

УДК 336.76

Ключевые слова:

институциональные инвесторы, низкоуглеродное и устойчивое к изменению климата развитие, стандарты «зеленых» облигаций, секьюритизация активов

О. В. Богачева, к. э. н.,

руководитель Центра бюджетной политики
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: bogacheva@nifi.ru)

О. В. Смородинов, к. э. н.,

ст. науч. сотр. Центра бюджетной политики
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: osmorodinov@nifi.ru)

«Зеленые» облигации как важнейший инструмент финансирования «зеленых» проектов

Первые «зеленые» облигации были выпущены Европейским инвестиционным банком (ЕИБ) в 2007 г. под названием Climate Awareness Bonds (бонды климатической направленности) и были предназначены для финансирования проектов в области альтернативных источников энергии и повышения энергоэффективности. В 2008 г. Международный банк реконструкции и развития (МБРР), входящий в группу Всемирного банка, выпустил облигации, которые уже непосредственно были маркированы как «зеленые» (Green Bonds).

С целью отбора проектов для финансирования из полученных от размещения облигаций средств МБРР впервые применил экологические критерии и независимую оценку, которая была проведена экспертами Университета Осло (Норвегия). До этого в ряде стран выпускались облигации для финансирования проектов, связанных с предотвращением изменения климата, охраной окружающей среды, энергоэффективностью и энергосбережением, но при этом отсутствовала связь облигационных займов с конкретными направлениями расходования средств.

Во многих странах «зеленые» облигации быстро превратились в интенсивно растущий сегмент рынка ценных бумаг. Только с 2013 по 2015 г. объем эмиссии таких облигаций увеличился с \$11 млрд до \$65,6 млрд, и по некоторым оценкам их объем к 2020 г. может возрасти до \$1 трлн¹.

О важности «зеленых» облигаций как инструмента финансирования «зеленого» роста² и обеспечения устойчивого развития экономики свидетельствует тот факт, что тема

¹ *Scaling up Bond Markets for Sustainable Development / Climate Bonds Initiative. July 2015* (http://www.climatebonds.net/files/files/GB-Public_Sector_Guide-Final-1A.pdf).

² Имеется в виду концепция экосистемного развития: мировая экономическая система рассматривается как часть природной системы, которая должна подчиняться законам последней, а экономический рост должен стать экологически приемлемым («зеленым»).

«зеленых» инвестиций регулярно входит в повестку дня крупнейших международных саммитов, включая Всемирный экономический форум. Вопросы развития «зеленого» банковского кредитования, в т. ч. и развития рынков «зеленых» облигаций, будут обсуждаться на ближайшем саммите G20, который пройдет в сентябре 2016 г.

КРАТКАЯ ИСТОРИЯ «ЗЕЛЕННЫХ» ОБЛИГАЦИЙ

После первых, весьма удачных, выпусков «зеленых» бондов основные озабоченности потенциальных инвесторов стали связываться не столько с вопросами доходности, сколько с отсутствием общепризнанных стандартов и действенного механизма контроля за направлениями денежных потоков.

Началом стандартизации «зеленых» облигаций можно считать публикацию международной некоммерческой организацией *Climate Bond Initiative (CBI)* в конце 2011 г. первого стандарта климатических бондов (в сфере генерации ветровой энергии) и схемы их сертификации³. В 2012–2015 гг. были разработаны и утверждены четыре секторальных (отраслевых) стандарта — для проектов по солнечной энергетике, низкоуглеродному общественному транспорту (скоростной автобус) и энергоэффективным зданиям.

В декабре 2015 г. была опубликована «версия 2.0» стандартов *CBI*, в которую вошли все перечисленные выше стандарты. Кроме того, было сообщено о завершении разработки и скорой публикации еще целой группы отраслевых стандартов, которые относятся к выпуску бондов для реализации программ и проектов в сфере био- и геотермальной энергии и низкоуглеродного транспорта, а также в гидроэнергетике, сельском и лесном хозяйстве.

«Версия 2.0» также включила описание сертификационного процесса, требования к эмитентам и иным участникам до и после выпуска облигаций. Сертификат соответствия выдается будущему эмитенту «зеленых» облигаций на основании так называемого заключения третьей стороны. Наличие такого заключения является подтверждением того, что подготовленные к выпуску облигации действительно соответствуют установленному *CBI* набору критериев. Необходимо отметить, что получение заключения третьей стороны отличается от процесса получения подтверждения «зеленого» характера облигации, который осуществляется сторонним экспертом («вторая сторона»), приглашаемым будущим эмитентом.

Разработанные *CBI* стандарты являются добровольными. Они не обязывают эмитентов сертифицировать выпускаемые облигации; наличие или отсутствие сертификата соответствия «климатическим» или «зеленым» маркировкам формально пока не влияет на рейтинги таких облигаций.

