

Оценка дисконта в G-spread при ESG-верификации публичного долга

Кирилл МУРАВЛЕВ,
независимый эксперт



Считается, что выпуск ESG-облигаций повышает имидж компаний, а также дает возможность привлечь финансирование по сниженным ставкам и получить государственную поддержку в виде налоговых льгот, тем самым увеличивая конечную прибыль компании. Для того чтобы подтвердить или опровергнуть гипотезу о том, что долговые бумаги с показателем ESG-score имеют дисконт в G-spread по отношению к бондам без ESG-верификации, была проанализирована статистика облигаций на рынке ценных бумаг США по состоянию на сентябрь 2020 года.

Гипотезу о том, что эмитенты получают некий дисконт при верификации статуса ESG, подтверждают 28 сравнений. 22 сравнения показали отсутствие дисконта

На основании данных информационной системы Bloomberg¹ была построена простая эконометрическая модель. По результатам анализа примерно из 48 тыс. долговых ценных бумаг, активно обращающихся на рынке США, были отобраны около 10 тыс. выпусков, обладающих соответствующей верификацией ESG-score. Проведено исследование этих выпусков и отобраны бумаги с параметром «уровень ликвидности» выше 50, так как бумаги с более низкой ликвидностью мало торгуемы и не всегда отображают достоверные значения доходности. В результате второго отбора количество бумаг сократилось до 2400. Эмитентов можно условно разделить на следующие сектора:

- 1) Информационные технологии
- 2) Энергетика
- 3) Коммунальные службы
- 4) Товары производственного назначения
- 5) Транспорт
- 6) Металлы

К каждому из секторов для сравнения были подобраны выпуски ценных бумаг с похожим уровнем ликвидности без ESG-score. После этого каждая экономическая группа разбивалась на три подгруппы по дате погашения бумаги: 2020–2030, 2030–2040, 2040–2050 гг.

Такое распределение по срокам погашения обусловлено недостаточным количеством бумаг для сравнения в некоторых выделенных экономических группах, чтобы выделить больше временных интервалов.

¹ Данные актуальны на конец сентября 2020 года.

Таблица 1
Выборка облигаций
с ESG-score и без него
в секторе «Энергетика»
Источник: Bloomberg

Название эмитента	Погашение	G-спред (срд)	ISIN	ESG-score	Показатель ликвидности
Halliburton Co	01.03.2030	197.82	US406216BL45	52.893	90
Halliburton Co	15.09.2038	319.49	US406216AW19	52.893	74
Halliburton Co	15.09.2039	311.72	US406216AY74	52.893	73
Halliburton Co	15.11.2035	275.59	US406216BJ98	52.893	64
Phillips 66	15.12.2030	152.6	US718546AW42	42.975	90
Phillips 66	15.11.2034	167.31	US718546AK04	42.975	75
Enterprise Products Operating LLC	31.01.2030	123.25	US29379VBX01	Нет	94
Florida Gas Transmission Co LLC	01.07.2030	119.9	US340711AY67	Нет	76
Southern Natural Gas Co LLC	01.03.2032	266.84	US843452AZ62	Нет	62
Enterprise Products Operating LLC	15.04.2038	305.1	US29379VAM54	Нет	67
Enterprise Products Operating LLC	01.03.2033	245.34	US293791AF64	Нет	53
Enterprise Products Operating LLC	15.10.2039	244.28	US29379VAG86	Нет	64
Enterprise Products Operating LLC	01.03.2035	236.72	US293791AT68	Нет	63
Enterprise Products Operating LLC	15.10.2034	247.34	US293791AP47	Нет	61
Florida Gas Transmission Co LLC	01.07.2030	119.33	US340711AZ33	Нет	76
Florida Gas Transmission Co LLC	01.07.2030	129.97	USU33966AM18	Нет	76

Для случаев влияния ESG-score на кредитный спред (там, где оно есть) дисконт можно оценить примерно в 70 б. п. от средних показателей рынка

Следующим шагом было ранжирование каждой из подгрупп в соответствии с финансовым рейтингом S&P.

В результате пошагового отбора только для 15 из 18 сравниваемых групп нашлась релевантная выборка из бумаг с ESG-score и без него.

