Как факторы ESG влияют на цены и доходность облигаций

Евгений ХИЛИНСКИЙ,
FI-аналитик, директор
Fixed Income Research,
Газпромбанк

С расширением влияния международных организаций, отстаивающих принципы ответственного инвестирования, ценообразование даже таких инструментов, как облигации, начинает отражать влияние факторов ESG. Это сказывается как на спросе инвесторов на традиционные инструменты, так и на появлении нового рынка тематических ESG-облигаций. Наиболее яркие представители последних — «зеленые» облигации — дали имя специфическому дисконту для ESG-облигаций, который называется greenium и при размещении бумаги на международных рынках составляет 10–20 б. п.

Первичное размещение «зеленых» облигаций зачастую происходит не с премией за новый выпуск, как во многих обычных бумагах, а наоборот — с «зеленым» дисконтом

В последние годы тренд на ESG стал заметен и в России, прежде всего как эхо происходящих в мире изменений. Влияние факторов ESG на российский рынок облигаций пока ограничено все еще низкой популярностью концепции внутри страны, а значит, и среди локальной базы инвесторов. Российский рынок тематических облигаций пока только зарождается, его «естественная» эволюция без активной помощи государства будет достаточно медленной. Однако государство заинтересовано в развитии сегмента и уже работает над мерами, при реализации которых темпы его роста в будущем могут приблизиться к мировым.

ЧТО ТАКОЕ ESG? НЕ ВРЕМЕННЫЙ ЛИ ЭТО ТРЕНД?

ESG в широком смысле — это деловая активность, осуществляемая с соблюдением принципов устойчивого развития, что подразумевает ответственное отношение к окружающей среде (E, environmental), обществу (S, social) и стандартам управления (G, governance). В более узком смысле ESG — это критерии для осуществления деловой активности, которые позволяют минимизировать экологические, социальные и корпоративные риски.

Популярность концепции в мире начала активно расти в последние несколько лет, а год назад этот тренд добрался и до России. Только за 2019–2020 годы в фонды, инвестирующие в соответствии с принципами ESG, притекло около $1 трлн[1].

Мы полагаем, что это не временное явление и популярность инвестирования с учетом ESG будет только нарастать. Смена парадигмы произошла под влиянием нескольких фундаментальных факторов. Прежде всего это рост

[1] По данным Morningstar.

спроса на ответственное инвестирование со стороны миллениалов, вошедших в «инвестиционный возраст», очевидный характер антропогенных изменений климата и технологический сдвиг, сделавший достижимым снижение углеродоемкости экономики уже сегодня.

В инвестиционной среде наиболее ярким выражением тренда на повышение важности ESG стало увеличение числа подписантов Принципов ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment, PRI), объем средств под управлением которых превысил $100 трлн.

ПОЧЕМУ ФАКТОРЫ ESG СПОСОБНЫ ВЛИЯТЬ НА ЦЕНЫ ОБЛИГАЦИЙ?

Долгое время, говоря об эффекте ESG для инвестиций, подразумевали влияние на стоимость акций компаний. В последние же несколько лет ESG все больше становится фактором ценообразования и для облигаций. Почему?

Одним из ключевых факторов, вероятно, является рост числа подписантов PRI, многие из которых — крупные инвесторы на облигационном рынке. В 2017 году (последние доступные данные) объем совокупных портфелей облигаций подписантов PRI по объему равнялся портфелям акций.

В соответствии с требованиями PRI, с 2020 года решения об инвестировании половины активов под управлением (АпУ) подписантов должны приниматься с учетом факторов ESG. То есть при общих АпУ подписантов PRI $100 трлн принципы ESG распространяются на инвестиции в облигации в объеме примерно $20 трлн.

Однако это вовсе не означает, что весь упомянутый объем направится в «зеленые» облигации или облигации компаний возобновляемой энергетики. Ведь PRI не устанавливает строгих критериев по обеспечению соответствия приобретаемых инструментов принципам ESG.

Эти критерии достаточно общие. Так, «Руководство для инвесторов в облигации» PRI предлагает сосредоточиться на анализе того, как ESG-риски влияют на способность заемщика обслуживать долг. Способы же управления ESG риском в портфеле, описанные PRI, стандартны и включают исключающий отбор (negative screening), положительный отбор (positive screening) и нормативный отбор (norms-based screening).

Практика применения этих подходов от инвестора к инвестору заметно различается. Может использоваться один подход или их комбинация. Кроме того, в одних случаях предметом анализа являются цели использования средств от размещения облигаций, в других — сам эмитент.