Вопрос о балансе интересов участников рынка «зеленых» облигаций впервые официально был поднят в ноябре 2013 г. на симпозиуме, организованном МБРР. По итогам обсуждения в январе 2014 г. были опубликованы Принципы «зеленых» облигаций (*Green Bond Principles*), а в марте 2015 г. вышла вторая редакция этого документа.

Так же, как и стандарты *CBI*, Принципы носят добровольный характер. С содержательной точки зрения тоже имеется много общих элементов, в частности, рекомендации по процедуре сертификации и подтверждения аутентичности «зеленых» бондов. Однако в целом Принципы рассматривают более широкий круг вопросов, связанных с выпуском и обращением «зеленых» облигаций, чем стандарты *CBI*.

Принципы состоят из четырех компонентов: 1) направление использования поступлений от размещения «зеленых» бондов, 2) процесс оценки и выбора проекта, 3) управление средствами эмиссии, 4) отчетность.

³ *Standards / Climate Bonds Initiative* (<http://www.climatebonds.net/standards/about>).

Для определения «зеленого» характера эмитируемых облигаций важнейшим является первый компонент, в соответствии с которым использование поступлений от эмиссии — ключевой момент в маркировании облигаций как «зеленых». Категории использования средств определены широко (при этом перечень направлений не носит закрытый характер), а именно:

- возобновляемые источники энергии;
- энергоэффективность и энергосбережение;
- эффективная утилизация отходов;
- рациональное использование земельных ресурсов (в т. ч. эффективное лесоводство и сельское хозяйство);
- биодиверсификация (сохранение биологических видов);
- «чистый» транспорт;
- эффективное управление водными ресурсами;
- адаптация к климатическим изменениям⁴.

В новой редакции Принципов значительное внимание уделено вопросу результативности «зеленых» инвестиций, т. е. оценке последствий реализации программ и проектов с точки зрения сокращения объемов эмиссии парниковых газов, достигнутых объемов экономии энергии, сокращения уровня загруженности автомагистралей и иных количественно измеряемых показателей. В конце 2015 г. разработчиками Принципов были вынесены на обсуждение новые формы отчетности о результатах выполнения проектов и программ, финансируемых за счет выпуска «зеленых» облигаций.

ЭМИТЕНТЫ

По данным *СBI*, список десяти крупнейших эмитентов (по суммарному объему выпуска) маркированных «зеленых» облигаций выглядит следующим образом (табл. 1).

Таблица 1

Крупнейшие эмитенты маркированных «зеленых» облигаций в 2015 г., \$ млрд (на 1 июля 2015 г.)

Эмитент	Суммарный объем эмиссии
Европейский инвестиционный банк	11,5
Всемирный банк (МБРР)	8,1
KfW	4,0
GDF Suez	3,4
Международная финансовая корпорация (IFC)	3,4
Electricite de France	1,9
Ile de France	1,8
Toyota	1,8
Unibail-Rodamco SE	1,6
Азиатский банк развития	1,5

Источник: *Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015 / Climate Bonds Initiative. P. 9.*

Как следует из табл. 1, ведущая роль в выпуске маркированных «зеленых» облигаций принадлежит международным банкам развития — Европейскому инвестиционному банку, МБРР и IFC (группа Всемирного банка), а также Азиатскому банку развития. Эти организации имели преимущество над эмитентами национального и субнационального уровней как с точки зрения получения доступа к потенциальным инвесторам, так и с точки зрения инвестиционного рейтинга (AAA). При этом, однако, после 2013 г. в число крупнейших

⁴ *Green Bonds Principles / ICMA* (<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/green-bond-principles/>).

эмитентов «зеленых» бондов стали входить национальные банки развития (KfW в Германии), ведущие корпорации (Toyota, две крупнейшие французские энергетические компании — Electricite de France и GDF Suez) и государственные (муниципальные) органы (Ile de France). Отраслевое использование полученных от эмиссии «зеленых» бондов средств по итогам 2014 г. представлено в табл. 2.

Таблица 2

Отраслевое распределение поступлений от эмиссии «зеленых» облигаций к 2014 г.

Отрасли	Распределение поступлений от эмиссии «зеленых» облигаций, %
Энергетика (возобновляемые источники)	38,3
Промышленность и строительство	27,5
Транспорт	10,2
Водные ресурсы	8
Переработка отходов и контроль за вредными выбросами	6,2
Адаптация к климатическим изменениям	4,3
Сельское и лесное хозяйство	3,9
Всего	100

Источник: Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015 / Climate Bonds Initiative. P. 9.

