

Зеленое финансирование как инструмент для стимулирования инвестиций в экологически устойчивые проекты

Каримов Усмон Сафаралиевич

Ассист. каф. финансов устойчивого развития
ORCID: 0000-0002-2255-5600, e-mail: usmon_95@mail.ru

Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, г. Москва, Россия

Аннотация

В статье рассматривается один из наиболее эффективных способов финансирования инвестиций в основной капитал с помощью кредитов или облигаций. Механизм зеленого финансирования является инструментом, который позволит привлечь часть необходимых инвестиций для выполнения амбициозных целей обозначенной стратегии. ESG-повестка (англ. environmental, social, governance – экологическое, социальное и корпоративное управление) в последнее время – одна из наиболее модных и широко обсуждаемых тем в мировых кругах, в том числе финансовых, так как любое преобразование и изменение в бизнес- и экономической конъюнктурах зачастую требуют значительного объема инвестиций. Наибольшее количество вопросов вызывает компонента Е (англ. environmental – относящийся к окружающей среде), которая отвечает за экологию, а именно за обеспечение декарбонизации экономических и общественных процессов, а также за адаптацию к вызовам, связанным с глобальным энергопереходом, за защиту и преумножение природного капитала, снижение вредного воздействия человека на окружающую среду. В статье также приведена методология расчета гриннума, которую инвесторы готовы платить эмитенту. Основное внимание уделено детальному анализу текущего состояния рынка зеленых облигаций и процессу формирования гриннума на российском рынке зеленого финансирования, что поможет инвесторам принимать обоснованные решения при выборе инвестиций.

Ключевые слова

Зеленые облигации, инвестиции, дюрация, зеленое финансирование, гриннум, спред, устойчивые финансы, зеленая экономика

Для цитирования: Каримов У.С. Зеленое финансирование как инструмент для стимулирования инвестиций в экологически устойчивые проекты // Вестник университета. 2024. № 7. С. 162–169.

Green finance as a tool to stimulate investments in environmentally sustainable projects

Usmon S. Karimov

Assistant at the Finance for Sustainable Development Department
ORCID: 0000-0002-2255-5600, e-mail: usmon_95@mail.ru

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Abstract

This article discusses one of the most effective methods of financing investments in fixed assets through loans or bonds. The mechanism of green financing is a tool that can attract part of the necessary investments to achieve ambitious goals of the designated strategy. The ESG (environmental, social, governance) agenda has recently become one of the most popular and widely discussed topics in global communities, including financial ones, as any transformation and change in business and economic conjunctures often require a significant amount of investment. The largest number of questions is raised by the E (environmental) component which is responsible for ecology, namely for ensuring decarbonisation of economic and social processes as well as for adapting to the challenges associated with the global energy transition, for protecting and multiplying natural capital, and reducing the harmful human impact on the environment. The article also provides a methodology for calculating the greenium that investors are willing to pay the issuer. The main attention is paid to a detailed analysis of the current state of the green bond market and to the process of forming a greenium in the Russian green finance market which will help investors make informed decisions when choosing investments.

Keywords

Green bonds, investments, duration, green financing, greenium, spread, sustainable finance, green economy

For citation: Karimov U.S. (2024) Green finance as a tool to stimulate investments in environmentally sustainable projects. *Vestnik universiteta*, no. 7, pp. 162–169.



ВВЕДЕНИЕ

Зеленое финансирование на сегодняшний день неразрывно связано с экологическими проблемами, и в первую очередь это глобальное потепление, которое является главной темой повестки заседания Организации Объединенных Наций (далее – ООН) в последние 5 лет.

Проблемы экологии и климата широко обсуждаются на международных площадках с 1992 г., и существует твердое убеждение, что массовый выброс парниковых газов оказывает прямое влияние на изменение климата и глобальное потепление, а также антропогенный эффект.

