Станислав НАСТАСЬИН,
вице-президент,
старший аналитик, Moody's

«Зеленые» финансы становятся частью структурированного финансирования

Получившее распространение на рынках капитала в последние годы «зеленое» финансирование затронуло также и рынок структурированного финансирования: для фондирования проектов, целью которых является развитие «зеленой» экономики, стали использовать инструменты секьюритизации. Хотя экологические показатели финансовых активов, как правило, не влияют на кредитное качество выпущенных ценных бумаг (ABS и MBS), обеспеченных этими активами, «зеленые» аспекты финансовых активов могут оказать положительный или отрицательный эффект на кредитное качество сделки секьюритизации. В настоящей статье представлен краткий обзор основных классов финансовых активов, в которых «зеленое» финансирование играет заметную роль.

«ЗЕЛЕНАЯ» СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ЯВЛЯЕТСЯ ВАЖНОЙ ЧАСТЬЮ РЫНКА «ЗЕЛЕНОГО» ФИНАНСИРОВАНИЯ

«Зеленое» финансирование в широком смысле — это финансирование проектов, целью которых является существенное снижение рисков для окружающей среды. Секьюритизация наравне с другими финансовыми инструментами может быть использована для достижения «зеленых» целей. «Зеленая» секьюритизация, например, может являться источником финансирования экологических проектов в области развития технологий энерго- и ресурсосбережения и возобновляемой энергетики, а также в области утилизации отходов и землепользования.

Облигации, выпущенные в рамках сделки секьюритизации, могут считаться «зелеными», когда они финансируют экологические инициативы, даже если

эти облигации не носят официальный титул «зеленых» облигаций (англ. green bonds). По определению, «зеленые» облигации — это любые долговые инструменты, поступления от размещения которых направляются исключительно на финансирование или рефинансирование новых или существующих «зеленых» проектов, направленных на обеспечение сохранности окружающей среды, создание инфраструктуры, снижающей негативное воздействие изменения климата, и тому подобное. Как правило, такие облигации соответствуют добровольным международным стандартам, известным как Принципы «зеленых» облигаций[1], но долговые инструменты могут иметь «зеленое» назначение, даже если им не присвоен официальный статус «зеленых» облигаций. Для подтверждения соответствия выпущенных «зеленых» облигаций ключевым элементам Принципов «зеленых» облигаций эмитенты зачастую используют независимую оценку. Примером такого независимого анализа является Оценка «зеленых» облигаций, присваиваемая рейтинговым агентством Moody's (Moody's Green Bond Assessment, GBA)[2].

Эмитентами «зеленых» облигаций выступают органы местного самоуправления, государства, а также финансовые и нефинансовые организации. На Рисунке 1 представлены доли объемов эмиссий «зеленых» облигаций в мире по типу эмитентов за первые три квартала 2018 года. Всего за этот период было выпущено «зеленых» облигаций объемом $110 млрд. На долю сделок секьюритизации пришлось 17% от всего выпущенного объема.

В Таблице 1 представлены 12 сделок секьюритизации, получивших Оценку «зеленых» облигаций (GBA) рейтингового агентства Moody's. На 30 сентября 2018 года объем эмиссии этих облигаций составлял $4.2 млрд.

[1] Принципы «зеленых» облигаций (англ. Green Bond Principles, GBP) содержат критерии по направлению использования поступлений от размещения «зеленых» облигаций, процессу оценки и выбора проекта, управлению средствами эмиссии и периодической отчетности. При этом существуют различные варианты толкования и применения Принципов «зеленых» облигаций. Подробнее см. The Green Bond Principles (GBP) 2018, International Capital Market Association.

[2] Оценка «зеленых» облигаций, GBA, не является кредитным рейтингом. Эта оценка является выражением мнения рейтингового агентства об эффективности процессов эмитента по оценке и выбору «зеленых» проектов, управлению средствами эмиссии и периодической отчетности. Оценки GBA даются на основе скоринговой карты и ранжируются от GB1 («отлично») до GB5 («неудовлетворительно»). Более подробная информация о методике GBA содержится в отчете Moody's Green Bond Assessment.

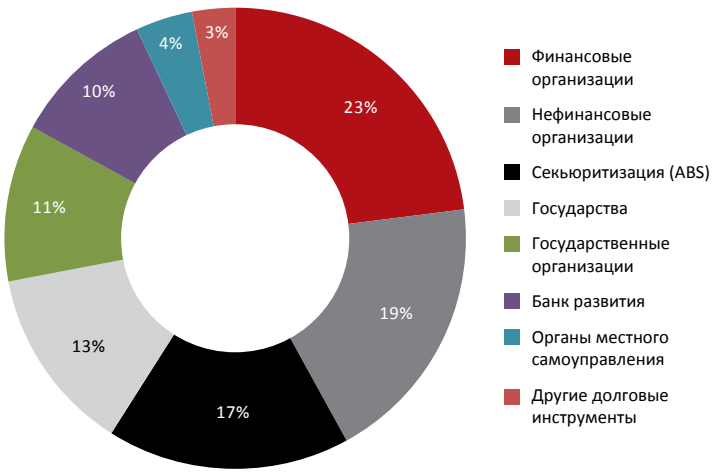

Рисунок 1
Разбивка объемов эмиссий «зеленых» облигаций в мире по типу эмитентов за первые три квартала 2018 года
Источник: Climate Bonds Initiative