Наибольший объем средств от эмиссии «зеленых» облигаций (38,3 %) был направлен в проекты альтернативных источников энергии. Другими важнейшими секторами по объему привлеченных средств были промышленность, строительство и транспорт (их доля в совокупности составила 37,7 %). Оставшиеся 24 % поделили между собой сектора водных ресурсов, переработки отходов, сельское и лесное хозяйство.

ИНВЕСТОРЫ

Основными покупателями «зеленых» облигаций выступают институциональные инвесторы — пенсионные и страховые фонды, а также разнообразные инвестиционные компании, работающие с «длинными» деньгами и потому стремящиеся к вложениям в инструменты с низким уровнем риска.

Как отмечают зарубежные аналитики, активный спрос на «зеленые» бонды подтверждается следующими фактами:

- 1) размещение «зеленых» облигаций происходит очень быстро — буквально за несколько часов с момента официального начала продаж бондов;
- 2) нередко случаи, когда фактическая сумма подписки на «зеленые» бонды превышает первоначально запланированный размер эмиссии;
- 3) проведенные опросы крупнейших институциональных инвесторов однозначно свидетельствуют о повышенном спросе на различные виды «зеленых» бондов;
- 4) на рынке появились многочисленные специализированные «зеленые» фонды, учрежденные всеми основными группами институциональных инвесторов для вложения средств в «зеленые» облигации⁵.

Исследования побудительных мотивов институциональных инвесторов для покупки именно «зеленых» облигаций указывают на определенные изменения в характере этих мотивов. В первые годы формирования рынка на первых местах у инвесторов были мотивы, связанные с желанием диверсифицировать свои портфели за счет покупки

⁵ Scaling up Green Bond Markets for Sustainable Development. P. 7.

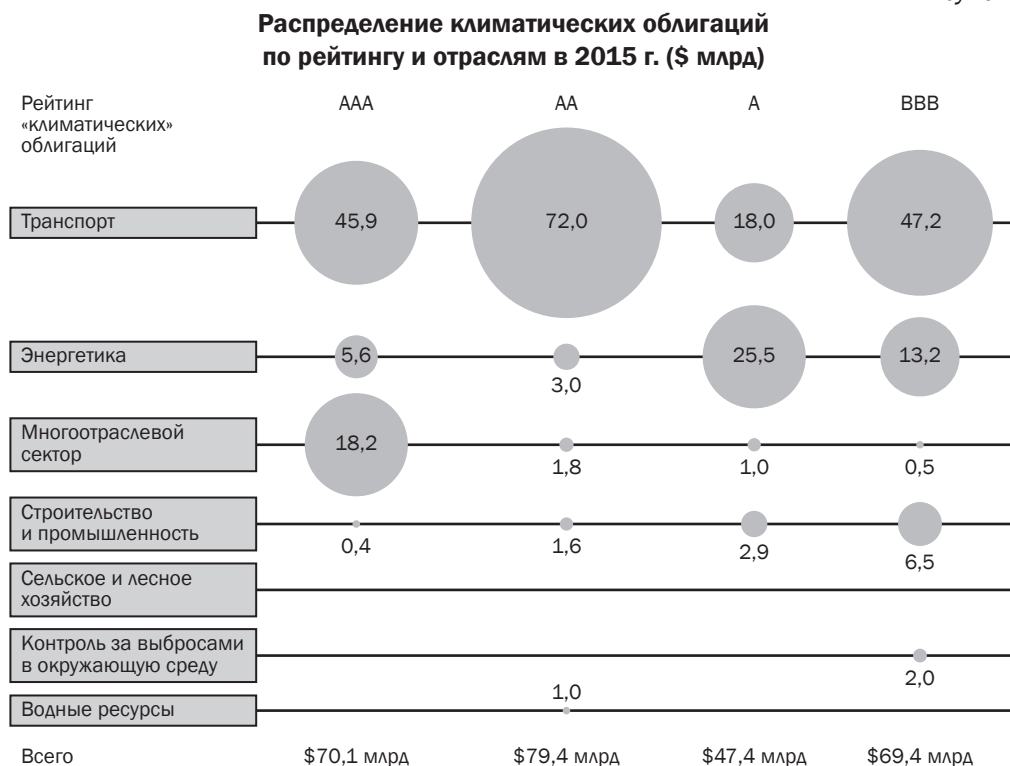
низкорисковых инструментов, а также имиджевые факторы. Однако в последние годы все более значимым фактором становится осознание важности перехода к низкоуглеродной и устойчивой к изменению климата экономике. Так, 259 инвесторов, контролирующих активы, составляющие \$22 трлн, и входящих в Глобальную инвестиционную коалицию по климатическим изменениям, публично заявили о своей приверженности идеям сохранения климата и «зеленого» роста⁶.

КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ, ДОХОДНОСТЬ И СРОЧНОСТЬ «ЗЕЛЕНых» ОБЛИГАЦИЙ

Одной из особенностей «зеленых» облигаций являются их исключительно высокие рейтинги, которые рассматриваются эмитентами как конкурентное преимущество. По данным *S&P*, 45 % выпущенных в 2014 г. облигаций с «зеленой» маркировкой имели рейтинг А3 и еще 16 % – А2.

Высокие рейтинги характерны как для маркированных, так и немаркированных «климатических» облигаций, что связано с широкой государственной поддержкой выпуска этих бондов, в т. ч. на международном уровне. Так, совокупный объем обращающихся «климатических» бондов с инвестиционным рейтингом выше ВВВ на середину 2015 г. составил \$266,3 млрд, из них две трети приходилось на облигации с рейтингом А, А2 и А3. Распределение «климатических» облигаций по рейтингу и отраслям представлено на рис. 1.

Рисунок 1



Источник: *Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015. P. 7.*

⁶ Kidney S., Oliver P. *Greening China's Financial Markets. Growing a Green Bonds Market in China / IISD Report. February 2014. P. 12* (http://www.iisd.org/pdf/2014/growing_green_bonds_en.pdf).

Высокие рейтинги гарантируют инвесторам низкие риски. Однако у высокорейтинговых облигаций имеется и обратная сторона, о которой хорошо осведомлены все участники и аналитики рынков капиталов. Такие облигации, за редким исключением, имеют низкую доходность. Данный вывод абсолютно справедлив в отношении «зеленых» бондов. По имеющимся оценкам, в настоящее время на рынках доходность «зеленых» облигаций со средней дюрацией пять лет находится в интервале от 1,6 до 1,86 %⁷. При таком уровне доходности многие инвесторы высказывают серьезные сомнения в экономической целесообразности покупки «зеленых» бондов.

Чтобы повысить заинтересованность инвесторов, аналитики предлагают стимулировать развитие рынка «зеленых» облигаций за счет роста корпоративного сегмента.

Корпоративным долговым инструментам, как правило, присваиваются менее высокие рейтинги (А- и ниже), поэтому они рассматриваются рынком как более рискованные (по сравнению с бондами, выпущенными международными финансовыми организациями) и, следовательно, имеют более высокую доходность. Именно таких «зеленых» бондов, согласно результатам опросов, в настоящее время ждут крупные институциональные инвесторы на американских и европейских рынках.

Для «зеленых» облигаций характерны высокие значения дюрации, обусловленные длительностью реализации инфраструктурных проектов, что выгодно отличает этот механизм финансирования от обычного облигационного. В настоящее время более 60 % выпущенных «зеленых» (маркированных и немаркированных) облигаций имеют срок погашения более десяти лет, около 30 % — от пяти до десяти лет, и только около 6 % — от трех до пяти лет⁸.

ВИДЫ «ЗЕЛЕННЫХ» ОБЛИГАЦИЙ

В последние годы заметно расширился набор выпускаемых «зеленых» облигаций: наряду с обычными (*plain vanilla*) облигациями, которые в конце прошлого десятилетия выпускали международные банки развития, теперь эмитируются и различные виды структурированных «зеленых» бондов.

В статье представлена классификация видов «зеленых» бондов на основе новейших международных методологических источников (см. табл. 3).

Таблица 3

Основные виды «зеленых» облигаций

Виды «зеленых» облигаций / Краткое описание	Эмитенты	Долговой регресс	Носитель риска выполнения обязательств	Примеры
«Зеленые» облигации прямой эмиссии				
Государственные (муниципальные) и выпущенные международными банками и финансовыми организациями облигации с общим обязательством. Предусматривают обычные для этого вида облигаций выплаты по обязательствам и срочность	Государственные и муниципальные органы власти. Международные банки и финансовые организации	Право стандартного (полного) регресса к эмитенту. Облигации имеют рейтинг эмитента	Эмитент	С 2008 г. МБРР выпустил «зеленых» бондов с кредитным рейтингом AAA и фиксированным доходом примерно на \$8,5 млрд

⁷ Turner D. Green Bonds Not Generating Enough Green / Institutional investor. June 19, 2015 (<http://www.institutionalinvestor.com/article/3464173/asset-management-fixed-income/green-bonds-not-generating-enough-green.html#.Vuatvmdf270>).

⁸ Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015. P. 3.