Ключевым этапом на текущий момент считается Парижское соглашение, которое было ратифицировано 193 странами. Главной целью данного документа является удержание роста средней температуры на Земле в пределах двух градусов Цельсия.

Становится все более очевидным, что для достижения этих целей потребуются значительные инвестиции в различные области, направленные на сокращение углеродного следа стран и достижение углеродной нейтральности.

Инвестиции в данную область необходимы для внедрения новых технологий, разработки экологически чистых источников энергии, для повышения энергоэффективности, преобразования транспортных систем и промышленности, а также для перехода к устойчивому использованию природных ресурсов [1].

При этом очевидно, что основной целью деятельности любой компании в стандартной экономической теории является получение прибыли, а дополнительные инвестиции в повышение экологичности своей продукции изначально рассматриваются как потенциальные издержки.

Однако это работает в таком виде только при следующих условиях:

- если законодательно отсутствует какая-либо ответственность за грязное производство;
- если у потребителей культуры покупок отсутствует более экологичная или климатически нейтральная продукция при прочих равных условиях;
- если отсутствуют реальные долгосрочные риски для компании, которые она будет нести в результате своей неустойчивой деятельности.

В текущей парадигме с учетом современных вызовов, связанных с изменением климата, охраной окружающей среды и социальной ответственностью, этот взгляд подвергается пересмотру.

В свете нынешних вызовов компаниям стало ясно, что пренебрежение экологическими и социальными факторами может иметь негативные последствия для их долгосрочной устойчивости и репутации. Все более осознанные потребители ставят перед организациями требование проявлять ответственность и заботу об окружающей среде.

Таким образом, компании все чаще осознают, что инвестиции в экологическую устойчивость могут стать не только неизбежной необходимостью, но и источником конкурентных преимуществ.

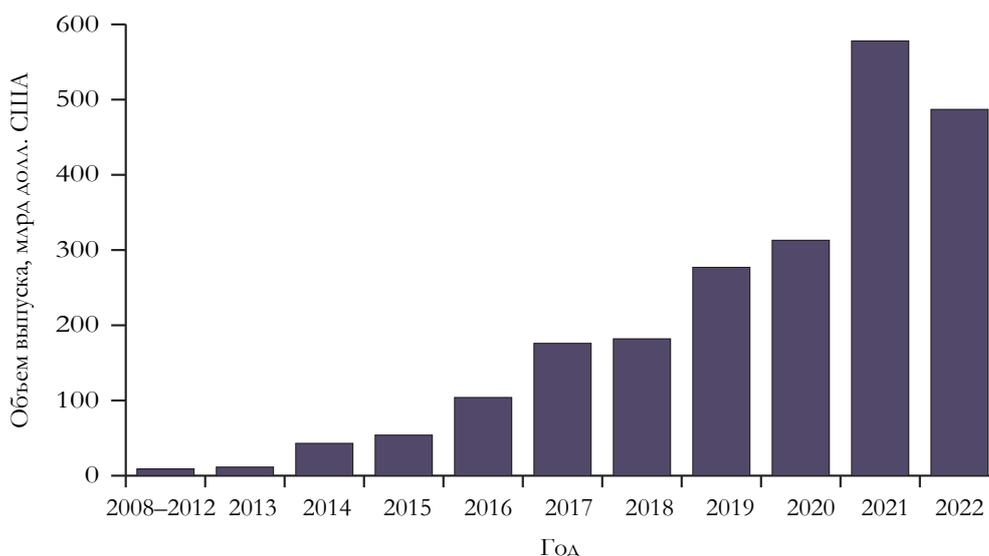
ЭКОТЕХНОЛОГИИ И ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ

Разработка и продвижение экологически чистых технологий, энергоэффективных процессов и продуктов с низким уровнем выбросов способны привести к снижению затрат на энергию и ресурсы, а также к привлечению новых экологически осознанных потребителей. Компании, которые рано поняли эти преимущества, уже внедряют экологические инновации в свои бизнес-модели и получают выгоду от них.

