

## ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ЭФФЕКТИВНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ ДЛЯ РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ

© 2021 Адамия Тамара Теймуразовна

аспирант 2 курса

Департамент мировых финансов

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Россия, Москва

E-mail: tamrico-adamia@yandex.ru

Одной из наиболее заметных финансовых инноваций в области устойчивого финансирования за последние десять лет стало развитие зеленых облигаций и рост рынков зеленых облигаций, а также других «маркированных облигаций». Актуальность работы предопределяется новизной самого предмета исследования, нарастанием числа и объемов эмиссий «зеленых» облигаций в развитых странах ввиду глобальной тенденции экологизации. Зеленые облигации, как правило, структурированы так же, как и обычные облигации инвестиционного класса, за исключением того, что в облигации есть оговорка «использование поступлений», в которой говорится, что финансирование будет использоваться для зеленых инвестиций. Это означает, что в отличие от «обычных» облигаций, которые финансируют общий оборотный капитал эмитента, зеленые облигации должны использоваться для финансирования или рефинансирования только зеленых проектов или активов. Развитие «зеленых» инвестиций обусловлено двумя факторами: господдержкой и высокой ответственностью бизнеса. Ориентация многих государств на внедрение экологических программ способствовала успешному становлению и началу ускоренного развития данного сегмента, а наличие социально ответственных инвесторов породило повышенный спрос на такого рода финансовые инструменты.

В последние годы «зеленые» облигации превратились в один из наиболее популярных инструментов финансирования «зеленого» роста как в экономически развитых, так и развивающихся странах. Программа «зеленых» облигаций Группы Всемирного Банка направлена на обеспечение устойчивого экономического роста и снижение уровня негативного воздействия человека на окружающую среду в развивающихся странах.

Можно отметить, что при прочих равных характеристиках такие облигации могут являться более предпочтительными для инвесторов, поэтому определенные выгоды от их эмиссии существуют и для эмитентов, и для самих рыночных агентов.

Сделан вывод, что в развивающихся странах, а также в Российской Федерации целесообразно стимулировать выпуск и обращение «зеленых» облигаций ввиду перспективности их широкого применения на международном финансовом рынке.

*Ключевые слова:* зеленые финансы, зеленые облигации, инвестиционные проекты, устойчивое развитие, мировой финансовый рынок, развивающиеся страны; финансовые инструменты; государственные меры.

Зеленые облигации являются важным финансовым инструментом, поскольку они представляют собой финансовую инновацию, предназначенную для содействия устойчивому инвестированию для институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые компании, взаимные фонды и фонды национального благосостояния. Например, зеленые облигации иногда выделяются как инновация, которая может помочь увеличить устойчивые

инвестиции в инфраструктуру со стороны институциональных инвесторов за счет повышения ликвидности инфраструктурных активов.

**Задачи исследования:**

1. изучить сущность «зеленых облигаций»;
2. рассмотреть принципы «зеленых облигаций»;
3. исследовать государственные меры по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций;

4. определить целесообразность участия развивающихся стран на рынке «зеленых облигаций».

**Цель:** исследование роли «зеленых облигаций» в реализации инвестиционных проектов в развивающихся странах.

**Предмет** исследования — современное состояние и текущие тенденции зеленых облигаций в странах с развивающейся экономикой.

Обычной практикой для установления «экологичности» облигации приводятся положения об использовании поступлений по облигациям в соответствии с Принципами зеленых облигаций (GBPs) или другими аналогичными добровольными стандартами. Принципы были разработаны и одобрены финансовыми субъектами через Международную Ассоциацию рынков капитала (ICMA). GBPs перечисляет возобновляемые источники энергии, энергоэффективность, сокращение загрязнения, управление водными ресурсами и отходами, сохранение и адаптацию к климату в качестве типов проектов, которые могут быть профинансированы с помощью зеленых облигаций.\*

Более 90% зеленых облигаций являются выпусками инвестиционного уровня, что означает, что они имеют высокие и средние рейтинги кредитного качества (например, рейтинги AAA & AA или A & BBB). Недавнее исследование зеленых облигаций, выпущенных в период с 2013 по 2019 год, показало, что доходность зеленых облигаций в среднем на два базисных пункта ниже, чем у сопоставимых обычных облигаций. Одним из распространенных объяснений такой разницы в доходности является высокий спрос на зеленые облигации и ограниченное предложение.