Виды «зеленых» облигаций / Краткое описание	Эмитенты	Долговой регресс	Носитель риска выполнения обязательства	Примеры
Корпоративные облигации с общим обязательством. Выпускаются для финансирования собственных «зеленых» проектов. Корпорация гарантирует выплату по облигациям своим балансом	Корпорации	Право стандартного (полного) регресса обращается к эмитенту. Облигации имеют рейтинг эмитента	Эмитент	В конце 2013 г. «зеленые» бонды выпустили Electricite de France (на \$1,9 млрд), Bank of America Merrill Lynch (на \$500 млн), шведская компания недвижимости Vasa-kronan (\$300 млн), французская коммунальная компания EDF (\$1,95 млрд)
Проектные облигации. Выплаты по облигациям гарантируются денежным потоком инфраструктурного проекта, а также банками и субнациональными властями, если они предоставляют такие гарантии	Субнациональные органы власти. Корпорации. Банки	Право регресса обращается к совокупности активов, в т. ч. «незеленых», являющихся залогом	Эмитент	Выпуск облигаций компанией Solar Star Funding на сумму \$1 млрд в 2013 г. для реализации проекта генерации солнечной электроэнергии в Южной Калифорнии (США)
Доходные облигации (облигации, обеспеченные поступлением доходов). Выплаты осуществляются за счет реализации товаров и услуг, производимых в результате выполнения проекта	Субнациональные органы власти. Корпорации. Банки	Право регресса относится только к «зеленым» активам, а также к доходу от реализации проекта. Рейтинг по «зеленым» облигациям может отличаться от рейтинга других облигаций эмитента	Инвестор	В 2013 г. правительство штата Гавайи (США) осуществило эмиссию «зеленых» инфраструктурных бондов в целях финансирования модернизации местных электростанций
Облигации, эмиссия которых осуществлялась с использованием механизмов агрегирования (секьюритизированные облигации)				
Бонды, обеспеченные обособленным (изъятим из баланса эмитента) пулом активов. Выплаты по облигациям гарантируются денежным потоком проекта	Корпорации	Право регресса обращается к совокупности «зеленых» активов, являющихся залогом. Кредитное качество облигаций зависит от обеспечивающих активов	Инвестор	В конце 2013 г. компания Solar City осуществила эмиссию объемом \$54 млн, были секьюритизированы займы на выполнение проектов по оборудованию солнечных батарей на крышах жилых домов
Бонды с покрытием (обеспечены сохраненными на балансе эмитента активами). Выплаты по облигациям гарантируются денежным потоком проекта	Банки и специальные кредитные организации	Право регресса относится к полному балансу эмитента и к пулу обеспечивающих активов. Кредитное качество облигаций зависит от обеспечивающих активов	Эмитент	В мае 2015 г. такие облигации были выпущены ипотечным банком BerlinHyp, объем эмиссии — €500 млн

Источники: *Scaling up Green Bond Markets for Sustainable Development; Kidney S., Oliver P. Greening China's Financial Markets. Growing a Green Bonds Market in China / IISD report. February 2014.*

«Зеленые» бонды различаются между собой прежде всего по механизмам формирования (прямая эмиссия, капитализация агрегированных залоговых активов), по эмитентам (суверенные, муниципальные, международные банковские, корпоративные, национальные банковские) и характеру долгового регресса (на какие активы обращается регресс и кто несет основное бремя риска по долговым обязательствам).

«Зеленые» облигации можно разделить на две большие группы:

1) бонды прямой эмиссии (выпуску бондов не предшествовало агрегирование залоговых активов);

2) бонды, выпуск которых связан с применением механизмов агрегирования залоговых активов и преобразования их в долговые ценные бумаги. Такие облигации называются также секьюритизированными.

В «зеленых» бондах прямой эмиссии можно выделить обычные бонды с общим обязательством и более сложные — проектные и доходные бонды.

На начальных этапах организации рынка «зеленых» облигаций обычно выпускаются бонды с общим обязательством, которые диверсифицируются по эмитентам. От традиционных бондов они отличаются тем, что средства от их эмиссии имеют целевое направление — финансирование «зеленых» проектов. При этом выплаты по бондам не связаны с результатами реализации этих проектов и инвесторы не несут проектных рисков.

По мере развития рынка «зеленых» облигаций начинают использоваться более сложные бонды прямой эмиссии — проектные. Они обычно определяются как бонды с фиксированным доходом, предназначенные для частичного или полного финансирования долгового обязательства по инфраструктурным проектам.

Выпуск «зеленых» проектных бондов обеспечивает компании-эмитенту доступ к более дешевым ресурсам, чем банковский кредит. Выгода для инвесторов заключается в получении устойчивого потока выплат по проектным облигациям, соответствующим долгосрочным обязательствам инвестора.

Разновидность «зеленых» проектных облигаций — доходные облигации. Выплаты по доходным облигациям тоже осуществляются за счет реализации товаров и услуг, произведенных в рамках проекта. Однако в отличие от проектных облигаций право регресса относится только к «зеленым» активам, являющимся залоговым обеспечением.

