

**Федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт» (НИФИ)**

Центр международных финансов

НИР 23 «Зелёное» финансирование как механизм финансовой поддержки инвестиционной деятельности в целях обеспечения сбалансированного и устойчивого роста: возможности для России»

Аналитическая записка

«Сравнительный анализ механизмов финансирования «зелёных» и «грязных» инвестиционных проектов».

Часть 1 - Механизмы финансирования «зелёных» инвестиций: организация и развитие рынка «зеленых» облигаций (зарубежный и отечественный опыт)

2016 - апрель

Содержание

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1. ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ВАЖНЕЙШИЙ ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЗЕЛЕННЫХ ПРОЕКТОВ. ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ ДЛЯ РОССИИ.....	6
1.1 Краткая история «зеленых» облигаций.....	6
1.2 Эмитенты.....	13
1.3. Инвесторы.....	14
1.4 Кредитный рейтинг, доходность и срочность «зеленых» облигаций	17
1.5 Виды «зеленых» облигаций.....	19
1.6. Основные выводы и обобщения международного опыта рынка «зеленых» облигаций.....	31
1.7. «Зеленые» облигации и российская экономика.....	34
2. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ МЕРЫ ПО ОРГАНИЗАЦИИ И РАЗВИТИЮ РЫНКА ЗЕЛЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И РОССИЯ.....	39
2.1. Основные направления государственной поддержки рынка «зеленых» облигаций.....	40
2.2. Государственные меры по организации рынка «зеленый» облигаций .	42
2.3. Государственные меры по развитию рынка «зеленых» облигаций	46
2.4. Обобщение международного опыта государственной поддержки рынка «зеленых» облигаций.....	55
2.5. Анализ российского подхода к осуществлению государственной поддержки «зеленого» финансирования	57
2.6 Формирование инструментов государственного стимулирования рынка «зеленых» облигаций.....	63
2.7. Изучение вопроса проведения стратегического выпуска «зеленых» облигаций «Внешэкономбанком»	65
СПИСОК ИСТОЧНИКОВ.....	67
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	72
СПИСОК ИСПОЛНИТЕЛЕЙ	78

ВВЕДЕНИЕ

Первые «зеленые» облигации были выпущены Европейским инвестиционным банком (ЕИБ) в 2007 г.¹ с названием Climate Awareness Bonds - «бонды климатической направленности» (их объем составил 600 млн долл., рейтинг AAA, срок – 5 лет) и были предназначены для финансирования проектов 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». Всемирный Банк впервые при отборе проектов применил экологические критерии и независимую оценку, которая была проведена экспертами Университета Осло. Средства от размещения «зеленых» облигаций в объеме 2,85 млрд шведских крон были направлены на финансирование «зеленых» проектов в аграрном секторе, переработке отходов и лесном хозяйстве.

До этого в ряде стран выпускались облигации для финансирования конкретных проектов, связанных с предотвращением изменения климата, охраной окружающей среды, энергоэффективностью и энергосбережением, но при этом отсутствовала связь облигационных займов с конкретными направлениями расходования средств. Только с введением Всемирным банком специальных процедур экологической оценки проектов были созданы предпосылки для маркирования «зеленых» облигаций, позволяющее инвесторам отслеживать целевое (климатическое, энергосберегающее) использование финансовых ресурсов.

«Зеленые» облигации во многих странах быстро превратились в интенсивно растущий сегмент рынка ценных бумаг. Вслед за международными финансовыми организациями их стали выпускать

¹ В феврале 2016 г. банк ЕИБ как пионер «зеленых» облигаций получил награду Лондонской фондовой биржи и Инициативы «климатических» бондов.

национальные и субнациональные органы власти, коммерческие банки и частные корпорации. С 2013 по 2015 годы объем эмиссии «зеленых» облигаций увеличился с 11 млрд долл. до 65,6 млрд долл. и по некоторым оценкам их объем к 2020 г. может возрасти до 1 трлн долл.² Наиболее интенсивно расширяется выпуск этих облигаций в странах БРИКС – Бразилии, Индии, ЮАР и особенно КНР. Ожидается, что уже через несколько лет китайский рынок «зеленых» бондов станет крупнейшим в мире. Так, только за первые месяцы 2016 г. Шанхайский банк развития осуществил рекордную за всю историю «зеленых» облигаций эмиссию на сумму 3,03 млрд долл. США.

О важности «зеленых» облигаций как инструменте финансирования «зеленого» роста и обеспечения устойчивого развития национальных и глобальной экономики в ближайшие десятилетия свидетельствует тот факт, что тема «зеленых» инвестиций регулярно входит в повестку дня крупнейших международных саммитов, включая Всемирный экономический форум. Вопросы развития «зеленого» банкинга, в том числе и развития рынков «зеленых» облигаций, будут обсуждаться на ближайшем саммите G20, который пройдет в сентябре 2016 г.

Россия самостоятельно пока не вышла на рынок «зеленых» облигаций и рискует не воспользоваться преимуществами, связанными с большим потенциалом этого рынка. В 2012 и 2013 годах на основе соглашений с Россией о займах МБРР осуществил две эмиссии «зеленых» облигаций, средства от которых направлены на финансирование проектов по модернизации гидрометеорологической службы и борьбе с лесными пожарами.³ Всего за период 2010-2015 годы Всемирный Банк и ЕБРР

²Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds. Consultation Paper. – Climate Bonds Initiative. July 2015. [Электронный ресурс] Available at: http://www.climatebonds.net/files/files/GB-Public_Sector_Guide-Final-1A.pdf

³ В 2012 г. были эмитированы «зеленые» облигации на семь лет с купонным доходом 6,5%, объем эмиссии – 750 млн руб.; в 2013 г. – десятилетние «зеленые» облигации с купонным доходом 6,75%, объем эмиссии –

осуществили 10 выпусков номинированных в рублях «зеленых» облигаций на сумму более 3,9 млрд руб. (подробнее см. раздел «Зеленые» облигации и российская экономика»).

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

Так, например, высказывается мнение, что «зеленые» облигации – не слишком популярный инструмент на международных рынках. Доходность этих инструментов низкая не только по сравнению с другими видами ценных бумаг, но и с другими категориями облигаций. В мире было всего несколько случаев выпуска «зеленых» бондов, которые бы удовлетворили инвесторов⁴. Обращается также внимание на тот факт, что российские институциональные инвесторы – негосударственные пенсионные и страховые фонды – пока не имеют достаточных средств для инвестирования в проектные/инфраструктурные облигации⁵.

В целом, в настоящее время в российской научной литературе имеется всего несколько публикаций, посвященных тематике «зеленых» облигаций и их аналогов – «климатических», «экологических» и «климатически ориентированных» бондов. Все они посвящены вопросам формирования и развития зарубежных рынков «зеленых» («климатических».

529,2 млн руб. Облигации имеют рейтинг AAA. (The World Bank. Green Bond Fact Sheet. July 2015. [Электронный ресурс] Available at: http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/WorldBank_GreenBondFactsheet.pdf)

⁴ Петлевой В. «Норникель» рассматривает возможность выпустить зеленые бонды. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/11/26/618398-nornikel-rassmatrivaet-vozmozhnost-vipustit-zelenie-bondi>).

⁵ Тарачев В.А., Петрикова Е.М. Инфраструктурные облигации в России как инструмент снижения инфраструктурных ограничений экономического роста // Проблемы экономики, 2014, № 2, с. 67 – 75.

«экологических») бондов и не рассматривают целесообразность их выпуска для нужд российской экономики⁶.

1. ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ВАЖНЕЙШИЙ ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЗЕЛЕННЫХ ПРОЕКТОВ. ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ ДЛЯ РОССИИ

1.1 Краткая история «зеленых» облигаций

Первые эмиссии «зеленых» облигаций Европейского инвестиционного банк (ЕИБ) и МБРР вызвала большой интерес в различных странах мира – как в тех, где уже были реализованы проекты и программы выпуска бондов, связанные с энергоэффективностью и энергосбережением, альтернативными источниками энергии, охраной окружающей среды и минимизацией негативного влияния на климат, так и в тех, где потенциальные инвесторы и эмитенты только изучали особенности и оценивали целесообразность выпуска таких облигаций.

Судя по публикациям, вплоть до 2010-2011 гг. основные озабоченности потенциальных инвесторов в «зеленые» облигации были связаны даже не столько с вопросами их доходности и ценообразования, сколько с отсутствием международно признанных стандартов и действенного механизма контроля за направлениями денежных потоков. Первые выпуски «зеленых» (или их аналогов) бондов маркировались самими эмитентами и расходование средств на цели, заявленные в проспектах эмиссии, было непрозрачным. Наличие стандартов и механизмов сертификации «зеленых» облигаций, а также особых критериев оценки и контроля (мониторинга) за направлениями использования средств от размещения облигаций должно было, по мнению инвесторов, обеспечивать гарантию того, что эти средства

⁶ 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. – 2011. - № 7. - с. 138 – 145). Обзоры рынков «зеленых» облигаций в зарубежных странах периодически публикуются также Департаментом стратегического анализа и разработок ВЭБа. – см., например, обзор «Интеграция принципов устойчивого развития в деятельности финансовых институтов развития. Информационно-аналитический материал. 2014 г. [Электронный ресурс] URL: <http://www.veb.ru/common/upload/files/veb/analytics/sd/2014kso.pdf>.

действительно расходуются в соответствии с заявленными экологическими целями проекта (программы). Стандарты и специальные процедуры маркирования могли бы дать четкий ответ на вопрос, чем именно «зеленые» облигации отличаются от привычных, давно и хорошо известных на рынке долговых инструментов.

Весьма значительным было и число откровенных скептиков, которые заявляли о том, что выпуск «зеленых» бондов является хорошим PR-ходом для эмитентов и инвесторов, которые стремятся использовать «модную» тему защиты окружающей среды и изменения климата для зарабатывания дополнительных репутационных очков.

С точки же зрения «экономики» выпуска таких облигаций никаких отличий от обычных бондов не существует. «Зеленые» бонды также гарантируют погашение долга в установленные сроки плюс выплату фиксированной либо плавающей процентной ставки. Единственное отличие – это маркирование, указывающее на направление средств от эмиссии в «зеленые» проекты. В настоящее время маркирование осуществляется на основе международных правил и процедур, содержащихся в Принципах «зеленых» бондов и Стандарте климатических бондов, принятыми международными организациями, которые не носит обязательного характера. В то же время, по мнению многих экспертов, сертификация «зеленых» бондов в ближайшие годы может стать обязательной во многих странах.

Сертификация обеспечивает раскрытие информации о расходовании эмиссионных средств, что необходимо по двум причинам. Во-первых, инвестор убеждается в том, что предоставленные им средства действительно расходуются на «климатические» цели. Во-вторых, органы государственной власти получают возможность осуществлять поддержку рынка «зеленых» облигаций как со стороны спроса на заемные средства (эмитента), так и предложения (инвесторов в ценные бумаги).

Началом стандартизации «зеленых» облигаций можно считать разработку и публикацию международной некоммерческой организацией Climate Bond Initiative (CBI) в конце 2011 г. первого стандарта климатических бондов (в сфере генерации ветровой энергии) и схемы их сертификации. В 2012-2015 гг. были разработаны и утверждены 4 секторальных (отраслевых) стандартов CBI – для проектов в сфере солнечной энергетики, низкоуглеродном общественном транспорте (скоростной автобус) и энергоэффективных зданий.

В декабре 2015 г. была опубликована «версия 2.0» стандартов CBI, в которую вошли все указанные стандарты. Новый стандарт соответствует задачам торможения глобального потепления климата на уровне 2° C на период до 2020 г., установленным новым международным соглашением по климату.⁷ Кроме того, было сообщено о завершении разработки и скорой публикации еще целой группы стандартов, которые относятся к выпуску бондов для реализации программ и проектов в сфере био- и геотермальной энергии, водной энергии, низкоуглеродном транспорте, сельском и лесном хозяйстве.

«Версия 2.0» стандартов CBI также включает описание сертификационного процесса, требования к эмитентам и иным участникам до и после выпуска облигаций, секторальные стандарты «зеленых» облигаций.

Оценка зеленых облигаций на соответствие Стандарту климатических бондов (V2.0) приведена в Таблице 1. Специальные секторальные стандарты устанавливают критерии отнесения активов, служащих обеспечением бондов, и инвестиционных проектов к «зеленым». Стандарты ежегодно обновляются в целях учета новых технологий.

⁷ 12 декабря 2015 г. по итогам 21 сессии Конференции сторон Рамочной конвенции ООН об изменении климата в Париже 196 стран единогласно приняли новое соглашение по климату (вместо Киотского протокола).

В документах СВИ указывается, что секторальные (отраслевые) стандарты могут применяться как для выпуска облигаций, маркированных как «климатические», так и «зеленые».

Таблица 1. Оценка зеленых облигаций на соответствие Стандарту климатических бондов (V2.0)

Тип оценки		Содержание оценки	Провайдер
Оценка перед проведением эмиссии	Собственная предварительная оценка	Раскрытие информации о предполагаемых поступлениях от эмиссии и ее использовании	Эмитент
	Внешняя экспертиза (вторая сторона)	Оценка соответствия Принципам «зеленых» облигаций. Может быть дополнена оценкой проектов и активов на соответствие критериям «зеленых»	Научные консультации
	Независимая оценка (третья сторона)	Подтверждение независимым контролером соответствие бондов Стандарту климатических бондов (V2.0) и секторальным стандартам	Аудиторские фирмы, специальные государственные службы
Оценка после проведения эмиссии	Отчет эмитента	Раскрытие информации о распределении средств, поступивших от эмиссии облигаций и показателях результатов	Эмитент
	Отчет внешнего эксперта (вторая сторона)	Подтверждение распределения средств на «зеленые» проекты и представление показателей результатов	Научные эксперты
	Заключение независимого эксперта (третья сторона)	Подтверждение распределения средств на «зеленые» проекты	Аудиторские фирмы
	Независимая оценка лицензированного контролера	Подтверждение соответствия Стандартам «зеленых» облигаций и распределения средств эмиссии на «зеленые» проекты	Лицензированные фирмы-контролеры

Источник: Scaling up Green Bond Markets for Sustainable Development, p.38

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 СВИ 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.

Важно отметить, что разработанные СВИ стандарты являются добровольными. Они не обязывают эмитентов сертифицировать выпускаемые облигации; наличие или отсутствие сертификата соответствия «климатическим» или «зеленым» маркировкам формально пока не влияют на рейтинги таких облигаций.