ДАнные для анализа

В Таблице 1 приведен пример данных о ценных бумагах эмитентов из сектора «Энергетика» с погашением до 2040 года и рейтингом S&P BBB+. Таких таблиц с данными о ценных бумагах более 30 (на каж-

дую подгруппу по рейтингу S&P), поэтому в статье результат представлен в виде графиков с агрегированными показателями.

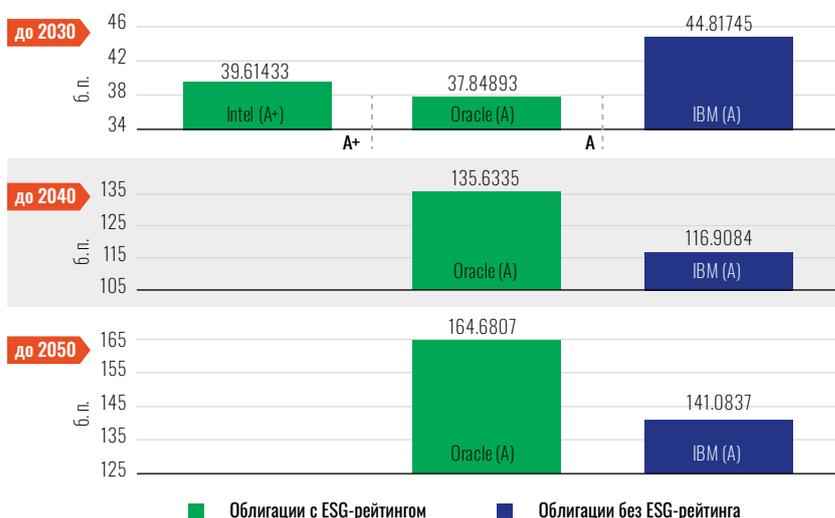
IT-сектор представлен тремя американскими гигантами Intel Corp, Oracle Corp и IBM с рейтингом S&P A+ и A. Бумаги первых двух обладают ESG-верификацией, но бумаги Intel Corp представлены только в периоде до 2030 года.

На Рисунке 1 видно, что в секторе IT бумаги с ESG-рейтингом имеют дисконт от 5 до 7 б. п. только со сроком погашения до 2030 года. Для бумаг с погашением от 2030 до 2050 года премии нет.

Сектор «Энергетика» представлен куда шире — здесь выборка состоит из большего числа компаний. При этом в графе Other обычно представлены средние значения показателя G-spread 5–10 эмитентов, бумаги которых не имеют ESG-рейтинга.

В энергетическом секторе бумаги с ESG-рейтингом и сроком погашения до 2030 года (Рисунок 2) имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

Рисунок 1
G-spread
для облигаций с ESG-score
и без в секторе IT
Источник: Bloomberg



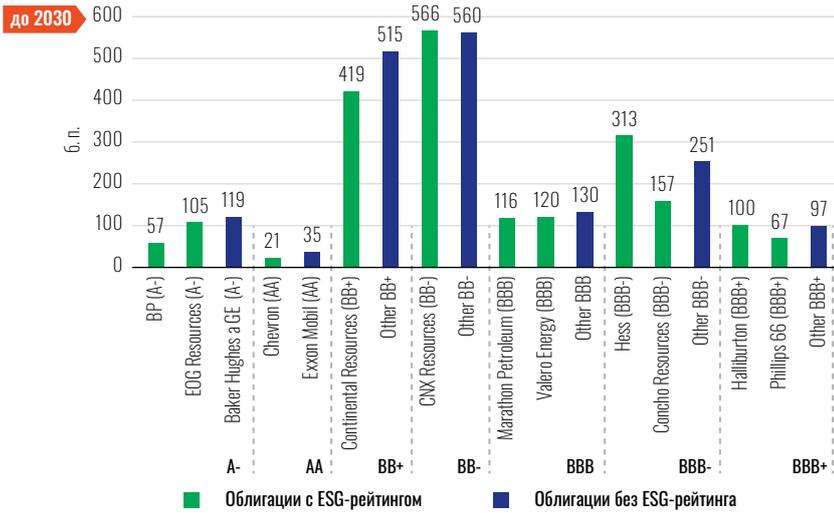


Рисунок 2
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе «Энергетика» сроком погашения до 2030 года
Источник: Bloomberg

- Бумаги с рейтингами AA, A-, BB+, BBB, BBB-, BBB+ имеют дисконт от 10 до 96 б. п.