При этом стоит отметить, что переход к более экологичной деятельности требует значительных финансовых и технических ресурсов. Компании могут обратиться к различным финансовым инструментам и механизмам, таким как зеленые или транзитные кредиты и облигации, банки – к зеленым депозитам, зеленым фондам. Кроме того, снижение экологического влияния способно привести к сокращению штрафов и других потенциальных затрат, связанных с нарушением экологических норм и требований.

Одним из наиболее распространенных способов финансирования инвестиций в основной капитал является привлечение заемного финансирования с помощью кредитов либо (более характерно для западных рынков) облигаций.

В результате формирования подобных инструментов рынок облигаций начал свой активный рост начиная с 2008 г. Средний темп прироста объема зеленых облигаций в год составил 38,7 %, что свидетельствует о достаточно большом спросе на данные финансовые инструменты, так как рынок зеленых облигаций является одним из наиболее быстрорастущих сегментов финансового сектора (рис. 1).



Источник¹

Рис. 1. Объем выпуска зеленых облигаций в мире

При разработке механизма зеленого финансирования в Российской Федерации (далее – РФ, Россия) его актуальность обуславливалась тем, что часть продукции, ориентированной на экспорт, будет попадать под налог, вводимый Европейским союзом. В частности, газовая генерация, а также металлургическая продукция.

С учетом новой конъюнктуры рынка, которая сформировалась ввиду введенных недружественными странами санкций и контрсанкций, большая часть экспортируемой в Европу продукции теперь не может быть туда поставлена, что способно поставить под сомнение экономическую целесообразность подобного перехода на зеленую генерацию и зеленую промышленность.

Однако переориентация экспорта с Запада на Восток все равно будет требовать значительных затрат на снижение углеродоемкости продукции, так как импортирующие российские товары страны Востока также взяли на себя обязательства по достижению углеродной нейтральности, а в дальнейшем станут применять, вероятно, и налоговые меры. Тем не менее, например, алюминий не попал в санкционные списки и может быть экспортирован в Европу [2].

Как уже было отмечено, существует теория о том, что подобная система зеленого финансирования обеспечивает преференции, которые эмитент зеленой бумаги получает за то, что он в ходе реализации своего проекта выполняет не только собственные коммерческие задачи, но и общественно полезные функции.

Эти преференции могут иметь разную форму. В Китае, например, был разработан всесторонний комплекс мер поддержки рынка зеленого финансирования, что привело к большому спросу на зеленые облигации со стороны инвестора.

На других рынках, в частности на европейском финансовом рынке, существует теория, что рыночные игроки готовы мириться с более низкой доходностью подобных облигаций, если понимают, что она соответствует определенным критериям. Данная скидка, которую инвесторы готовы платить эмитенту в профессиональном сообществе, закрепила за собой название «гриниум» [3].

Существование гриниума для этого типа финансовых инструментов необходимо как минимум потому, что эмитенты для маркировки своего финансового инструмента зеленым статусом привлекают независимого верификатора, который оказывает настоящие услуги не на безвозмездной основе.

МЕТОДИКА РАСЧЕТА И АНАЛИЗ ГРИНИУМА ЗЕЛЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Методология расчета потенциального гриниума осуществляется через анализ вторичного рынка уже обращающихся облигаций с применением для этого показателя доходности к погашению, что позволяет очистить получаемый результат от субъективных факторов, которые могли определить различия в ценообразовании непосредственно при размещении конкретного выпуска. Доходность к погашению в большей мере отражает различия в оценке облигаций рынком при условии наличия активных торгов по бумаге [4].

¹ Cbonds. Кредитные и ESG рейтинги организации. Режим доступа: <https://cbonds.ru/ratings/> (дата обращения: 13.04.2024).