Следует также подчеркнуть, что предлагаемые СВИ стандарты не дают четкого ответа в отношении различий (если таковые имеются) между «климатическими» и «зелеными» облигации. В связи с этим в целом ряде стран (в частности, в КНР) регуляторы и эмитенты склонны рассматривать понятие «зеленых» облигаций шире, чем «климатические» облигации. Поэтому в этих странах действуют отличные от используемых в стандартах СВИ перечни секторов и отраслей, которые отнесены к категории «зеленых». Наконец, еще одним недостатком стандартов СВИ является их преимущественная ориентация на эмитентов бондов, в то время как интересы иных стейкхолдеров и участников рынка (инвесторы, регуляторы, многочисленные группы посредников) остаются за рамками стандартов СВИ.

Вопрос о балансе интересов участников рынка «зеленых» облигаций впервые официально был поднят в ноябре 2013 г. на симпозиуме, организованном МБРР с целью выявления и согласования основополагающих принципов функционирования этих участников, которые бы способствовали развитию рынка в целом. 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.

Существенную роль в подготовке новой редакции Принципов сыграла Международная ассоциация профессиональных участников рынка капитала (International Capital Market Association, ICMA). Также, как и стандарты СВИ, Принципы носят добровольный характер. С содержательной точки зрения также имеется много общих элементов, в частности, аналогичные рекомендации к 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 СВИ.

Принципы «зеленых» бондов содержат рекомендации по раскрытию эмитентами информации о предстоящем выпуске зеленых облигаций, позволяющей инвесторам и другим участникам рынка оценить основные характеристики бондов и принять стратегические решения по размещению средств. Принципы состоят из четырех компонентов: 1) направления использования поступлений от размещения «зеленых» бондов, 2) процесс оценки и выбора проекта, 3) управление средствами эмиссии, 4) отчетность. Принципы «зеленых» бондов иллюстрируются во Врезке 1. Особый акцент в Принципах сделан на обеспечении целевого характера использования вырученных от размещения «зеленых» облигаций средств (принцип 1), т.е. их безусловного инвестирования в программы и проекты в «зеленые» отрасли и сектора экономики. Кроме того, разработчики новой редакции Принципов уделили значительное внимание вопросу результативности «зеленых» инвестиций, т.е. оценке последствий реализации программ и проектов (impact assessment) с точки зрения сокращения объемов эмиссии парниковых газов, достигнутых объемов экономии энергии, увеличения числа потребителей, имеющих доступ к альтернативной («чистой») энергии, сокращения объемов 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.

Врезка 1

Принципы «зеленых» бондов

Принцип 1. «Направления использования поступлений от размещения «зеленых» бондов устанавливает, что использование поступлений от эмиссии является ключевым моментом в маркировании бондов как «зеленые». Информация о направлении использования средств и экологическом эффекте (показатели результатов реализации проекта) должны содержаться в проспекте эмиссии. Категории использования средств определены широко (при этом перечень направлений не носит закрытый характер), как:

- возобновляемые источники энергии;
- энергоэффективность (включая энергосбережение в зданиях);
- эффективная утилизация отходов;
- рациональное использование земельных ресурсов (в том числе эффективное лесоводство и сельское хозяйство);
- биодиверсификация (сохранение биологических видов);
- чистый транспорт;
- эффективное управление водными ресурсами;
- адаптация к климатическим изменениям.

В данном принципе также указывается, что если поступления от эмиссии предназначены не только для финансирования, но и рефинансирования проекта, то эмитент указывает долю средств, направляемую на рефинансирование, что является важным фактором для оценки инвестиционного риска.

Согласно *Принципу 2.* («Процесс оценки и выбора проекта»), эмитент в проспекте эмиссии должен обеспечить обоснование соответствия критериев отбора проектов и предполагаемого расходования средств экологическим целям и Принципам «зеленых» облигаций.

Принцип 3. «Управление средствами эмиссии» предусматривает применение механизмов отслеживания и контроля за использованием средств эмиссии (например, открытие специальных субсчетов по учету и расходованию средств), включая временное инвестирование нераспределенных ресурсов. Отмечается, что внешние аудиторские проверки будут способствовать повышению прозрачности процесса управления эмиссионными средствами.

Принцип 4 «Отчетность» предусматривает, что эмитент в свой готовый отчет должен включать не только отчетность об использовании средств эмиссии, но также перечень проектов, которые были профинансированы из средств, поступивших от эмиссии, а также показатели экологических результатов реализации проектов (например, сокращение выбросов вредных веществ в атмосферу, повышение доступности источников питьевой воды и т.д.).

В процессе подготовки эмиссии и отчетности рекомендуется широко использовать различные виды оценки: внешнюю экспертизу, аудит, независимую оценку, которые подтверждают намерения эмитента и фактическое расходование средств в соответствии с Принципами «зеленых» бондов.

Источник: Green Bonds Principles, 2015. - ICMA. March 27, 2015. Available at: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/>

Принципы зеленых бондов полностью поддерживают важность разработки стандартов, необходимых для проведения сертификации «зеленых» бондов, что обеспечивает маркирование «зеленых» бондов и способствует повышению уверенности инвесторов в направлении средств на экологические цели.

1.2 Эмитенты

Отсутствие общепризнанных стандартов «зеленых» облигаций по многим секторам «зеленой» экономики, среди прочего, ведет к расхождениям в статистических данных о количестве выпусков этих облигаций и размерах эмиссии.

Осенью 2015 г. CBI по заказу банка Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) подготовила очередной обзор рынка связанных с климатическими задачами облигаций по состоянию на 1 июля 2015 г. В нем, в частности, содержатся данные о суммарном выпуске 10 крупнейших эмитентов маркированных «зеленых» облигаций (см. Табл. 2).

Таблица 2. Крупнейшие эмитенты маркированных «зеленых» облигаций в 2015 г., млрд долл. США

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. July 2015. Available at: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-HSBC%20report%207July%20JG01.pdf>, p. 9.

Как следует из таблицы 2, до середины 2015 г. ведущая роль в выпуске маркированных «зеленых» облигаций принадлежала международным банкам развития, прежде всего, 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 эмитентов

«зеленых» бондов стали входить и национальные банки развития (KfW в Германии), и ведущие корпорации (Toyota, две крупнейшие французские энергетические компании Electricite de France и GDF Suez), и государственные (муниципальные) органы (Ile de France).

В ноябре 2014 эмитенты «зеленых» облигаций представили первые годовые отчеты об отраслевом использовании полученных от эмиссии средств. (см. Табл. 3).

Таблица 3. 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, 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.

1.3. Инвесторы

Интенсивный рост рынка «зеленых» облигаций, наблюдаемый в последние годы, был бы невозможен без активных действий инвесторов. Первые выпуски зеленых бондов были ориентированы на зарубежного институционального инвестора, прежде всего, в Норвегии (Пенсионный фонд Global) и розничный рынок облигаций в Японии (Uridashi). «Зеленые» облигации, имевшие наивысший кредитный рейтинг самих международных

банков развития, привлек широкое внимание простого японского инвестора («госпожи Ватанаба») особенно на фоне крайне низкого уровня банковских ставок в Японии⁸.

В 2010-2011 гг. для управления инвестициями в «зеленые» бонды были созданы специальные инвестиционные фонды, такие как японский фонд «зеленых» облигаций (выпущенных Всемирным банком), американский фонд «зеленых» облигаций корпорации State Street.

В последние годы покупателями «зеленых» облигаций являются инвесторы мэйнстрима на рынках в Европе и США –Blackrock (крупнейшая инвестиционная компания), CalSTRs и TIAA-CREF (пенсионный и страховой фонды в Калифорнии), 3M (американская диверсифицированная инновационно-производственная компания) и Ford, которые приобретают 50-70% выпускаемых «зеленых» облигаций.⁹

В то же время потенциал институциональных и корпоративных инвесторов остается далеко не исчерпанным. Опрос, проведенный известным профессиональным изданием Euromoney среди 38 крупнейших институциональных инвесторов (результаты опубликованы в номере за сентябрь 2015 г.), продемонстрировал явно возросший интерес крупных американских покупателей к вложениям в «зеленые» облигации¹⁰. При этом рост объемов эмиссии корпоративных «зеленых» бондов, отличающихся большей (по сравнению с выпускаемыми международными организациями) доходностью, должно привлечь еще большее число североамериканских инвесторов.

⁸ <http://www.forexpf.ru/news/2013/08/08/akhn-obligatsii-uridashi-chto-pokupaet-g-zha-vanatabe.html>

⁹ <http://www.hedgetracker.com/article/Nikko-Asset-Management-to-launch-Green-Fund-with-World-Bank>

¹⁰ Snowdon C. Green bonds survey: What investors want. - Euromoney. September, 2015. Available at: <http://www.euromoney.com/Article/3491829/Green-Bonds-Survey-What-investors-want-html&single=true>.

Отметим также увеличение интереса к «зеленым» бондам со стороны институциональных инвесторов из ведущих развивающихся экономик, прежде всего, Китая, Индии и Бразилии¹¹.

Как отмечают зарубежные аналитики¹², 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) нередки случаи, когда фактическая сумма подписки на «зеленые» бонды превышает первоначально запланированный размер эмиссии;
- 3) проведенные опросы крупнейших институциональных инвесторов однозначно указывают на повышенный спрос на различные виды «зеленых» бондов. При этом многие инвесторы отмечают расширение набора выпускаемых «зеленых» облигаций, в частности, более активного участия корпоративного сектора в выпуске таких облигаций;
- 4) на рынке появились многочисленные специализированные «зеленые» фонды, учрежденные всеми основными группами институциональных инвесторов для инвестирования в «зеленые» облигации.

Институциональные инвесторы, к которым, прежде всего, относятся пенсионные и страховые фонды, являются традиционными инвесторами в финансовые долговые инструменты с фиксированным доходом. Не являются исключением и «зеленые» облигации.

Исследования побудительных мотивов институциональных инвесторов для покупки именно «зеленых» облигаций указывают на определенные изменения в характере этих мотивов. В первые годы выпуска «зеленых» и

¹¹ Bonds and climate change. The state of the market in 2015. - Climate Bonds Initiative. July 2015; Bonds and climate change. The state of the market in 2015. - Climate Bonds Initiative. July 2014. Available at: <https://www.climatebonds.net/files/files/-CB-HSBC-15July2014-A4-final.pdf>; The World Bank. Green Bond Fact Sheet. July 2015; Kidney S., Sonerud B., Oliver P. Growing a green bonds market in China. Key recommendations for policymakers in the context of China's changing financial landscape. – Climate Bonds Initiative. Spring 2015. Available at: <https://www.climatebonds.net>.

¹² Scaling up green bond markets for sustainable development, p. 7.

«климатических» облигаций на первых местах у инвесторов были мотивы, связанные с желанием диверсифицировать свои портфели за счет покупки низкорисковых инструментов, а также имиджевые (репутационные) факторы. Однако в нынешнем десятилетии все более значимым становится осознание важности перехода к низкоуглеродной и устойчивой к изменению климата экономики. Так, 259 инвесторов, контролирующих активы, составляющие 22 трлн долл. и входящих в Глобальную инвестиционную коалицию по климатическим изменениям, публично заявили о своей приверженности идеям сохранения климата и зеленого роста.

В некоторых сегментах, например, в сфере энергосбережения и повышения энергоэффективности на рынке уже появились апробированные методы оценки результативности проектов, дающие весьма точные количественные ориентиры для инвесторов с точки зрения рисков и доходности инвестиций. Поэтому вложения в «зеленые» облигации в настоящее время являются не просто «данью моде». Они начинают восприниматься ведущими институциональными и иными инвесторами как необходимое условие для получения конкурентных преимуществ в новой макроэкономической ситуации¹³.

1.4 Кредитный рейтинг, доходность и срочность «зеленых» облигаций

Одной из ключевых особенностей «зеленых» облигаций являются их исключительно высокие рейтинги. Эта особенность всегда расценивается эмитентами как конкурентное преимущество «зеленых» бондов по сравнению с другими видами долговых инструментов с фиксированным доходом. По данным СВИ 45% выпущенных в 2014 г. облигаций с «зеленой» маркировкой имели рейтинг А3 и еще 16% - А2.

Высокие кредитные рейтинги характерны как для маркированных, так и немаркированных «зеленых» облигаций, что связано с широкой

¹³ Spector J. The rise of green bonds, explained. - CityLab. August 11, 2015. Available at: <http://www.citylab.com/weather/2015/08/the-rise-of-green-bonds-explained/400940/>

государственной поддержкой, в том числе на международном уровне, выпуска этих бондов. Так, совокупный объем обращающихся «зеленых» облигаций (маркированных и немаркированных) с инвестиционным рейтингом выше BBB на середину 2015 г. составил 266,3 млрд долл., из них 2/3 приходилось на облигации с рейтингом А, А2 и А3. Распределение климатических облигаций по рейтингу и отраслям представлено на рис. 1.



Рис. 1. Распределение климатических облигаций по рейтингу и отраслям в 2015 г.

Источник: Bonds and Climate Change, The state of the market in 2015, p.7.

Высокие рейтинги гарантируют инвесторам низкие риски. Однако у высокорейтинговых облигаций имеется и обратная сторона, о которой хорошо осведомлены все участники и аналитики рынка капитала. 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 5 лет находится в интервале от 1,6 до 1,86%.¹⁴ При таком уровне доходности многие инвесторы высказывают серьезные сомнения в экономической целесообразности покупки «зеленых» бондов.

Чтобы повысить заинтересованность инвесторов, аналитики предлагают «универсальный» рецепт: стимулировать развитие рынка «зеленых» облигаций за счет роста сегмента корпоративных «зеленых» бондов. Корпоративные долговые инструменты, как правило, имеют менее высокие рейтинги (А- и ниже), поэтому рассматриваются рынком как более рискованные (по сравнению с бондами, выпущенными международными финансовыми организациями) и, следовательно, имеют более высокую доходность (от 2,0% и выше). Именно таких «зеленых» бондов, согласно результатам опросов, в настоящее время ждут крупные инвестиционные инвесторы на американских и европейских рынках облигаций.¹⁵

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 10 лет, около 30% - от 5 до 10 лет, только около 6% - от 3 до 5 лет.¹⁶

1.5 Виды «зеленых» облигаций

В последние годы заметно расширился и набор видов выпускаемых «зеленых» облигаций: наряду с обычными (plain vanilla) «зелеными» облигациями, которые в конце прошлого десятилетия выпускали

¹⁴ 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>

¹⁵ См., например, Snowdon C. Op. cit., Spector J. Op. cit.