- Бумаги с рейтингами BB- и часть эмитентов с BBB+, BBB- дисконта не имеют.

Бумаги с ESG рейтингом и сроком погашения с 2030 до 2040 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингами BBB, BBB-, BBB+ имеют дисконт от 40 до 79 б. п.

- Эмитент с рейтингом BBB+ торгуется дешевле, чем бумаги без ESG-score.

Бумаги с ESG-рейтингом и сроком погашения с 2040 до 2050 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингами BBB, BBB-, BBB+ имеют дисконт от 8 до 172 б. п.

- Эмитент с рейтингом BBB+ торгуется дешевле, чем бумаги без ESG-score.

В следующей группе — «Коммунальные службы» — собраны компании, занимающиеся региональным электро- и газоснабжением в США. При этом сре-

ди них не так много тех, кто выпускает ESG-верифицированные облигации.

Бумаги с ESG-рейтингом и сроком погашения до 2030 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингами A- имеют дисконт 11 б. п.

- Бумаги с рейтингами BBB+, BBB, BBB- торгуются дешевле, чем бумаги без ESG-score, дисконта нет.

В секторе «Коммунальные службы» бумаги с ESG-score, рейтингом S&P BBB+ и сроком погашения до 2040 года имеют дисконт от 1 до 3 б. п.

Бумаги с ESG-score, рейтингом S&P BBB+ и сроком погашения до 2050 года имеют дисконт от 8 до 31 б. п.

Сектор «Товары производственного назначения» включает в себя производителей промышленной, тяжелой строительной и горнодобывающей техники (Caterpillar, 3M, Manitowo и т. д.), представителей военно-промышленного комплекса и косми-

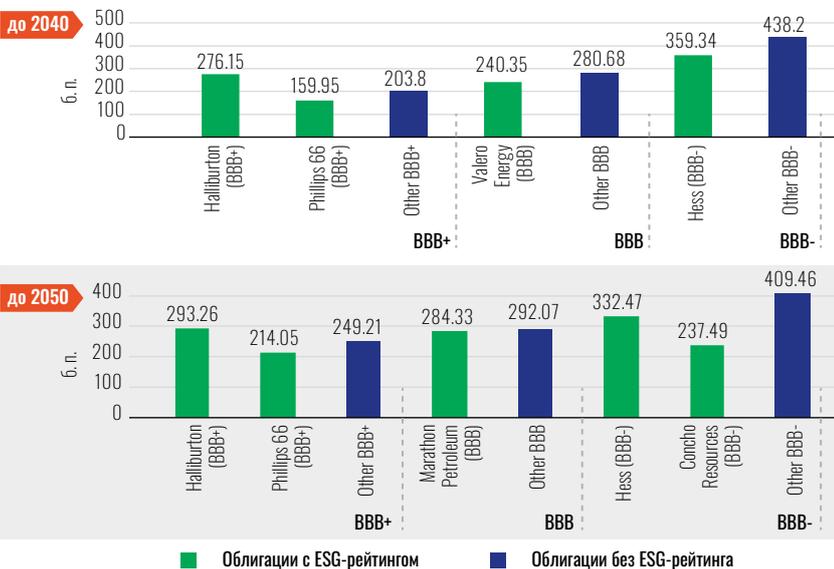
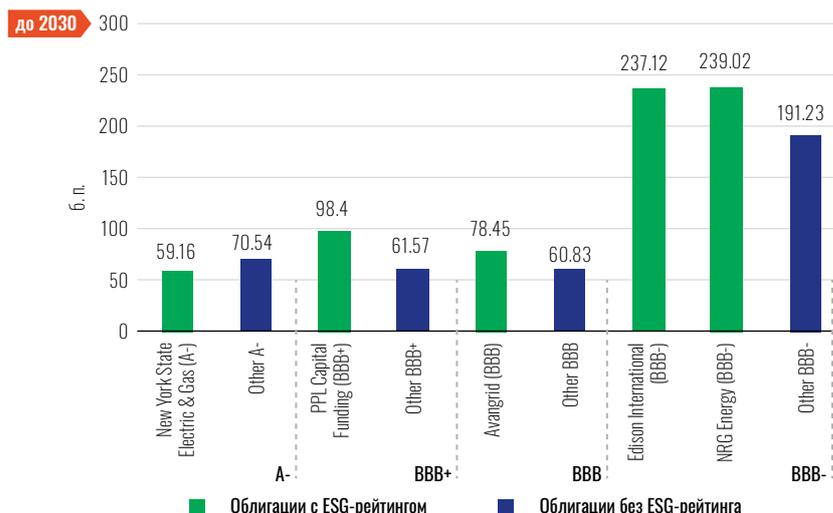


