность по "зелёным" бондам в этом случае воспринимается ими как премия эмитенту за его вклад в реализацию стратегии устойчивого развития.

В то же время в развитии локальных рынков экобондов большую роль играет деятельность национальных регуляторов по регламентации процедуры их выпуска. Активизация данного процесса в России, как представляется, имела бы значительный позитивный эффект для мобилизации внутренних инвесторов и снижения барьеров для иностранных вложений в отечественные проекты в области устойчивого развития.

Ключевые слова: *"Зелёные" облигации – "зелёное" финансирование – рынок облигаций – устойчивое развитие – зелёная экономика.*

Keywords: *green bonds – green finance – bond market – sustainable development – green economy.*

⁴² См.: Green bond highlights 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. URL: <https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi-green-bonds-highlights-2017.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).

⁴³ Green bonds. Searching for the Nordic greenium.

⁴⁴ Sovereign green to spread after Belgium issue, HK commits // Globalcapital.com. 2018. 1 March. URL: <https://www.globalcapital.com/article/b174m3rj85q8gs/sovereign-green-to-spread-after-belgium-issues-hk-commits> (дата обращения: 31.07.2018).

⁴⁵ What Drives Green Bond Returns? // Seekingalpha.com. 2017. 8 September. URL: <https://seekingalpha.com/article/4105463-drives-green-bond-returns> (дата обращения: 31.07.2018).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Богачёва О.В., Смородинов О.В.* "Зелёные" облигации как важнейший инструмент финансирования "зелёных" проектов // Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов РФ. 2016. Февраль. URL: http://www.nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2016/2/statyi_2/06.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
2. Йоханнесбургская декларация Десятого саммита БРИКС // Президент России. Офиц. сайт. 2018. 26 июля. URL: <http://kremlin.ru/supplement/5323#sel=78:5:hUg,78:21:jgi> (дата обращения: 31.07.2018).
3. "Норникель" может привлечь деньги на серный проект через "зелёные бонды" // Finanz.ru. 2017. 1 декабря. URL: <https://www.finanz.ru/novosti/aktsii/nornikel-mozhet-privlech-dengi-na-serny-proekt-cherez-zelenye-bondy-1010193146> (дата обращения: 31.07.2018).
4. "Норникель" отмечает интерес иностранных инвесторов к "зелёным" бондам компании // ТАСС. 2017. 27 февраля. URL: <http://tass.ru/ekonomika/4055775> (дата обращения: 31.07.2018).
5. "Норникель" рассматривает возможность выпустить зелёные бонды // Ведомости. 2015. 26 ноября. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/11/26/618398-nornikel-rassmatrivaet-vozmozhnost-vipustit-zelenie-bondi> (дата обращения: 31.07.2018).
6. Обзор регулирования финансовых рынков // Банк России. Офиц. сайт. 2016. № 4 (17.09.2016 – 17.11.2016). URL: https://cbr.ru/finmarkets/files/development/review_160217.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
7. Переходные финансы // Коммерсантъ. 2017. 6 февраля. URL: <http://www.komersant.ru/doc/3211702> (дата обращения: 31.07.2018).
8. *Порфирьев Б.Н.* "Зелёные" тенденции в мировой финансовой системе // Мировая экономика и международные отношения. 2016. Т. 60. № 9. С. 5–16. URL: <http://docplayer.ru/28056058-Zelenye-tendencii-v-mirovoy-finansovoy-sisteme.html> (дата обращения: 31.07.2018).
9. РЖД видит потенциал для запуска "зелёных облигаций" в России // ТАСС. 2018. 15 февраля. URL: <http://tass.ru/forumsochi2018/articles/4960667> (дата обращения: 31.07.2018).
10. РусАл изучает возможность выпуска "зелёных" бондов // Rusbonds: облигации в России. URL: <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=4670010> (дата обращения: 31.07.2018).
11. *Столбунов В.* Российский бизнес ищет зелёное финансирование // Независимая газета. 2018. 2 апреля. URL: http://www.ng.ru/economics/2018-04-02/6_7202_ecology.html (дата обращения: 31.07.2018).
12. China green bond market development. 2017 // Climate Bond Initiative. Official website. 2018. 2 February. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/China_Annual_Report_2017_EN_Final_14_02_2018.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
13. Design of a Sustainable Financial System. Definitions and Concepts: Background Note // United Nations environment. Official website. 2016. September. URL: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/1_Definitions_and_Concepts.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
14. Explaining green bonds // Climate Bonds Initiative. Official website. 2018. URL: <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> (дата обращения: 31.07.2018).
15. France briefing // Climate Bonds Initiative. Official website. 2018. 20 April. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/France_report_final_20_04_18.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
16. G20 Green Finance Synthesis Report // United Nations environment. URL: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf (дата обращения: 31.07.2018).