Таблица 1. Сделки секьюритизации, получившие Оценку GBA рейтингового агентства Moody's

Транзакция	Сектор	Страна	Объем выпуска (USD, млн)	Дата присвоения GBA	Итоговая оценка GBA
GoodGreen 2016-1 (Ygrene Energy Fund)	PACE[1]	США	185	26.10.2016	GB1
GoodGreen 2017-1 (Ygrene Energy Fund)	PACE	США	176	19.04.2017	GB1
GoodGreen 2017-2 (Ygrene Energy Fund)	PACE	США	283	06.11.2017	GB1
Green STORM 2016 B.V. (Obvion/Rabobank)	ИЦБ	Голландия	598	25.05.2016	GB1
Green STORM 2017 B.V. (Obvion/Rabobank)	ИЦБ	Голландия	662	15.05.2017	GB1
Hannon Armstrong (2016-2 Pass-Through Notes)	Солнечная и ветроэнергетика для нужд коммунальных хозяйств	США	84	22.03.2017	GB1
Hannon Armstrong (2017-1 Sustainable Yield Bonds)	Солнечная и ветроэнергетика для нужд коммунальных хозяйств	США	164	26.10.2017	GB1
HERO Funding 2016-3 A1 and A2 Notes (Renovate America)	PACE	США	320	09.09.2016	GB1
Renew 2017-1 (Renew Financial)	PACE	США	223	19.04.2017	GB1
Renew 2017-2 (Renew Financial)	PACE	США	207	16.10.2017	GB1
Renew 2018-1 (Renew Financial)	PACE	США	152	11.06.2018	GB1
SpareBank 1 Boligkreditt AS — Mortgage Covered Bonds	ОП[2]	Норвегия	1243	20.09.2018	GB1

Источник: Moody's Investors Service

ХАРАКТЕРИСТИКИ СДЕЛОК «ЗЕЛЕНОЙ» СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЗАВИСЯТ ОТ КЛАССА СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫХ АКТИВОВ

Различные аспекты сделок «зеленой» секьюритизации зависят от характеристик финансовых активов, служащих обеспечением для выпущенных облигаций. Некоторые транзакции, такие как, например, сделки финансирования проектов в области солнечной и ветроэнергетики, являются «зелеными» по определению, в то время как транзакции секьюритизации других классов активов (например, сделки с ИЦБ, ОП или секьюритизация автокредитов) могут считаться «зелеными», только если характеристики секьюритизируемых активов соответствуют «зеленым» критериям.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АВТОКРЕДИТОВ И ДОГОВОРОВ АВТОЛИЗИНГА (AUTO ABS)

Сделки секьюритизации автокредитов и договоров автолизинга могут способствовать продвижению ресурсосберегающих инициатив путем включения в секьюритизируемый портфель контрактов на приобретение или лизинг автомобилей, использующих альтернативные источники энергии (англ. alternative fuel vehicles, AFV), например автомобилей с гибридным или электрическим приводом. При этом большинство известных спонсоров сделок автосекьюритизации пока не планируют секьюритизировать «зеленые» портфели, потому что на рынке пока еще недостаточно автомобилей, использующих альтернативные источники энергии.

На сегодняшний день доля таких автомобилей в мире составляет всего около 5%. В США и ЕС эта доля равна 3.3% и 2.9% соответственно[3]. Но в некоторых странах, таких как Норвегия, доля «зеленых» автомобилей в общем числе регистрации новых машин составляет свыше десяти процентов. С ростом доли автомобилей AFV на рынке их доля в секьюритизируемых портфелях, вероятно, будет расти.

Но все же, несмотря на недостаток «зеленых» автомобилей на рынке, спонсоры сделок секьюритизации уже могут выпускать транзакции с «зелеными» атрибутами. Так, например, Toyota Motor Credit Corporation начиная с 2014 года успешно закрыла несколько сделок

[1] PACE (англ. Property Assessed Clean Energy) — программы в США, спонсируемые отдельными штатами, имеющие целью финансирование проектов по повышению энергоэффективности объектов недвижимости.

[2] ОП — облигации с покрытием (англ. covered bonds), эмитентом которых является кредитная организация, на чьем балансе находятся кредиты, служащие покрытием для этих ценных бумаг. В массу покрытия чаще всего включаются ипотечные кредиты, но возможно включение и других финансовых активов.

[3] Источник: оценка агентства Moody's.