Однако наличие какой-либо разницы в ценах и ее уровень все еще обсуждаются в эмпирических исследованиях. Подавляющее большинство зеленых облигаций могло бы быть выпущено как обычные облигации с незначительной разницей в способности эмитентов привлекать капитал по выгодным ставкам.\*\*

Согласно опросу крупных инвесторов, прове-

денному Morgan Stanley в 2016 году, устойчивое инвестирование становится все более популярным среди инвесторов, где 55% инвесторов сообщили, что они заинтересованы в устойчивом инвестировании, а 32% считают устойчивое инвестирование хорошим инвестиционным подходом на будущее (Morgan Stanley 2016). Тем не менее, несмотря на растущий интерес инвесторов к устойчивому инвестированию, по-прежнему существует большой дефицит финансирования низкоуглеродных проектов, которые не могут быть поддержаны только из государственных источников. Это подчеркивает роль частного финансирования в переходе к низкоуглеродной экономике.

В то время как устойчивое инвестирование было популярно на рынке акций, концепция зеленых облигаций является относительно новой разработкой. Самое фундаментальное различие между зелеными облигациями и обычными облигациями заключается в том, что все доходы от зеленых облигаций используются для финансирования экологически чистых проектов. Идентификация и маркировка зеленых облигаций, как правило, следуют Принципам зеленых облигаций (GBPs), набору добровольных стандартов, установленных участниками отрасли, включая крупные банки и некоммерческие организации. GBPs состоит из четырех элементов.\*\*\*

Во-первых, для получения «маркировки зеленого» необходимо соответствовать использованию поступлений от эмиссий, а именно: в категории возобновляемого источника энергии; энергоэффективность и энергосбережение; рациональное использование земельных ресурсов; эффективное управление водными ресурсами; адаптация к климатическим изменениям.\*\*\*\*

Во-вторых, процесс оценки последствий реализации программ и выбор проекта должны уделять вопросу результативности с точки зрения сокращения объемов эмиссии парниковых газов и иных количественных показателей.

В-третьих, использование средствами эмиссии должно быть раскрыто с приложением со-

\* Pham L. Is it risky to go green? A volatility analysis of the green bond market // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2016. — Т. 6. — № 4. — С. 263–291.

\*\* Мусаилова Каринэ Георгиевна Тенденции мировой «зеленой» экономики и перспективы «зеленых» финансов в России // Российское предпринимательство. 2018. № 6.

\*\*\* Безсмертная Екатерина Рэмовна Выпуск «зеленых» облигаций как элемент системы защиты окружающей среды // Экономика. Налоги. Право. 2019. № 5.

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

проводительного письма.

И, в-четвертых, эмитенты зеленых облигаций должны по крайней мере ежегодно отчитываться о конкретных инвестициях, сделанных из поступлений от зеленых облигаций, и документировать воздействие конкретных инвестиций на окружающую среду.

В 2020 году зеленые облигации, займы и сукук\* были размещены в 53 странах. В качестве позитивного признака диверсификации продуктов, зеленые кредиты и выдача зеленых сукук увеличились более чем вдвое: с 11 стран в 2019 году до 23 в 2020 году.

