Ксения КУЗНЕЦОВА,
исполнительный директор,
департамент инструментов
долгового рынка,
Банк ГПБ (АО)

Андрей ВОЙЦЕХОВИЧ,
аналитик, департамент
инструментов
долгового рынка,
Банк ГПБ (АО)

Практические аспекты «переходного» финансирования

В России за несколько лет был создан рынок облигаций в форматах ответственного финансирования (ESG) — для финансирования деятельности, учитывающей принципы устойчивого развития, что подразумевает ответственное отношение к окружающей среде, обществу и стандартам управления. При этом сложилась также зарубежная практика переходного финансирования, которое ставит целью снижение отрицательного влияния на ESG-факторы и используется для финансирования трансформации в сторону низкоуглеродной экономики (энергоперехода).

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ОТВЕТСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ НА РЫНКАХ ДОЛГОВОГО КАПИТАЛА

Рынок ESG-выпусков ценных бумаг из России с момента ратификации Правительством РФ Парижского соглашения в 2019 году стал самым крупным из стран СНГ и представлен 31 выпуском облигаций объемом 415 млрд рублей ($5.7 млрд), из которых 70% — зеленые облигации.

Общей чертой для внедренных в стандарты эмиссии[1] форматов ESG-облигаций (зеленых, социальных, устойчивого развития) является то, что эмитент характеризуется низкими выбросами парниковых газов в атмосферу и относится к зеленым отраслям.

Однако доля зеленых отраслей в структуре валовой добавленной стоимости России незначительна (менее 5%). Схожее соотношение отражает доля эмитентов из зеленых отраслей в структуре обращающихся корпоративных выпусков облигаций на российском рынке (менее 5%). Большинство — углеродоинтенсивные эмитенты и отрасли, их деятельность попадет в русло будущей энергетической трансформации, и им потребуется финансирование значительного количества переходных и адаптационных проектов.

[1] Положение Банка России от 19.12.2019 №706-П.

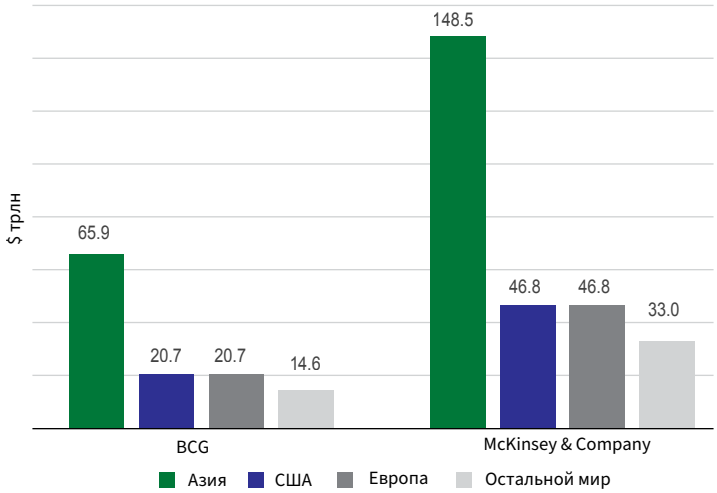

Рисунок 1
$122 трлн – 275 трлн кумулятивных инвестиций требуется для достижения Net Zero к 2050 году

Источник: прогнозы BCG, McKinsey & Company

ПЕРЕХОДНЫЕ ПРОЕКТЫ ИЛИ ЗЕЛЕНЫЕ?

Предполагается, что глобальный энергетический переход потребует существенно большего объема именно переходных проектов, нежели зеленых. Например, на мировой энергетический сектор в 2016 году приходилось более 73% антропогенных выбросов парниковых газов[1]. По разным оценкам, в ближайшие 30 лет на процесс мировой декарбонизации должно быть затрачено от $122 до $275 трлн в виде кумулятивных инвестиций. Ожидаемый объем финансирования в виде ESG-облигаций может составить от $26 трлн до $58 трлн к 2050 году от этого объема (см. Рисунки 1 и 2).

Суверенные эмитенты активно финансируют ESG-повестку посредством рынков капитала, их доля на рынке ESG-облигаций (в выборку включаются зеленые, социальные, устойчивого развития, SDG Impact, SLB и переходные облигации) — около 16%, вместе с регионами и муниципалитетами — совокупно 31% обращающихся облигаций в форматах ответственного финансирования[2].