¹⁶ Bonds and Climate Change www.climatebonds.net July 2015, p.3

международные банки развития, теперь выпускаются и несколько видов структурированных «зеленых» бондов (проектные и секьюритизированные облигации). Большое разнообразие видов бондов, прежде всего, связано с необходимостью обеспечения наибольшей привлекательности бондов для различных групп инвесторов и нахождения баланса интересов инвесторов и заемщиков капитала.

«Зеленые» облигации одновременно являются хорошо известным и новым долговым инструментом, то есть они обладают существенным отличием, позволяющим их маркировать как «зеленые». Это отличие обусловлено связью этих облигаций с «зелеными» проектами и создаваемыми «зелеными» активами.

Таблица 4. Основные виды «зеленых» облигаций

Виды «зеленых» облигаций		Эмитенты	Долговой регресс	Носитель риска выполнения обязательства	Пример из практики
1		2	3	4	5
«Зеленые» облигации прямой эмиссии	<p>Государственные (муниципальные) и выпущенные международными банками и финансовыми организациями облигации с общим обязательством.</p> <p>Предусматривают обычные для этого вида облигаций выплаты по обязательствам и срочность. При этом особенностью «зеленых» облигаций является целевое расходование привлеченных средств на «зеленые» проекты и применение процедур подтверждения аутентичности экологического и (или) климатического профиля проекта.</p>	<p>Государственные и муниципальные органы власти</p> <p>Международные банки,</p> <p>Международные финансовые организации</p>	<p>Право стандартного (полного) регресса к эмитенту.</p> <p>Облигации имеют кредитный рейтинг эмитента</p>	<p>Эмитент</p>	<p>С 2008 г. МБРР выпустил «зеленых» бондов с кредитным рейтингом AAA и фиксированным доходом примерно на 8,5 млрд долл.</p> <p>В 2012 г. три провинции Франции выпустили облигации этого вида (были маркированы как облигации, направленные на «обеспечение устойчивости»).</p> <p>В 2013 г. муниципальные «зеленые» облигации на 79 млн долл. выпустили штат Массачусетс и г. Гуттенберг в Швеции.</p>
	<p>Корпоративные облигации с общим обязательством.</p> <p>Выпускаются для финансирования собственных «зеленых» проектов. Корпорация гарантирует выплату по облигациям своим балансом.</p>	<p>Корпорации</p>	<p>Право стандартного (полного) регресса обращается к эмитенту.</p> <p>Облигации имеют</p>	<p>Эмитент</p>	<p>В конце 2013 г. «зеленые» бонды выпускают Electricite de France (на 1,9 млрд долл.), Bank of America Merrill Lynch (на 500 млн долл.), шведская компания недвижимости Vasakronan (300</p>

			кредитный рейтинг эмитента		млн долл.), французская коммунальная компания EDF (1,95 млрд долл.)
	<p>Проектные облигации обеспечивают проектное финансирование «зеленых» (инфраструктурных) проектов.</p> <p>Выплаты по облигациям гарантируются денежным потоком проекта, а также банками и субнациональными властями, если они предоставляют такие гарантии.</p>	<p>Субнациональные органы власти</p> <p>Корпорации</p> <p>Банки</p>	<p>Право регресса обращается к совокупности активов, в том числе «незеленых», являющихся залогом.</p> <p>Поступления от эмиссии направляются на создание «зеленых» активов</p>	Эмитент	<p>Широко применяются в отношении проектов солнечной и ветровой генерации. Примером служит, в частности, выпуск облигаций компанией Solar Star Funding на сумму 1 млрд долл. (серия «А») в 2013 г. на строительство крупнейшего в мире проекта солнечной электроэнергии (579 мегаватт) в Южной Калифорнии доходностью в 5,375%. В 2015 г. на эти же цели были выпущены облигации серии «В» в объеме 325 млн долл</p>
	<p>Доходные облигации (облигации, обеспеченные поступлением доходов). Как и по проектным облигациям выплаты по облигациям осуществляются за счет реализации товаров и услуг, производимых в результате выполнения проекта</p>	<p>Субнациональные органы власти</p> <p>Корпорации</p> <p>Банки</p>	<p>Право регресса относится только к «зеленым» активам, используемым в рамках «зеленого» проекта, а также к доходу от реализации проекта.</p> <p>Кредитный рейтинг по «зеленым» облигациям</p>	Инвестор в облигации	<p>В 2013 г. правительство штата Гавайи (США) осуществило эмиссию «зеленых» инфраструктурных бондов в целях финансирования модернизации местных электростанций. Выплаты по облигациям осуществляются за счет оплаты электроэнергии населением и бизнесом. Долг по облигациям исключен из лимита штатного долга и общих гарантий по штатному долгу. Вместо этого</p>

			отличается от рейтинга других облигаций эмитента.		применяются надбавки к тарифам за электричество в качестве дополнительной платы за пользование более эффективной энергосистемой
Облигации, эмиссия которых осуществлялась с использованием механизмов агрегирования (секьюритизированные облигации)	Бонды, обеспеченные обособленным (изъятым из баланса эмитента) пулом активов (asset-backed securities, ABS). 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 облигации	В конце 2013 г. компания Solar City сделала эмиссию объемом 54 млн долл., были секьюритизированы займы на выполнение проектов по созданию солнечных батарей на крышах домов.
	Бонды с покрытием (обеспечены сохраненными на балансе эмитента активами) (covered bonds). Выплаты по облигациям гарантируются денежным потоком проекта. Применяется право двойного регресса: инвесторы могут обращать свои требования как к эмитенту, так и пулу активов, которым обеспечены бонды. Это повышает кредитное качество бондов.	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. были впервые выпущены «зеленые» облигации этого вида. Эмитент – ипотечный банк BerlinHyp, объем эмиссии составил 500 млн евро. Объем подписки в четыре раза превысил объем эмиссии.

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: Reducing costs and increasing capacity for green investment while promoting greater transparency and stability in financial markets. - International Institute for Sustainable Development. February 2014. Available at: http://www.iisd.org/pdf/2014/growing_green_bonds_en.pdf.

Новизна «зеленых» облигаций обусловила отсутствие до настоящего времени единого мнения относительно их классификации по видам. Мы попытались классифицировать «зеленые» облигаций, в первую очередь, руководствуясь последними международными методологическими источниками (см. Таблицу 4).

«Зеленые» бонды различаются между собой, прежде всего, по механизмам формирования (прямая эмиссия или 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 невыплат по долговым обязательствам).

Первоначально их можно разделить на две группы:

- «зеленые» бонды прямой эмиссии (выпуску бондов не предшествовало агрегирование залоговых активов) и
- «зеленые» бонды, выпуск которых связан с применением механизмов агрегирования залоговых активов и преобразования их в долговые ценные бумаги. Поэтому эти бонды называются также секьюритизированные бонды.

В «зеленых» бондах прямой эмиссии можно выделить: обычные бонды с общим обязательством («plain vanilla») и более сложные - проектные и доходные бонды.

На начальных этапах организации рынка «зеленых» облигаций обычно выпускаются бонды с общим обязательством («plain vanilla»), 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 бонды. Проектные бонды обычно определяются как бонды с фиксированным доходом, предназначенные для частичного или полного финансирования долгового обязательства по инфраструктурным проектам.

Стандарты Базеля II определяют проектное финансирование как «метод финансирования, при котором кредитор рассматривает в первую очередь доходы, приносимые одним и тем же проектом, как в плане источника погашения, так и в плане обеспечения риска. Данный тип финансирования применяется, как правило, для крупных, сложных и дорогостоящих объектов, таких, как электростанции, химические комбинаты, шахты, транспортная инфраструктура, телекоммуникационная и природоохранная инфраструктура. Проектное финансирование может принимать форму нового капитального строительства или рефинансирования существующих объектов с улучшениями или без таковых.

В таких операциях оплата кредитору производится исключительно или почти исключительно из доходов, приносимых контрактами на продукцию, производимую данными объектами, например, электричество, продаваемое электростанцией. Заемщик, как правило, не может выполнять иные функции, кроме строительства, владения и эксплуатации объекта. Вследствие этого погашение зависит от денежных потоков проекта и от залоговой стоимости активов проекта. Напротив, если погашение требования зависит, в первую очередь, от хорошо зарекомендовавшего себя, диверсифицированного, кредитоспособного конечного пользователя, связанного договорными обязательствами, оно считается обеспеченным кредитным требованием на данного конечного пользователя.»¹⁷

¹⁷ Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы. Июнь 2004. Банк международных расчетов. Пп.221 и 222.
http://www.cbr.ru/today/ms/bn/bz_1.pdf

Доходы от реализации товаров и услуг, созданные с использованием этой инфраструктуры часто аккумулируются в специальных фондах, обеспечивающих выплату процентов и основной суммы долга по облигациям, без права регресса к балансу компании -заемщику.

«Зеленые» проектные бонды часто выпускаются для выполнения проектов в сфере генерации солнечной и ветровой энергии. Выпуск «зеленых» проектных бондов обеспечивает компании доступ к более дешевым ресурсам, чем банковский кредит. Выгода для институциональных инвесторов заключается в получении устойчивого потока выплат по проектным облигациям, соответствующих долгосрочным обязательствам инвестора.

В то же время можно выделить ряд рисков, связанные с «зеленым» проектным финансированием. Это, прежде всего, высокий риск неопределенности и нежелание инвесторов вкладывать средства на стадии строительства объекта. Кроме того, в ходе строительных работ нередко возникает риск незапланированных на момент выпуска облигаций затрат. Следует также отметить проблему резервирования (омертвления) поступлений от эмиссии облигации, обусловленную тем, что поступление средств от эмиссии не совпадает с планом-графиком их расходования.

Решение этих проблем специалисты видят в использовании облигационного финансирования не на стадии строительства инфраструктурных проектов, а на стадии введения в действие инфраструктурных мощностей, когда обеспечивается устойчивый поток доходов для выплат по облигациям. Для финансирования строительства рекомендуется использовать банковский кредит.

Разновидностью «зеленых» проектных облигаций являются «зеленые» доходные облигации. Выплаты по доходным облигациям так же, как и по проектным облигациям, осуществляются за счет реализации товаров и услуг, производимых в результате выполнения проекта. Однако в отличие от

проектных облигаций, право регресса относится только к «зеленым» активам, являющихся залоговым обеспечением и используемым в рамках «зеленого» проекта. Кредитный рейтинг по «зеленым» облигациям отличается от рейтинга других облигаций эмитента.

Доходные облигации – традиционно используемый местными органами власти в США инструмент финансирования муниципальной инфраструктуры. В то же время маркированные «зеленые» доходные облигации начали выпускаться только с 2013 г., когда правительство штата Гавайи провело эмиссию этих облигаций в целях финансирования модернизации местных электростанций. Выплаты по облигациям осуществляются за счет оплаты потребителями электроэнергии. Долг по облигациям исключен из лимита штатного долга и общих гарантий по штатному долгу. Вместо этого применяются надбавки к тарифам за электричество в качестве дополнительной платы за использование модернизированной энергосистемы.

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 долл., в развитых странах – от 1 млрд долл. В то же время стоимость типичных проектов солнечных батарей для жилых домов составляет около 27,5 тыс. долл., коммерческих зданий – 3,52 млн долл., промышленных проектов по внедрению энергосберегательного оборудования – от 1 до 11 млн долл.

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.

Основное отличие между этими облигациями связано с тем, что в первом случае обеспечивающие активы изъяты из баланса эмитента, а во втором, - сохраняются на его балансе.

Выделяют две разновидности ABS:

(1) «зеленые» бонды, выпуск которых обеспечивается как «зелеными», так и «незелеными» активами,

(2) «зеленые» бонды, выпуск которых обеспечивается только «зелеными» активами.

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), являющихся 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, так как каждый облигационный транш обеспечивается своим пулом залоговых активов, имеющим свой профиль риска. «Зеленые» проекты, в свою очередь, обеспечиваются дешевым финансированием.

В развитии рынка секьюритизированных «зеленых» облигаций особая роль принадлежит государству, обеспечивающему институциональные условия для внедрения секьюритизации (стандартизация и нормативно-правовое регулирование управления залоговыми активами), а также стимулирование кредитования «зеленых» проектов (образующих залоговые активы), потребность в котором связана с повышенным риском новых «зеленых» технологий по сравнению, например, с обычными проектами в газовой и нефтяной промышленности.

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

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

В новые классы входят:

- активы, связанные с солнечной и ветровой энергией и кредитными контрактами на финансирование этих энергетических проектов;
- кредитные контракты по проектам энергосбережения.

В 2013-2015 гг. ежегодный объем выпуска ABS в мире составлял около 5 млрд долл. и преимущественно осуществлялся в США, что обусловлено высоким качеством процедур, правил и механизмов секьюритизации.

Примером может служить выпуск облигаций ABS в США в рамках программы энергосбережения, принятой штатом Пенсильвания в 2014 г. В соответствии с этой программой местный бизнес получил доступ к дешевым бюджетным кредитам на финансирование энергосберегающих проектов.

Кредитные контракты приобретала компания Renewable Funding за счет финансовых средств штата Пенсильвания, а также коммерческий банк City. Поток денежных требований по займам аккумулировался в специальной финансовой государственной организации по энергоэффективным займам и по мере формирования необходимых для выпуска облигаций пулов залоговых активов осуществлялась эмиссия. Аналогичные «зеленые» облигации ABS были выпущены в 2014 г. в США «зеленым» банком штата Коннектикут. Они также были обеспечены залогом пулом кредитных контрактов на выполнение проектов энергосбережения.

В отличие от облигаций ABS, «зеленые» бонды с покрытием обеспечены необособленным (сохраненным на балансе эмитента) пулом активов. В случае дефолта инвесторы могут обращать свои требования как к эмитенту, так и к пулу залоговых активов (двойной регресс), что является 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. Они имеют высокую надежность погашения долга. Эта надежность закреплена международными стандартами платежеспособности Basel III (для банковской деятельности) и Solvency II (для страховых рынков). 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» ипотеки по следующему принципу: одному выпуску облигаций соответствует пул из одного вида «зеленой» ипотеки (по «зеленым» зданиям, объектам генерации солнечной и ветровой энергии).

По мнению зарубежных экспертов, «зеленым» ипотечным активам, связанным с энергосбережением и сохранением климата, характерен более низкий риск дефолта, чем традиционным ипотекам. Первые маркированные «зеленые» облигации с покрытием были выпущены в мае 2015 г. ипотечным банком BerlinHyp объемом эмиссии в 500 млн евро. При этом размер подписки в четыре раза превысил объем эмиссии.

1.6. Основные выводы и обобщения международного опыта рынка «зеленых» облигаций

1). Размытость границы между маркированными и немаркированными «зелеными» облигациями.