Хороший пример — инвестиционная политика одного из крупнейших немецких банков KfW, которая сочетает все три типа отбора и в значительной мере фокусируется на анализе проектов, а не эмитентов. Положительный отбор предполагает, что могут приобретаться облигации эмитентов, чей рейтинг устойчивости входит в 50% лучших в соответствующем секторе. Исключающий отбор предполагает запрет на инвестирование в облигации, средства которых будут использованы на проекты, попадающие в исключающий список, в том числе в сфере ядерной энергетики, добычи угля и угольной энергетики, а также добычи нефти из битумных сланцев и нефтеносных песков. Исключаются также проекты, противоречащие международным экологическим конвенциям (нормативный отбор), таким как Монреальский протокол, Стокгольмская конвенция и так далее.

Политика по интеграции ESG другого европейского инвестиционного гиганта Allianz сконцентрирована на анализе именно эмитента. Например, в портфели, управляемые менеджерами компании, с 2015 года не включаются бумаги, эмитенты которых получают 30% и более выручки от добычи энергетического угля или генерируют более 30% энергии с помощью энергетического угля.

Яркой иллюстрацией того, какое практическое влияние на российский рынок облигаций это может оказать, является размещение рублевых социальных еврооблигаций РЖД в декабре прошлого года. Несмотря на социальную маркировку, один из фондов PIMCO (мы предполагаем, что это PIMCO Climate Bond Strategy) сообщил, что не может купить облигации по причине высокой доли доходов от перевозки ископаемого топлива в структуре выручки компании.

ESG-ОБЛИГАЦИИ — ИДЕАЛЬНЫЙ ИНСТРУМЕНТ ДЛЯ ESG-ПОРТФЕЛЕЙ

Выше мы привели отдельные примеры или короткие выдержки из ESG-политик крупнейших инвесторов. Полные версии предполагают анализ большого количества критериев, и зачастую такой анализ трудозатратен или же затруднителен по причине отсутствия информации.

«Целевые» ESG-облигации — «зеленые», социальные, устойчивого развития и облигации, связанные с устойчивым развитием (далее обобщенно — ESG-облигации или тематические облигации) — часто по определению соответствуют критериям отбора большинства портфелей, управляемых с учетом принципов ESG. Поэтому

Рисунок 1
Облигации составляют почти 40% в портфелях подписантов PRI

Источник: PRI

для таких портфелей ESG-облигации представляют собой идеальный инструмент: объем информации, которую вынуждена проверять команда инвестора, значительно меньше, а отчитываться за соответствие инвестиций ESG-критериям — проще.

Например, уже упомянутый PIMCO Climate Bond Strategy может инвестировать:

- в «зеленые» облигации;
- бумаги «зеленых» компаний (например, солнечная генерация);
- облигации прочих компаний — лидеров углеродной трансформации.

В первом случае перед приобретением «зеленые» облигации будут изучаться, но процедура ESG-анализа для инвестора значительно проще. Как правило, ESG-облигации уже имеют заключение третьей стороны — верификатора — о соответствии бумаги целям устойчивого развития. Знакомство с таким заключением зачастую является первым шагом инвестора к анализу целесообразности приобретения инструмента. При этом большинство крупных инвесторов все же не ограничиваются заключением третьей стороны. Они проводят самостоятельный анализ, который сфокусирован на целях выпуска, направлении использования средств и способности обеспечить их целевое расходование и предоставить отчетность.

В двух последних случаях время, затраченное на анализ перед приобретением, будет выше: оцениваться будет и доля «зеленой» деятельности в выручке, и объективность лидерских позиций в рамках перехода.

GREENIUM — КАКОВЫ ПРИРОДА И РАЗМЕР «ЗЕЛЕНОЙ» ПРЕМИИ?

Гриниумом называют дисконт по доходности ESG-облигации к обыкновенному старшему долгу того же эмитента. Как правило, говорят про гриниум на размещении, поскольку именно он показывает экономию эмитента от выпуска тематического инструмента.

Откуда берется гриниум? Это результат дополнительного спроса на облигации со стороны ESG-инвесторов, для портфелей которых такие инструменты идеально подходят, как мы писали выше. Это отчетливо видно по уровню переподписки. Недавнее исследование Climate Bonds Initiative по суверенным облигациям показало, что переподписка по суверенным ESG-облигациям в 9 из 13 случаев превышала среднюю переподписку по трем предыдущим аукционам по обыкновенным облигациям. При этом средний уровень переподписки по ESG-облигациям был выше в 1.5–2 раза.

