ESG и инновации: как финансовые рынки переосмысляют роль капитала в эпоху устойчивого развития

Ирина БАЛАЛАЕВА,
ведущий специалист отдела международных долговых рынков по направлению «Еврооблигации», Cbonds

За последнее десятилетие устойчивые облигации из нишевого продукта превратились в крупный сегмент глобального долгового рынка. Однако по мере роста объемов стало очевидно, что простого ярлыка «зеленый» уже недостаточно. Инвесторы все чаще требуют, чтобы связь между привлеченным капиталом и устойчивыми результатами была не декларативной, а фактически измеряемой и закрепленной контрактно. Усиление требований в свою очередь порождает спрос на инструменты, где стоимость долга в сегменте ESG напрямую зависит от конкретных и измеримых целей (KPI). Параллельно растет внимание к тому, насколько эти KPI амбициозны и проверяемы.

Международные принципы, разработанные отраслевыми ассоциациями, становятся де-факто стандартами: эмитент, не соблюдающий рекомендаций, рискует столкнуться с ограниченным спросом

На этом фоне ESG-инновации становятся не только вопросом репутации, но и полем для финансового инжиниринга. Эмитенты экспериментируют с купонными механизмами и структурой обязательств, а регуляторы и ассоциации ищут способы отделить качественные решения от маркетинга.

ЭВОЛЮЦИЯ ESG-ИНСТРУМЕНТОВ: ОТ КЛАССИЧЕСКИХ «ЗЕЛЕНЫХ» ОБЛИГАЦИЙ К «СВЯЗАННЫМ С УСТОЙЧИВЫМ РАЗВИТИЕМ»

Первые волны устойчивых облигаций строились вокруг принципа целевого использования средств (use of proceeds): эмитент привлекает средства и обещает направить их на определенные проекты с климатическим или социальным эффектом. Подобные классические «зеленые» и социальные выпуски позволили рынку отработать базовую архитектуру — от стандартов выпуска и отчетности до внешней верификации. Однако у такого подхода есть существенное ограничение: он привязан к перечню конкретных проектов и облигации выпускаются непосредственно под них, что не гарантирует того, что вся стратегия эмитента (или государства) действительно движется в устойчивом направлении.

Прорывом стали облигации, связанные с устойчивым развитием (Sustainability-Linked Bonds, SLB). Здесь инвестор финансирует не конкретный проект, а весь баланс эмитента, финансовые условия которого зависят от того, выполняет ли эмитент заранее объявленные KPI в рамках достижения экологических целей. Теоретически это смещает фокус с вопроса «на что потрачены деньги?» на более важный — «чего удалось достичь?».

Однако на практике первое поколение SLB выявило и слабые стороны: KPI зачастую были недостаточно амбициозными, пороговые значения — легко достижимыми, а изменение купона — символическим. Это спровоцировало волну критики инструментов и эмитентов, в том числе за impact-washing и greenwashing — преувеличение или фальсификацию экологического и социального эффекта для привлечения инвестиций. Подобная критика подрывала доверие ко всему сегменту ESG-инвестиций.

Параллельно расширялась сама повестка, связанная с экологическими проблемами. Так, традиционные «зеленые» облигации исторически финансировали проекты по снижению выбросов парниковых газов, энергоэффективности, возобновляемой энергии и управлению отходами. Однако с ростом внимания мирового сообщества к утрате биоразнообразия начали формироваться новые сегменты ESG-инструментов: «синие» облигации (нацеленные на сохранение водных экосистем) и более специализированные SLB, нацеленные на восстановление экосистем, защиту видов и устойчивое управление природными ресурсами.

Ответом на критику и растущие потребности стало появление и ужесточение нормативных стандартов. Появились такие инициативы, как Центр суверенных долговых обязательств, связанных с устойчивым развитием (SSDH)[1], призванный вырабатывать стандарты. Принятая на COP15 Куньминско-Монреальская глобальная рамочная программа по биоразнообразию (GBF)[2] задала четкие международные цели. В 2025 году Международная ассоциация рынков капитала (ICMA) выпустила руководство[3] по «природным облигациям» (nature bonds), конкретизировав стандарты для финансирования проектов, непосредственно связанных с восстановлением природных систем — от речных экосистем до агроландшафтов.

Международные принципы, разработанные отраслевыми ассоциациями, становятся де-факто стандартами: эмитент, не соблюдающий рекомендаций, рискует столкнуться с ограниченным спросом. Дополнительно в разных юрисдикциях обсуждаются и вводятся регуляторные требования к устойчивым инструментам, чтобы задать рамки, внутри которых может развиваться финансовый инжиниринг, и отсечь те конструкции, которые не привносят реального вклада в устойчивость. В перспективе можно ожидать, что стандарты для SLB станут еще более конкретными и дифференцированными по отраслям и типам эмитентов.