Рисунок 3
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе энергетика сроком погашения до 2050 года
Источник: Bloomberg

Рисунок 4
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе «Коммунальные службы» сроком погашения до 2030 года
Источник: Bloomberg



ческой отрасли (Raytheon Tech., Howmet Aerospace и т. д.), производителей электроники (Emerson Electric, Amphenol и т. д.).

Бумаги с ESG-рейтингом и сроком погашения до 2030 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингами A-, BB+, BBB+, BBB имеют дисконт от 21 до 65 б. п.
- Эмитенты с рейтингами A, A+, B, BB, BBB- и часть эмитентов с рейтингами BBB и BBB+ торгуются дешевле, чем бумаги без ESG-score.

Бумаги с ESG-рейтингом и сроком погашения до 2040 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингом BBB+ имеют дисконт 86 б. п.
- Бумаги с рейтингом BBB торгуются дешевле, чем бумаги без ESG-score.

Бумаги с ESG-рейтингом и сроком погашения до 2050 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингом BBB+ имеют дисконт 32 б. п.

- Эмитент с рейтингом BBB и часть эмитентов с рейтингом BBB+ торгуются дешевле, чем бумаги без ESG-score.

В последнюю экономическую группу «Транспорт» вошли компании, занимающиеся пассажирскими и грузоперевозками, включая самую большую железнодорожную сеть США, и другие.

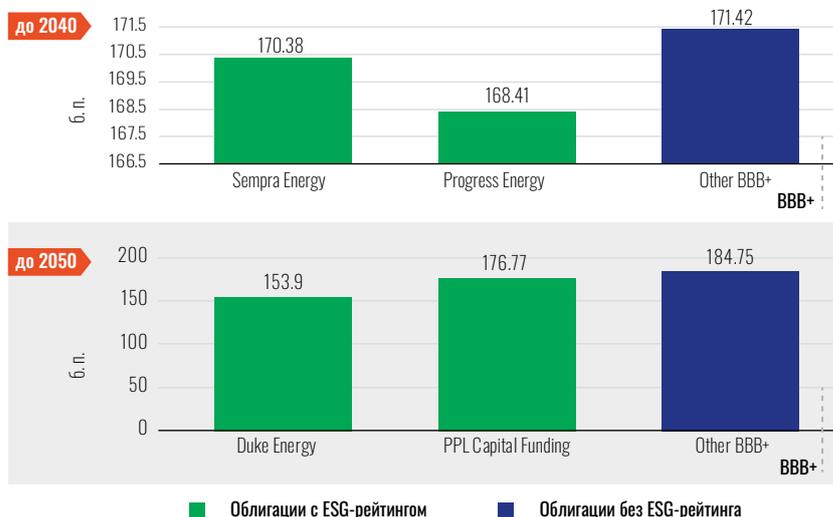
В секторе «Транспорт» бумаги с ESG-рейтингом и сроком погашения до 2030 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингами A- и BB- имеют дисконт от 41 до 167 б. п.
- Эмитент с рейтингом BBB торгуется дешевле, чем бумаги без ESG-score.