В результате первичное размещение «зеленых» облигаций зачастую происходит не с премией за новый выпуск, как во многих обычных бумагах, а наоборот — с «зеленым» дисконтом. Стоит отметить, однако, что это происходит не всегда.

Из 23 суверенных выпусков, попавших в исследование CBI, только девять были размещены с гриниумом. При этом без «зеленого» дисконта размещались даже ESG-облигации, переподписка на которые существенно — до двух раз — превышала среднюю (например, выпуск Luxembourg 32 или Hungary 35).

В корпоративном сегменте, по нашим оценкам, гриниум, если он есть, составляет преимущественно 10–20 б. п. При этом значимой зависимости от валюты выпуска, несмотря на разный уровень базовых ставок, мы не отмечаем.

Другое интересное наблюдение заключается в том, что со временем на вторичном рынке уровень гриниума снижается, что, как мы полагаем, можно обосновать действием арбитража. В нашей сокращенной выборке средний гриниум на размещении составлял 15 б. п., а на вторичном рынке — уже 6 б. п.

КАК ВЫГЛЯДИТ РЫНОК ESG-ОБЛИГАЦИЙ?

По классификации Bloomberg, в обращении находятся ESG-облигации на $1.3 трлн. Большую часть этого рынка — $865 млрд — составляют «зеленые» облигации. При этом в последние годы основной прирост рынка происходил во многом за счет «незеленых» типов ESG-облигаций.

Крупнейшими эмитентами остаются квазигосударственные образования, государственные банки и банки развития. При этом инвесторы хотели бы приобретать[1] прежде всего корпоративные выпуски, что создает повышенный дефицит последних. Схожая ситуация наблюдается с суверенными «зелеными» выпусками. Размещения в этих двух группах наиболее перспективны.

Страны EM, на которые приходится 63% выбросов парниковых газов, составляют только 26% рынка «зеленых» облигаций. Большинство инвесторов (82%)[2] могут и хотели бы приобретать их облигации и ощущают острый недостаток предложения подходящих бумаг из EM. Основными ограничениями для инвесторов в ESG-облигации стран EM являются (в порядке убывания):

- **Рейтинг.** У большей части крупных стран EM он ниже инвестиционного уровня.
- **Валюта.** Большая часть «зеленых» облигаций EM номинирована в юанях (на втором месте — доллары США), тогда как значительная часть инвесторской базы — фонды в евро. Волатильность локальных валют многих рынков EM также ограничивает инвесторов.
- **Размер сделки.** Средний объем выпуска стран EM — примерно $260 млн.

[1] По данным Climate Bonds Initiative.

[2] По данным Climate Bonds Initiative.

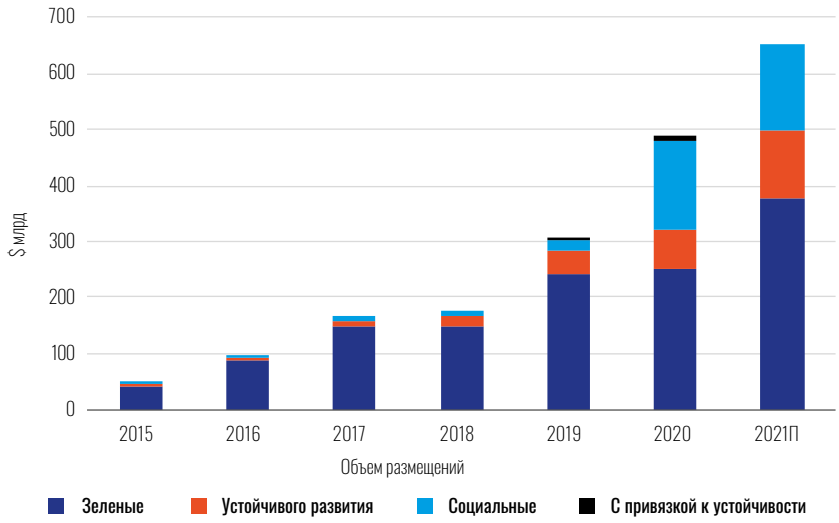
Таблица 1
Гриниум в корпоративном секторе

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

	Спред на вторичном рынке	Спред на первичном рынке	Изменение
CIFI 2025	-19	-13	-7
E.ON 2025	2	-6	8
E.ON 2027	-5	-18	13
E.ON 2030	-8	-10	2
First Abu Dhabi Bank 2025	1	-14	15
ING 2026	-13	-19	6
Mizuho 25	2	-8	10
Visa 27	-11	-24	13
Volkswagen 28	3	-13	16
Volkswagen 32	-10	-24	14
Среднее	**-6**	**-15**	
Медиана	**-7**	**-14**	

Рисунок 2
Быстрый рост рынка в последнее время происходит не только за счет «зеленых» облигаций

Источник: Bloomberg, прогноз Moody's, расчеты Газпромбанка



При этом минимально приемлемый объем выпуска, исходя из требований наиболее популярного индекса «зеленых» облигаций Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond Index, составляет 300 млн долларов/евро (20 млрд рублей).