Помимо облигаций, которые следуют за GBPS и официально обозначены как «зеленые», многие облигации на рынке были выпущены без зеленой этикетки, но с явными экологическими преимуществами, такими как финансирование ветряных электростанций или солнечных установок. По данным Standard and Poor's, этот «немаркированный» сегмент потенциально в несколько раз больше по размеру, чем «маркированный» сегмент рынка зеленых облигаций. Начиная с небольшого рынка, впервые созданного крупными банками развития и институциональными инвесторами, рынок зеленых облигаций привлек множество различных типов эмитентов и инвесторов, таких как корпорации, взаимные фонды, управляющие активами, страховые компании, муниципальные органы власти. В 2014 году около двух третей всех новых зеленых облигаций поступили от эмитентов, не являющихся многосторонними банками развития, в более чем 20 различных валютах.

Рост рынка зеленых облигаций отражает растущий интерес инвесторов к низкоуглеродным проектам. Фактически, с момента своего создания рынок зеленых облигаций привлек разнообразную группу инвесторов, таких как управляющие активами, пенсионные фонды, компании, фонды и религиозные организации.

Потенциальные финансовые стимулы для инвестирования в зеленые облигации легко определить, поскольку они ничем не отличаются от любого другого класса активов. Для инвестора существует прямой финансовый стимул инвестировать в зеленую облигацию, если эта облигация обеспечивает более низкий риск, и/

или лучшую доходность, и/или лучшие преимущества диверсификации, чем другие сопоставимые немаркированные облигации или другие активы, в которые они могли бы инвестировать. Для эмитентов существует прямой финансовый стимул к выпуску зеленой облигации в отличие от немаркированной облигации, если зеленая облигация снижает их стоимость капитала и/или улучшает их доступ к капиталу, т.е. снижает риски доступности капитала.

Стоит обратить внимание, что еще один потенциальный финансовый стимул для инвесторов связан с размером институциональных инвесторов. Иногда утверждается, что, поскольку крупные институциональные инвесторы очень широко подвержены влиянию экономики, у них есть финансовые стимулы для обеспечения долгосрочной устойчивости экономики и исправления рыночных сбоев и негативных внешних факторов, которые подрывают долгосрочную экономическую эффективность. С этой точки зрения универсальные стимулы инвесторов для участия в различных формах устойчивого финансирования могли бы быть частью стратегии по перемещению инвестиций в активы, которые считаются совместимыми с долгосрочной устойчивостью, и от «мусорных» активов с негативными внешними эффектами, которые, как ожидается, подорвут долгосрочную экономическую устойчивость.

Бизнес-обоснование для инвестирования или выпуска зеленых облигаций относится к стимулам, связанным с экономическими показателями инвестора или эмитента, которые не имеют прямого отношения к финансовым показателям зеленых облигаций для соответствующих сторон.

Стоит выделить четыре типа нефинансовых бизнес-стимулов: брендинг, операционная эффективность, создание новых рынков и снижение рисков.

Бизнес — обоснование преимуществ брендинга от участия в устойчивом финансировании может заключаться в привлечении и удержании клиентов или в установлении премиальных цен на товары и услуги. Оперативная эффективность может быть повышена, например, за счет привлечения высококвалифицированных сотруд-

\* Зеленые сукук — (на основании исламского финансирования) зеленые облигации которые используются для финансирования «зелёных», т.е. экологически устойчивых проектов, например, в области развития возобновляемых источников энергии, внедрения энергоэффективных и ресурсосберегающих технологий, управления твердыми бытовыми отходами и другое.

ников, влияния на производительность труда сотрудников, мотивированных обязательствами организации в области устойчивого развития, или выявления новых направлений повышения операционной эффективности.

Создание новых рынков может повлечь за собой разработку новых инвестиционных продуктов для клиентов, заинтересованных в устойчивом инвестировании и/или привлечении новых классов клиентов к существующим и новым предложениям продуктов. Кроме того, могут существовать стимулы, связанные с уменьшением риска, которые непосредственно не связаны с финансовыми рисками. Например, репутационные риски и риски, связанные с потенциальным будущим регулированием, связанным с устойчивостью.