Примером того, как государство может определять повестку посредством ответственного финансирования с использованием рынков капитала, может стать Правительство Великобритании, которое включило в свою национальную таксономию проекты по производству голубого водорода (получаемого из природного газа) и обеспечило возможность финансирования подобных переходных проектов через выпуски зеленых облигаций.

При этом международная практика размещения зеленых облигаций корпоративными эмитентами из углеродоинтенсивных отраслей не получила развития, несмотря на явный интерес с их стороны к сегменту ESG-финансирования, что во многом обусловлено рисками негативного восприятия инвесторами и стейкхолдерами.

В 2017 году испанская нефтегазовая компания Repsol выпустила дебютные зеленые еврооблигации на сумму €500 млн сроком на 5 лет в соответствии с опубликованной ранее Концепцией зеленых облигаций. При этом финансируемые проекты были сосредоточены на повышении энергоэффективности и финансировании технологий, снижающих утечку метана, и не могли быть классифицированы как зеленые, а корпоративная стратегия в то время не была увязана с Парижским соглашением. Как следствие, выпуск не получил признания в экспертном сообществе, не был включен в базу данных Climate Bonds Initiative, а вскоре после размещения — исключен из всех авторитетных биржевых индексов зеленых облигаций.

[1] Climate Watch, the World Resources Institute, 2020 г.

[2] Bloomberg, по состоянию на конец декабря 2021 г.

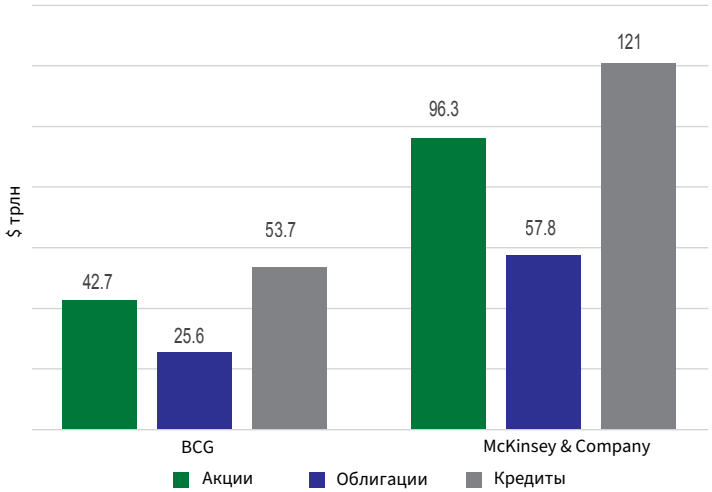

Рисунок 2
$122 трлн – 275 трлн инвестиций, необходимых для достижения Net Zero, будут распределены между тремя основными классами активов

Источник:
прогнозы BCG, McKinsey & Company

Прецедент был соответствующим образом учтен. В 2021 году компания подготовила вместо опубликованной ранее Концепции зеленых облигаций новую — Концепцию переходного финансирования (Transition Financing Framework), опирающуюся на общую стратегию энергетического перехода эмитента и подтверждающую его намерение стать углеродно-нейтральным к 2050 году. Данный документ позволяет Repsol привлекать финансирование как в формате целевого использования средств (в виде переходных и даже зеленых облигаций и кредитов), так и под общекорпоративные цели (Sustainability-Linked облигации и кредиты). Вскоре компания дебютировала на международных рынках капитала с двухтраншевым выпуском Sustainability-Linked облигаций на общую сумму €1.25 млрд, став вторым по счету эмитентом из нефтегазового сектора с подобным размещением в мире. В основу выпуска был заложен ключевой показатель эффективности (КПЭ) по снижению углеродной интенсивности компании при производстве энергии, покрывающий выбросы Охватов 1-3.

Международная дискуссия о необходимости отдельных от зеленых облигаций «переходных» форматов до сих пор ничем не закончилась, но рабочая группа по устойчивому финансированию в ЕС в марте 2022 года опубликовала отчет, в котором предлагается дополнить зеленую таксономию Евросоюза «переходными», или промежуточными, видами деятельности (проектами), в частности связанными с газовой и ядерной энергетикой, которые, не будучи в полной мере зелеными в текущий момент, могут существенно улучшить свои экологические показатели со временем и, таким образом, способствовать устойчивому энергетическому переходу[1]. Фактически это тот же подход, что уже содержит российская таксономия зеленых и адаптационных проектов, утвержденная Постановлением Правительства РФ № 1587 от 21 сентября 2021 года[2].

