



◀ **Елизавета ТУРБИНА,**  
партнер, юридическая  
фирма «ЛЕКАП»

# «Зеленые» облигации: курс на расцвет

**З**а последние полтора года тема «зеленых» облигаций прочно закрепилась в повестке как мероприятий, посвященных российскому облигационному рынку, так и в контексте мероприятий профильных органов исполнительной власти в области поддержки промышленности, энергоэффективности и экологии. В этом материале мы обозначим суть «зеленых» облигаций как продукта на рынке долгового капитала, рассмотрим текущий статус этого вопроса в российских реалиях и те события последних месяцев, которые имеют значение для дальнейшего развития сегмента.

## СУТЬ ПРОДУКТА

Российский дивизион Всемирного фонда дикой природы (WWF) опубликовал в конце 2018 года русскоязычный глоссарий терминов «зеленой» экономики<sup>1</sup>, который определяет «зеленые» облигации как финансовый инструмент, связанный с экологичными/ответственными активами и проектами, и уточняет, что в самом общем смысле это ценные бумаги с фиксированным доходом, нацеленные на привлечение капитала на проекты с конкретной экологической пользой.

<sup>1</sup> М. В. Бабенко, С. И. Бик, А. И. Постнова. «Зеленая» экономика. Определения и понятия. — Москва: Всемирный фонд дикой природы (WWF), 2018. Доступен в электронном виде, по адресу: <https://wwf.ru/resources/publications/booklets/zelenaya-ekonomika-opredeleniya-i-ponyatiya/>

С точки зрения технологии подготовки и выпуска «зеленых» облигаций, суть довольно проста: речь идет об использовании существующей облигационной механики как инструмента для привлечения долгового финансирования в окрашенные в «зеленый» проекты, бизнесы или организации. Существующее регулирование выпуска облигаций в РФ уже позволяет широкий спектр вариаций, включая выпуски (i) с или без обеспечения (например, в виде залога денежных требований по концессионному соглашению или поручительства материнской компании проектной организации или института развития, как это анонсирует ВЭБ.РФ в рамках своего проектного финансирования, а также использования залогового счета эмитента с полномочиями представителя владельцев облигаций по проверке соответствия каждого списания заявленным в эмиссионной документации

параметрам и целям расходования), (ii) с или без целевого использования (например, предполагая направление средств от размещения на финансирование строительства определенного в эмиссионной документации проекта или для выдачи «займов» компаниям крупного либо малого или среднего бизнеса, реализующим «зеленые», технологичные, экологически или социально направленные проекты — что, к сожалению, до сих пор встречается крайне редко и еще не стало стандартным запросом ни со стороны эмитентов, ни со стороны инвесторов), (iii) с или без особых механизмов досрочного погашения (например, в случае нарушения целевого направления средств от размещения или нарушения длящихся обязательств по поддержанию определенных финансовых или операционных обязательств, принимаемых на себя эмитентом). Несмотря на отсутствие сложившейся практики, для

## ПРИНЦИПЫ ICMA

новых выпусков включение в добровольном порядке подобных элементов в структуру с учетом специфики эмитента и реализуемого им проекта должно способствовать повышению качества структуры и уровня защиты интересов инвесторов, а также отчасти способствовать повышению грамотности инвесторов в работе с подобными инструментами.

В международной практике давно укоренилось широкое понятие «зеленой» экономики, включающее и способы финансирования тем или иным образом «зеленых» проектов, и сами «зеленые» технологии и проекты во всевозможных областях экономики, и «зеленый» стиль жизни и ведения бизнеса коммерческими организациями (включая предъявление «зеленых»/ESG ориентированных требований при выборе контрагентов для ведения коммерческой деятельности, которое всё больше укрепляется в практике). Тема «зеленых» облигаций также неразрывно связана с вопросами ответственного финансирования, включаемого в инвестиционные декларации крупных инвесторов и эмитентов по всему миру и поддерживаемого на уровне международного и национального регулирования.

В рамках оценки соответствия принципам «зеленой» экономики предметом оценки могут быть как цели конкретного выпуска (например, финансируемый за счет размещения облигаций проект), так и оценка деятельности эмитента в целом.