Одна из существенных проблем «зеленого» проектного финансирования — относительно небольшие размеры многих «зеленых» проектов, что делает экономически неэффективным выпуск и вложение средств в облигации. Обычные объемы эмиссии облигаций составляют в настоящее время в среднем от \$200 млн, в развитых странах — от \$1 млрд. В то же время стоимость типичных проектов солнечных батарей для жилых домов составляет около \$27,5 тыс., коммерческих зданий — \$3,52 млн, промышленных проектов по внедрению энергосберегательного оборудования — от \$1 млн до \$11 млн⁹.

Это обусловило внедрение в практику механизмов агрегирования залоговых активов (денежные требования, кредиты, лизинг, ипотека) и выпуск на этой основе секьюритизированных «зеленых» облигаций. Различается два подвида секьюритизированных «зеленых» облигаций:

1) «зеленые» бонды, обеспеченные обособленным (изъятым из баланса эмитента) пулом активов (*asset-backed securities, ABS*);

2) «зеленые» бонды с покрытием, обеспеченные необособленными (оставшимися на балансе эмитента) активами.

Для целей агрегирования залоговых активов используются специальные финансовые организации (*special purpose vehicle, SPV*), которые приобретают залоговые активы, формируют пулы активов и выпускают облигации, средства от размещения которых поступают в пользу компании, реализующей «зеленый» проект, как правило, в форме оплаты покупной цены за продажу *SPV* секьюритизируемого пула. В процессе присвоения облигациям рейтинга рейтинговое агентство оценивает именно качество пула залоговых активов, а не надежность самого эмитента. Выплаты по бондам обеспечены потоком доходов от «зеленых» проектов.

⁹ *Scaling up Green Bond Markets for Sustainable Development. P. 17.*

В отличие от «зеленых» облигаций с общим обязательством по облигациям *ABS* риск невыполнения обязательств ложится на инвестора. В случае дефолта право регресса обращается к пулу «зеленых» (и иных) активов, выступающих залогом.

В то же время для институциональных инвесторов облигации *ABS* имеют определенные преимущества по сравнению с облигациями прямого выпуска. В частности, открывается доступ к инвестированию в небольшие по размеру неликвидные активы. Происходит диверсификация риска инвестирования, т. к. каждый облигационный транш обеспечивается своим пулом залоговых активов, имеющим свой профиль риска, а «зеленые» проекты, в свою очередь, обеспечиваются дешевым финансированием.

Для целей эмиссии «зеленых» секьюритизированных облигаций используются как традиционные, так и новые классы залоговых активов. Традиционные классы включают:

- ипотечные под «зеленые» дома;
- автомобильные кредитные контракты по электромобилям и гибридным транспортным средствам;
- кредитные контракты для среднего и малого «зеленого» бизнеса.

В новые классы активов входят кредитные контракты по проектам генерации солнечной и ветровой энергии и по проектам энергосбережения.

В 2013–2015 гг. ежегодный объем выпуска *ABS* в мире составлял около \$5 млрд и преимущественно осуществлялся в США, что обусловлено высоким качеством процедур, правил и механизмов секьюритизации на американском фондовом рынке.

В отличие от облигаций *ABS* «зеленые» бонды с покрытием обеспечены необособленным (сохраненным на баланс эмитента) пулом активов. В случае дефолта инвесторы могут обращать свои требования как к эмитенту, так и к пулу залоговых активов (двойной регресс), что служит для них дополнительной гарантией погашения долга. Выпускают эти облигации до настоящего времени исключительно банки. Законодательство в разных странах пока не допускает их выпуск другими эмитентами.

Обычным залоговым активом облигаций с покрытием является ипотека. Ипотечные активы — хорошо известный инвесторам инструмент финансовых сделок, имеющий высокую надежность погашения долга.

Наряду с международным регулированием применения ипотеки многие страны имеют развитое национальное законодательство в этой области. Основной рынок облигаций с покрытием находится в Западной Европе, главным образом в Германии. Что касается «зеленых» залоговых обязательств, то для целей секьюритизации применимы только «зеленые» ипотечные по следующему принципу: одному выпуску облигаций соответствует пул из одного вида ипотеки (по «зеленым» зданиям, объектам генерации солнечной и ветровой энергии).

По мнению зарубежных экспертов, для «зеленых» ипотечных активов, связанных с энергосбережением и сохранением климата, характерен более низкий риск дефолта, чем для традиционных ипотек.

ОСОБЕННОСТИ «ЗЕЛЕННЫХ» ОБЛИГАЦИЙ (ПО РЕЗУЛЬТАТАМ АНАЛИЗА МЕЖДУНАРОДНОЙ ПРАКТИКИ)

Несмотря на скептические высказывания некоторых инвесторов и аналитиков по поводу низкой доходности «зеленых» облигаций и ненадежности механизмов мониторинга эффективности использования собранных средств, в последнее время заметно увеличилось число сторонников этого финансового инструмента. В пользу значимости и особой роли «зеленых» облигаций в переходе экономики на низкоуглеродную «траекторию» развития говорят следующие аргументы.