ESG-ОБЛИГАЦИИ В РОССИИ. КАКОВ НАШ РЫНОК И КАКИМ ОН МОЖЕТ БЫТЬ?

Российский рынок ESG-облигаций находится на раннем этапе своей эволюции. Как мы упоминали ранее, за рубежом основными факторами, стимулирующими развитие этого рынка, являются спрос со стороны общества, а также технологическая достижимость перехода на устойчивую модель развития для крупных корпораций. В России спрос общества на ESG пока невысок, а общественное давление на корпорации — слабое. Поэтому последние пока не реализуют большого числа проектов, которым бы понадобилось «зеленое» финансирование.

Поэтому главным интересантом развития «зеленого» рынка в нашей стране выступает государство, которому необходимо в средне- и долгосрочной перспективе уйти от углеводородной зависимости, так как она несет значительные риски в условиях энергетического перехода. Государство уже работает над механизмами стимулирования рынка. Среди обсуждавшихся мер — налоговые льготы на купоны по таким бумагам и нормативные послабления для таких инструментов со стороны Банка России.

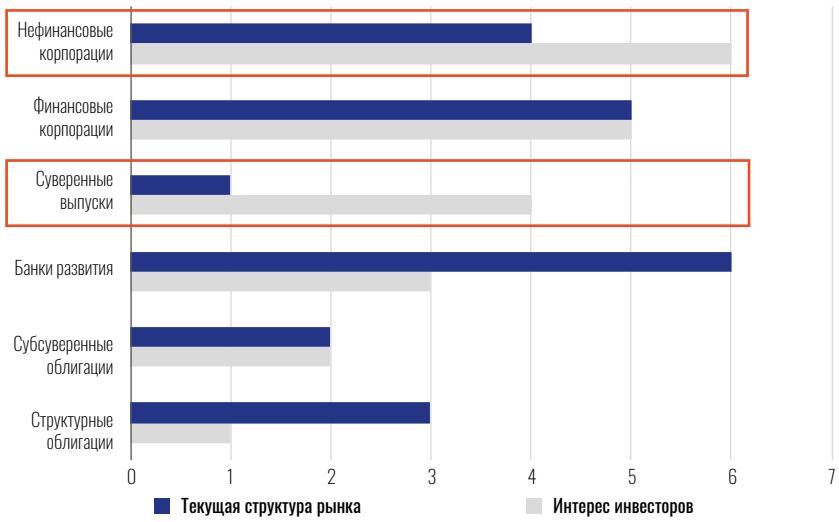
Пока, однако, российский рынок мал — чуть более 200 млрд в рублевом эквиваленте. При этом 100 млрд рублей из этой суммы представлены бессрочными социальными облигациями РЖД, тогда как многие участники рынка считают, что вечные облигации не могут считаться тематическими.

Общая же доля РЖД на рынке ESG-облигаций России составляет 84% — то есть, по сути, пока это рынок одного эмитента.

Большая часть «зеленых» облигаций EM номинирована в юанях (на втором месте — доллары США), тогда как значительная часть инвесторской базы — фонды в евро

Рисунок 3
На рынке наблюдается структурный дефицит корпоративных и суверенных выпусков