Еще один элемент «зеленых» облигаций — подтверждение соответствия «зеленым» принципам. В отсутствие жестких правил регулирования, которое навязывало бы единственно верный ответ, рынок свободен в установлении собственных критериев достаточности и качества такого подтверждения. Оно может быть сделано самим эмитентом с раскрытием подтверждающих сведений о проекте и собственной деятельности, за которым следует раскрытие периодических отчетов, подтверждающих длящееся соответствие указанным принципам и взятым на себя обязательствам «зеленого» характера. Здесь снова следует посетовать на низкий уровень распространения на российском облигационном рынке практики принятия на себя эмитентами дополнительных — в сравнении с требованиями законодательства — обязательств (ковенант), а также низкого спроса со стороны инвесторов любого типа на подобные дополнительные обязательства или дополнительное раскрытие информации.

Альтернативный вариант подтверждения соответствия «зеленым» принципам сформирован в международной практике

Принципы «зеленых» облигаций, сформулированные Международной ассоциацией рынков капитала (ICMA)<sup>1</sup>, предполагают, что их выпуск должен соответствовать четырем пунктам:

- 1) целевое использование средств от размещения для финансирования или рефинансирования «зеленых» проектов;
- 2) соответствие критериям процесса отбора и оценки проектов;
- 3) контроль соответствия расходования средств заявленным целям и раскрытие эмитентом информации, подтверждающей соответствие расходования заявленным целям;
- 4) соблюдение рекомендаций по использованию независимой оценки соблюдения указанных принципов внешним экспертом.

Принципы ICMA не имеют статуса нормативного регулирования в России, но составляют рыночно признанный международный стандарт для «зеленых» сделок. Это не отменяет вероятность появления внутреннего российского стандарта, в том числе для целей применения отдельными группами эмитентов или инвесторов, однако нельзя недооценивать потенциальные бюрократические риски, которым мог бы быть подвержен такой внутрироссийский стандарт, или сужение спектра возможных проектов. Вместе с тем подготовка и публикация экспертного свода «зеленых» правил или критериев оценки отдельных выпусков или эмитентов независимыми экспертами профильной рабочей группы с необходимым уровнем квалификации и репутации на рынке могли бы послужить дополнительным стимулом и ориентиром для рынка. Центрами концентрации подобной экспертизы могут стать (и в своих ипостасях уже становятся) экспертный совет по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России, НФА или Московская биржа.

путем привлечения независимого профессионального эксперта, формирующего по результатам проверки (также называемой верификацией) собственного суждения.

Такое заключение затем используется для публичного раскрытия, адресуемого потенциальным инвесторам. Центры верификации «зеленых» проектов формируются как на базе специализированных агентств, так и в рамках крупных аудиторских консультационных компаний или кредитных рейтинговых агентств, формирующих отдельные методологии и шкалы оценки именно для целей подобной «зеленой» верификации.

У формирующихся в России центров экспертизы в области «зеленых» облигаций помимо выработки принципов «зеленого» финансирования и методологии реализации таких проектов есть широкий простор для создания экспертизы по верификации, проверке соответствия отдельных выпусков или эмитентов. При этом нет необходимости использовать единственный стандарт и подход при

■ ■ ■  
ПО ОЦЕНКЕ MOODY'S,  
ОБЪЕМ МИРОВОГО  
РЫНКА «ЗЕЛЕННЫХ»  
ОБЛИГАЦИЙ В ТЕКУЩЕМ  
ГОДУ ДОСТИГНЕТ  
\$200 МЛРД

<sup>1</sup> Редакция Принципов зеленых облигаций от июня 2018 года доступна на веб-сайте ICMA по адресу: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp>.