Во-первых, целевой характер использования финансовых средств, собранных в результате выпуска «зеленых» бондов. Полученные средства могут использоваться только для

инвестиций в программы и проекты, связанные с предотвращением изменения климата, защитой окружающей среды, разработкой и внедрением альтернативных источников энергии, сокращением выбросов парниковых газов, повышением энергоэффективности и рядом других «зеленых» направлений.

Во-вторых, наличие международных и национальных стандартов «зеленых» облигаций. Хотя международные стандарты носят добровольный характер, их наличие позволяет эмитентам и инвесторам получить гарантии целевого характера использования финансовых средств. Постепенно в разных странах начинают формироваться обязательные национальные стандарты «зеленого» финансирования (Китай)¹⁰.

В-третьих, «зеленые» бонды являются менее рискованным инструментом, чем большинство обращающихся на рынке облигаций. Доля «зеленых» облигаций с самыми высокими инвестиционными рейтингами выше, чем в среднем на рынке. Их высокое кредитное качество объясняется не только стандартизацией облигаций и залоговых активов, прозрачностью связи между процессом и результатами инвестирования, но и активной поддержкой государств и международных организаций рынка «зеленых» облигаций.

В-четвертых, большинство выпусков «зеленых» бондов ориентировано на сроки более десяти лет и может быть увязано со сроками реализации инвестиционных проектов. «Незеленые» облигации имеют более короткие сроки погашения, что далеко не всегда соответствует финансовым потребностям инфраструктурных проектов.

И, наконец, в-пятых, «зеленые» облигации уже получили признание всех основных стейкхолдеров. Быстрое развитие рынков «зеленых» бондов в различных по уровню социально-экономического развития странах свидетельствует о балансе интересов участников рынка, которые готовы рассматривать «зеленые» бонды в качестве инструмента, соответствующего их стратегиям.

«ЗЕЛЕННЫЕ» ОБЛИГАЦИИ И РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

По данным *СВІ*, в 2010–2015 гг. Всемирный банк и ЕБРР осуществили десять выпусков номинированных в рублях «зеленых» облигаций на сумму более 3,9 млрд руб. Так, в 2012 и 2013 гг. МБРР осуществил две эмиссии «зеленых» облигаций, средства от которых направлены на финансирование проектов в Российской Федерации — на модернизацию гидрометеорологической службы и борьбу с лесными пожарами¹¹.

О своем интересе к «зеленым» бондам заявляли «Норильский никель», Сбербанк и Внешэкономбанк, однако до сих пор до выпуска таких облигаций в Российской Федерации дело не дошло. Высказывания специалистов и экспертов по поводу перспектив выпуска таких облигаций в России в целом носят осторожный характер.

В российских научных изданиях было опубликовано всего несколько статей, посвященных тематике «зеленых» облигаций¹². Вопросы выпуска таких облигаций для нужд российской экономики в них не рассматриваются.

Между тем в Российской Федерации в настоящее время сложилась ситуация, когда, с одной стороны, государство и крупный бизнес осознают необходимость перевода национальной экономики на низкоуглеродный, устойчивый к изменению климата путь

¹⁰ Chaoni Huang. *From green bonds to green boom: What China's new green bond rules mean for sustainable investment / Trucost* (<http://trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines>).

¹¹ В 2012 г. были эмитированы «зеленые» облигации на семь лет с купоном 6,5 %, объем эмиссии — 750 млн руб.; в 2013 г. — десятилетние «зеленые» облигации с купоном 6,75 %, объем эмиссии — 529,2 млн руб. Облигации имеют рейтинг AAA (http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/WorldBank_GreenBondFactsheet.pdf).

¹² См.: Тютюнина Е., Седаш Т. Экологические облигации и депозиты как источник финансирования природоохранных мероприятий // *Финансовая жизнь*. 2015. № 3. С. 58–62; Хуторова Н. А. Обзор состояния рынка климатических облигаций. Проблемы и перспективы // *Лесной вестник*. 2013. № 7. С. 138–145.

развития, но, с другой стороны, бюджетных источников финансирования для данного перевода явно не хватает. Естественно, встает вопрос о привлечении внебюджетных средств. Логично было бы использовать механизм «зеленых» бондов для решения задач «зеленого» роста, тем более что с принятием Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 379 (далее — Закон) были заложены общие предпосылки для выпуска секьюритизированных облигаций.