Важно отметить, что из-за ограниченности выборки выводы данного исследования необходимо рассматривать как промежуточные и не являющиеся окончательными. Однако они могут быть полезны для общего понимания текущего состояния и наличия скидки (гриниума) за зеленые проекты компаний. Дальнейшие исследования и анализы с более обширными данными способны дать более точные результаты и подтвердить или скорректировать полученные выводы.

Помимо доходности к погашению, для определения потенциальной скидки нужно учитывать и дюрацию облигаций, которые сравниваются между собой. Дюрация является важным показателем, так как она не только отражает среднюю срочность потока платежей по облигации, но и выступает мерой чувствительности цены к изменениям процентных ставок. Облигации с более длительной дюрацией обычно имеют более высокую ценовую чувствительность. Поэтому при сравнении спредов и анализе возможной скидки на зеленые проекты важно учитывать не только доходность к погашению, но и дюрацию облигаций, чтобы получить более полную картину и оценить их относительную ценовую чувствительность.

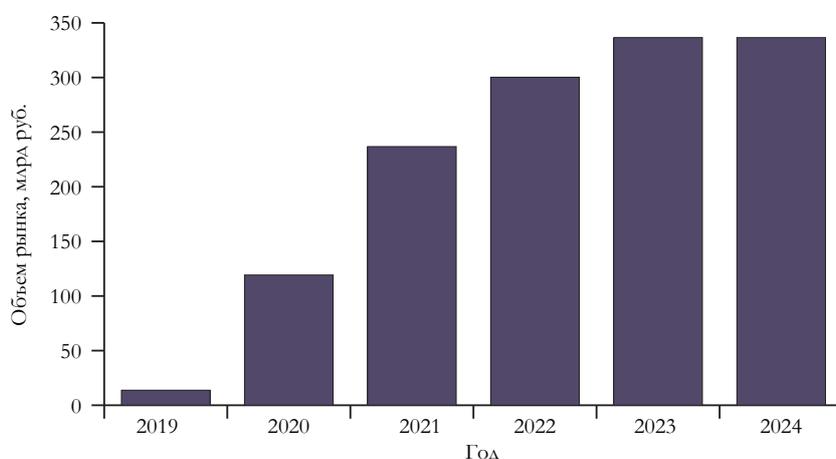
Для того чтобы учесть и доходность к погашению, и дюрацию, необходимо сравнивать доходность к погашению конкретного выпуска при определенной дюрации с кривой бескупонной доходности. Данная кривая, естественно, будет отличаться в зависимости от валюты выпуска.

Для расчета спреда используется арифметическая разница между доходностью к погашению выбранной облигации и доходностью, соответствующей точке на кривой бескупонной доходности с аналогичным сроком погашения. Этот спред затем сравнивается с аналогично рассчитанным спредом по зеленой облигации. По разнице между ними можно сделать вывод о наличии или об отсутствии гриниума (премии за экологичность проекта). Если спред зеленой облигации меньше, чем спред обычной облигации, это указывает на наличие гриниума, то есть инвесторы готовы получить меньшую доходность от зеленой облигации в обмен на ее экологическую и социальную ценность [5].

Дополнительно следует отметить, что в исходной выборке были исключены российские евробонды, выпущенные компаниями, находящимися в списке SDN (англ. special designated nationals – список особо обозначенных граждан) в соответствии с санкциями, установленными международными организациями. Это решение было принято из-за того, что данные облигации торгуются на рынке с огромным дисконтом в отличие от номинальной стоимости, что делает их доходность к погашению неприменимой для сравнения с другими облигациями.

Рынок зеленых облигаций в России пока только начинает свое формирование. Внешняя конъюнктура оказывает на него значительное влияние. Нельзя не отметить, что одной из первоначальных причин разработки данного механизма была задача облегчить движение трансграничных денежных потоков, чтобы привлечь иностранные инвестиции в национально значимые проекты. Текущий средний темп роста рынка свидетельствует о его предстоящей стагнации на протяжении продолжительного времени.

