Андрей МУРЫГИН,
эксперт в области проектных и структурных облигаций, деривативов и структурного финансирования

Адиля ТАКТАШОВА,
эксперт в еврооблигациях и зеленом финансировании

Зеленые и социальные облигации — опыт международных и локальных эмиссий

Когда мы говорим о зеленых или социальных облигациях, важно понимать, что не существует единого унифицированного определения этих категорий долговых инструментов, на которое можно было бы опираться при оценке отдельно взятых инструментов в любой юрисдикции. Ключевой элемент, отличающий зеленые и социальные облигации от традиционных облигаций, — это использование привлеченных средств на определенные в документации выпуска цели. В широком смысле под зелеными облигациями понимают долговые инструменты, поступления от размещения которых направляются исключительно на финансирование проектов, приносящих экологическую пользу, а под социальными облигациями — долговые инструменты, поступления от размещения которых направляются исключительно на финансирование социальных проектов.

Чтобы лучше понять текущее регулирование данных инструментов в отдельных юрисдикциях, полезно вспомнить, как они зарождались. Еще в 2000-х в свете растущей озабоченности экологическими проблемами отдельные группы инвесторов, традиционно инвестировавшие в долговые инструменты с фиксированной доходностью, начали задумываться о том, как их инвестиции могут способствовать решению экологических проблем. На тот момент зеленых финансовых инструментов как таковых еще не было, и все, что можно было сделать, чтобы как-то способствовать решению экологических проблем, — это формировать

инвестиционный портфель, исключая инвестиции в компании, чей бизнес наносит очевидный ущерб окружающей среде. Однако было очевидно, что такая стратегия вряд ли смогла бы способствовать ощутимым изменениям, для которых были нужны инвестиции именно в зеленые проекты. При этом важно было определить, какие именно проекты можно считать зелеными, оценить, насколько они способствуют решению экологических проблем, и, что особенно важно, установить процедуры контроля за использованием привлеченных денежных средств на заявленные цели. Так, инвесторы в кооперации с международными финансовыми институтами при участии научного сообщества разрабатывали правила и рекомендации, позволяющие решать именно эти задачи. При этом регулирование как зеленых, так и социальных облигаций развивалось в первую очередь на негосударственном уровне в виде принципов и рекомендаций, отвечающих на обозначенные выше вопросы участников рынка.

Наиболее известными и широко используемыми правилами зеленого финансирования на международных рынках капиталов стали «Принципы зеленых облигаций» (Green Bond Principles), разработанные Международной ассоциацией рынков капитала (ICMA). Впервые они были опубликованы в 2014 году и впоследствии несколько раз обновлялись. ICMA при этом подчеркивает, что Принципы зеленых облигаций — это добровольно применяемые рекомендации, способствующие целостности в развитии рынка зеленых облигаций посредством разъяснения подхода к выпуску таких облигаций. Они предоставляют эмитентам рекомендации по ключевым компонентам выпуска зеленых облигаций, которые заслуживают доверия инвесторов; обеспечивают инвесторам доступность информации, необходимой для оценки воздействия их инвестиций в зеленые облигации на окружающую среду, а также содействуют андеррайтерам, предлагая важнейшие шаги для заключения сделок, способствующих сохранению целостности и единообразия рынка.

Впервые зеленые облигации были выпущены в 2007 году Европейским инвестиционным банком и Всемирным банком. С 2008 по 2012 год эмитенты выпустили зеленые облигации на общую сумму $2.5 млрд. В 2013 году зеленых облигаций уже было выпущено на общую сумму $11 млрд, в 2014-м — на $35 млрд, а в 2015-м — на $42 млрд. В дальнейшем рынок зеленых облигаций рос колоссальными темпами, и в 2021 году годовой объем выпущенных в мире зеленых облигаций составил около $500 млрд, по оценке международной организации Climate Bonds Initiative.