В секторе «Транспорт» ESG-бумаги с рейтингом A- и сроком погашения до 2040 года имеют дисконт в G-spread от 131 до 155 б. п. к бумагам без ESG-score. ESG-бумаги со сроком погашения до 2050 года имеют следующую структуру дисконтов G-spread:

- Бумаги с рейтингом A- имеют дисконт от 119 до 131 б. п.

Рисунок 5
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе «Коммунальные службы» сроком погашения до 2050 года
Источник: Bloomberg



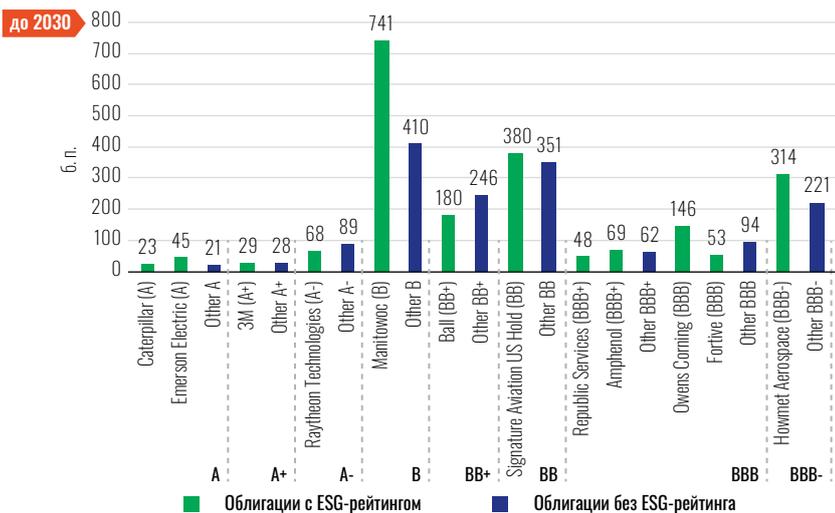


Рисунок 6
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе «Товары производственного назначения» сроком погашения до 2030 года
Источник: Bloomberg

• Эмитент с рейтингом BBB торгуется дешевле, чем бумаги без ESG-score.

РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА

Гипотезу о том, что эмитенты получают некий дисконт при верификации статуса ESG, подтверждают 28 сравнений. 22 сравнения показали отсутствие дисконта для бумаг эмитентов с ESG-рейтингом.

Для случаев влияния (там, где оно есть) ESG-score на кредитный спред можно оценить дисконт в среднем на 70 б. п. от средних показателей рынка. Для расчета использовался найденный показатель максимального значения дисконта (исключены экстремальные значения показателя) и далее рассчитано среднее значение.

Вероятно, результаты анализа вызваны совокупностью различных факторов:

- отсутствием единой гибридной системы отчетности, в которой учитывались бы как социальные/экологические, так и финансовые показатели;

- недостаточной государственной поддержкой рынка ESG-инвестиций;
- различием параметров оценки в разных рейтинговых агентствах;
- недостаточным пониманием социального/экологического воздействия; слабым навыком измерения такого воздействия.

Инвестиции с акцентом на ESG — молодое направление по сравнению с классическими методами инвестиционного анализа. Ключевая проблема рынка социально и экологически ответственного инвестирования заключается в отсутствии единого подхода к измерению результатов инвестиций. В основном измеряются валовые показатели (количество бенефициаров, количество созданных рабочих мест и т. п.). Кроме того, опросы показывают, что многие инвесторы имеют устойчивое представление о том, что доходность ESG-инвестиций всегда ниже рыночной.