В академической литературе по корпоративному взаимодействию с устойчивостью выявляется ряд стимулов и факторов давления, которые не узко основаны на конкретных бизнес-стратегиях, а скорее на более широких силах, связанных с легитимностью организации и ее так называемой «лицензией на деятельность» на социальном уровне. Видными теоретическими перспективами, принятыми для понимания этих типов движущих сил, являются институциональная теория, теория заинтересованных сторон и теория легитимности.\*

Для стран с развивающейся экономикой с целью организации рынка «зеленых облигаций» необходимые первые шаги в формировании определенной институциональной и организационной среды.

Нормативно-правовые акты, специализированные стандарты для зеленых облигаций значительно снизят для инвесторов транзакционные издержки при выпуске долговых бумаг. В то же время, большинство стран сталкиваются с проблемой приведения национальных стандартов зеленого финансирования в соответствие с международными стандартами и принципами облигаций с зеленой маркировкой.\*\*

Причина заключается в том, что в странах с развивающейся экономикой в процессе формирования и разработки стандартов уполномоченные органы расширяют понятие и сферу зеленой экономики за счет включения иных областей,

сфер финансирования. Например, в Китае применяется зеленое финансирование для фондирования проектов по добыче угля. Проекты по утилизации отходов, которые, в свою очередь, попадают в «серую зону» технологий, реализуются в Бразилии, однако этот проект лидирует в снижении выбросов в атмосферу.

Китай стал значительным игроком на мировом рынке зеленых облигаций после выпуска первой зеленой облигации в Китае в 2015 году. Всего за три года выпуск зеленых облигаций в Китае взлетел с почти нулевого уровня до второго по величине в мире. На национальном уровне в национальной стратегии построения экологической цивилизации подчеркивается важность развития зеленого финансирования как средства содействия чистому и низкоуглеродному развитию.

Официально рынок зеленых облигаций Китая начался после обнародования трех основных национальных нормативных документов по зеленым облигациям, а именно объявление Народным Банком Китая (НБК) и Китайской комиссией по регулированию ценных бумаг Принципов по выпуску зеленых облигаций Национальной комиссией по развитию и реформам. В документе излагаются некоторые фундаментальные аспекты регулирования выпуска зеленых облигаций на межбанковском рынке облигаций Китая, включая определение зеленых облигаций и требования к зеленой маркировке, а также проекты, которые перечислены в Приложении, известном как Каталог проектов, одобренных зелеными облигациями.

Из-за расхождений в определениях выпуска зеленых облигаций в Китае существует настоятельная необходимость устранить пробелы между китайскими правилами, а также между китайскими определениями и международными стандартами выпуска зеленых облигаций. Кроме того, есть некоторые возможности для улучшения в области прозрачности и раскрытия информации.

Большая прозрачность востребована, но меры по обеспечению надлежащей прозрачности и раскрытию информации, такие как внешний обзор, еще не стали обязательными в соответствии с политикой и правилами китайских

\* Maltais A., Nykvist B. Understanding the role of green bonds in advancing sustainability // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2020. — С. 1–20.

\*\* Хмыз Ольга Васильевна Международный опыт выпуска «зеленых» облигаций // Экономика. Налоги. Право. 2019. № 5.

зеленых облигаций. Вопрос прозрачности зеленых инвестиций также имеет большое значение для обязательств Китая в рамках Парижского соглашения по «изучению новых инвестиционных и финансовых механизмов для низкоуглеродного развития». Учитывая важность климатического финансирования в рамках Парижского соглашения и поощрение к представлению докладов по целому ряду вопросов, включая климатическое финансирование, мобилизованное развивающимися странами, включая Китай, повышение прозрачности раскрытия информации при выпуске зеленых облигаций в Китае будет способствовать пониманию того, являются ли некоторые инвестиции под флагом зеленых и низкоуглеродных инвестиций на самом деле зелеными и, таким образом, позволит лучше изучить динамику и результаты инвестиционной деятельности страны.

Меры по развитию и стимулированию рынка зеленых облигаций можно разделить на две группы: стимулирование предложения (для инвесторов) и стимулирование спроса (для эмитентов), см. рис. 1.