## КРИТЕРИИ ОТНЕСЕНИЯ К «ЗЕЛЕНЫМ» ПРОЕКТАМ

Исследование Всемирного банка приводит следующую классификацию категорий «зеленых» инициатив и проектов<sup>1</sup>:

- адаптация (сохранение биоразнообразия, адаптация биологических систем);
- снижение уровня, менеджмент и захоронение CO<sub>2</sub>;
- энергоэффективность (когенерация, то есть получение двух видов энергии из одного источника, интеллектуальные энергосети);
- природоохранная деятельность (контроль, предупреждение и устранение загрязнений);
- экологически ответственное строительство;
- экологичные материалы и товары;
- возобновляемые источники энергии (солнечная, ветровая и гидроэнергия);
- устойчивое землепользование (экологически ответственное сельское хозяйство, лесопользование);
- транспорт (наземные транспортные метросистемы, метро, электротранспорт, гибридные автомобили);
- управление отходами (переработка и менеджмент отходов);
- водные ресурсы (эффективное водопользование, очистка сточных вод).

верификации. Особенности методологий, равно как и репутация верифицирующего центра должны помочь рынку сформировать собственные предпочтения.

### ДРАЙВЕРЫ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ

По оценке Moody's<sup>2</sup>, объем мирового рынка «зеленых» облигаций в текущем году достигнет \$200 млрд, что на 20% превышает объемы по состоянию на конец 2018 года. Следует отметить, что прогнозы агентства в отношении 2018 года изначально предполагали более значительные годовые результаты, однако рейтинговое агентство верит в коррекцию и поддержку от существующих факторов роста на протяжении 2019 года. При этом заметная доля новых выпусков приходится на эмитентов (включая суверенных, квазисуверенных и корпоративных), у которых уже есть опыт выпуска «зеленых» облигаций.

Что касается источников мотивации для «озеленения», можно выделить, во-первых, добровольное осознанное обращение к прогрессивным формам и технологиям, если

таковые приводят к повышению эффективности потребления ресурсов, улучшению качества итогового продукта, улучшению сбыта продукции, а во-вторых — следование регуляторным требованиям, из-за которых становится экономически невыгодно не быть «зеленым». В рамках настоящего материала нет возможности детально рассмотреть отдельные регуляторные инициативы экологически ориентированного свойства на примере других юрисдикций. Тем не менее в этом вопросе (в отличие от вопроса, являются ли жизненно необходимыми для развития российских «зеленых» облигаций дополнительные изменения законодательства, на который есть достаточные основания ответить отрицательно) российским законодателям, несомненно, еще только предстоит поставить цели и пройти свой путь.

Совершенно очевидно, что в масштабах международного рынка капитала сформирован отдельный сектор облигационного рынка и его формирование основано вовсе не на (или не столько на) романтических стремлениях очистить планету от антропогенного загрязнения, а на повышении эффективности технологий с точки зрения потребления ресурсов и энергозатрат, использовании технологий, не требующих или минимизирующих объемы переработки отходов деятельности производств или населенных пунктов, обеспечении здоровой и пригодной для здоровья, эффективной жизнедеятельности населения окружающей среды. Это является как задачами государственного уровня, так и неотъемлемой частью жизни членов общества и социальной ответственности корпораций. Кроме того, «зеленый» сектор экономики создает новые индустрии и стимулирует развитие технологий, связанных с переработкой и вторичным использованием отходов производства и жизнедеятельности, а также перевооружением существующих производств.

«Зеленая» экономика также эффективно встраивается в контекст диджитализации и работы с большими данными, имея потребность отстраивать новые логистические цепочки, собирать и рационально использовать информацию, например о порядке сбора и дальнейшего распределения мусора. Будучи естественным новым витком осознанного развития для постиндустриальных экономик, «зеленая» экономика в российских реалиях дает возможность при назревшем технологическом перевооружении, регулярно провозглашаемом на самых высоких уровнях государственной власти и профильных государственных советов, использовать

■ ■ ■  
В ДЕКАБРЕ 2018 ГОДА  
В РОССИИ СОСТОЯЛСЯ  
ПЕРВЫЙ ВЫПУСК  
«ЗЕЛЕННЫХ» ОБЛИГАЦИЙ,  
ОСНОВАННЫЙ  
НА ПРИНЦИПАХ  
МЕЖДУНАРОДНОЙ  
АССОЦИАЦИИ  
РЫНКОВ КАПИТАЛА

<sup>1</sup> Цитата на русском языке по: М. В. Бабенко, С. И. Бик, А. И. Постнова. «Зеленая» экономика. Определения и понятия. — Москва: Всемирный фонд дикой природы (WWF), 2018.