Источник: Climate Bonds Initiative, Газпромбанк



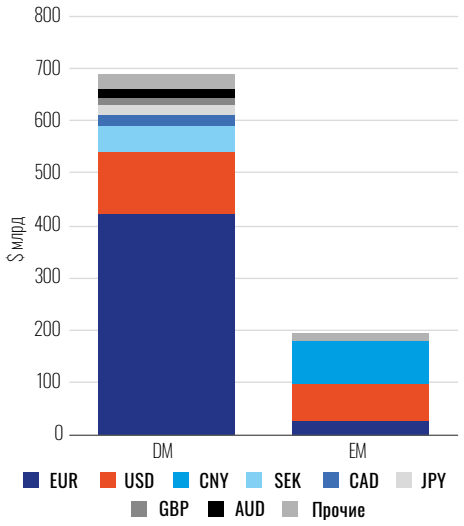
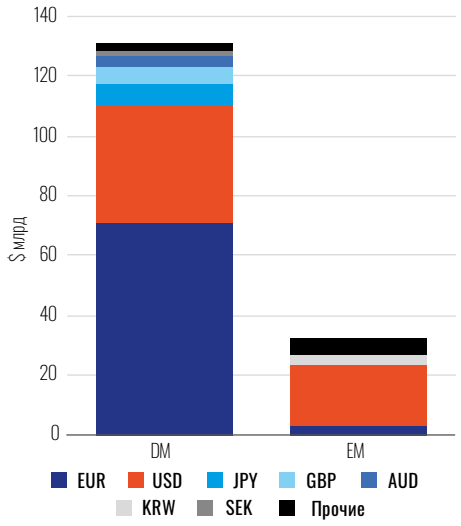


Рисунок 4
«Зеленые» облигации: дефицит выпусков из EM и выпусков в твердой валюте

Источник: Bloomberg

Рисунок 5
Облигации устойчивого развития: дефицит выпусков из EM

Источник: Bloomberg



Главным условием привлечения иностранного спроса станет выбор проекта, который действительно несет изменения, а не «притворяется» таковым

Каким может быть объем российского рынка в будущем? Если государство разработает меры стимулирования и будет способствовать формированию естественного спроса, то международные темпы роста могут быть достижимы и в России. Moody's, например, оценивает ежегодный рост рынка ESG-облигаций в мире на ближайшие годы в 25–30%, то есть среднесрочный потенциал российского рынка составляет 600–700 млрд рублей.

При этом углубление рынка будет приводить к появлению «естественного» гриниума у российских эмитентов. Мы полагаем, что пока российские бумаги размещаются в основном без такого дисконта, хотя и понимаем, что определение гриниума в условиях коротких кривых или низколиквидных выпусков затруднительно. Хороший пример ликвидной «зеленой» бумаги — крупный выпуск «зеленых» облигаций РЖД на 500 млн евро, осуществленный в 2019 году (RURAIL 27E). На размещении гриниум, на наш взгляд, отсутствовал, и большую часть времени, в том числе и сейчас, бумаги торгуются без него.

Будут ли иностранные инвесторы активными участниками в размещениях российских эмитентов? Мы полагаем, что да. Главным условием привлечения иностранного спроса станет выбор проекта, который действительно несет изменения, а не «притворяется» таковым. Последнее называется greenwashing (по аналогии с whitewashing — «отмывание»), и международные инвесторы в последнее время много внимания уделяют тому, чтобы отсекать такие облигации, чем занимаются отдельные аналитики.

Как мы описывали выше, инвесторы заинтересованы в покупке большего объема тематических инструментов из EM, особенно в твердых валютах, с высоким рейтингом и объемом, достаточным для обеспечения ликвидности. Российские эмитенты с доступом к международному рынку имеют возможность предлагать именно такие бумаги.

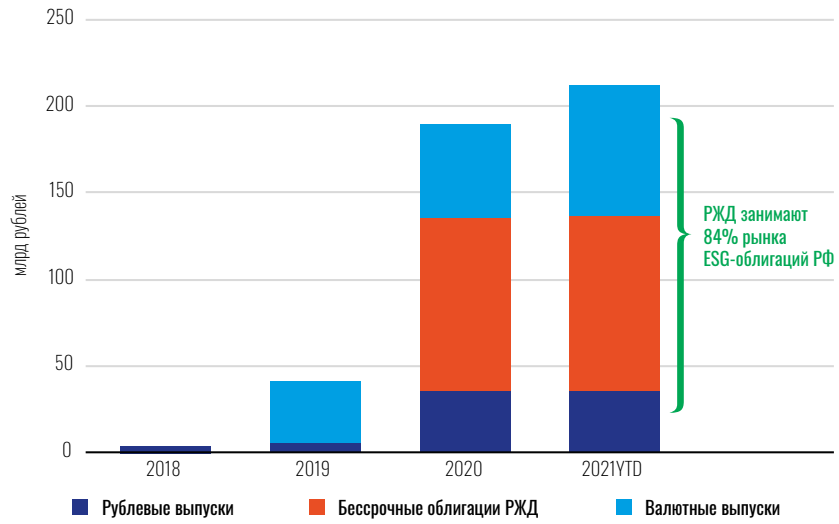


Рисунок 6
Динамика объема ESG-облигаций в обращении