Таким образом, сегодня повестка сместилась к построению «высококачественного» рынка SLB, где KPI должны быть существенными, тесно связанными с ключевыми рисками и стратегией эмитента, а финансовый эффект — ощутимым и понятным. Рынок ESG-долга переживает качественный сдвиг: структура SLB быстро эволюционирует от формальных обязательств к инструменту с научно обоснованными целями и жесткой финансовой мотивацией для эмитента.

СУВЕРЕННЫЕ SLB КАК ЛАБОРАТОРИЯ ESG-ИННОВАЦИЙ. КЕЙС ЧИЛИ

Особое внимание на рынке инструментов устойчивого развития привлекают суверенные SLB. Государства в отличие от корпораций несут ответственность за достижение национальных и глобальных целей. Многие инновации происходят именно в секторе суверенных SLB, так как выполнение KPI зачастую требует не точечных проектов, а комплексных реформ — от земельного кадастра до экологического законодательства.

Чили стала одной из стран-пионеров, которые наиболее последовательно и масштабно (Рисунок 1) используют суверенные ESG-инструменты[4]:

- 2019 год — первые в Америке суверенные «зеленые» облигации;
- 2022 год — первый в мире суверенный SLB объемом $2 млрд; спрос превысил предложение более чем в четыре раза (заявки около $8.1 млрд);
- 2023 год — расширение SLB фреймворка за счет гендерного KPI (доля женщин в советах директоров компаний);
- к концу 2024 года — свыше $33 млрд совокупного объема ESG-облигаций, включая «зеленые», социальные, sustainability и SLB.

Внимание мирового сообщества привлек не только ранний выход на «зеленый» сегмент рынка, но и готовность экспериментировать со структурой SLB.

ИННОВАЦИОННЫЙ ВЫПУСК 2026 ГОДА

В начале января 2026 года Чили совершила новый прорыв, разместив первые в мире суверенные облигации[5] на 1.5 млрд евро, чья доходность напрямую привязана к целям в области биоразнообразия. Ключевым нововведением стала пара целевых показателей устойчивости (Sustainability Performance Target, SPT):

- SPT 4a (Количественный таргет): расширение охраняемых и сохраняемых территорий. Цель: довести долю таких территорий минимум до 30 % национальной суши к 2030 году;
- SPT 4b (Качественный таргет): повышение качества управления охраняемыми территориями. Цель: к 2030 году не менее 10 % национальной территории должны быть охвачены охраняемыми зонами, которые отвечают четырем критериям «эффективного управления».

Задача исключительно амбициозна. Согласно данным protected planet[6], в 2024 году покрытие сухопутных и внутренних водных территорий Чили составляло 21.64 % (162 596 км²). Для достижения количественной цели стране нужно увеличить эту площадь почти на 40 % (около 63 000 км²) за шесть лет. Примечательно, что SPT 4b, нацеленный на качество управления, установлен с базовым уровнем 0 %. Это подчеркивает абсолютную новизну методологии и готовность страны к масштабной институциональной работе. Аналитики от Sustainalytics оценили новые KPI как «очень сильные», а связанные с ними SPT — как «высокоамбициозные», что говорит о полном

[1] https://ru.ssdh.net/resources/landmark-new-platform-to-catalyse-market-for-sustainability-linked-sovereign-bonds-announced-today

[2] https://www.fao.org/biodiversity/kunming-montreal-global-biodiversity-framework/ru

[3] https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2025-updates/Sustainable-Bonds-for-Nature-A-Practitioners-Guide-June-2025.pdf

[4] https://infragreen.ru/piervyie-suvieriennyie-oblighatsii-dlia-bioraznoobraziia-chili-tiestiruiet-novyi-finansovyi-instrumient/