Для перехода от простых облигаций к обеспеченным (asset backs securities) необходимы более четкие стандарты и требования для зеленых договоров обеспечения. Государство вправе способствовать стандартизации договоров и субсидированию процентной ставки. К примеру, Муниципальный Банк Норвегии с 2010 года анонсировал снижение ставки по зеленому финансированию проектов.\* Более того, развива-

ющимся странам будет целесообразно привлечение внимания к зеленому финансированию посредством таких инструментов для повышения кредитного качества, как государственные гарантии, страхование. Меры правительства должны быть сбалансированы для сопоставления риска и доходности инвестиции в зеленые облигации, поскольку снижение риска ведет к снижению доходности по облигациям.

Использование зеленых облигаций имеет ряд преимуществ, а именно: высокий рейтинг; длительность срока погашения; высокий спрос; целевой характер применения; международная стандартизация; определенные правила оценки эффективности и результативности подобных проектов.

Страны с развитой экономикой в своих антикризисных программах уделяют большое внимание инвестициям в «чистые» технологии. В сегодняшние дни антикризисная политика развитых и наиболее передовых стран предусматривает рецессию как катализатора экономического комплекса и конкурентоспособности на мировой арене в целом.

Восходящий рост рынка зеленых облигаций обусловлен сильным соответствием стимулов между эмитентами и инвесторами. Зеленые облигации предназначены для того, чтобы быть низкорисковым финансовым инструментом, который позволяет как инвесторам, так и эмитентам вносить свой вклад в обеспечение устойчивости при относительно низких затратах. Зеленые облигации стимулируют эмитентов

\* Юндунова Э., Хуан И. GREEN FINANCE MARKET IN RUSSIA: TENDENCY AND PERSPECTIVES //E-Scio.— 2020.— № . 12 (51).— С. 229–238.

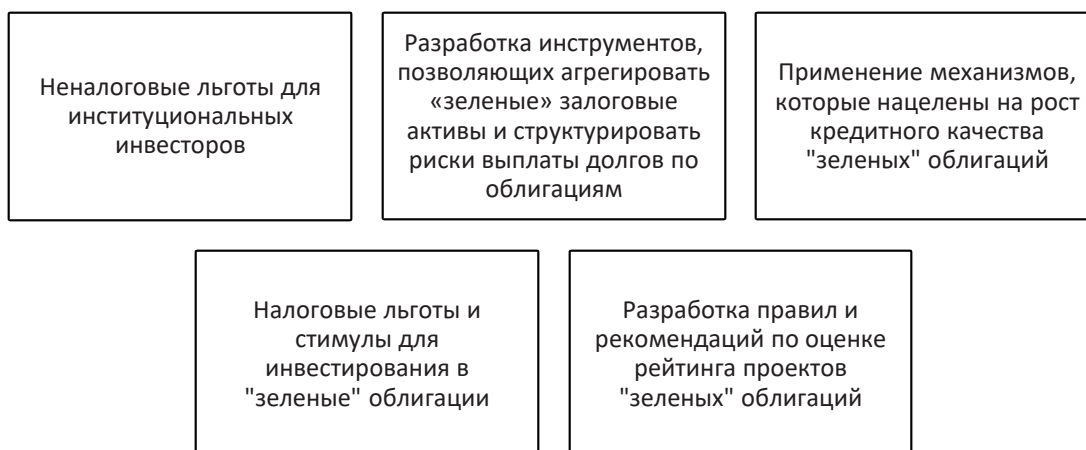


Рисунок 1. Меры стимулирования предложения «зеленого» капитала  
Источник информации: собственная разработка



повышать «зеленые амбиции» конкретных проектов и их организаций. В целом, когда участники рынка размышляют о влиянии зеленых облигаций на практике, они, как правило, не акцентируют внимание на актуализации зеленых проектов. Вместо этого они акцентируют основное внимание на том, как инвесторы и эмитенты взаимодействуют друг с другом и внутри своих организаций. В качестве финансового инструмента зеленые облигации являются довольно консервативным нововведением. Рынок зеленых облигаций превратился в новую инфраструктуру на рынках капитала, состоящую из зеленых руководящих принципов, обязательств по использованию поступлений, внешней проверки и отчетности. Подобная новая инфраструкту-

ра меняет способ взаимодействия участников на рынках капитала, повышая ожидания в отношении эффективности ESG.