К середине 2015 г., по оценкам экспертов Climate Bond Initiative, в мире было проведено 407 эмиссий «зеленых» облигаций общим объемом 597,7 млрд долл., из них маркированные составили 65,9 млрд долл., но их доля неуклонно растет.¹⁸ Граница между маркированными и немаркированными определялась тем, что по маркированным облигациям все 100% поступлений от эмиссии были предназначены для финансирования «зеленых» проектов и они полностью соответствовали международным стандартам. Видимо, немаркированные «зеленые» облигации не в полной мере удовлетворяли этим требованиям.

Однако в условиях, когда отсутствует единое определение терминов («зеленые» облигации, «зеленые» проекты, «зеленое» финансирование) и продолжается работа над стандартами в этой области, представляется невозможным четко разграничить эти рыночные сегменты и иметь более достоверную информацию относительно их объемов.

2). Высокий рыночный потенциал при неоднозначности преимущества маркированных «зеленых» облигаций над обычными облигациями.

¹⁸ Bonds and Climate The state of the market in 2015, p.2

С момента выпуска первых облигаций, маркированных как «климатические» или «зеленые», неизбежно встал вопрос, есть ли какое-то принципиальное отличие этих бондов от прочих облигаций, хорошо известных на международных и национальных рынках капитала. Однозначного ответа на этот вопрос нет до сих пор, при этом обсуждение преимуществ и недостатков «зеленых» и «климатических» облигаций имеет место практически в каждом материале (отчете, аналитическом докладе, статье), посвященном «зеленой» тематике.

Отмечается, в частности, что низкая доходность этих облигаций может препятствовать росту «зеленого» финансирования, что в перспективе по мере развития рынка и появления все новых групп эмитентов рейтинги «зеленых» бондов будут снижаться, а риски для инвесторов, связанных, в частности, с проблемой неполной оценки долгосрочных рисков, напротив, возрастать. Кроме того, судить о роли и преимуществах этого инструмента по сравнению с другими облигациями не корректно пока размеры международного и национальных рынков «зеленых» бондов не достигнут определенного уровня и зрелости.

Несмотря на некоторые скептические высказывания, усиливаются аргументы в пользу особой значимости «зеленых» облигаций, отметим следующие.

Во-первых, целевой характер использования финансовых средств, собранных в результате выпуска «зеленых» («климатических») 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 направлений в определенных секторах и отраслях экономики.

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).

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. Высокое кредитное качество «зеленых» облигаций объясняется не только стандартизацией облигаций и залоговых активов (способствует снижению транзакционных издержек на этапах подготовки, проведения эмиссии и размещения облигаций), прозрачностью связи между процессом и результатами инвестирования, но также с активной поддержкой государств и международных организаций рынка «зеленых» облигаций.

В-четвертых, большинство выпусков «зеленых» бондов ориентировано на сроки более 10 лет и могут быть увязаны со сроками реализации инвестиционных проектов. Обычные облигации часто имеют короткие сроки, которые не соответствуют финансовым потребностям инфраструктурных проектов. При этом долгосрочный и устойчивый характер платежей по «зеленым» бондам делает их более привлекательными для институциональных и частных инвесторов, чем обычные облигации.

В-пятых, на фондовых биржах появились специальные «зеленые» индексы облигаций. С точки зрения участников рынка появление индекса «зеленых» облигаций является доказательством того, что эти облигации представляют собой самостоятельный инвестиционный инструмент.

И, наконец, «зеленые» облигации получили признание всех основных стейкхолдеров и участников рынка облигаций. Быстрое развитие рынков «зеленых» бондов в различных по уровню социально-экономического

развития странах является свидетельством баланса интересов основных групп интересов, которые готовы рассматривать «зеленые» бонды в качестве инструмента, соответствующего их стратегическим интересам.

На этом фоне отставание России от остального мира в развитии такого инструмента финансирования как «зеленые» облигации ведет к прямым потерям от неиспользования потенциальных возможностей этого сегмента рынка капитала в условиях жесткой конкуренции за свободные ресурсы.

1.7. «Зеленые» облигации и российская экономика

По данным Climate Bond Initiative, к середине 2015 г. международными банками были выпущены маркированные и немаркированные «зеленые» облигации в рублях на общую сумму 12 млрд долл. (примерно 2% от общемирового выпуска) для размещения на российском рынке. Что касается маркированных «зеленых» бондов, то в указанный период международными эмитентами (Всемирный Банк и ЕБРР) было осуществлено 10 выпусков номинированных в рублях облигаций на сумму более 3,9 млрд руб. (см. Таблица 5).

В ноябре 2015 г. ряд крупных российских компаний и банков – РУСАЛ, Сбербанк, Роснано, «РусГидро» и «Ингосстрах» выступили с идеей Российского партнерства за сохранение климата. Позднее эта идея была поддержана еще несколькими организациями, в числе которых Банк ВТБ, «Деловая Россия», компании «АЛРОСА», «ИК Русс-Инвест», «Экополис», Международная торговая палата в России и другие¹⁹. Участники партнерства опубликовали на своем сайте (<http://www.climatepartners.ru/>) заявление, в котором подтвердили готовность к переходу на траекторию низкоуглеродной, «зеленой» экономики и призвали российский бизнес и органы власти к активным действиям в этом направлении. В заявлении также было указано на необходимость создания сбалансированной системы

¹⁹ <http://newslab.ru/news/692693>

рыночных и фискальных инструментов, обеспечивающей экономическую эффективность инвестиций в «зеленые» технологии, как на национальном, так и на международном уровне.

Таблица 5. Выпуск маркированных «зеленых» облигаций, номинированных в рублях, млн руб.

№ п/п	Эмитент	Объем эмиссии	Дата выпуска	Дата погашения	Заключение о соответствии «третьей стороны»
1.	ЕБРР	50,0	Июль 2015	Июль 2018	CICERO *
2.	ЕБРР	60,0	Июнь 2015	Июнь 2018	CICERO
3.	ЕБРР	125,0	Апрель 2015	Апрель 2017	CICERO
4.	Всемирный Банк	529,2	Июнь 2013	Июнь 2023	CICERO
5.	Всемирный Банк	750,0	Июль 2012	Июль 2019	CICERO
6.	Всемирный Банк	350,0	Янв. 2011	Март 2017	CICERO
7.	Всемирный Банк	500,0	Дек. 2010	Март 2017	CICERO
8.	Всемирный Банк	500,0	Ноябрь 2010	Март 2017	CICERO
9.	Всемирный Банк	300,0	Ноябрь 2010	Март 2017	CICERO
10.	Всемирный Банк	750,0	Март 2010	Март 2017	CICERO
	Итого:	3 914,2			

*Center for International Climate and Environmental Research of The University of Oslo (Norway).

Источник: Climate Bond Initiative (March, 2016).

В Российской Федерации в настоящее время сложилась ситуация, когда, с одной стороны, и государство, и крупный бизнес осознают необходимость перевода национальной экономики на низкоуглеродный, устойчивый к изменению климата путь развития, но с другой стороны, источников финансирования для данного перевода явно не хватает (во многом, вследствие падения доходов российского бюджета из-за текущего кризиса). Естественно, встает вопрос о привлечении внебюджетных источников. И здесь логично было использовать механизм «зеленых» бондов для решения задач «зеленого» роста, тем более, что с принятием Федерального закона от 21.12.2013 №379 «О внесении изменений в

отдельные законодательные акты Российской Федерации» были заложены общие предпосылки для выпуска секьюритизированных облигаций.

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

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

Новый механизм финансирования может найти применение в рамках действующего концессионного законодательства, ориентированного на получение платежей с потребителей товаров и услуг, производимых в результате реализации инвестиционного проекта.

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-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-

частном партнерстве в российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Так, данный закон содержит закрытый перечень объектов соглашения о ГЧП (МЧП) (ст. 7), в который вошли 16 объектов. С точки зрения «зеленого» финансирования этот перечень важен, потому что в него вошли отрасли и сектора экономики, которые международными стандартами и принципами классифицируются как «зеленые».

Большие ожидания у российских инвесторов имеются и в связи с подготовленным и внесенным в Государственную Думу проектом федерального закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций». По мнению экспертов, данный закон будет способствовать финансированию инфраструктурных проектов не только с помощью бюджетных инвестиций и иных бюджетных средств, но и за счет использования механизмов и инструментов публичного долгового рынка, а именно инфраструктурных облигаций. В проекте закона инфраструктурные облигации определяются как облигации, эмитируемые специализированной проектной организацией с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания и (или) реконструкции инфраструктуры. В документе регулируются отношения сторон, возникающие при эмиссии и обращении инфраструктурных облигаций, устанавливаются гарантии прав и законных интересов инвесторов, регулируются вопросы мониторинга целевого характера использования финансовых средств, полученных эмитентом и др.²⁰

В то же время существующая законодательная база, даже с учетом принятых поправок, недостаточна для организации рынка «зеленых» облигаций в России. Необходима разработка нормативно-правовой и методической базы, непосредственно «заточенной» под решение задач

²⁰Малиновская О.В., Бровкина А.В. Инфраструктурные облигации – инновационный инструмент финансирования проектов государственно-частного партнерства на транспорте // Финансовая аналитика. Проблемы и решения. – 2013. - № 11. – с. 17 – 26.

«зеленого» проектного финансирования, прежде всего стандартизации «зеленых» облигаций (введение стандартов в отношении обеспечивающих активов, требований к их структуре, правил ответственного кредитования, стандартов уставных документов SPV, типовых договоров по сделкам и т.д.).

Потребуется также внести изменения в законодательство, обеспечивающие защиту прав институциональных инвесторов в «зеленые» облигации, а также возможность Пенсионного фонда России и негосударственных пенсионных фондов инвестировать в такие облигации.

«Зеленые» облигации могут стать надежным инструментом для инвестирования сбережений населения, для которых характерен относительно высокая норма и темпы роста. Только с января 2015 г. по февраль 2016 г. их объем увеличился почти на 3 трлн руб. и составил 23,3 трлн руб.²¹ Почти 85% этого ресурса хранится в банках или в виде наличности и являются огромным потенциалом для роста «зеленого» финансирования в России.

²¹ http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/urov/doc3-1-2.htm

2. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ МЕРЫ ПО ОРГАНИЗАЦИИ И РАЗВИТИЮ РЫНКА ЗЕЛЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И РОССИЯ

«Зеленые» облигации с самого начала их выпуска позиционировались не просто как новый тип облигаций, а как один из наиболее эффективных инструментов финансирования перехода глобальной и национальных экономик на низкоуглеродный, устойчивый к изменению климата путь развития. Это – долгосрочная цель, и определение направлений и способов ее решения, безусловно, является делом государства как в странах с высоким уровнем развития экономики, так и в странах с развивающейся и переходной экономикой. Соответственно, определение инструментов для достижения данной цели тоже не может осуществляться без участия государства.

Для государства прежде всего важно обеспечить «запуск» рынка «зеленых» облигаций, создав благоприятные условия для всех стейкхолдеров и участников рынка и сбалансировав их экономические интересы. Но в стратегическом плане государству еще более важно скоординировать развитие этого рынка с решением макроэкономических задач, связанных со стабилизацией финансовой системы и «зеленым» ростом.

Этап формирования рынка «зеленых» облигаций имеет исключительное значение для всех стейкхолдеров, поскольку именно на этом этапе совместными усилиями задается вектор развития рынка и механизм его взаимодействия с теми секторами и отраслями экономики, которые в первую очередь будут зависеть от «зеленых» инвестиций, в том числе и от «зеленых» бондов.

На этапе развития «зеленого» рынка государство активно поддерживает его рост, в частности, по причине, что многие проекты «зеленого» инвестирования осуществляются на принципах государственно-частного партнерства (ГЧП). Не редко государство выступает инициатором крупных эмиссий либо гарантом по «зеленым» бондам.

Для развития рынка «зеленых» облигаций как в национальном, так и глобальном масштабе, исключительно важную роль играет международное сотрудничество, прежде всего, с целью выработки международных стандартов, которые были бы признаны участниками национальных рынков «зеленых» облигаций.

Для эмитентов «зеленых» бондов наличие общепринятых стандартов означает снижение затрат на подготовку выпуска и размещение бондов, в частности, на подтверждение «зеленого» характера облигаций. Кроме того, соответствие общепринятым стандартам позволяет эмитентам рассчитывать на более высокие кредитные рейтинги облигаций и удешевление заимствования.

Для инвесторов соответствие «зеленых» облигаций международным стандартам существенно снижает риски неплатежей. Примечательно, что именно институциональные инвесторы (крупные страховые и пенсионные фонды, разнообразные инвестиционные компании) проявили наибольшую активность в формировании международных рабочих органов по разработке стандартов «зеленых» бондов.

2.1. Основные направления государственной поддержки рынка «зеленых» облигаций

Как показало исследование «Развитие финансовой системы с учетом устойчивого развития», проведенное специалистами Инициативы Программы ООН по окружающей среде, во многих странах продолжается «тихая революция», выражающаяся в том, что финансовые лидеры и регулирующие органы предпринимают шаги по интеграции внедрения модели устойчивого развития в современные финансовые системы, соответствующие реалиям XXI века.²² При этом государственные меры по содействию организации и развитию рынка «зеленых» облигаций, наряду с

²² The Financial System We Need. The UNEP Inquiry Report. Aligning the Financial System with Sustainable Development. October, 2015

государственным регулированием и поддержкой банковской системы, системы страхования, рынка акций, институциональных инвестиций, являются одним из главных рычагов, обеспечивающих устойчивость финансовой системы и переход к «зеленому» росту.

В целях оказания содействия органам государственной власти в разработке мер стимулирования рынка «зеленых» облигаций в рамках Программы ООН по окружающей среде было также подготовлено Руководство по «зеленым» облигациям²³, которое, как отметил председатель попечительского совета Climate Bond Initiative Ш. Кидней (S. Kidney), поможет им в реализации национальных вкладов в глобальные климатические действия.²⁴

В этом документе конкретизируются инструменты государственной политики и даются рекомендации по выработке мер государственной поддержки. Отмечается, что государственная поддержка рынка «зеленых» облигаций не требует выработки каких-либо специальных мер, отличных от широко практикуемых мер стимулирования обращения обычных облигаций. Поэтому в экономически развитых странах эта задача существенно облегчена, по сравнению с развивающимися странами, в которых эти механизмы финансирования еще находятся в зачаточном состоянии. В то же время как в развитых, так и развивающихся странах «зеленое» финансирование требует применения концентрированных мер государственной поддержки и тесной связи с проектами, что обусловлено задачами перенаправления капитала в «зеленые» проекты и климатически устойчивое развитие.