Введение унифицированной системы сертификации социальных/

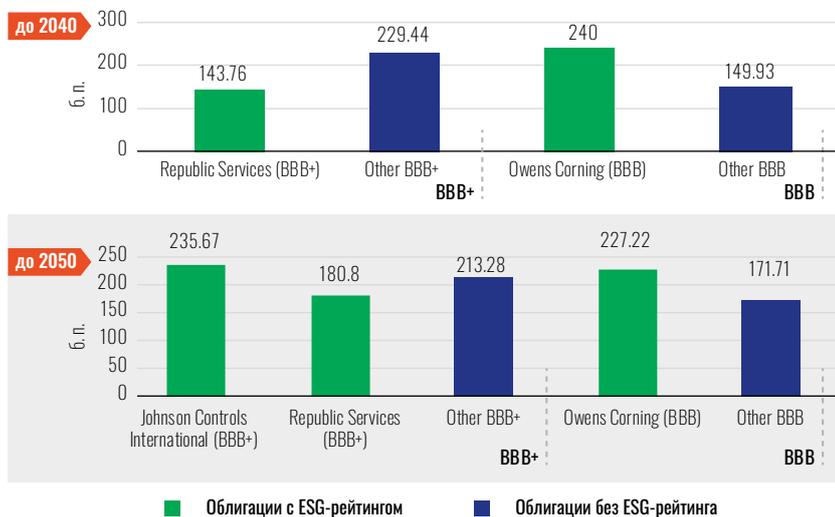
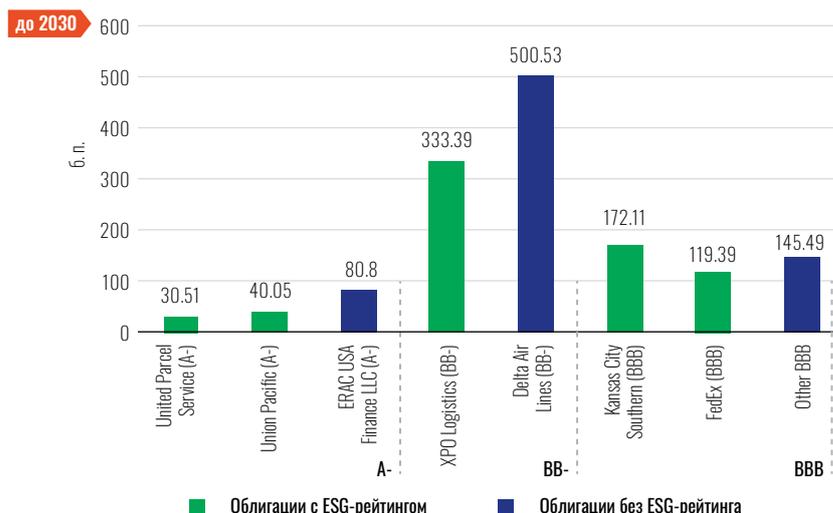


Рисунок 7
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе «Товары производственного назначения» сроком погашения до 2050 года
Источник: Bloomberg

Рисунок 8
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе «Транспорт» сроком погашения до 2030 года

Источник: Bloomberg



экологических предприятий, а также разработка единых подходов к оценке социального/экологического эффекта будет способствовать развитию рынка ESG-инвестирования. Над этим работают свыше 2000 инвесторов и организаций в рамках проекта IMP (Impact Management Project). В ООН разработали документ «Цели устойчивого развития ООН», который включает в себя 169 стандартных показателей по 17 целям, измеряющих непосредственные количественные результаты. Использование метрик, разработанных в ООН, растет с каждым годом. Стандарты импакт-инвестирования и отчетности — IRIS (Impact Reporting and Investment Standards) — разработаны GIIN и насчитывают 400 стандартных показателей по различным отраслям, включая сельское хозяйство, образование, здравоохранение, энергетику, экологию, финансовые услуги, жилищное строительство, водные ресурсы и утилизацию мусора.

Данное исследование также подтверждает существование связи между показателями ESG и финансовыми показателями долга компаний. Наиболее заметна она, безусловно, в энергетической и транспортной отраслях, о чем свидетельствуют полученные результаты.

Несмотря на очевидные сложности и препятствия, объем рынка ESG-инвестиций неуклонно растет с каждым годом. И результаты сегодняшних исследований могут измениться уже к концу текущего года. 2020 год показал, насколько важно задумываться об экологических и социальных последствиях независимо от того, к какой отрасли относится деятельность компаний. На фоне глобальных изменений климата и экологии, а также усиления значимости социально ответственного подхода к ведению бизнеса, необходимость оценки интеграции принципов устойчивого развития в бизнес-процессы компаний продолжит возрастать.

Рисунок 9
G-spread для облигаций с ESG-score и без в секторе «Транспорт» сроком погашения до 2050 года

Источник: Bloomberg