Для возвращения интереса бизнеса к подобным проектам необходимо чтобы была возможность привлекать более дешевые деньги либо за счет мер государственной поддержки, либо за счет гриниума, который может быть сформирован инвесторами (рис. 2).



Источник²

Рис. 2. Объем рынка зеленых облигаций России

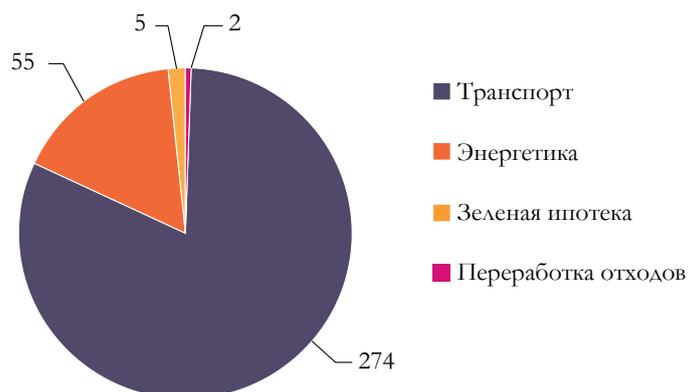
² Cbonds. Кредитные и ESG рейтинги организации. Режим доступа: <https://cbonds.ru/ratings/> (дата обращения: 13.04.2024).

ОЦЕНКА ГРИНИУМА ЗЕЛЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Наиболее активно механизм зеленого финансирования в РФ используют эмитенты для обеспечения своей деятельности в сфере экологически чистого транспорта. Доля таких выпусков в общем объеме составляет 82 %, что в абсолютном выражении достигает 274 млрд руб.

Вторыми по величине привлеченного финансирования являются проекты в сфере экологически чистой энергетики. Их доля составляет около 16 %, что в абсолютном выражении достигает 55 млрд руб.

Интересно отметить, что наименьший объем средств, привлеченных с помощью зеленых облигаций, относится к отрасли переработки отходов и составляет всего 2 млрд руб. Однако единственный зеленый кредит, который был выдан по национальной методологии зеленых финансовых инструментов, касается также этой отрасли. Объем финансирования по данному кредиту составляет 110 млрд руб. (рис. 3).



Примечание: данные представлены в млрд руб.

Источник³

Рис. 3. Структура зеленых финансовых инструментов по национальному механизму зеленого финансирования

Для определения возможной премии за зеленую маркировку облигации были сравнены все эмитенты, которые выпускали как зеленые, так и обычные облигации. В силу того, что количество выпусков по национальному механизму российских эмитентов кратно ниже, чем количество выпусков европейских, то целесообразно проводить анализ не в разрезе отраслей, а конкретно по каждому эмитенту.

Из всех выпусков зеленых облигаций по национальному механизму гриниум присутствует только у выпуска государственной корпорации развития ВЭБ.РФ, который составил 11 базисных пунктов (см. таблицу).

Таблица

Гриниум на национальном рынке зеленого финансирования

Эмитент	Спред по обычным облигациям	Спред по зеленым облигациям	Гриниум	Комментарий
АО «Атомэнергопром»	NA	NA	NA	Эмитент имеет два выпуска в обращении. Оба зеленые
ОАО «РЖД»	NA	NA	NA	Бессрочная облигация
Правительство Москвы	NA	NA	NA	Эмитент не относится к корпоративному сектору
АО «Синара-Транспортные Машинь»	3,44	3,47	0,02	Гриниум отсутствует
ПАО «КАМАЗ»	1,86	1,94	0,08	Гриниум отсутствует
ПАО «Сбербанк»	1,32	1,32	0,00	Гриниум отсутствует

³ Cbonds. Кредитные и ESG рейтинги организации. Режим доступа: <https://cbonds.ru/ratings/> (дата обращения: 13.04.2024).