Учитывая, что на различных этапах - организация и развитие рынка «зеленых» облигаций - роль государства проявляется по-разному, в

²³ Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds. Consultation Paper. Руководство представлено на 21-ой сессии Конвенции сторон Рамочной конвенции об изменении климата ООН, 30.11-11.12. 2015 г., г. Париж

²⁴ ВЭБ. Банк развития, Департамент стратегического развития, Ежеквартальный бюллетень №9 2016, стр.14

настоящем исследовании мы сначала рассматриваем меры, предпринимаемые государством, в процессе становления этого рынка, а затем – в его развитии.

2.2. Государственные меры по организации рынка «зеленый» облигаций

В странах, прежде всего развивающихся, первым важным шагом в организации рынка «зеленый» облигаций является формирование институциональных и организационных предпосылок.

Эти меры, в частности, включают разработку отраслевой политики «зеленой» экономики (на транспорте, в энергетике, использовании водных ресурсов и др. направлениях) и четкое определение полномочий органов власти по организации рынка «зеленых» облигаций. Формируются общие условия функционирования и финансирования ГЧП на основе «зеленых» облигаций, разрабатываются стандарты «зеленых» облигаций и нормативная правовая база эмиссии разных видов «зеленых» облигаций.

В этих целях особенно важным является разработка национальных руководств и стандартов в отношении «зеленых» облигаций и «зеленых» проектов. Большое значение имеет также разработка показателей результатов инвестирования в реализацию проектов. В этом заинтересованы как органы государственной власти, в полномочия которых входят вопросы организации и развития рынка «зеленых» облигаций, так и инвесторы, стремящиеся не допускать «зеленой отмывки» («greenwashing») – намеренного введения в заблуждение инвесторов и органов власти относительно использования средств эмиссии.

Государственные правила, стандарты «зеленых» облигаций, стандарты отчетности, бухгалтерского учета позволяют значительно сократить транзакционные издержки для инвесторов по проверке облигационного выпуска на «greenwashing».

Одновременно в рамках регуляторов банковской деятельности и рынка ценных бумаг формируются структурные подразделения по развитию рынка «зеленых» облигаций. Создаются объединения (платформы) разных участников рынка «зеленых» облигаций (банки развития, финансовые органы, корпорации, инвестиционные фонды) для согласования и координации действий в сфере «зеленого» финансирования.

На этапе формирования рынка «зеленых» облигаций важным моментом является осуществление национальными (муниципальными) органами власти так называемых стратегических выпусков «зеленых» облигаций, демонстрирующих привлекательность этого механизма финансирования как для инвесторов, так и эмитентов и обеспечивающих толчок в развитии этого рынка. Подробнее государственные меры по организации рынка «зеленый» облигаций рассмотрены в Таблице 6.

Таблица 6. Государственные меры по организации рынка «зеленый» облигаций

Перечень основных мер	Описание	Примеры
Разработка концепций отраслевых стратегий и планов действий органов власти по «зеленому» финансированию	Содержат цели, перечень «зеленых» секторов, основные механизмы «зеленого» финансирования, в том на основе выпуска «зеленых» бондов	В 2013-2015 гг. в Китае в рамках проекта «Озеленение финансовой системы» подготовлен ряд докладов, содержащих рекомендации и «дорожную» карту по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций (подробнее см. Приложение 1).
Формирование комитетов по развитию рынка «зеленых» облигаций	В функции входит анализ действующей практики, разработка рекомендаций и межведомственная координация	Комитеты по развитию рынков «зеленых» облигаций созданы в Китае, Мексике, Бразилии, Турции, Индии, Канаде, на субнациональном уровне - в Калифорния (США)
Разработка национальных руководств и стандартов по «зеленым» облигациям и «зеленым» проектам, стандартов отчетности, бухгалтерского учета при использовании	Разрабатываются на основе международных стандартов и Принципов «зеленых» облигаций.	Руководство по «зеленым» облигациям принято в Китае. Аналогичное руководство разрабатывается Управлением по ценным бумагам и валюте в Индии.

механизмов «зеленого» финансирования		
Разработка перечня стратегических проектов	Соответствует принятым стратегическим целям «зеленого» финансирования	Перечни стратегических проектов зеленого финансирования приняты в Кении и Китае.
Обеспечение доступа к информации о «зеленом» финансировании	Содержит полезную для эмитентов и инвесторов информацию о потоке проектов, условиях выпуска и обращения бондов, образцы стандартных контрактов и др.	В целях расширения допуска к информации и максимизации участия инвесторов в финансировании проектов Европейская комиссия создала специальный сайт, связанный с европейскими структурными и инвестиционными фондами
Создание коалиций (платформ) участников рынка «зеленых» облигаций	Координируют действия и обеспечивают согласование интересов ключевых стейкхолдеров и участников рынка, в том числе по вопросам интеграции инструментов «зеленого» финансирования в национальные финансовые системы с целью обеспечения устойчивого развития.	В 2015 г. сформирована Коалиция инвестиций в «зеленую» инфраструктуру (Green Infrastructure Investment Coalition). Статус организаторов Коалиции получили Climate Bond Initiative, PRI ²⁵ , UNEP Inquiry ²⁶ , ICMIF ²⁷ . В коалицию входят органы государственной власти, институциональные инвесторы, банки развития. Обеспечивается их диалог, анализируются барьеры на пути этих инвестиций и возможности их устранения, определяются инструменты рынка капитала, способствующие инвестициям.
Осуществление так называемых стратегических выпусков облигаций (национальных, муниципальных, банков развития)	Способствует формированию потока проектов на новом рынке, повышает заинтересованность инвесторов, создает благоприятный инвестиционный климат для развития рынка	Опыт стратегических выпусков городских и муниципальных «зеленых» облигаций имеют США, страны Западной Европы и ЮАР. В ЮАР первые городские «зеленые» облигации были выпущены Йоханнесбургом в 2014 г. в объеме 1,5 млрд. ранд (139 млн долл.) на 10 лет, рейтинг «BBB» муниципалитета. Подписка в 1,5 раза превысила объем выпуска. Поступления использованы на цели финансирования проектов солнечной и биоэнергетики, а также

²⁵ PRI (Principles for Responsible Investments) – международная организация, объединяющая инвестиционные компании, в управлении которых находятся активы на сумму 60 трлн долл. США.

²⁶ Онлайн-инструмент Программы ООН по окружающей среде. Используется для координации усилий регуляторов, центральных банков, государственных органов и институциональных инвесторов в области интеграции страновых и региональных финансовых систем с целями устойчивого развития.

²⁷ ICMIF – The International Cooperative and Mutual Insurance Federation – международная федерация, объединяющая крупные страховые компании, в управлении которых находятся активы на сумму 9 трлн долл. США.

		гибридных автобусов.
Создание государственной службы сертификации «зеленых» облигаций	Организует и осуществляет сертификацию, подтверждение аутентичности предполагаемых к выпуску «зеленых» облигаций и контроль за деятельностью независимых инспекций по оценке эмиссии «зеленых» облигаций.	Китай, Индия, Бразилия
Формирование сети независимых инспекций, выступающих в качестве «третьей стороны» по оценке эмиссии «зеленых» облигаций.	Предоставление экспертных заключений о соответствии выпускаемых облигаций международным и национальным стандартам	Китай, Индия, Бразилия

Источник: подготовлено авторами по материалам Climate Bonds Initiative.

Одна из наиболее сложных проблем, с которой сталкиваются страны на этапе организации рынка «зеленых» облигаций, – согласование национальных стандартов «зеленого» финансирования с международными стандартами «климатических» облигаций и Принципами «зеленых» облигаций.

Это связано с тем, что в ряде стран, прежде всего развивающихся, при разработке национальных «зеленых» стандартов делается попытка расширительной трактовки сферы «зеленой» экономики: включение направлений финансирования (проекты атомной энергетики, «чистых» технологий в добыче и переработке минерального топлива и др.), которые в международных стандартах не рассматриваются в качестве «зеленых». В Китае, например, выпускаются «зеленые» бонды для финансирования проектов «чистой» угледобычи²⁸. В Бразилии на основе эмиссии «зеленых» облигаций Всемирного банка реализуются проекты по захоронению отходов, которые находятся в «серой» зоне между «зелеными» и «грязными»

²⁸ Chaoni Huang “From green bonds to green boom: What China’s new green bond rules mean for sustainable investment” <http://www.trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines>

технологиями, хотя в целом эти проекты приводят к снижению загрязняющих выбросов в атмосферу.²⁹

Как отмечают зарубежные специалисты, попытки учета в национальных «зеленых» стандартах особенностей экономики различных стран могут привести к ухудшению доступа на международные рынки капитала и снизить заинтересованность иностранных инвесторов в покупке не соответствующих международным стандартам «зеленых» бондов. Признавая недопустимость фрагментации «зеленых» стандартов по отдельным странам, в Европейском Союзе признано необходимым гармонизировать эти стандарты.

Таким образом, на этапе формирования рынка государство выступает и катализатором, и координатором его создания, обеспечивая необходимые и выгодные для всех участников условия для целевого использования генерируемых денежных потоков. В этом смысле деятельность государства ни в коей мере не следует рассматривать как создание альтернативных рыночных механизмов и источников «зеленого» финансирования.

2.3. Государственные меры по развитию рынка «зеленых» облигаций

Развитие рынка «зеленых» облигаций, как и процесс его становления, требует активного государственного участия, которое направлено на снятие барьеров, сдерживающих рост инвестиций в «зеленые» облигации.

Такими барьерами являются, в частности, новизна рынка «зеленых» облигаций, недостаточное понимание инвесторами и эмитентами характеристик риска (неполный учет экологических рисков) и доходности этих облигаций, отсутствие длинных статистических рядов и показателей результатов инвестирования в «зеленые» проекты, что приводит к низким кредитным рейтингам и незаинтересованности инвесторов в финансировании «зеленых» проектов. С другой стороны, в настоящее время недооценивается

²⁹ Там же

риск инвестирования в «грязные» технологии, который повышается с переходом в мире к «чистым» технологиям.

Нередким является нежелание инвесторов вкладывать средства на стадии строительства объектов «зеленой» инфраструктуры, что связано с высокими рисками неопределенности реализации проекта, возникновения у исполнителя проекта непредусмотренных на момент эмиссии затрат и дополнительных затрат, связанных с резервированием средств от эмиссии, расходование которых осуществляется по графику строительства и не совпадает со временем поступления.

По этой причине выпуск проектных «зеленых» облигаций целесообразно осуществлять на стадии, когда инфраструктурный проект сделан и началось производство товаров и услуг, которое обеспечивает устойчивый поток доходов для выплаты по облигациям. В этом случае эмиссия «зеленых» облигаций используется как механизм рефинансирования краткосрочной задолженности по банковскому кредиту, взятому на строительство.

Еще одна проблема «зеленого» финансирования – это относительно небольшие размеры многих «зеленых» проектов, что делает экономически неэффективным выпуск и вложение средств в облигации³⁰ и обуславливает необходимость проведения агрегирования залоговых активов отдельных проектов и секьюритизации (преобразование в облигации). При этом на практике поддержание высокого кредитного рейтинга секьюритизированных облигаций может быть более сложной задачей, чем простых «зеленых» облигаций.

Кроме того, для многих видов «зеленых» облигаций (сложноструктурированные облигации) риски выплат по облигациям

³⁰ Обычные объемы эмиссии облигаций составляют в настоящее время в среднем от 200 млн долл., в развитых странах – от 1 млрд долл. В то же время стоимость типичных проектов солнечных батарей для жилых домов составляет около 27,5 тыс. долл., коммерческих зданий – 3,52 млн долл., промышленных проектов по внедрению энергосберегательного оборудования – от 1 до 11 млн долл.

непосредственно связаны с успешной реализацией проекта, созданием устойчивого в будущем потока доходов от продажи товаров и услуг. Обеспечение стабильности выплат по облигационному долгу нередко требует также государственного вмешательства.

Государственные меры по развитию рынка «зеленых» облигаций можно условно разделить на меры стимулирования предложения капитала (инвесторов) и меры стимулирования спроса на капитал (эмитентов).

К мерам стимулирования предложения капитала можно, прежде всего, отнести: 1) разработку инструментов агрегирования «зеленых» залоговых активов и структурирования рисков выплат по облигационному долгу (стандартизация залоговых контрактов, секьюритизация и создание специальных финансовых организаций (SPV)); 2) применение механизмов повышения кредитного качества «зеленых» облигаций; 3) налоговые льготы и стимулы для инвесторов в «зеленые» облигации; 4) специальные меры стимулирования институциональных инвесторов, иностранных инвесторов в «зеленые» облигации; 5) регламентирование и контроль за деятельностью рейтинговых агентств, включая разработку рекомендаций по проведению рейтинговой оценки «зеленых» проектов и облигаций.

Переход от более простых («зеленые» облигации с общим обеспечением, проектные облигации) к более сложным секьюритизированным облигациям ставит задачи разработки стандартов «зеленых» залоговых контрактов (денежные требования, кредиты, лизинг, ипотека).

Следующим важным шагом является формирование специальных организаций (SPV), обеспечивающих хранение, агрегирование стандартизированных контрактов, а также эмиссию «зеленых» облигаций.

Государство может способствовать стандартизации контрактов, осуществляя кредитование «зеленых» залоговых контрактов по пониженным ставкам. Так, муниципальный банк Норвегии с 2010 г. предлагает более

низкие ставки кредита по сделкам со стандартизированными контрактами, связанными с реализацией «зеленых» проектов.

Таблица 7. Инструменты повышения кредитного качества «зеленых» облигаций

Инструменты	Описание	Примеры
Частичные гарантии	Предоставляются на стадии выпуска «зеленых» облигаций. Может быть предоставлены: собственный кредитного рейтинга, частичные гарантии по выплате задолженности и др.	Корпорация частных зарубежных инвестиций (США) ³¹ с 2014 г. предоставляет гарантии в виде сертификатов участия в целях стимулирования вложений в «зеленые» облигации
Субординированный долг (принятие органами власти позиции второй очереди по выплатам долга)	Государственная организация может инвестировать в проект, принимая на себя риски первых потерь от неплатежей. В результате институциональные инвесторы не несут эти риски. Задолженность им погашается в первую очередь, что способствует повышению кредитного качества «зеленых» облигаций	Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) в рамках Инициативы по проектным бондам ³² принимает на себя риски первых потерь от неплатежей по облигациям, выпущенных для финансирования крупных инвестиционных проектов, в том числе в «зеленых» отраслях
Специальное страхование	Обеспечивает выплату процента и основной суммы долга в случае дефолта	Инструмент находится в стадии разработки в рамках Инициативы финансирования устойчивого роста. ³³
Страхование политического риска	При выпуске облигаций органы власти могут обещать оказывать поддержку реализации «зеленого» проекта. Данный вид страхования снижает риск невыполнения обещаний, данных на этапе эмиссии.	Корпорация частных зарубежных инвестиций (США) осуществляет страхование риска прекращения государственной поддержки тарифов на возобновляемую энергию

Источник: подготовлено авторами по материалам Climate Bonds Initiative.