Адаптационные проекты, в определении российской таксономии зеленых и адаптационных проектов[3], направлены на достижение целей Парижского соглашения или одной или нескольких Целей устойчивого развития ООН (№ 6–9, 11–15),

[1] The Extended Environmental Taxonomy: Final Report on Taxonomy extension options supporting a sustainable transition, March 2022.

[2] Критерии и направления адаптационных проектов установлены постановлением Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации».

[3] Постановление Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587.

реализация таких проектов способствует достижению целей, связанных с положительным воздействием на окружающую среду (сохранение, охрана или улучшение состояния окружающей среды; снижение выбросов и сбросов загрязняющих веществ и (или) предотвращение их влияния на окружающую среду; сокращение выбросов парниковых газов; энергосбережение и повышение эффективности использования ресурсов и пр.).

В отличие от зеленых проектов, для адаптационных проектов устанавливаются менее жесткие критерии соответствия (обращение с отходами; энергетика; промышленность; транспорт и промышленная техника; сельское хозяйство), кроме того, адаптационные проекты также включают в себя направление «устойчивая инфраструктура».

В декабре 2021 года ООО «Иркутская нефтяная компания» разместила локальные облигации на сумму 5 млрд рублей сроком на 5 лет с купоном 10.25% годовых на рефинансирование проекта обратной закачки попутного нефтяного газа. Размещение стало первым прецедентом выпуска облигаций в соответствии с российской таксономией адаптационных проектов и новой вехой на пути развития форматов финансирования для углеродоинтенсивных эмитентов в правовом поле России. Фактически это первый пример **адаптационных облигаций** — формат, не имеющий международных аналогов.

НОВАЦИИ РОССИЙСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ И МИРОВЫЕ СТАНДАРТЫ

В перспективе на российском рынке при поддержке Банка России могут появиться, помимо адаптационных облигаций, два новых формата — **облигации, связанные с целями устойчивого развития, и облигации климатического перехода**[1].

Облигации, связанные с целями устойчивого развития, выпускаются под общекорпоративные цели (General Corporate Purposes) с условием по достижению поставленных КПЭ. В случае недостижения целевых показателей наступает одно или несколько последствий, предусмотренных эмитентом в решении о выпуске облигаций, например:

- увеличивается размер процентной (купонной) ставки по облигациям;
- владельцам облигаций предоставляется право досрочного погашения принадлежащих им облигаций;
- возникает право требования приобретения эмитентом принадлежащих им облигаций по цене не ниже номинальной стоимости.

При этом КПЭ могут быть не только климатическими.

В международной практике этот инструмент соответствует формату **Sustainability-Linked Bonds (SLB),** где могут прописываться социальные КПЭ, а также показатели в области корпоративного управления, затрагивающие, к примеру, гендерное равенство в Совете директоров и топ-менеджменте организации.

Облигации климатического перехода могут быть как целевыми (Use-of-Proceeds), поступления от размещения которых будут использованы для достижения целей стратегии климатического перехода эмитента, так и выпускаемыми под общекорпоративные цели (General Corporate Purposes) с условием по достижению целевого значения одного или нескольких показателей деятельности эмитента, связанных с достижением целей устойчивого развития, Парижских соглашений или целей, установленных в национальных проектах и иных документах, определяющих стратегию Российской Федерации в области энергоперехода. Это синхронно с международным аналогом **(Climate) Transition Bonds** в международных стандартах.

Согласно руководству CTFH (ICMA), ставшему основой для стратегий по декарбонизации (климатических стратегий), выделяют четыре основные рекомендации для эмитентов в части информационных раскрытий и ключевых принципов стратегий, а именно:

- наличие климатической стратегии эмитента и ответственности органов корпоративного управления за исполнение этой стратегии;
- климатическая стратегия должна затрагивать ключевые сегменты бизнес-

[1] Определения с официального сайта ЦБ РФ: http://www.cbr.ru/develop/ur/faq/.