Социальные облигации как инструмент развивались вслед за зелеными облигациями, и принцип их регулирования близок к регулированию зеленых облигаций. Впервые социальные облигации были выпущены в 2015 году, а уже в 2021 году годовой объем их выпусков, по оценке международной организации Climate Bonds Initiative, составил около $200 млрд. Наиболее известными и широко используемыми правилами социального финансирования также стали «Принципы социальных облигаций» (Social Bond Principles), разработанные Международной ассоциацией рынков капитала (ICMA). На стыке зеленых и социальных облигаций появились облигации устойчивого развития, выпуск которых направлен на финансирование или рефинансирование сочетания экологических и социальных проектов.

Принципы как зеленых облигаций, так и социальных облигаций, разработанные ICMA, фокусируются на следующих ключевых моментах:

- использование средств;
- процесс оценки и отбора проекта;
- управление средствами;
- отчетность.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СРЕДСТВ

Ключевым элементом в квалификации облигаций в качестве зеленых или социальных является направление средств, привлеченных путем выпуска таких облигаций, в полном объеме на реализацию допустимых зеленых и социальных проектов. Такие проекты должны быть в достаточной мере описаны в документации по выпуску ценных бумаг, и их соответствующая польза должна быть оценена

эмитентом, в том числе, если возможно, с точки зрения количественных характеристик. В Принципах зеленых облигаций приводятся общие категорий допустимых зеленых проектов, которые способствуют достижению экологических целей, включающих, среди прочего, экологически чистый транспорт, возобновляемую энергию, энергоэффективность, адаптацию к изменению климата. При этом ICMA отмечает, что список таких категорий не является исчерпывающим. Сейчас есть завоевавшие доверие на рынке организации, которые предоставляют независимый анализ, консультации и рекомендации по качеству различных зеленых решений и экологических практик.

Допускается использование привлеченных средств на рефинансирование, при этом рекомендуется, чтобы эмитенты предоставили сравнительные данные по доле финансирования и доле рефинансирования, а также предоставили информацию по ожидаемому ретроспективному периоду рефинансируемых допустимых зеленых проектов.

ПРОЦЕСС ОЦЕНКИ И ОТБОРА ПРОЕКТОВ

При выпуске зеленых и социальных облигаций эмитенту, помимо определения круга проектов, на финансирование которых направлен выпуск облигаций, важно четко определить цели по достижению экологической устойчивости зеленых проектов и разработать внутренние процедуры, с помощью которых эмитент определяет соответствие конкретных финансируемых проектов допустимым категориям зеленых проектов, а также выявляет, анализирует и осуществляет мониторинг предполагаемых социальных и экологических рисков, связанных с соответствующими проектами, и факторов, снижающих существенные риски. Информация о целях по достижению экологической устойчивости зеленых проектов и применяемых процедурах должна в достаточной мере раскрываться инвесторам. Также рекомендуется раскрывать информацию, если применимо, относительно степени согласованности финансируемых проектов с официальной или рыночной таксономией по соответствующим критериям, а также раскрывать любые экологические стандарты или сертификаты, на которые эмитент ориентируется при выборе проекта.

УПРАВЛЕНИЕ СРЕДСТВАМИ

При выпуске зеленых или социальных облигаций для отслеживания использования привлеченных денежных средств они должны быть зачислены на отдельный счет, сформированы в отдельный портфель или иным образом отдельно учтены эмитентом. Эмитентам необходимо разработать внутренние процедуры учета привлеченных средств и отслеживать баланс привлеченных денежных средств и соответствующих затрат на заявленные проекты. Эмитент должен информировать инвесторов о предполагаемых инструментах временного размещения неиспользованных средств, полученных при размещении облигаций. Принципы ICMA поощряют высокий уровень прозрачности и рекомендуют при управлении поступлениями от размещения облигаций привлекать внешнего аудитора или иное третье лицо для проверки метода внутреннего отслеживания и использования средств от выпуска облигаций.