<sup>2</sup> <https://www.moody.com/newsandevents/topics/Green-Bonds-007034>.

наиболее продвинутые и экономичные «зеленые» технологии для обновления ветхой инфраструктуры и промышленных производств, а также для развития современной инфраструктуры городов.

По сложившейся традиции краеугольным в российском контексте остается вопрос, должны ли все эти усовершенствования происходить только за счет государства или же в иных формах. Попытки ответа на этот вопрос приводят к рассуждениям о природе государства, природе договора между обществом и источником власти, а именно: насколько функция по сохранению окружающей среды, пригодной для существования физически здорового общества и его следующих поколений, должна находиться в государственном ведении по аналогии с защитой государственной границы и вопросами международной политики. С другой стороны, поскольку «зеленая» экономика и здоровая окружающая среда относятся к сфере пересечения государственных и частных интересов, более активное вовлечение населения и частного сектора и развитие не требующих прямой государственной поддержки инициатив было бы закономерным.

## НОВЕЙШИЕ СОБЫТИЯ В ОБЛАСТИ «ЗЕЛЕННЫХ» ОБЛИГАЦИЙ

Помимо того что тема «зеленых» облигаций укрепилась в повестке и дорожных картах всевозможных ведомств и рабочих групп, в начале 2019 года можно перечислить несколько практических достижений энтузиастов «зеленого» сегмента.

В декабре 2018 года состоялся первый выпуск «зеленых» облигаций в России, основанный на принципах «зеленых» облигаций ICMA, российским эмитентом ООО «Ресурсосбережение ХМАО», входящим в группу компаний в сфере обращения твердых коммунальных отходов (ТКО). Совокупный размер выпуска составил 1.1 млрд рублей, бумаги были размещены на Московской бирже и включены в Первый уровень котировального списка биржи. Облигации размещены в целях реализации концессионного проекта по созданию комплексного межмуниципального полигона для размещения, обезвреживания и обработки ТКО для городов Нефтеюганск, Пыть-Ях и поселений Нефтеюганского района.

Для подтверждения соответствия «зеленым» стандартам компания получила

second opinion от европейского рейтингового агентства Rating-Agentur Expert RA GmbH. В своем отчете агентство отмечает<sup>1</sup>, что проект был проверен на соответствие принципам «зеленых» облигаций ICMA, и дает свою независимую оценку по каждому из четырех аспектов проверки (см. подверстку «Принципы ICMA»).

В данном случае речь идет об эмитенте, основную деятельность которого составляют внедрение и реализация экологически ориентированного проекта и для которого получение «зеленой» маркировки своих облигаций является наиболее естественным и логичным. Для компаний, связанных с традиционными областями промышленности, адаптация своего уже существующего производства и собственной деятельности под современные «зеленые» стандарты была бы безусловно более затратной, поэтому вероятность выпусков, соответствующих принципам «зеленых» облигаций, компаниями традиционного реального сектора без учета мер поддержки или дополнительного стимулирования со стороны государства в ближайшее время остается невысокой.

Следует также отметить, что описанный выше выпуск по своей природе является выпуском концессионных облигаций, то есть облигаций эмитента, реализующего проект на основе концессионного соглашения. Специфические упоминания концессионных облигаций уже есть в российском законодательстве, среди прочего — в регулировании порядка размещения средств пенсионными накоплениями негосударственными пенсионными фондами<sup>2</sup>. Это делает инструмент более понятным и доступным для институциональных инвесторов (даже в отсутствие маркировки выпуска в качестве «зеленого»). Практика выпуска концессионных облигаций на российском рынке неуклонно расширяется, однако есть сомнения в том, что эмитенты таких выпусков могут быть заинтересованы в добровольном получении дополнительной «зеленой» маркировки с привлечением независимых экспертов, как того требуют принципы «зеленых» облигаций ICMA.