³¹ Overseas Private Investment Corporation, OPIC – агентство при правительстве США, целью которого является оказание содействие американскому бизнесу в осуществлении зарубежных инвестиций путем предоставления гарантий и кредитов.

³² The Europe 2020 Project Bond Initiative – совместная программа ЕС и ЕИБ, направленная на повышение роли рынков капитала в финансировании крупных европейских инфраструктурных проектов в сфере энергетики, транспорта и информационных технологий. Начала реализовываться в 2012 г.

³³ Finance for Resilience – международная некоммерческая организация, основанная в 2013 г. с целью оказания содействия компаниям частного сектора в переводе бизнеса на низкоуглеродный, устойчивый к изменению климата путь развития (<http://www.financeforresilience.com>).

Для повышения кредитного качества «зеленых» облигаций могут применяться такие широко распространенные инструменты, как частичные гарантии, субординированный долг и страхование (см. Таблицу 7 выше).

Государство может способствовать повышению кредитного рейтинга, абсорбируя часть кредитного риска, путем субсидирования процентной ставки по кредитам, используемым для формирования залоговых контрактов. Как отмечают специалисты, эти меры могут быть более эффективными, чем прямые субсидии на реализацию «зеленых» инфраструктурных проектов, так как затраты государства частично возмещаются исполнителем «зеленого» проекта за счет поступления доходов от его реализации.

В настоящее время Корпорация частных зарубежных инвестиций (агентство при правительстве США) является единственным в мире институтом развития, который предлагает специальную программу повышения кредитного рейтинга «зеленых» проектов. При выработке государственных мер поддержки кредитного рейтинга важно иметь в виду, что снижение риска неизбежно ведет к снижению доходности облигаций. Поэтому такие государственные меры должны носить дозированный характер, сохраняя баланс между риском и доходностью вложений в «зеленые» облигации.

Задача повышения доходности облигаций обычно решается с помощью налоговых льгот и стимулов, которые предоставляются инвесторам в ценные бумаги, в том числе на рынке «зеленых» бондов. Кроме того, расширяется практика применения специальных налоговых льгот и стимулов для инвесторов в «зеленые» облигации. Примеры налоговых льгот для инвесторов в «зеленые облигации» приведены в Таблице 8.

В США, помимо налоговых стимулов, которыми охвачены (80%) муниципальные бонды, общей стоимостью 3,7 трлн долл., с 2009 г. используется дополнительное налоговое стимулирование бондов, выпущенных в рамках федеральных программ, поступления от которых

направляются на финансирование энергосбережения в «зеленые» здания и возобновляемые источники энергии, общественный транспорт.

Таблица 8. Примеры налоговых льгот для инвесторов в ценные бумаги, в том числе «зеленые» облигации

Страна	Вид облигаций	Степень освобождения от налогообложения	Получатель льготы	Описание
Чили	Все виды	Полное	Иностранные институциональные инвесторы	Доходы по облигациям иностранных институциональных инвесторов не облагаются налогом на доходы.
Индия	Муниципальные облигации и отдельные виды корпоративных облигаций госпредприятий	Полное	Инвесторы	Доходы по муниципальным облигациям, а также облигациям государственных корпораций не облагаются налогом на доходы
США	Муниципальные облигации	Полное	Инвесторы	Более 80% муниципальных облигаций не облагаются налогом на доходы
США	Муниципальные облигации, выпущенные для финансирования проектов по энергосбережению и генерации возобновляемой энергии	Частичное	Инвесторы	Облигации в отношении проектов по энергосбережению и генерации возобновляемой энергии пользуются специальной налоговой льготой по налогам на доходы
Бразилия	Инфраструктурные облигации	Полное	Инвесторы	Налоговые льготы имеют облигации, выпущенные для финансирования крупных инфраструктурных проектов и в ветровой энергетике.

Источник: подготовлено авторами по материалам Climate Bonds Initiative.

В Китае в 2015 г. специально для «зеленых» облигаций разработаны налоговые льготы сроком на 3 – 5 лет в форме налоговых освобождений институциональных инвесторов, которые смогут их трактовать как казначейские инвестиции. По оценкам экспертов, это может сократить затраты инвесторов на 20%.

Государство может способствовать росту инвестиций в «зеленые» облигации, стимулируя их приобретение национальными резервными фондами, пенсионными фондами, национальными банками развития, а также создавая специальные инвестиционные фонды «зеленой» инфраструктуры. Так, в Танзании с 2012 г. пенсионным фондам разрешено до 25% стоимости портфеля инвестировать в инфраструктурные инструменты, в том числе в «зеленые» облигации. В Норвегии государственный Пенсионный фонд Global, аккумулирующий доходы от добычи нефти и газа, официально заявил, что он инвестирует в «зеленые» облигации, что послужило сигналом к приобретению «зеленых» облигаций частными инвесторами.

К мерам стимулирования спроса на капитал (эмитентов) относятся инструменты повышения привлекательности использования «зеленых» облигаций - это меры по удешевлению капитала и привязке срочности облигаций к продолжительности «зеленого» проекта.

Такие меры включают, в частности:

- создание государственных фондов поддержки (гарантий) и инвестирования в «зеленые» облигации (высокий государственный спрос приводит к снижению стоимости привлечения заемного капитала);
- предоставление налоговых льгот и стимулов при осуществлении эмиссии облигаций и по доходам от реализации «зеленых» проектов;
- государственная поддержка тарифов и цен на услуги, производимые по «зеленым» проектам;
- меры по удешевлению банковского кредита, используемого при проведении операций с «зелеными» бондами (одновременно снижается доступность капитала для проектов «грязных» технологий).

Сокращение затрат на привлечение капитала под «зеленые» проекты, особенно затрат, связанных с управлением долгом, является критически важным в мобилизации «зеленых» инвестиций на цели «зеленого» роста. Одним из механизмов, способствующим этому сокращению, является

создание государственных фондов поддержки «зеленых» инвестиций (для прямых вложений и государственных гарантий). Государственная поддержка при этом может предоставляться на условиях выпуска «зеленых» облигаций на срок, связанный с продолжительностью реализации «зеленого» проекта. Такие фонды уже создаются или предполагаются к созданию в ряде стран (например, в Китае).

Снижению стоимости заемного капитала способствует также предоставление налоговых льгот и стимулов при осуществлении эмиссии облигаций и по доходам от реализации «зеленых» проектов. Например, в Малайзии применяются налоговые льготы для эмитентов секьюритизированных бондов: эмитент вычитает эмиссионные расходы из налогооблагаемой базы налога на доходы.

В Нидерландах компании, реализующие «зеленые» проекты, пользуются освобождением от налога на прирост капитала и сокращенным налогом на доходы.

В некоторых странах (США) наряду с освобождением (частичным или полным) от налога процентов по бондам, могут выпускаться бонды с налоговым кредитом для инвесторов. Эта льгота дает возможность держателю облигации при расчете своего подоходного налога пользоваться налоговой скидкой в размере до 100% величины процента по облигациям и может быть более выгодной, чем освобождение от налога процентного дохода. При этом эмитент получает возможность не выплачивать проценты по своим облигациям, что приводит к удешевлению заимствования.

Предполагается, что эффективность налоговых стимулов, предоставляемых эмитентам, может быть существенно повышена, если ее размер будет привязан к показателям результатов реализации «зеленых» проектов.

К популярным мерам государственной поддержки инфраструктурных проектов относится также меры по государственному регулированию

тарифов и цен на услуги, производимых в рамках этих проектов. При этом на этапе эмиссии «зеленых» облигаций органы власти принимают на себя обязательства поддерживать определенный уровень тарифов и цен на услуги в период погашения обязательств по облигациям. Эта мера позволяет снизить доходность облигаций и затраты заемщиков. Например, в Колумбии в рамках программы по развитию платных автомобильных дорог правительство осуществляет меры по обеспечению устойчивости денежных поступлений.³⁴

Важными мерами поддержки рынка «зеленых» облигаций являются меры по снижению стоимости банковского кредита, применяемого в операциях с «зелеными» облигациями. В ряде стран все шире используются экологические критерии в регулировании банковских резервов и требований к капиталу, способствующие удешевлению «зеленого» заимствования и одновременному сокращению доступа к кредиту «грязных» технологий.

Так, Центральный банк Китая не включает в расчет одного из показателей ликвидности банков (коэффициента, устанавливающего соотношение объемов кредитов и депозитов) кредиты, связанные с операциями по «зеленым» бондам. Для банков, кредитующих приобретение «зеленых» бондов, эти кредиты имеют преференциальные веса при расчете достаточности собственного капитала.

В Бангладеш Центральный банк предоставляет льготное рефинансирование кредитов на выполнение проектов по возобновляемым источникам энергии. Этот банк стал первым, который в 2015 г. заявил о том, что часть своих резервов будет держать в «зеленых» облигациях, эмитентами которых выступают международные финансовые организации.

³⁴ Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds. Consultation Paper, p.46.

2.4. Обобщение международного опыта государственной поддержки рынка «зеленых» облигаций

Как показал анализ международной практики государственной поддержки рынка «зеленых» облигаций, в мире началась тенденция перемещения потока частного капитала от «коричневых» к «чистым» («зеленым») технологиям. Однако без вмешательства государства этот процесс не обеспечит в приемлемые сроки адекватный для решения задач устойчивого роста объем инвестиций. При этом государство должно сыграть роль катализатора, а не альтернативного источника зеленого финансирования.

Повестка дня государственных органов по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций, по мнению Climate Bonds Initiative (CBI), должна включить следующие 10 пунктов³⁵:

1. осуществление стратегических выпусков «зеленых» облигаций государственными организациями. Эмиссия международными финансовыми организациями и банками развития уже дала толчок для формирования рынка «зеленых» бондов в ряде стран;

2. обеспечение прозрачного планирования и формирование портфеля «зеленых» проектов. Дает возможность органам власти, эмитентам и инвесторам своевременно осуществлять финансовое и бизнес-планирование, накапливать необходимый опыт в новых направлениях «зеленого» инвестирования;

3. применение механизмов повышения кредитного качества (частичные гарантии, субординированный долг и страхование), что обеспечивает улучшение профиля рисков «зеленых» облигаций;

4. применение налоговых льгот и стимулов. Должно носить селективный характер, соответствовать кредитным потребностям

³⁵ So what's next? How to grow green bond markets around the world. <http://www.climatebonds.net/files/files/10%20point%20policy%20guide.pdf>

институциональных инвесторов, быть привязанными к особенностям национальных или региональных рынков «зеленых» облигаций;

5. стимулирование спроса на «зеленые» облигации, в том числе государственных фондов;

6. использование возможностей центрального банка для стимулирования спроса на «зеленые» облигации (в том числе, в рамках мер по смягчению денежно-кредитной политики, операций по повышению ликвидности и иных механизмов);

7. развитие стандартизации в сфере «зеленого» финансирования, включая: выработка единых определений и стандартов, организация процессов сертификации, проверки и подтверждения аутентичности облигаций. Внедрение этих процессов на практике направлено на обеспечение целостности рынка «зеленых» облигаций;

8. формирование инструментов агрегирования и секьюритизации «зеленых» активов (в том числе, разработка стандартных залоговых контрактов, формирование специальных финансовых организаций);

9. разработка и реализация мер финансового регулирования рынка «зеленых» облигаций. Преференциальные меры государственного финансового регулирования рынка «зеленых» бондов ни в коем случае не должны противоречить другим регуляторным мерам, направленным на повышение стабильности финансовой системы;

10. международное финансовое сотрудничество, в частности взаимное принятие различными странами стандартов в области «зеленых» стандартов, что способствует формированию и стабильному развитию глобального рынка «зеленых» облигаций.

Таким образом, в мире накоплен значительный арсенал инструментов государственной поддержки развития рынков «зеленых» облигаций, конкретный выбор которых определяется странами в зависимости от принятой политики по «озеленению» экономики и финансов. В целом они

направлены прежде всего на снятие барьеров, препятствующих устойчивому развитию этих рынков. При этом государство стремится, с одной стороны, обеспечить безболезненную и эффективную интеграцию рынка «зеленых» бондов в финансовую систему, а с другой стороны, увязать интересы участников рынка с макроэкономическими задачами по переходу экономики на путь низкоуглеродного и устойчивого к изменению климата развития.

2.5. Анализ российского подхода к осуществлению государственной поддержки «зеленого» финансирования

В рамках группы G20 Российская Федерация активно сотрудничает с другими участниками в поиске решений вопросов мобилизации частного капитала для «зеленых» инвестиций, в том числе на основе организации и развития рынка «зеленых» облигаций.³⁶ К настоящему моменту в значительной мере сформированы условия для «запуска» этого рынка.

2.1. Формирование институциональных и организационных предпосылок рынка «зеленых» облигаций

В России приняты и реализуются основные стратегические документы, устанавливающие приоритеты государственной политики и определяющие роль финансового рынка и его инструментов в процессе перехода экономики к «зеленому» росту. Так, в Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. №1662-р) перечислены следующие направления перехода к инновационному социально ориентированному типу экономического развития, связанные с «зеленым» финансированием:

³⁶ В рамках «группы 20» была создана исследовательская группа по «зеленому» финансированию, которой на основе опыта стран предстоит проанализировать варианты улучшения возможностей финансовой системы по мобилизации частного капитала для зеленых инвестиций. Источник: Коммюнике встречи министров финансов и управляющих центральными банками стран «группы 20» 26-27 февраля 2016 г. Шанхай (Китай)// Финансы №3, 2016, стр.32

- развитие человеческого потенциала России (в качестве одного из результатов называется улучшение качества окружающей среды и экологических условий жизни);

- закрепление и расширение глобальных конкурентных преимуществ России в традиционных сферах (энергетика, транспорт, аграрный сектор, переработка природных ресурсов), в том числе завоевание лидирующих позиций в развитии возобновляемых источников энергии и внедрение в промышленных масштабах экологически чистых технологий производства энергии.