модели эмитента, оказывающие существенное влияние на окружающую среду, и включать анализ сценариев дальнейшего воздействия эмитента на окружающую среду и климат, а также оценивать успешность всей бизнес-модели эмитента в данных сценариях;

• климатическая стратегия должна быть научно обоснованной. Это также относится к прописываемым в стратегии целевым КПЭ в области климата и окружающей среды и к траекториям (сценариям) климатического перехода (так называемые Transition Pathways), заложенным в основу стратегии;

• прозрачность в части практических шагов по воплощению и следованию климатической стратегии.

(Climate) Transition Bonds, или «переходные» облигации — размещаются эмитентами с высокой интенсивностью углеродных выбросов для (ре)финансирования проектов, способствующих энергетическому переходу на такие источники энергии, которые сводят к минимуму негативное антропогенное влияние на климат за счет выбросов парниковых газов в атмосферу.

Данный вид облигаций может быть структурирован как под поименованные проекты (Use-of-Proceeds), так и под общекорпоративные цели (General Corporate Purposes). Соответственно, регламентироваться такие финансовые инструменты будут либо Green Bond Principles (при структуре Use-of-Proceeds), либо Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP, под общекорпоративные цели) — при этом желательно в сочетании с руководством Climate Transition Finance Handbook (CTFH), опубликованным ICMA в декабре 2020 года[1].

В отношении зеленых облигаций по российской таксономии эмитенту рекомендуется ссылаться либо на таксономию, либо на международные стандарты. Следуя этой логике, для разрабатываемых облигаций климатического перехода и облигаций, связанных с целями устойчивого развития, целесообразно применять тот же принцип. В таком случае эмитенты могут пользоваться лучшей рыночной практикой.

МИРОВОЙ РЫНОК TRANSITION BONDS: КРИТИКА И ПРАКТИКА

В обращении находятся 24 выпуска Transition Bonds объемом $10 млрд (Рисунок 3), 317 выпусков Sustainability-Linked Bonds (SLB) в объеме 146 млрд долл. экв.[2] (см. Рисунок 4). Но если первичный рынок

[1] Руководство CTFH (ICMA) представляет собой общее руководство для эмитентов в части надлежащих информационных раскрытий для корректного позиционирования выпуска «переходных облигаций».

[2] Все статистические данные из Bloomberg, приводятся в статье по состоянию на апрель 2022 года, если не указано иное.

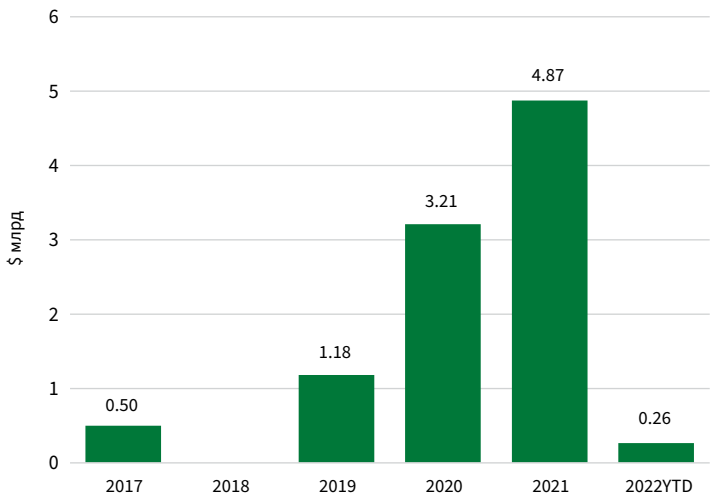

Рисунок 3
Рынок Transition Bonds в обращении составляет $10 млрд, распределенных между 24 бумагами

Источник:
Газпромбанк, Bloomberg на 01.04.2022

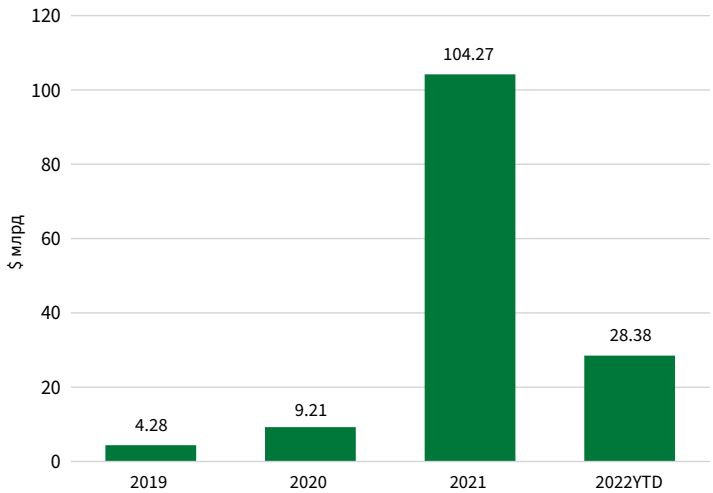

Рисунок 4
Рынок SLB в обращении составляет $146 млрд, распределенных между 317 бумагами