<sup>1</sup> Полная версия second opinion опубликована на сайте рейтингового агентства по адресу: [https://raexpert.eu/files/RSB\\_HMAO\\_SO\\_Report\\_19.12.2018.pdf](https://raexpert.eu/files/RSB_HMAO_SO_Report_19.12.2018.pdf).

<sup>2</sup> См. Положение Банка России от 1 марта 2017 года № 580-П.

Далее, в конце 2018 года Минпромторгом была анонсирована инициатива по субсидированию до 70% от базового индикатора на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации проектов по внедрению наилучших доступных технологий (НДТ). Внедрение НДТ получило статус отдельного федерального проекта, реализацию которого будет координировать Минпромторг в рамках нацпроекта «Экология». В начале 2019 года был озвучен<sup>3</sup> бюджет инициативы размером 9.3 млрд рублей на ближайшие три года. При этом планируется запустить данный механизм уже во втором квартале 2019 года при совокупной оценке потребности в использовании механизма субсидирования в 27.4 млрд рублей на 2019–2024 годы. Несмотря на то что процедура предоставления субсидии потребует полировки и уточнения по ходу реализации, введение такой меры несомненно повысит интерес к сектору «зеленых» облигаций даже у консервативных эмитентов.

Кроме того, в конце 2018 года Всемирным фондом дикой природы был опубликован уже упомянутый выше глоссарий определений и понятий «зеленой» экономики. Глоссарий может быть полезен для унификации терминологии и подходов, используемых при реализации инициатив и мероприятий различными государственными органами и организациями.

Еще одним важным источником информации о статусе инициативы и возможных (и желаемых) направлениях развития является диагностическая записка «"Зеленые" финансы: повестка дня для России», которая была подготовлена членами рабочей группы по «зеленым» финансам и ответственному финансированию Экспертного совета по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России. Диагностическая записка была опубликована в октябре 2018 года на сайтах ЦБ<sup>4</sup>, Информационного агентства ИНВЕСТИНФРА, учредителем которого является Национальная ассоциация концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ)<sup>5</sup>,

<sup>3</sup> <http://minpromtorg.gov.ru/press-centre/news/#11340314556>.

<sup>4</sup> [https://www.cbr.ru/content/document/file/51270/diagnostic\\_note.pdf](https://www.cbr.ru/content/document/file/51270/diagnostic_note.pdf).

<sup>5</sup> <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-zelenye-finansy-povestka-dnya-dlya-rossii-291018.pdf>.

и на иных ресурсах. Документ также направлен для ознакомления связанным с тематикой «зеленого» финансирования органам исполнительной власти и станет основой как для повышения компетенций вовлеченных в дискуссию представителей различных ведомств, так и для построения эффективного диалога между ними. Среди прочего в документе проведен анализ существующей мировой практики выпуска «зеленых» облигаций, различных методов поддержки и государственного стимулирования подобных выпусков, дана оценка существующей инфраструктуре рынка ценных бумаг с точки зрения возможности использования для «зеленых» выпусков, предложена дорожная карта для развития рынка в Российской Федерации.

### КАТЕГОРИИ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ЭМИТЕНТОВ

Исходя из примеров международной практики, локомотивом для выпуска «зеленых» облигаций новым локальным рынком часто становится суверенный выпуск «зеленых» облигаций. В России практика целевых выпусков суверенным эмитентом, равно как и субъектами федерации или муниципалитетами, к сожалению, не развита и столкнулась бы со сложностями и спецификой бюджетного процесса. Вместе с тем, с учетом множественных деклараций важности поддержки и развития инструментов «зеленого» финансирования, подобный выпуск помог бы обозначить серьезность намерений, а также задать курс для размещений целевых «зеленых» выпусков корпоративными эмитентами.

Следующая очевидная категория — корпоративные эмитенты. Для крупнейших эмитентов с собственным успешным опытом размещения облигаций и собственным высоким кредитным качеством принятие дополнительных обязательств по раскрытию специфической информации, дополнительных расходов по верификации третьим лицом уровня соответствия принципам «зеленого» финансирования, равно как и отсутствие какой-либо очевидной коммерческой выгоды от целевого «зеленого» займа в текущих реалиях интереса не представляют. Тем не менее повышению спроса со стороны будет способствовать инициатива Минпромторга по субсидированию процентных ставок по «зеленым» облигациям, описанная в предыдущем разделе.