В Концепцию также включен раздел «Экологическая безопасность экономики и экология человека», в котором выделены три направления обеспечения экологической безопасности экономического развития и улучшения экологической среды жизни человека.

Первое направление - экология производства - поэтапное сокращение уровней воздействия на окружающую среду всех антропогенных источников.

Второе направление - экология человека - создание экологически безопасной и комфортной обстановки в местах проживания населения, его работы и отдыха.

Третье направление - экологический бизнес - создание эффективного экологического сектора экономики.

В документе отмечается, что обеспечение экологической эффективности экономики является не только особым направлением деятельности бизнеса и экономической политики, но и общей характеристикой инновационного развития экономики, тесно связанной с повышением эффективности ресурсопотребления.

В «Основах государственной политики в области экологического развития Российской Федерации на период до 2030 года» (утверждены Президентом РФ 30 апреля 2012 г.) в качестве стратегической цели государственной политики в области экологического развития заявлено

«решение социально-экономических задач, обеспечивающих экологически ориентированный рост экономики, сохранение благоприятной окружающей среды, биологического разнообразия и природных ресурсов для удовлетворения потребностей нынешнего и будущих поколений, реализации права каждого человека на благоприятную окружающую среду, укрепления правопорядка в области охраны окружающей среды и обеспечения экологической безопасности». Согласно данному документу достижение этой цели обеспечивается, в частности, посредством внедрения экологически эффективных инновационных технологий, развития экономического регулирования и рыночных инструментов охраны окружающей среды.

Одновременно в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. N 2043-р) в качестве одной из задач было выделено развитие рыночных инструментов мобилизации частного капитала на финансирование инфраструктурных проектов по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и социальной инфраструктуры. Предлагается предусмотреть меры, направленные на стимулирование инвестирования в инфраструктурные облигации, обеспечение защиты прав владельцев инфраструктурных облигаций, а также возможность инвестирования в такие облигации средств кредитных организаций, пенсионных накоплений, в том числе аккумулируемых Пенсионным фондом Российской Федерации, пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Как отмечается в Стратегии, указанная мера позволит привлечь инвестиции для финансирования инфраструктурных проектов и одновременно расширить перечень объектов для инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов.

В Стратегии был также поставлен вопрос о переходе от принципов отраслевого (функционального) регулирования финансового рынка к принципам государственного регулирования рисков, возникающих на финансовом рынке (рисков финансовой устойчивости, недобросовестной деятельности и нарушения прав инвесторов и участников рынка).

Отмечается, что для повышения эффективности системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг необходимо:

- создать систему публичного раскрытия информации организациями, оказывающими розничные услуги на финансовых рынках;

- продолжить работу по использованию современных информационных технологий для повышения эффективности сбора, обработки, анализа и публичного раскрытия информации эмитентами и другими участниками финансового рынка, а также для обеспечения доступа всех заинтересованных лиц к базам данных, содержащим раскрываемую информацию;

- обеспечить правовую основу деятельности рейтинговых агентств, а также предусмотреть более широкие возможности использования рейтингов при осуществлении регулирования деятельности финансовых посредников и управляющих компаний.

В соответствии с принятыми стратегическими документами были внесены существенные поправки в законодательную и методическую базу, направленные на стимулирование предприятий к внедрению так называемых наилучших доступных технологий (НДТ) и введение жестких экологических стандартов, развитие ГЧП и облигационных инструментов финансирования, а также в систему мониторинга, отчетности и проверки объема выбросов парниковых газов.³⁷

³⁷ Федеральный закон от 21.12.2013 №379 «О внесении изменения в отдельные законодательные акты Российской Федерации»; 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»; Приказ Министерства природных ресурсов и экологии РФ от 30 июня 2015 г. N 300 "Об утверждении методических указаний и руководства по количественному определению объема выбросов парниковых газов организациями, осуществляющими хозяйственную и иную деятельность в Российской Федерации"; Приказ Министерства экономического

Безусловно, все эти меры нормативно-правового регулирования важны для перехода к «зеленому» росту и мобилизации в этих целях частного капитала. Вместе с тем, они фрагментарны, недостаточны и не акцентированы на целях и механизмах «зеленого» финансирования.

«Зеленое» финансирование в России пока находится на стадии своего становления. На данный момент отсутствуют общепринятые и законодательно закреплённые определения «зеленых» инвестиций, критерии отнесения проектов к категории «зеленых» и эффективная система контроля за соблюдением финансовыми организациями социально-экологических стандартов на практике.

В России имеется успешный опыт разработки отраслевых «зеленых» стандартов деятельности (например, в области энергосбережения и энергоэффективности, строительстве, где действует система добровольной сертификации объектов недвижимости «Зеленые стандарты»). Данный опыт может помочь в подготовке национальных стандартов «зеленых» облигаций. Крайне желательно, чтобы эти стандарты соответствовали действующим международным стандартам, разработанным Climate Bonds Initiative, и Принципам «зеленых» облигаций (Green Bond Principles).

В России также существует ряд государственных организаций, способных стать основой системы сертификации, проверки и подтверждения аутентичности облигаций: Российское энергетическое агентство, которое в рамках своих задач может проверять программы и проекты в области энергосбережения и повышения энергоэффективности; различные системы добровольной сертификации и др. организации, осуществляющие свою деятельность в целях улучшения окружающей среды.

Возможно применение опыта ряда зарубежных стран в части привлечения к проверке соответствия эмиссии облигаций стандартам «зеленых» облигаций кредитных рейтинговых агентств.

Не следует также забывать, что в Российской Федерации уже сформирован и успешно функционирует рынок облигаций. Имеется соответствующая нормативная правовая база, определен круг участников, действуют механизмы мониторинга и надзора за работой рынка.

С 1 сентября 2013 года в соответствии с указом Президента РФ от 25.07.2013 № 645 Центральный банк выполняет функции по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков. Отдельные функции в этой области распределены между департаментами Центрального банка. В рамках Центрального банка в настоящий момент отсутствует структура, которая занималась бы вопросами организации и развития рынка «зеленых» облигаций. Полагаем, что данная функция может быть вменена Департаменту развития финансовых рынков ЦБ РФ в соответствии с его основными задачами.

В то же время, как показывает зарубежная практика, формирование рынка «зеленых» облигаций (учитывая его особую роль в решении стратегических задач «зеленого» роста экономики) требует координации действий и соблюдения баланса интересов более широкого, чем на обычном рынке облигаций, круга стейкхолдеров. Успешное развитие рынка «зеленых» облигаций напрямую зависит от успеха проектов, которые осуществляются в «зеленых» отраслях и секторах экономики. Поэтому в число стейкхолдеров, равно как и в состав государственных органов, которые будут выполнять роль координатора развития рынка «зеленых» облигаций в Российской Федерации, должны быть включены и органы, которые осуществляют управление этих «зеленых» отраслей (секторов) и представители организаций (компаний), работающих в данных отраслях (секторах).

В связи с этим, с целью формирования и развития рынка «зеленых» облигаций было бы целесообразно создать также координационный орган (на уровне Правительства Российской Федерации) – Совет по развитию рынка «зеленых» облигаций, который бы выполнял функции по разработке предложений по созданию и развитию национального рынка «зеленых» облигаций и при этом обладал достаточными полномочиями для координации действий стейкхолдеров и стимулирования участников рынка.

2.6 Формирование инструментов государственного стимулирования рынка «зеленых» облигаций

В России выстроена система налогового стимулирования организаций, осуществляющих инвестиции в инновации. В то же время требует дополнительного изучения вопрос, в какой мере ею будет охвачена сфера «зеленого» финансирования и будут ли достаточны они для развития рынка «зеленых» облигаций.

В частности, в России предусмотрен механизм применения нулевой налоговой ставки по налогу на прибыль к налоговой базе, определяемой по операциям с облигациями российских организаций, являющимися ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики (Статья 284.2.1. НК РФ).

Кроме того, в соответствии с Федеральным законом от 29 декабря 2015 г. № 396-ФЗ «О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации» освобождены от НДФЛ и налога на прибыль организаций доходы от реализации или иного выбытия (погашения) ценных бумаг (облигаций и паев) высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики. Для применения этой льготы сокращен срок владения ими с 5 лет до 1 года. Условие — владение должно быть непрерывным. Указанное освобождение будет применяться до 31 декабря 2022 г. включительно.

В соответствии с задачей, поставленной Президентом РФ в его Послании Федеральному Собранию 3 декабря 2015 г., Минфин России в настоящее время разрабатывает законопроект об освобождении от НДФЛ купонного дохода по корпоративным облигациям. Предлагается освободить от налога только физических лиц. Данная мера будет способствовать мобилизации сбережений населения, большая часть которых в настоящее время вкладывается в банковские депозиты и иностранную валюту, на цели развития рынка «зеленых» облигаций.

Следует также отметить, что в России используется механизм государственных гарантий по облигационным займам, который может быть применен и к «зеленым» бондам. В частности, Постановлением Правительства РФ от 14 декабря 2010 г. №1016 «Об утверждении Правил отбора инвестиционных проектов и принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» заложена возможность предоставления государственных гарантий по инвестиционным проектам, связанных с энергосбережением и повышением энергетической эффективности в сфере жилищно-коммунального хозяйства и в сфере промышленности.

Кроме того, для развития инструментов государственного кредитования «зеленых» проектов может быть полезен опыт фонда ФГАУ «Российский фонд развития промышленности», целью которого является кредитование разработок новой высокотехнологичной продукции, техническое перевооружение и создание конкурентоспособных производств на базе наилучших доступных технологий. Разработаны правила, по которым фонд может направлять денежные средства в рамках ГЧП на внедрение наилучших доступных технологий.

2.7. Изучение вопроса проведения стратегического выпуска «зеленых» облигаций «Внешэкономбанком»

Как показывает зарубежный опыт, в запуске рынка «зеленых» облигаций большое значение имеют стратегические выпуски бондов, осуществляемые многосторонними или национальными банками развития. В России эту роль мог бы сыграть «Внешэкономбанк» (ВЭБ) - лидер среди российских банков в применении практики ответственного финансирования, призванной минимизировать экологические и социальные риски финансируемых проектов.

В соответствии с лучшей международной практикой в области устойчивого развития Внешэкономбанк последовательно интегрирует в свою деятельность принципы ответственного финансирования, направленные на повышение эффективности системы управления экологическими и социальными рисками инвестиционных проектов, а также на эффективное содействие охране окружающей среды.

Внешэкономбанк первым в России присоединился к Финансовой инициативе Программы ООН по окружающей среде (UNEP FI), подтвердив тем самым свою приверженность принципам устойчивого развития и намерение реализовывать комплекс природоохранных мер в рамках кредитно-инвестиционной деятельности.

В соответствии со Стратегией развития Внешэкономбанка на период 2015–2020 гг. поддержка проектов по повышению энергоэффективности, а также «зеленых» проектов, характеризующихся высокой степенью социальной и экологической значимости, будет являться одним из приоритетных направлений формирования кредитного портфеля банка развития.

В рамках реализации стратегии также планируется установить деловые отношения с «зелеными» фондами, средства которых предназначены для инвестирования в проекты в области возобновляемых источников энергии,

повышения ресурсо- и энергоэффективности, водоснабжения и переработки отходов. Кроме того, ВЭБ прорабатывает вопрос о возможности выпуска «зеленых» облигаций, средства от эмиссии которых могут использоваться исключительно для финансирования проектов в области охраны окружающей среды.

Таким образом, к настоящему времени в Российской Федерации созданы общие условия для формирования рынка «зеленых» облигаций. Принят и действует ряд стратегических документов, определяющих цели и задачи по переходу экономики на путь «зеленого» роста и роль финансового рынка в этом процессе. Внесены поправки в нормативные правовые акты в части регулирования рынка ценных бумаг, в частности в области секьюритизации и агрегирования активов, что важно для выпуска структурированных видов «зеленых» облигаций. Накоплен определенный опыт в разработке отраслевых стандартов в «зеленых» секторах экономики, что может помочь при разработке и внедрении стандартов «зеленых» бондов. Имеются институты (ВЭБ как банк развития), обладающие необходимым потенциалом для выпуска «зеленых» облигаций. Вместе с тем, организация и развитие рынка «зеленых» облигаций требует выработки комплексного подхода и долгосрочной политики государственной поддержки этого рынка.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Указ Президента РФ от 25.07.2013 № 645 «Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам, изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации».
2. Послание Президента Российской Федерации В.В. Путина Федеральному Собранию от 3 декабря 2015 г.
3. Федеральный закон от 29 декабря 2015 г. № 396-ФЗ «О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации».
4. 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».
5. Федеральный закон от 21.12.2013 №379 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
6. Федеральный закон от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях».
7. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».
8. Федеральный закон от 22.04. 1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
9. Постановление Правительства РФ от 14 декабря 2010 г. №1016 «Об утверждении Правил отбора инвестиционных проектов и принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов».
10. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29.12.2008 № 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года».
11. Приказ Министерства природных ресурсов и экологии РФ от 30 июня 2015 г. N 300 "Об утверждении методических указаний и руководства по

количественному определению объема выбросов парниковых газов организациями, осуществляющими хозяйственную и иную деятельность в Российской Федерации".

12. Приказ Министерства экономического развития РФ от 28 ноября 2014 г. N 767"Об утверждении Методических рекомендаций по разработке показателей сокращения объема выбросов парниковых газов по секторам экономики.

13. «Основы государственной политики в области экологического развития Российской Федерации на период до 2030 года» (утверждены Президентом РФ 30 апреля 2012 г.)

14. Стратегия развития Внешэкономбанка на период 2015–2020 гг. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://veb.ru/common/upload/files/veb/veb_strat20.pdf.

15. Бик С. Институты «длинных» денег: зарубежный опыт и российские реалии // Рынок ценных бумаг. – 2015. - № 6. [Электронный ресурс] URL: <http://www.rcb.ru/rcb/2015-06/>.

16. Интеграция принципов устойчивого развития в деятельности финансовых институтов развития. Информационно-аналитический материал. 2014 г. ВЭБ. [Электронный ресурс] URL: <http://www.veb.ru/common/upload/files/veb/analytics/sd/2014kso.pdf>.

17. Малиновская О.В., Скобелева И.П. Развитие инфраструктурных облигаций в транспортном секторе России: нормативно-правовой аспект и его применение // Вестник государственного университета морского и речного флота им. Адмирала С.О. Макарова. – 2013. - № 1. – с. 152 – 159.

18. Малиновская О.В., Бровкина А.В. Инфраструктурные облигации – инновационный инструмент финансирования проектов государственно-частного партнерства на транспорте // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. - № 11. – с. 17 – 26.

19. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы. Июнь 2004. Банк международных расчетов. Пп.221 и 222. [Электронный ресурс] URL: http://www.cbr.ru/today/ms/bn/bz_1.pdf
20. Нурмухаметов Р.К. Секьюритизация и ее особенности в России на современном этапе // Теоретические и прикладные аспекты современной науки. – 2015. - № 7-6. – с. 137 – 142.
21. Петлевой В. «Норникель» рассматривает возможность выпустить зеленые бонды [Электронный ресурс] URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/11/26/618398-nornikel-rassmatrivaet-vozmozhnost-vipustit-zelenie-bondi>).
22. Тарачев В.А., Петрикова Е.М. Инфраструктурные облигации в России как инструмент снижения инфраструктурных ограничений экономического роста // Проблемы экономики, 2014, № 2, с. 67 – 75.
23. Тютюнина Е., Седаш Т. Экологические облигации и депозиты как источник финансирования природоохранных мероприятий // Финансовая жизнь. – 2015. - № 3. – с. 58 – 62.
24. «Финансовая Двадцатка» ищет решения для роста мировой экономики // Финансы. – 2016. - № 3.
25. Хуторова Н.А. Обзор состояния рынка климатических облигаций. Проблемы и перспективы // Лесной вестник. – 2013. - № 7. - с. 138 – 145.
26. Bonds and climate change. The state of the market in 2015. - Climate Bonds Initiative. July 2015. [Электронный ресурс] Available at: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-HSBC%20report%207July%20JG01.pdf>.
27. Bonds and climate change. The state of the market in 2014. - Climate Bonds Initiative. July 2014. [Электронный ресурс] Available at: <https://www.climatebonds.net/files/files/-CB-HSBC-15July2014-A4-final.pdf>.

28. Della Croce R., Kaminker C., Stewart F. The role of pension funds in financing green growth initiatives. – OECD. 2011. . [Электронный ресурс] Available at:<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/49016671.pdf>.
29. The Financial System We Need. The UNEP Inquiry Report. Aligning the Financial System with Sustainable Development. October, 2015ю
30. Green Bonds Principles, 2015. - ICMA. March 27, 2015. [Электронный ресурс] Available at: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/>.
31. Green Growth and Developing Countries. Consultation draft. OECD. June 2012.
32. Huang Ch. From green bonds to green boom: What China’s new green bond rules mean for sustainable investment. [Электронный ресурс] Available at: <http://trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines>.
33. Inderst G., Kaminker C., and Stewart F. Defining and measuring green investments: Implications for institutional investors’ asset allocation. – OECD Working papers on Finance, Insurance and Private pensions. 2012. No. 24. OECD Publishing. [Электронный ресурс] Available at: <http://dx.doi.org/10.1787/5r9312twnn44-en>.
34. Kidney S., Sonerud B., Oliver P. Growing a green bonds market in China. Key recommendations for policymakers in the context of China’s changing financial landscape. – Climate Bonds Initiative. Spring 2015. [Электронный ресурс] Available at: <https://www.climatebonds.net>.
35. Kidney S., Oliver P.. Greening China’s Financial Markets Growing a Green Bonds Market in China: Reducing costs and increasing capacity for green investment while promoting greater transparency and stability in financial markets. - International Institute for Sustainable Development. February 2014 [Электронный ресурс] Available at: http://www.iisd.org/pdf/2014/growing_green_bonds_en.pdf.

36. Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds. Consultation Paper. – Climate Bonds Initiative. July 2015. [Электронный ресурс] Available at: http://www.climatebonds.net/files/files/GB-Public_Sector_Guide-Final-1A.pdf
37. Snowdon C. Green bonds survey: What investors want. - Euromoney. September, 2015. [Электронный ресурс] Available at: <http://www.euromoney.com/Article/3491829/Green-Bonds-Survey-What-investors-want-html&single=true>.
38. So what's next? How to grow green bond markets around the world. [Электронный ресурс] Available at: <http://www.climatebonds.net/files/files/10%20point%20policy%20guide.pdf>.
39. Spector J. The rise of green bonds, explained. - CityLab. August 11, 2015. [Электронный ресурс] Available at: <http://www.citylab.com/weather/2015/08/the-rise-of-green-bonds-explained/400940/>.
40. Turner D. Green bonds not generating enough green. - Institutional investor. June 19, 2015. [Электронный ресурс] Available at: <http://www.institutionalinvestor.com/article/3464173/asset-management-fixed-income/green-bonds-not-generating-enough-green.html#/.Vuatvmdf270>
41. The World Bank. Green Bond Fact Sheet. July 2015. [Электронный ресурс] Available at: http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/WorldBank_GreenBondFactsheet.pdf.
42. The World Bank Green Bond Process Implementation Guidelines. [Электронный ресурс] Available at: <http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/ImplementationGuidelines.pdf>.
43. The World Bank Treasury. Green Bond Newsletter. Seventh Annual Investor Update 2015. [Электронный ресурс] Available at: <http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/WorldBankGreenBondNewsletter.pdf>.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Опыт Китая, Индии, Мексики по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций

Китай

По данным Комитета по зеленому финансированию минимальная потребность в «зеленых» инвестициях в Китае составляет 2 трлн юаней (330 млрд долл.), 85% объема которых должно поступить от частного сектора с внутреннего и внешнего рынка, в основном из источников долгового облигационного финансирования.³⁸

Китай быстро превращается в одного из крупнейших «игроков» рынка «зеленых» облигаций в мире благодаря реализуемой финансовой реформе, направленной на переход к «зеленому» финансированию, в том числе на основе «зеленых» бондов.

В 2013-2015 годах в Китае в рамках проекта «Озеленение финансовой системы Китая»³⁹ была проведена серия исследований и разработаны рекомендации по внедрению механизмов «зеленого» финансирования на рынках капитала.⁴⁰

Рекомендации в части организации рынка «зеленых» облигаций включают следующие основные меры:

- чёткое определение «зелёных облигаций», включая однозначную трактовку «зеленых» проектов, установление конкретных критериев воздействия на окружающую среду создаваемых активов и пороговых значений выбросов загрязняющих веществ в результате реализации проектов;

³⁸ <http://trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines>

³⁹ Проект Greening China's Financial System Initiative осуществляется с 2013 г. Международным институтом устойчивого развития (Канада) совместно с Финансовым научно-исследовательским институтом при Научно-исследовательском центре по вопросам развития Государственного совета КНР. Его основная цель – разработка обоснования внедрения «зеленых» механизмов финансирования экономики.

⁴⁰ Growing a Green Bonds Market in China: Key Recommendations for Policymakers in the Context of China's Changing Financial Landscape. International Institute for Sustainable Development, Climate Bond Initiative, Spring 2015

- создание Комитета по развитию рынка «зелёных» облигаций, в функцию которого входит разработка и анализ «зелёных» стандартов и правил;

- создание государственной организации инспекционного контроля за независимыми инспекционными учреждениями, проверяющими эмиссию облигаций на соответствие «зелёным» стандартам.

В соответствии с рекомендациями органам власти Народным банком Китая и Комитетом по развитию рынка «зелёных» облигаций⁴¹ в конце 2015 г. были разработаны Руководство по «зеленым» облигациям и Каталог инвестиционных проектов, финансируемых «зелеными» бондами, включающий свыше 1000 проектов ГЧП общим объемом 317,75 млрд долл.⁴² Уже в январе 2016 г. в соответствии с Руководством Промышленный банк Китая сделал первую эмиссию секьюритизированных зеленых облигаций в объеме 401,6 млн долл. Подписка на облигации превысила выпуск в 2,5 раза.

Оба документа в основном соответствуют международным добровольным стандартам «климатических» облигаций и Принципам «зеленых» облигаций, но в то же время отражают специфику экономики Китая (существенную роль в ней добывающих отраслей промышленности). Руководство по «зеленым» облигациям содержит определение «зеленых» облигаций и требования к раскрытию информации до и после проведения эмиссии, включая распределение поступлений от эмиссии «зеленых» облигаций.

В частности, были установлены следующие сектора, в которых разрешено «зеленое» облигационное финансирование:

- энергосбережение;

⁴¹ Указанный комитет создан в рамках экспертного совета (Китайского общества по финансам и банковской деятельности) Секретариата Народного банка Китая.

⁴² <http://trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines>

- предотвращение загрязнения (сокращение выбросов) в окружающую среду;
- сбережение ресурсов и применение технологий рециклинга;
- чистый транспорт;
- чистая энергетика и защита окружающей среды;
- адаптация к изменению климата.

В Китае направление «предотвращение загрязнения (сокращение выбросов) в окружающую среду» трактуется широко, включая в том числе, инвестиции в применение «чистых» технологий в добыче и переработке угля, что противоречит международными стандартами и Принципами «зеленых» облигаций, исключающих из понятия «зеленой» экономики все проекты, связанные с ископаемым топливом. Это может ограничить доступ к международному рынку капитала для реализации этих проектов.

Рекомендации в части развития рынка «зеленых» облигаций включает меры по разработке механизмов повышения кредитного качества «зелёных» облигаций и мер регулятивного характера по стимулированию спроса на «зелёные» облигации.

В этих целях повышения кредитного качества «зелёных» облигаций предлагается создать центральный фонд частичных кредитных гарантий муниципальным образованиям, осуществляющим эмиссию доходных и проектных облигаций, выпущенные под проекты ГЧП и обеспечить их узкоспециализированное страхование.

Кроме того, предлагается предоставить корпоративный налоговый кредит (вычет по корпоративному налогу на прибыль) в отношении полученных процентов по облигациям, связанным с «зелёными» инициативами государственных предприятий, корпоративным облигациям, среднесрочным векселям

Рекомендуемые регулятивные меры включают:

- разработку методических рекомендаций по улучшению раскрытия информации для эмитентов облигаций;
- обеспечение прозрачности и достоверности информации на биржах (др. площадках) для торговли ценными бумагами (эмитенты должны гарантировать полное раскрытие информации о рисках для подтверждения приверженности стандартам эмиссии «зелёных» облигаций);
- совершенствование информационной системы рынка облигаций (разработка индикаторов (тегов) для «зелёных» облигаций);
- формирование условий (процедура эмиссии облигаций), которые сделают невозможным выпуск облигаций со сложной структурой на основе одних и тех же «зелёных» инвестиций;
- создание условий для допуска иностранных инвесторов на национальный финансовый рынок (новый сегмент – «зелёные» облигации)
- квотирование доли инвестиций иностранных инвесторов в «зелёные» облигации;
- увеличение квоты и устранение ограничения на инструменты иностранного инвестирования, осуществляемого национальными учреждениями за пределами Китая.

Все указанные меры должны позволить адаптировать государственное регулирование финансовых рынков в Китае под большее допущение рыночных отношений и иностранных инвесторов к инвестированию в «зеленые» облигации.

Индия

В Индии рынок «зеленых» облигаций находится на этапе организации. В то же время страна имеет большой опыт развития рынка инфраструктурных облигаций, который может быть применим с переходом к «зеленому» финансированию.

В настоящее время на рынке инфраструктурных облигаций доминируют государственные ценные бумаги. Поставлена задача усилить

финансирование инфраструктуры за счет проектных и корпоративных облигаций. Предполагается, что облигационные займы позволяют существенно снизить затраты на выплаты по займам, по проектам возобновляемых источников энергии – почти на 1/3.

С 2015 г. введено освобождение от налога доходов от облигаций, предназначенных для финансирования железнодорожной инфраструктуры, ирригационных проектов, которые (облигации) были эмитированы некоторыми госпредприятиями. Еще ранее, в 2011/2012 году ставка подоходного налога на процентный доход по инфраструктурным облигациям была снижена с 20% до 5% на период до 2015 г. Снижение ставки было прежде всего направлено на стимулирование иностранных инвестиций в страну. Почти половина выпуска муниципальных бондов пользуется освобождением от налогообложения. Кроме того, в Индии было объявлено о создании национального инвестиционного инфраструктурного фонда, который получит ежегодный объем средств в размере 3,15 млрд долл.

В середине 2015 г. Резервный (центральный) банк Индии предоставил коммерческим банкам право перекрестного финансирования инфраструктурных облигаций, что запрещено в отношении других бондов. В то же время банки ограничены в инвестировании в инфраструктурные облигации в размере 10% их облигационного портфеля. В сентябре 2015 г. Резервный банк Индии позволил банкам повышать кредитное качество инфраструктурных бондов, чтобы они стали привлекательными для институциональных инвесторов (пенсионных и страховых компаний) путем введения нефондируемой безотзывной кредитной линии при приобретении бондов.

Мексика

Рынок «зеленых» облигаций начинает формироваться в Мексике. Так, Межамериканский банк развития планирует осуществить в Мексике эмиссию облигаций ABS, обеспеченных залогом денежных требований по

энергетически эффективным займам малого и среднего бизнеса в размере 125 млн долл. Первый этап должен был быть завершен в 2015 г.:

- задача сформировать организацию, которая приобретет денежные требования по энергетически эффективным займам малого и среднего бизнеса и разработать стандарты кредитных договоров (стандарты разработали мексиканские компании по энергетическим услугам);

- объединить денежные требования и сделать эмиссию ABS в объеме 50 млн долл. с частичной гарантией Межамериканского банка развития в целях повышения кредитного рейтинга облигаций.

Мексиканский банк развития выпустил первые зеленые облигации в октябре 2015 г. Бонды были сертифицированы в соответствии со Стандартами климатических бондов. Верификацию проводила специализированная компания. Поступления от выпуска облигаций – 500 млн долл. США предназначены для финансирования 9 ветровых электростанций в сельской местности. Бонды получили сертификаты Управления по стандартизации климатических бондов. Их кредитный рейтинг составил A3 (Moody's) и BBB+ (Fitch). Доходность – 3,41%, срочность – 5 лет.

СПИСОК ИСПОЛНИТЕЛЕЙ

1. **Яковлев Игорь Алексеевич** - первый заместитель директора, руководитель Центра международных финансов, кандидат экономических наук

2. **Богачёва Ольга Викторовна** – руководитель Центра бюджетной политики, кандидат экономических наук

3. **Швандар Кристина Владимировна** – руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов, доктор экономических наук

4. **Кабир Людмила Сергеевна** – главный научный сотрудник Центра международных финансов, доктор экономических наук, профессор

5. **Смородинов Олег Владиславович** – старший научный сотрудник Центра бюджетной политики, кандидат экономических наук

6. **Никулина Светлана Игоревна** – научный сотрудник Центра международных финансов

7. **Раков Иван Дмитриевич** – лаборант-исследователь Центра международных финансов