ОТЧЕТНОСТЬ

Полное и своевременное раскрытие информации при осуществлении заимствований на рынке капитала традиционно является ключевым ожиданием участников рынка. В дополнение к принятым стандартам раскрытия информации при выпуске зеленых и социальных облигаций эмитенты должны собирать и быть готовыми предоставить актуальную информацию об использовании средств на заявленные цели, которая подлежит ежегодному обновлению до момента полного использования средств и своевременному обновлению в случае существенных изменений. Ежегодная отчетность должна включать список проектов, на которые были направлены средства от выпуска облигаций, описание проектов, указание суммы направленных средств и ожи-

даемое воздействие проектов. Уровень детализации проектов может варьироваться исходя из их количества, конфиденциальности и иных обоснованных коммерческих соображений. При оценке воздействия проектов и их эффективности рекомендуется по возможности приводить количественные показатели, поясняя методологию и допущения, использованные при их определении.

ВНЕШНИЕ ОЦЕНКИ

В дополнение к четырем обозначенным ключевым требованиям Принципов ICMA эмитентам рекомендуется привлекать внешних консультантов для получения независимого заключения перед выпуском облигаций о соответствии зеленых или социальных облигаций или программы выпуска таких облигаций основным компонентам Принципов ICMA. После выпуска облигаций эмитентам рекомендуется обратиться к внешним аудиторам или иным внешним экспертам для проведения проверок использования и распределения средств, привлеченных путем выпуска облигаций, на заявленные цели. ICMA отдельно разработала Руководство по внешним оценкам для получения рекомендаций и пояснений по различным типам оценок. Руководство представляет собой рыночную инициативу, направленную на повышение прозрачности процессов внешней оценки для эмитентов, банков-андеррайтеров, инвесторов, других заинтересованных сторон и внешних экспертов. Эмитентам рекомендуется размещать результаты таких проверок в открытом доступе на веб-сайте или через любой другой доступный канал связи.

КЛЮЧЕВЫЕ ОТЛИЧИЯ В ОРГАНИЗАЦИИ ВЫПУСКА ЗЕЛЕНЫХ И СОЦИАЛЬНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И ДОКУМЕНТАЦИИ ОТ ТРАДИЦИОННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Международное регулирование в области раскрытия информации в проспектах эмиссии в большей части не предусматривает специальных требований для зеленых или социальных облигаций. При этом сохраняется общий принцип, требующий, чтобы проспект содержал всю необходимую информацию, позволяющую инвестору принять взвешенное инвестиционное решение. В дополнение к этому принципы ICMA, как описано выше, рекомендуют включать подробную информацию о планируемом использовании привлекаемых денежных средств и соответствующих внутренних процедурах оценки проектов, мониторинга рисков и отслеживания использования денежных средств. ICMA также рекомендует разработать и опубликовать отдельную Рамочную программу (framework) по выпуску зеленых или социальных облигаций, в которой эмитенты должны объяснить соответствие выпускаемых облигаций четырем основным компонентам Принципов ICMA (то есть использование средств, процесс оценки и отбора проектов, управление средствами и отчетность). В проспекты эмиссии включается краткое описание рамочной программы и информация, где с ней можно ознакомиться в полном объеме. В проспект также включается описание связанных с данными облигациями факторов риска, включая то, что подходы к определению зеленых и социальных проектов у эмитента и отдельных инвесторов могут отличаться, оценка эмитентом положительного эффекта от выпуска облигаций может отличаться от ожиданий инвесторов, а также включая то, что такой эффект может быть на практике не достигнут.

Условия выпуска еврооблигаций, как правило, не предполагают наступления случая неисполнения обязательств и не наделяют инвесторов правом требования выкупа или досрочного погашения облигаций в случае, если заявленные при выпуске цели не достигаются. В целом условия зеленых и социальных еврооблигаций, такие как ковенанты и случаи неисполнения обязательств, не отличаются от традиционных еврооблигаций.

Несмотря на то что документация по зеленым и социальным облигациям близка к традиционной, на стадии под-

готовки к выпуску зеленых и социальных еврооблигаций эмитентам требуется больше времени для анализа проектов, разработки внутренних процедур, в которые, как правило, вовлечены внешние консультанты и верификаторы. Международные биржи, как правило, рассматривают зеленые и социальные долговые бумаги как отдельный от традиционных долговых бумаг инструмент и могут требовать дополнительные документы при организации листинга.

ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ ЗЕЛЕНЫЕ И СОЦИАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

В российские стандарты эмиссии в 2021 году были внесены важные изменения, установившие основные требования к выпуску отечественных зеленых и социальных облигаций. Была признана возможность осуществлять верификацию как по международным Принципам зеленых облигаций (GBP) ICMA или CBI или социальных облигаций (SBP) ICMA, так и по отечественной таксономии зеленых/социальных проектов и привлекать в качестве верификаторов как отечественные, так и иностранные организации, включенные в соответствующие списки верификаторов ВЭБ, ICMA и CBI. При этом с положительной стороны стоит отметить, что в окончательную редакцию нормативного акта не вошло требование об обязательном досрочном погашении выпуска облигаций в случае несоблюдения заявленных целей. В данном аспекте стандарты следуют в русле подхода международной ассоциации ICMA и дают эмитентам довольно много опциональности. Гибкий подход выражается и в праве эмитентов не указывать конкретный зеленый или социальный проект в решении о выпуске, давая им возможность установить в решении критерии отбора проекта и сослаться на политику эмитента в данном вопросе.

Также стандарты допускают эмиссию облигаций в целях рефинансирования зеленых и социальных проектов, что важно для долгосрочной модели проектного финансирования эмитента. Допускается и возможность выпуска программ зеленых и социальных облигаций. В целом, следует признать, что стандарты достаточно гибко и без излишних формальностей регулируют данный вид облигаций, что делает относительно несложным добавление соответствующих положений в документацию выпуска. И в этом аспекте добавление специфических положений в условия выпуска или проспект облигаций не составляет больше сложности по сравнению с подготовкой аналогичных условий в документах еврооблигаций. Основная нагрузка при подготовке выпуска зеленых или социальных облигаций для эмитента связана не столько с документацией выпуска, сколько с подготовкой эмитентом его политики в сфере зеленого (социального) финансирования и работы с верификатором.

Примером значительного российского проекта в сфере зеленых и социальных облигаций в 2021 году являются выпуски социальных облигаций в рамках масштабной Программы Общества с ограниченной ответственностью «Специализированное общество проектного финансирования «Инфраструктурные облигации» (дочернее общество АО «ДОМ.РФ») (далее — «СОПФ») в отношении облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и поручительством АО «ДОМ.РФ». Общая номинальная стоимость всех выпусков облигаций, размещаемых в рамках данной Программы, составляет до 1 трлн рублей. При этом Программа действует без ограничения срока, а максимальный срок погашения облигаций, которые могут быть размещены в рамках Программы, составляет 30 лет с даты начала размещения облигаций каждого выпуска. Данная Программа уникальна тем, что создана на базе утвержденного Правительством РФ механизма финансирования жилищного строительства в регионах и объединяет в себе возможность выпуска зеленых и социальных облигаций с механизмом использования средств от размещения облигаций для финансирования разных региональных проектов по принципам проектного финансирования. В данном механизме предусмотрено, по сути, субординированное софи-

нансирование через эмитента-СОПФ региональных проектов в жилищном и коммунальном строительстве, в которые наряду с облигационными средствами привлечено «старшее» финансирование от коммерческих банков на рыночных условиях. В рамках структуры Программы ДОМ.РФ разработаны межкредиторские соглашения с участием СОПФ, обеспечивающие обмен информации и приоритет в обслуживании долга получателем средств. Также имеется механизм выкупа дефолтных требований.

В 2021 году в рамках Программы было осуществлено два выпуска облигаций на 10 млрд рублей каждый, признанных на основании независимого заключения «Эксперт РА» соответствующими принципам социальных облигаций (SBP) ICMA. На основании этого данные выпуски (каждый — со сроком погашения в 2023 году) были включены в сегмент «Национальных и адаптационных проектов» Сектора устойчивого развития Мосбиржи.