Источник:
Газпромбанк, Bloomberg на 01.04.2022

SLB в 2021 году вырос более чем в 10 раз по сравнению с предыдущим годом, то первичный рынок «переходных» облигаций не продемонстрировал столь впечатляющей динамики. Эксперты связывают это с довольно общим характером рекомендаций CTFH в отношении основных характеристик (принципов) инструмента и отсутствием рекомендаций относительно категорий проектов, которые могут быть профинансированы за счет переходных облигаций. Кроме того, многие инвесторы и эксперты выражают обеспокоенность тем фактом, что переходные облигации могут финансировать как чисто зеленые, так и не зеленые проекты: это могут быть газотурбинные установки, оснащенные технологией улавливания и хранения углерода (Carbon Capture & Storage, CCS), или же мощности по производству так называемого синего водорода, расщепляющие природный газ на H_2 и CO_2 с улавливанием последнего. Другими словами, это низкоуглеродные проекты — но не безуглеродные.

Подобные проекты отражают саму суть переходного финансирования: прежде чем стать полностью зелеными, отдельные отрасли должны претерпеть ряд промежуточных трансформаций, каждая из которых будет постепенно снижать их негативное влияние на климат. Однако отсутствие централизованного регламента со стороны ICMA и единого консенсуса среди инвесторов касательно того, какие проекты можно считать переходными и как следует измерять и оценивать их положительный вклад в углеродную трансформацию, препятствует более широкому распространению лейбла переходных облигаций. Лучшие практики в сфере отбора релевантных проектов и формирования отчетности по их финансированию на сегодняшний день представлены частными примерами отдельных эмитентов.

Регулярным заемщиком в формате Transition Bonds является итальянская газотранспортная компания Snam. В общей сложности данный эмитент разместил 4 выпуска Transition Bonds на сумму €2.35 млрд в течение 2020–2021 годов, а в январе 2022 года дебютировал с двухтраншевым выпуском Sustainability-Linked Bonds на сумму €1.5 млрд, выпущенных в соответствии с обновленной Концепцией устойчивого финансирования компании, которая позволяет Snam использовать как Use-of-Proceeds формат (среди проектов: развитие водородной энергетики и энергии из биометана, а также обновление и переоснащение газотранспортной инфраструктуры), так и SLB. В соответствии с корпоративной стратегией Snam на 2021–2025 годы, компания намерена увеличить долю устойчивого финансирования до 80% к 2025 году.

Однако, несмотря на достижения Snam, **пионером международного «переходного» финансирования по праву может счи-**

таться гонконгский энергетический холдинг CLP Group. Данная компания впервые опубликовала свою стратегию по декарбонизации бизнеса еще в 2007 году, а свой первый выпуск Transition Bonds разместила в 2017 году — за три года до публикации CTFH. При этом в первом выпуске, равно как и в четырех последующих, явным образом прослеживается отличие от зеленых облигаций с точки зрения финансируемых проектов — акцент сделан именно на переходе к низкоуглеродным альтернативам (газ с применением технологий улавливания CO_2), постепенном отказе от угольных мощностей и наращивании доли ВИЭ в структуре выработки энергии. Всего CLP Group разместила переходных облигаций на сумму $1.27 млрд, при этом ежегодно публикуя подробные отчеты о целевом использовании средств и статусе реализации проектов.

Среди авиакомпаний практическим кейсом размещения облигаций, имеющих статус как Transition Bonds, так и SLB, является дебютный выпуск авиалиний Etihad Airways на сумму $600 млн сроком на 5 лет в ноябре 2020 года. Сделка была структурирована в соответствии с законами шариата (сам инструмент называется сукук — исламский эквивалент облигаций) и стала первым подобным выпуском как в секторе авиаперевозок, так и в мире в целом. В основе выпуска заложено достижение КПЭ по снижению углеродной интенсивности компании к 2024 году, а штрафной механизм предполагает покупку углеродных единиц в виде компенсации. При этом Концепция переходного финансирования Etihad Airways позволяет ей выпускать как Transition Bonds с целевым использованием средств на закупки энергоэффективных самолетов нового поколения, так и Sustainability-Linked Bonds.