[5] https://cbonds.ru/bonds/2050259/

[6] https://www.protectedplanet.net/country/CHL

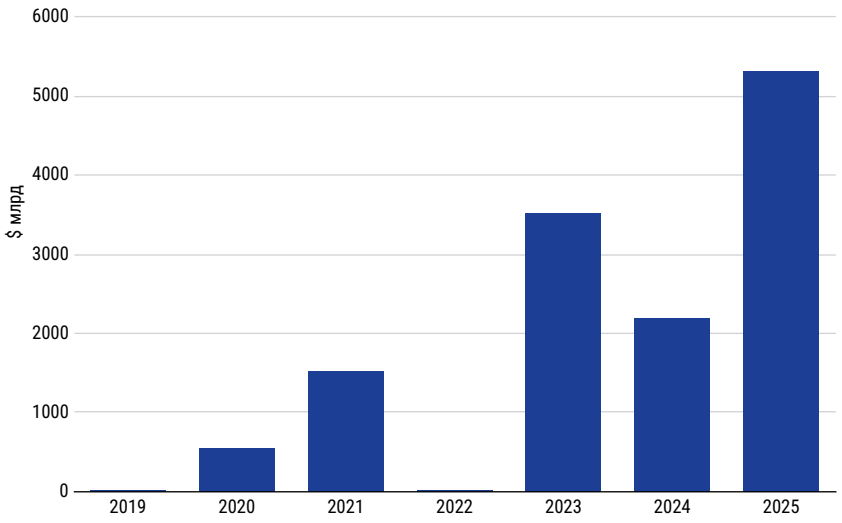


Рисунок 1
Выпуски ESG-облигаций Чили

Источник: Cbonds

соответствии принципам ICMA и укрепляет доверие к инструменту.

АСИММЕТРИЧНЫЙ МЕХАНИЗМ МОТИВАЦИИ

В выпуске используется механизм step-up/step-down. Такие двойные механизмы изменения купонов стали популярны среди суверенных эмитентов SLB, обеспечивая сбалансированный исход для эмитентов и инвесторов. Однако здесь структура асимметрична: SPT 4a — основной KPI, SPT 4b влияет на купон только при достижении 4a. Рисунок 2 иллюстрирует корректировки купона:

1. Сценарий A (Неудача): если цель по площади (SPT 4a) не достигнута, ставка купона повышается на 25 б. п., даже при успехе по качеству управления.

2. Сценарий B (Частичный успех): если площадь достигнута (SPT 4a выполнено), но качество управления нет (SPT 4b провалено), купон остается неизменным.

3. Сценарий C (Полный успех): финансовое вознаграждение в виде снижения купона на 25 б. п. наступает только при достижении обеих целей.

Такая конструкция смещает акцент на большую мотивацию правительства, так как финансовая мотивация максимальна лишь в случае полного успеха — не просто формального расширения сети заповедников, но и обеспечения их реальной эффективности. Эта структура делает облигации уникальным инструментом, стимулирующим качественные экологические изменения, а не просто количественные отчетные показатели.

ВОПРОС ПОЛИТИЧЕСКОЙ ПРЕЕМСТВЕННОСТИ

Выпуск был подготовлен при левом президенте Габриэле Борике, но размещен накануне инаугурации правого президента Хосе Антонио Каста (март 2026 года). Это делает кейс Чили показательным для всего рынка: насколько устойчивы долгосрочные ESG-обязательства государства к смене политического курса? От ответа на этот вопрос во многом будет зависеть готовность инвесторов рассматривать SLB с природными KPI как долгосрочный инструмент, а не продукт текущей политической конъюнктуры.

Таким образом, Чили не просто выпускает облигации; она создает прототипы будущего суверенного долга, где финансовые условия становятся прямым отражением приверженности страны устойчивому развитию и сохранению природного капитала для будущих поколений. Пионерский выпуск 2026 года, соединивший количественные и качественные цели по биоразнообразию с продуманным механизмом мотивации, задает новый стандарт. Скорее всего ему последуют и другие государства, стремящиеся подтвердить свои экологические амбиции не на словах, а в формате жестких финансовых обязательств.