Эмитент	Спред по обычным облигациям	Спред по зеленым облигациям	Гриниум	Комментарий
ООО «ЭкоЛайн-ВторПласт»	–	–	–	Эмитент имеет только зеленый выпуск в обращении
Государственная корпорация развития ВЭБ.РФ	1,49	1,37	–0,11	Гриниум по данному выпуску есть
ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»	NA	NA	NA	Все выпуски данного эмитента являются секьюритизированными. Неприменимо для анализа

Примечание: NA – нет данных; АО – акционерное общество; ОАО – открытое акционерное общество; ПАО – публичное акционерное общество; ООО – общество с ограниченной ответственностью

Источник⁴

Вероятнее всего, это может быть обусловлено тем, что данный выпуск является крупнейшим зеленым выпуском в 2023 г., что, возможно, повлияло на его рыночную цену. При росте цены доходность к погашению падает, следовательно, в результате этого мог образоваться гриниум (см. таблицу). По всем остальным выпускам гриниум не был обнаружен.

Ввиду отсутствия естественной скидки от инвестора за зеленую маркировку государство имеет возможность взять на себя роль драйвера, который позволит инициаторам зеленых проектов привлекать более дешевое фондирование под их реализацию.

Президент России несколько раз говорил о том, что необходимо разработать меры государственной поддержки под данный вид финансовых инструментов. Более того, по итогам встречи Президента РФ В.В. Путина с Председателем Китайской Народной Республики Си Цзиньпином в конце марта 2023 г. было выпущено совместное заявление о плане развития ключевых направлений российско-китайского экономического сотрудничества до 2030 г.

Первое заявление из 8 звучит следующим образом: «Увеличение масштабов и оптимизация структуры торговли, в том числе за счет развития электронной торговли и иных инновационных инструментов. Последовательное продвижение высококачественного развития двустороннего инвестиционного сотрудничества, углубление взаимодействия в сферах цифровой экономики и устойчивого, в том числе «зеленого», развития, формирование благоприятной деловой среды, взаимное повышение уровня благоприятствования в торговле и инвестициях»⁵.

Это может косвенно свидетельствовать о сохранении актуальности повестки устойчивого (в том числе зеленого) развития в России, а также лишний раз подтверждать приверженность китайских коллег данному вектору развития.

К сожалению, в настоящий момент никаких мер прямой государственной поддержки зеленых финансовых инструментов в РФ нет, однако, учитывая взятые на себя международные обязательства, а также необходимость реализации стратегии низкоуглеродного развития, выбросы парниковых газов необходимо сокращать, что может быть достаточно эффективно реализовано через механизм зеленых облигаций.

Для стимулирования выпуска зеленых облигаций и уменьшения выбросов, как следствие, представляется целесообразным рассматривать следующие меры государственной поддержки:

- налоговые послабления для инвесторов и кредиторов или для инициаторов;
- предоставление государственных субсидий инициаторам/инвесторам/кредиторам;
- компенсация затрат на верификацию;
- регуляторные послабления для инвесторов и кредиторов;
- стимулирование конечного потребителя.

Наиболее интересный для рассмотрения способ, который не будет требовать реальных затрат с точки зрения государства, – регуляторные послабления. Например, механизм пониженных риск-весов Банка России.

⁴ Cbonds. Кредитные и ESG рейтинги организации. Режим доступа: <https://cbonds.ru/ratings/> (дата обращения: 13.04.2024).

⁵ Совместное заявление Президента Российской Федерации и Председателя Китайской Народной Республики о плане развития ключевых направлений российско-китайского экономического сотрудничества до 2030 года. Режим доступа: <http://www.kremlin.ru/supplement/5919> (дата обращения: 15.04.2024).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Если обосновать, что зеленые проекты несут в себе пониженные долгосрочные риски, то можно уменьшить риск-вес по таким активам на балансе банков, что позволит высвободить дополнительный капитал.