Помимо крупных корпоративных эмитентов сектор «зеленых» облигаций должен быть перспективен для компаний малого и среднего бизнеса, реализующих проекты «зеленой» направленности. Сложность в данном случае связана с отсутствием собственного кредитного рейтинга достаточного уровня, который был бы надежен в глазах инвесторов, и ожидаемыми затруднениями с получением государственной поддержки для подобных выпусков. Можно осторожно предположить, что в случае умеренных размеров выпусков инвестиционное сообщество будет готово в порядке диверсификации собственных портфелей попробовать в ограниченных объемах и подобный инструмент.

Кроме того, для компаний, работающих в областях, связанных с государственным заказом или поставкой товаров или услуг потребителям, имеющим поддержку на суверенном, субсуверенном или муниципальном уровнях (в силу участия в капитале или обособленной социальной значимости), этот фактор также призван повысить качество эмитента для инвесторов. Безусловно, наиболее надежным (но, к сожалению, сложно осуществимым) сценарием было бы предоставление гарантий возврата средств инвестирования и дохода по облигациям со стороны уполномоченных институтов развития или государственных образований соответствующего уровня.

Альтернативным методом структурирования «зеленого» выпуска для подобной ситуации может быть секьюритизация прав требований из контрактов с уступкой таких требований специально создаваемому специализированному финансовому обществу, которое затем выпускает облигации, исполнение по которым обеспечено будущим потоком поступлений. Это позволило бы снизить зависимость исполнения обязательств перед облигационерами от прочих операционных рисков компании — поставщика товаров или услуг. Среди потенциальных интересантов таких структур — компании из сферы энергосервиса, переработки мусора и производственной деятельности, основанной на продуктах переработки.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Только за последние несколько месяцев российское информационное поле увидело несколько новостей «зеленой» направленности — от размещения первого

выпуска «зеленых» облигаций, получивших second opinion от профессионального независимого эксперта, до анонсированных мер поддержки Минпромторгом «зеленых» облигационных выпусков в рамках стимулирования НДС. Можно надеяться, что критическая масса накапливаемых в России знаний о «зеленых» облигациях будет стимулом для формирования спроса на качественные «зеленые» долговые инструменты как на стороне инвесторов, так и на стороне эмитентов. При этом полезными будут и информационные кампании по повышению грамотности в этом сегменте для органов государственной власти, вовлекаемых в федеральные и региональные инициативы, для инвесторов и для потенциальных эмитентов, а также формирование на базе организаторов торгов специализированных «зеленых» секторов и разработка критериев оценки качества «зеленых» выпусков для целей получения листинга у таких организаторов торгов.

В течение 2019 года следует ожидать укрепления центров экспертизы, консолидации с их участием разрозненных мероприятий по стимулированию выпусков «зеленых» облигаций, а также начала работы внутрироссийских верификационных центров, в том числе на базе отечественных рейтинговых агентств и экспертных ассоциаций в области рынка ценных бумаг или экологии.

Что касается эмитентов, хочется надеяться, что они проявят интерес к продукту и инициативам по стимулированию «зеленых» выпусков, а также определенный уровень сознательности. То есть не будут пытаться использовать возможность получения субсидий для профанации инициативы, польза которой может быть ощутима и в отношении финансовых результатов, и в улучшении или сохранении здоровой окружающей среды, бережном отношении к ресурсам, повышении осознанного потребления и воспроизводства ресурсов.

Наконец, по мере диверсификации внутреннего облигационного рынка, включая сектор high yield, и увеличения присутствия и уровня грамотности новых категорий инвесторов возможность выпуска «зеленых» облигаций появляется даже для проектов, не подпадающих под предложения Минпромторга. В этом смысле есть простор и для эмитентов, и для инфраструктуры рынка ценных бумаг, и для работы потенциальных организаторов размещений. 