Другим примером сложных проектных облигаций с зеленой маркировкой являются зеленые облигации ООО «СФО РуСол 1», включенные в Сектор устойчивого развития Мосбиржи. В данных облигациях использовался еще более сложный механизм рефинансирования солнечных станций компании «Солар Системс» в Астраханской области посредством выпуска обеспеченных структурных облигаций через эмитента-СФО, что позволило эмитенту предоставить проектные займы компаниям-операторам станций (и получателям платежей по договорам ДПМ на рынке мощности) с использованием более гибкого и разнообразного пакета проектного обеспечения по сравнению с тем, что законодательство разрешает для обычных (непроектных) обеспеченных облигаций. В обеспечение займов были предоставлены права требования в отношении платежей по ДПМ, доли в компаниях-заемщиках и залог определенного движимого и недвижимого имущества. Использовались оригинальные механизмы субординации выпусков, квазикорпоративные договоры с участием СФО как кредитора и создание резервов для обслуживания долга как на уровне СФО, так и на уровне проектных компаний заемщиков. По сути, данный выпуск стал примером первой полной секьюритизации бизнеса (whole business securitisation) с выпуском зеленых структурных облигаций.

ПЕРСПЕКТИВЫ

Нет никаких сомнений, что объемы выпуска зеленых и социальных облигаций на отечественном рынке будут расширяться. Представляется, что в условиях возрастающего санкционного давления и потребности финансировать разнообразные социально значимые и промышленные проекты для ускоренной модернизации экономики при сохранении целей устойчивого развития в ближайшие годы будут востребованы механизмы проектного финансирования в сочетании с выпуском проектных облигаций, имеющих характеристики зеленых или социальных.

Что касается перспектив рынка зеленых и социальных еврооблигаций, то нынешнее состояние международных отношений вряд ли позволит российским эмитентам быстро вернуться на европейские облигационные рынки. В этих условиях можно ожидать роста объемов и разнообразия внутренних облигационных выпусков. При этом отечественные эмитенты и организаторы наверняка захотят попробовать выстроить отношения с новыми инвесторами в Азии и на Ближнем Востоке и предложить им облигационный продукт (азиоблигации?), близкий по структуре и качеству раскрытия информации к еврооблигациям, но при этом выраженный в местных валютах или в рублях и, возможно, в большей степени полагающийся на отечественную инфраструктуру. В России уже был успешный опыт структурирования суверенных еврооблигаций Минфина РФ с использованием инфраструктуры НРД. В данном русле еще до 2022 года начались разработки возможной структуры выпуска «прямых» международных корпоративных облигаций крупными российскими эмитентами, где можно было бы избавиться от иностранной компании эмитента-SPV и некоторых сервис-провайдеров, участие которых может быть заблокировано санкциями. Также эмитенты смогут использовать оговорки об альтернативной оплате валютных обязательств в рублях, минуя заблокированную санкциями инфраструктуру. Представляется, что при незначительных изменениях нормативной базы такие структуры могут стать вполне доступны эмитентам при условии, что соответствующие иностранные биржи, андеррайтеры и инвесторы на азиатских и ближневосточных рынках решатся на сотрудничество с российскими эмитентами по таким российским выпускам с учетом риска вторичных санкций. В меняющемся мире ничего нельзя исключать.

Cbonds ADD-IN

Надстройка Cbonds:

Пользуйся функционалом

Получай данные

Прямо в MS Excel

Встроенные функции
- данные по облигациям, акциям, ПИФ и ETF (включая котировки)
- функции калькулятора
- бенчмарки, объемы рынка, товарные и другие индексы
- функции по денежному потоку
- функции онлайн-котировок

Отдельные листы с данными:

Облигации
Основные параметры, биржевые котировки, котировки участников рынка, график выплат и оферты

Биржевые котировки
- по бирже на дату
- по бумаге за период

Индексы
Более 30 000 индексов с актуальными и архивными значениями

Watchlist
Мониторинг избранных эмиссий по 30 параметрам

Калькулятор
Расчет доходности и дюрации, выпуклости и стоимости одного б. п.

Карты рынка
Более 100 различных карт по странам, секторам и отраслям

Подробнее:
http://cbonds.ru/addin

Уточнить доступ:
addin@cbonds.info

Реклама