17. Global green bond issuance rose to \$163 bln in 2017-research // Reuters. 2018. 29 January. URL: <https://www.reuters.com/article/greenbonds-issuance/global-green-bond-issuance-rose-to-163-blm-in-2017-research-idUSL8N1PO1WE> (дата обращения: 31.07.2018).
18. Green bond highlights 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. URL: <https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi-green-bonds-highlights-2017.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).
19. Green bond pricing in the primary market: April–June 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-Green-Bond-Pricing-Q2-2017.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).
20. Green bond pricing in the primary market: January 2016 – March 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenbond_Pricing_Jan_16-March_17.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
21. Green bond pricing in the primary market: July–September 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2018. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium%20Q3-Final-20180219.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).
22. Green bond pricing in the primary market: October–December 2017 // Climate Bonds Initiative. Official website. 2018. URL: https://www.climatebonds.net/files/files/Greenium_Q4-07B.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
23. Green Bond Principles (GBP) // ICMA. Official website. URL: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/green-bond-principles/> (дата обращения: 31.07.2018).
24. Green Bond Principles. Membership // ICMA. Official website. URL: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/membership> (дата обращения: 31.07.2018).
25. Green bonds: country experiences, barriers and options // OECD. Official website. 2016. URL: http://www.oecd.org/environment/cc/Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
26. Green bonds. Searching for the Nordic greenium // DNB Group. Official website. 2018. 8 May. URL: https://www.dnb.no/seg-fundamental/fundamentalweb/getreport.aspx?file=CRT0_114951.pdf&uid=552&auth=fvCK5RMJbEV3ukUxiDaCQWMwx9A%3D (дата обращения: 31.07.2018).
27. Green Investment Banks: Policy Perspectives // OECD. Official website. 2015. December. URL: <http://www.oecd.org/environment/cc/Green-Investment-Banks-POLICY-PERSPECTIVES-web.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).
28. *Lindenberg N.* Definition of Green Finance // German Development Institute. 2014. April. URL: https://www.die-gdi.de/uploads/media/Lindenberg_Definition_green_finance.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
29. Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition // OECD. Official website. 2017. 19 April. URL: <http://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm> (дата обращения: 31.07.2018).
30. Overview of the "Green" Swiss Financial Market Commissioned by the Federal Office for the Environment (FOEN) // FOEN. Official website. 2014. 31 October. URL: http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/20151031_pwc_green_swiss_financial_market_e.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
31. Sovereign green to spread after Belgium issue, HK commits // Globalcapital.com. 2018. 1 March. URL: <https://www.globalcapital.com/article/b174m3rj85q8gs/sovereign-green-to-spread-after-belgium-issues-hk-commits> (дата обращения: 31.07.2018).
32. The World Bank Group: What are Green Bonds // The World Bank Group. Official website. 2015. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).

33. What Drives Green Bond Returns? // Seekingalpha.com. 2017. 8 September. URL: <https://seekingalpha.com/article/4105463-drives-green-bond-returns> (дата обращения: 31.07.2018).

34. 2017 Green Bond Issuance: USD 155.5bn: New Record! // Climate Bonds Initiative. Official website. 2017. 1 January. URL: <https://www.climatebonds.net/2018/01/2017-gb-issuance-usd1555bn-new-record-all-2017-numbers-count-our-green-bond-highlights> (дата обращения: 31.07.2018).