Рисунок 2
Механизм мотивации

Источник: Cbonds

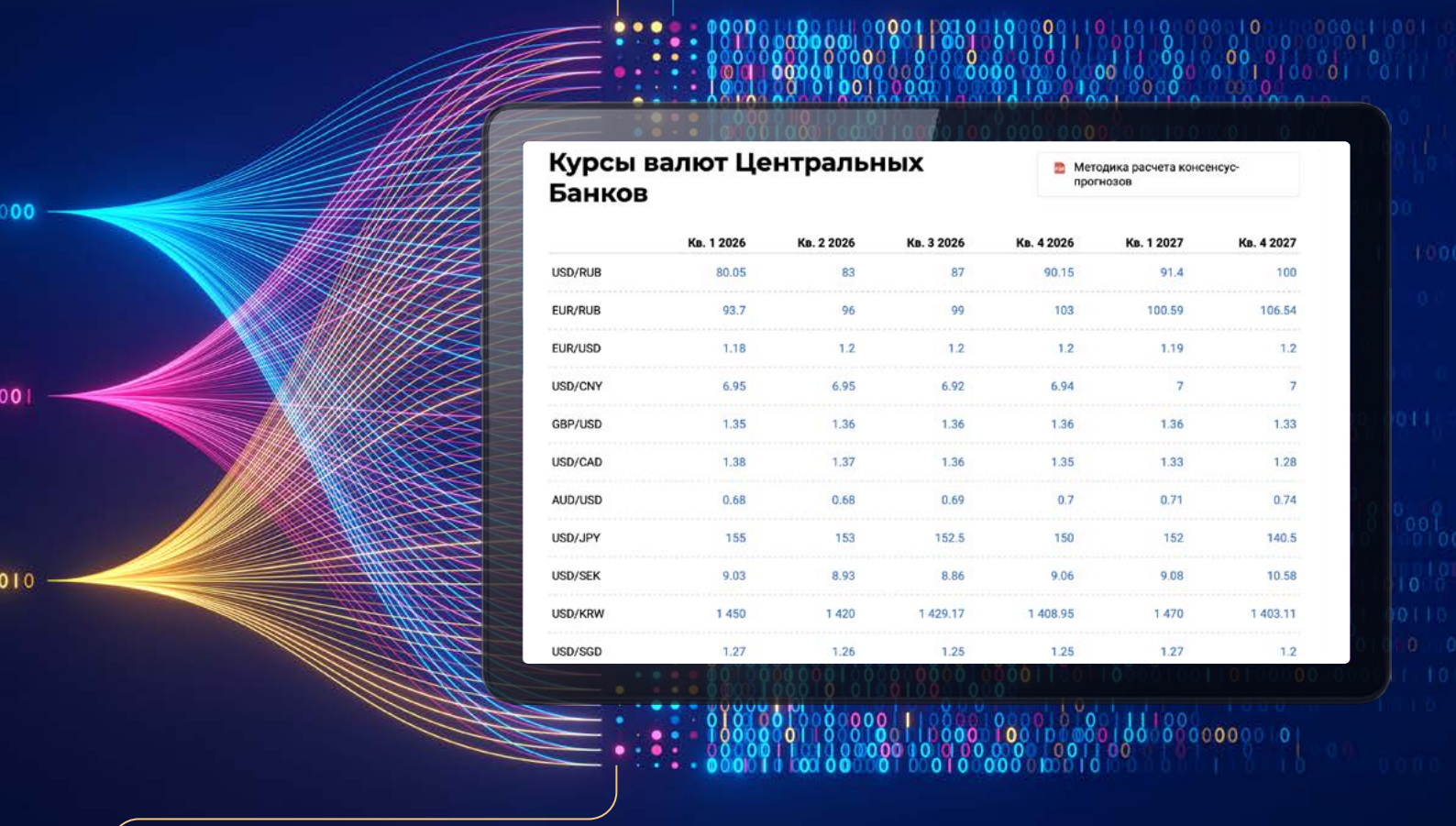
SPT 4b	SPT 4a: Не достигнута	SPT 4a: Достигнута
Не достигнута	+ 25 б. п. (Сценарий A)	Купон неизменный (Сценарий B)
Достигнута		– 25 б. п. (Сценарий C)

Консенсус-прогнозы Cbonds

Консенсус-прогнозы — это агрегированные оценки множества экспертов и аналитиков относительно будущих экономических событий и показателей.

На сайте Cbonds доступны консенсус-прогнозы по валютам, доходностям 10-летних облигаций, ключевым ставкам, макроэкономическим показателям, товарам, фондовым индексам, межбанковским ставкам, криптовалютам.

Консенсус-прогнозы представлены для России, США, Китая, еврозоны, Великобритании, Канады, Японии, Австралии, Индии и многих других стран.



Курсы валют Центральных Банков

Методика расчета консенсус-прогнозов

	Кв. 1 2026	Кв. 2 2026	Кв. 3 2026	Кв. 4 2026	Кв. 1 2027	Кв. 4 2027
USD/RUB	80.05	83	87	90.15	91.4	100
EUR/RUB	93.7	96	99	103	100.59	106.54
EUR/USD	1.18	1.2	1.2	1.2	1.19	1.2
USD/CNY	6.95	6.95	6.92	6.94	7	7
GBP/USD	1.35	1.36	1.36	1.36	1.36	1.33
USD/CAD	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.28
AUD/USD	0.68	0.68	0.69	0.7	0.71	0.74
USD/JPY	155	153	152.5	150	152	140.5
USD/SEK	9.03	8.93	8.86	9.06	9.08	10.58
USD/KRW	1 450	1 420	1 429.17	1 408.95	1 470	1 403.11
USD/SGD	1.27	1.26	1.25	1.25	1.27	1.2

Cbonds агрегирует прогнозы более 70 ведущих аналитических команд, включая ведущие российские и иностранные инвестиционные банки, а также аналитические агентства.

Мы приглашаем вас стать частью этого процесса и публиковать ваши прогнозы на сайте Cbonds. Для сотрудничества свяжитесь с нами по почте research@cbonds.info

Реклама. АО «Сбондс.ру». Подробнее на сайте: https://cbonds.ru