Под секьюритизацией в указанном Законе понимается финансирование или рефинансирование активов юридических лиц, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск ценных бумаг. Законом были выделены два типа секьюритизации: внебалансовая и балансовая (в первом случае эмиссии предшествует выкуп или уступка соответствующих требований, во втором — нет), являющихся основой для выпуска «зеленых» облигаций, аналогичных ABS и облигациям с покрытием.

Законом также раскрываются особенности проектного финансирования с использованием облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества, что является основой формирования механизма «зеленого» облигационного финансирования. Кроме того, Законом предусматривается возможность создания специализированных обществ двух типов, различающихся своей правоспособностью (специализированное финансовое общество и специализированное общество проектного финансирования), осуществляющих задачи управления залоговыми активами и процессом секьюритизации (аналоги SPV)¹³.

Дополнительные возможности для привлечения частных инвесторов для участия в проектах «зеленого» финансирования, в том числе и на основе выпуска «зеленых» облигаций, создает Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ¹⁴ о государственно-частном партнерстве. Так, данный закон содержит закрытый перечень объектов соглашения о ГЧП (МЧП) (ст. 7), в который вошли 16 объектов в отраслевой и секторальной разбивке. С точки зрения «зеленого» финансирования этот перечень важен, потому что включает отрасли и сектора экономики, которые международными стандартами и принципами классифицируются как «зеленые».

В то же время существующая законодательная база недостаточна для организации рынка «зеленых» облигаций в России. Необходима разработка нормативно-правовой и методической базы, непосредственно «заточенной» под решение задач «зеленого» проектного финансирования, стандартизации «зеленых» облигаций, включая вопросы маркирования. Потребуется также внести изменения в законодательство, обеспечивающие защиту прав институциональных инвесторов на рынке «зеленых» облигаций, а также возможность Пенсионного фонда России и негосударственных пенсионных фондов инвестировать в такие облигации.

«Зеленые» облигации могут стать надежным инструментом и для инвестирования сбережений населения, для которых характерны относительно высокие норма и темпы роста. Только с января 2015 г. по февраль 2016 г. объем денежных накоплений населения увеличился почти на 3 трлн руб. и составил 23,3 трлн руб.¹⁵ Всего 15 % этих денежных ресурсов инвестировано в ценные бумаги, а остальные представляют собой огромный потенциал для роста «зеленого» финансирования в России.

¹³ Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Ст. 5.

¹⁴ Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

¹⁵ Объем и состав денежных накоплений населения (http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/urov/doc3-1-2.htm).

Библиография

1. Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
2. Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Ст. 5.
3. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».
4. Объем и состав денежных накоплений населения [Электронный ресурс] / Федеральная служба государственной статистики Режим доступа: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/urov/doc3-1-2.htm.
5. Тютюнина Е., Седаш Т. Экологические облигации и депозиты как источник финансирования природоохранных мероприятий // Финансовая жизнь. 2015. № 3.
6. Хуторова Н. А. Обзор состояния рынка климатических облигаций. Проблемы и перспективы // Лесной вестник. 2013. № 7.
7. About The Climate Bonds Standard [Электронный ресурс] / Climate Bonds Initiative. Режим доступа: <http://www.climatebonds.net/standards/about>.
8. Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015 [Электронный ресурс] / Climate Bonds Initiative. July 2015. Режим доступа: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-HSBC%20report%207July%20JG01.pdf>.
9. Chaoni Huang. From green bonds to green boom: What China's new green bond rules mean for sustainable investment [Электронный ресурс] / Trucost. Режим доступа: <http://trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines>.
10. Green Bonds [Электронный ресурс] / ICMA. Режим доступа: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/>.
11. Kidney S., Oliver P. Greening China's Financial Markets. Growing a Green Bonds Market in China [Электронный ресурс] / IISD. February 2014. Режим доступа: http://www.iisd.org/pdf/2014/growing_green_bonds_en.pdf.
12. Scaling up Bond Markets for Sustainable Development [Электронный ресурс] / Climate Bonds Initiative. July 2015. Режим доступа: http://www.climatebonds.net/files/files/GB-Public_Sector_Guide-Final-1A.pdf.
13. Snowdon C. Green Bonds Survey: What investors want [Электронный ресурс] / Euromoney. September, 2015. Режим доступа: <http://www.euromoney.com/Article/3491829/Green-Bonds-Survey-What-investors-want.html>.
14. Spector J. The Rise of Green Bonds, Explained [Электронный ресурс] / CityLab. August 11, 2015. Режим доступа: <http://www.citylab.com/weather/2015/08/the-rise-of-green-bonds-explained/400940/>.
15. Turner D. Green Bonds not Generating Enough Green [Электронный ресурс] / Institutional Investor. June 19, 2015. Режим доступа: <http://www.institutionalinvestor.com/article/3464173/asset-management-fixed-income/green-bonds-not-generating-enough-green.html#.Vu4tvmdf270>.