Первый в мире выпуск синих переходных облигаций размещен гонконгским оператором морских контейнерных перевозок Seaspan Corporation. Сделка представляла собой частное размещение на $750 млн сроком на 8 лет с купоном 5.5% годовых. «Синюю» приставку выпуск получил за счет концентрации Стратегии переходного финансирования компании (Blue Transition Bond Framework) на минимизации ущерба для морских экосистем за счет своей деятельности, что способствует достижению ЦУР № 14. Для этого Seaspan Corporation будет проводить декарбонизацию своего флота посредством применения альтернативных и/или низкоуглеродных видов топлива, а также осуществлять инвестиции в соответствующие НИОКР. Кроме того, новые суда должны соответствовать техническим требованиям Poseidon Principles, подписанты которых имеют целью сократить ежегодные выбросы парниковых газов на 50% к 2050 году по сравнению с 2008 годом.

Таким образом, выпуск Transition Bonds может не только обеспечить более плавный энергетический переход, но и привлечь внимание инвесторов к специфическим проблемам, таким как загрязнение мирового океана (Blue Transition), сохранение арктической экосистемы.

Последнее, например, представляет особую актуальность для России, у которой четыре региона — частично, а пять регионов — полностью, находятся в Арктической зоне, а количество проживающего на ее территории российского населения составляет более 2 млн человек и превышает количество представителей других государств.

В этом смысле сложно переоценить важность учета фактора S — социальной среды — и взаимодействия с широким кругом третьих сторон в проектах перехода к низкоуглеродной экономике будущего. Подразумевается, что каждый проект, направленный на снижение углеродного следа, от повышения энергоэффективности и «озеленения» логистических цепочек до сохранения арктической экосистемы, морского и биоразнообразия, делается людьми и для людей.

Параллельно с внедрением новых форматов облигаций развитие партнерства государства и бизнеса, а также разработка оптимального набора мер стимулирования как эмитентов, так и инвесторов будет тем самым необходимым шагом для ускорения развития этого сегмента российского рынка долгового капитала.

Банк осознает текущие ограничения и подготовил статью в целях обобщения информации об инструментах ответственного финансирования на рынках долгового капитала.

Данные для удовлетворения требований 710-П по контрагентам

Cbonds

Данные доступны через API, на страницах эмиссий и эмитентов на сайте Cbonds

Подробные базы данных по компаниям России и мира

- Кредитные организации (КО) и нефинансовые кредитные организации (НФО) России
- Системно-значимые инфраструктурные организации России
- Санаторно-курортные организации России
- Медицинские организации России
- Синдикаты Ллойда и управляющие агенты синдикатов

Страны контрагентов

- Код страны ОКСМ цифровой
- Уровень ОЭСР страны
- Информация о вхождении в списки безрисковых стран (ШОС, МАНИВЭЛ, Еврозона, БРИКС)

Аффилированность с контрагентом

- Доля анализируемого страховщика в уставном капитале данного контрагента
- Наличие признаков связанности со страховщиком

Расширенная информация по контрагентам

- ИНН, ОГРН / TIN компании
- Полное и краткое наименование
- Адрес
- Страна регистрации (ОКСМ цифровой)
- Признак отнесения к государству (федеральные, субфедеральные, муниципальные)
- Информация о наличии процедуры банкротства в компании
- Код вида деятельности компании для отражения в отчетности
- Наилучший кредитный рейтинг эмитента
- Признак наличия дефолта по ценным бумагам контрагента

Облигации

- ISIN и гос. рег. номер, наименование выпуска
- Номинал и валюта номинала
- Признак отнесения бумаг к облигациям, выплаты по которым установлены в виде формулы с переменными и (или) зависят от процентных ставок, уровня инфляции, курсов валют или индексов
- Признак конвертируемости облигаций в акции
- Признак наличия гарантии / поручительства / залога по выпуску
- Признак вхождения в котировальные списки Московской и Санкт-Петербургской биржи

Контакты:
+ 7 (812) 336-97-21
доб. 146
database@cbonds.info

Реклама