Действительно, долгосрочные риски уже сейчас постепенно реализуются. Так, если, например, говорить о физических климатических рисках, то в ООН заявляли о 5-кратном росте количества природных катаклизмов за последние 50 лет (в России их число выросло в два раза с 1996 г.), число беженцев в мире утроилось за 10 лет, а сейчас видна новая волна терроризма, направленная на объекты энергетики и коммунального хозяйства с эффектом на экосистемы. Их необходимо учитывать при прогнозировании.

Также существуют нефизические риски в части устойчивого развития. Например, понемногу различные государства начинают очень активно отслеживать углеродный след каждого конкретного товара. Постепенно на разные виды продукции станет вводиться углеродный налог, который будет оказывать вполне прогнозируемое влияние на финансовые показатели организации.

Внедрение же зеленых технологий позволит нивелировать данный риск, увеличить экологичность продукции и соответствовать требованиям законодательства. Более того, если в результате реализации проекта выбросы будут снижены значительно сильнее, чем предполагает закон, то разницу можно продать другим компаниям на национальной товарной бирже и быстрее окупить свои инвестиции в зеленые технологии.

Список литературы

1. *Ордов К.В., Цертсел Ю.С., Лысенко Д.О.* Тенденции развития рынка «зеленых облигаций»: перспективы развития в отрасли электроэнергетики Российской Федерации. *Финансовая жизнь.* 2022;2:10–16.
2. *Красильникова Е.В.* ESG-факторы как ковенанты стоимости финансирования, привлекаемого компаниями, с позиции устойчивого развития. В кн.: *Стратегическое планирование и развитие предприятий: материалы XXIV Всероссийского симпозиума*, Москва, 11–12 апреля 2023 г. М.: Центральный экономико-математический институт РАН; 2023. С. 598–600. <https://doi.org/10.34706/978-5-8211-0814-2-s3-13>
3. *Bachelet M.J., Becchetti L., Manfredonia S.* The green bonds premium puzzle: the role of issuer characteristics and third-party verification. *Sustainability.* 2019;4(11). <http://dx.doi.org/10.3390/su11041098>
4. *Домашенко Д.В., Аникин Д.О.* Инвестиционная привлекательность и эффект greenium зеленых облигаций российского банковского сектора. *Федерализм.* 2023;4(28):22–34. <https://doi.org/10.21686/2073-1051-2023-4-22-34>
5. *Larcker D.F., Watts E.M.* Where's the greenium? *Journal of Accounting and Economics.* 2020;2–3(69).

References

1. *Ordov K.V., Tsertsel Ju.S., Lysenko D.O.* Trends in the development of the green bond market: prospects for development in the electric power industry of the Russian Federation. *Financial Life.* 2022;2:10–16. (In Russian).
2. *Krasilnikova E.V.* ESG factors as covenants of the cost of financing attracted by companies from the perspective of sustainable development. In: *Strategic planning and enterprise development: Proceedings of the XXIV All-Russian Symposium*, Moscow, April 11–12, 2023. Moscow: Central Economic and Mathematical Institute of the RAS; 2023. Pp. 598–600. (In Russian). <https://doi.org/10.34706/978-5-8211-0814-2-s3-13>
3. *Bachelet M.J., Becchetti L., Manfredonia S.* The green bonds premium puzzle: the role of issuer characteristics and third-party verification. *Sustainability.* 2019;4(11). <http://dx.doi.org/10.3390/su11041098>
4. *Domaschenko D.V., Anikin D.O.* Investment attractiveness and greenium effect of green securities of the Russian banking sector. *Federalism.* 2023;4(28):22–34. (In Russian). <https://doi.org/10.21686/2073-1051-2023-4-22-34>
5. *Larcker D.F., Watts E.M.* Where's the greenium? *Journal of Accounting and Economics.* 2020;2–3(69).