Накопление развитыми странами передового опыта в области зеленого финансирования актуально как для развивающихся стран, так и для российской экономики, т.к. зеленый сектор экономики обладает большим потенциалом роста по сравнению с традиционными отраслями. Более того, инновационные зеленые облигации и приоритет зеленого финансирования позволит снизить экономическую зависимость сырьевых стран, создать новые высококонкурентные производства, сохранить и приумножить природные ресурсы, способствуя развитию и обогащению человеческого потенциала.

### Библиографический список

1. *Безмертная Е.Р.* Выпуск «зеленых» облигаций как элемент системы защиты окружающей среды // Экономика. Налоги. Право. 2019. № 5.
2. *Мусаилова К.Г.* Тенденции мировой «зеленой» экономики и перспективы «зеленых» финансов в России // Российское предпринимательство. 2018. № 6.
3. *Рахимов Зохид Юсупович* Устойчивые облигации как инструмент финансирования экологических и социальных проектов // Известия СПбГЭУ. 2019. № 5–1 (119).
4. *Хмыз Ольга Васильевна* Международный опыт выпуска «зеленых» облигаций // Экономика. Налоги. Право. 2019. № 5.
5. *Эскиндаров М.А., Звонова Е.А.* Международный финансовый рынок. Монография. М.: Юрайт; 2017. 453 с.
6. *Юндунова Э., Хуан И.* GREEN FINANCE MARKET IN RUSSIA: TENDENCY AND PERSPECTIVES // E-Scio. — 2020. — № 12 (51). — С. 229–238.
7. *Banga J.* The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. *Journal of Sustainable Finance and Investment.* 2019;9(1):17–32.
8. *Battiston S., Mandel A., Monasterolo I., Schütze F., Visentin G.* A climate stress-test of the financial system. *Nature Climate Change.* 2017;7(4):283–288.
9. *Brundtland G.H.* Our common future: report of the world commission on environment and development. New York: Oxford University Press; 1987. 383 p.
10. *Evdokimova J., Belotelova N., Bondarenko A.* Investing «Green» Economy in Russia // *Economy and Ecology: Contemporary trends and contradictions.* — 2019. — С. 191.
11. Green Bonds. The State of the Market 2018. CBI, 2018. Available at: [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_gbm\\_final\\_032019\\_web.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_gbm_final_032019_web.pdf)
12. *Maltais A., Nykvist B.* Understanding the role of green bonds in advancing sustainability // *Journal of Sustainable Finance & Investment.* — 2020. — С. 1–20.
13. *Pham L.* Is it risky to go green? A volatility analysis of the green bond market // *Journal of Sustainable Finance & Investment.* — 2016. — Т. 6. — № 4. — С. 263–291.
14. The Green Bond Database Methodology. CBI, 2018. Available at: [https://www.climatebonds.net/files/files/Climate-Bonds-Initiative\\_GreenBondMethodology\\_092018.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Climate-Bonds-Initiative_GreenBondMethodology_092018.pdf)
15. The Green Bond Principles. Paris, ICMA, 2017. Available at: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>
16. The Green Swan. Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change. Basel, BIS, 2020. Available at: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>
17. The World Bank. IBRD Funding Program. World Bank Sustainable Development Bonds & Green Bonds Impact Report 2020 <https://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/impact/impact-report>
18. The World Bank. From Evolution to Revolution: 10 Years of Green Bond Event. <https://www.worldbank.org/en/events/2018/11/16/from-evolution-to-revolution-10-years-of-green-bonds>