Таблица 2
Транзакции «зеленой» секьюритизации Auto ABS на 30.09.2018
Источник: Moody's Investors Service

Дата закрытия	Транзакция	Объем выпуска (USD, млн)	Страна
19.03.14	Toyota Auto Receivables 2014-A Owner Trust	1750	США
17.06.15	Toyota Auto Receivables 2015-B Owner Trust	1250	США
11.05.16	Toyota Auto Receivables 2016-B Owner Trust	1600	США
06.02.18	Tesla Auto Lease Trust 2018-A	546	США

«зеленой» секьюритизации, обеспеченных кредитами на приобретение не «зеленых», а обычных автомобилей. Выпущенные в рамках этих сделок облигации получили «зеленый» статус на основании того, что поступления от их размещения были направлены на финансирование кредитов для приобретения и договоров лизинга автомобилей, использующих альтернативные источники энергии.

Компания Tesla, Inc., чей модельный ряд состоит исключительно из электромобилей, на данный момент является единственным спонсором сделки секьюритизации, закрытой в 2018 году, в которой обеспечением выступает портфель, полностью состоящий из договоров лизинга электромобилей.

Хотя вероятность дефолта автокредитов, по мнению агентства Moody's, в первую очередь зависит от платежеспособности заемщиков, некоторые характеристики «зеленых» активов могут повлиять на кредитное качество сделок секьюритизации. Так, например, в случае с кредитами с остаточным платежом электромобили подвержены более высокому риску, связанному с неопределенностью остаточной стоимости подержанного электромобиля. Это объясняется ограниченной статистикой продаж подержанных электромобилей на вторичном рынке.

ЖИЛИЩНЫЕ ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ (RMBS)

«Зеленые» сделки с ИЦБ включают в себя транзакции, обеспеченные кредитами на покупку жилой недвижимости с энергосберегающими характеристиками. При этом определение того, что является «зеленым» ипотечным кредитом, может не совпадать в различных юрисдикциях. Так, например, в США выпуск «зеленых» ИЦБ был бы затруднителен ввиду отсутствия стандартов, определяющих, какие объекты недвижимости можно считать энергосберегающими.

В Европейском Союзе, напротив, уже существуют четкие критерии для оценки энергоэффективности объектов недвижимости. Унифицированные сертификаты энергоэффективности зданий (англ. energy performance certificates, EPC) с маркировкой от A (высшая оценка) до G (для зданий с наихудшей энергоэффективностью) обязательны абсолютно для всех объектов жилой и коммерческой недвижимости в ЕС. Наличие таких сертификатов позволяет регуляторам стимулировать инвестиции, направленные на повышение энергоэффективности всего фонда зданий в ЕС.

Голландский оригинатор ипотечных кредитов Obvion N.V. выпустил серию «зеленых» ИЦБ под маркой Green STORM. Портфели ипотечных кредитов в этих сделках обеспечены жилыми зданиями, которые соответствуют как ключевым элементам Принципов «зеленых» облигаций, так и более строгим Стандартам низкоуглеродных зданий (англ. Low Carbon Buildings Criteria) организации Climate Bond Initiative.

Другим примером «зеленых» ИЦБ является первая в Австралии транзакция банка National Australia Bank Limited, закрытая в 2018 году. Особенность этой сделки в том, что только один транш выпуска является «зеленой» облигацией. Портфель кредитов в этой транзакции включает в себя как ипотечные кредиты, обеспеченные объектами жилой недвижимости, соответствующими

Таблица 3
Транзакции с «зелеными» ИЦБ (RMBS) на 30.09.2018
Источник: Moody's Investors Service

Дата закрытия	Транзакция	Объем выпуска (млн)	Страна
30.06.16	Green STORM 2016 B.V.	EUR 521	Нидерланды
31.05.17	Green STORM 2017 B.V.	EUR 588	Нидерланды
08.02.18	National RMBS Trust 2018-1 Class A1-G	AUD 300	Австралия
30.05.18	Green STORM 2018 B.V.	EUR 582	Нидерланды

стандартам низкоуглеродных зданий, так и кредиты, обеспеченные «не-зелеными» объектами.

В «зеленых» транзакциях с жилищными ИЦБ, которым был присвоен рейтинг Moody's, «зеленые» элементы сделок являются, по мнению агентства Moody's, нейтральными по отношению к кредитному качеству сделок. Таким образом, показатели кредитного качества ипотечных кредитов напрямую зависят от кредитоспособности заемщиков и условий кредитных договоров.

КОММЕРЧЕСКИЕ ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ (CMBS)

Как и в случае с RMBS, сделки CMBS могут быть «зелеными» в случае секьюритизации ипотечных кредитов, обеспеченных энергоэффективной коммерческой недвижимостью.

«Зеленые» сделки CMBS были эмитированы пока только в США, где спонсором большинства сделок выступило крупнейшее в США ипотечное агентство Fannie Mae (Federal National Mortgage Association, FNMA). Облигации были выпущены в рамках программы агентства «Зеленые ИЦБ» (англ. Green MBS Program). Критерии приемлемости программы, применяемые к объектам недвижимости, включают требование о наличии национального сертификата, подтверждающего энергоэффективность, либо подтверждение того, что здания прошли процедуры повышения энергоэффективности и/или снижения потребления воды.

Другим примером «зеленых» облигаций CMBS является один транш, выпущенный в рамках сделки CSAIL 2017-C8 Commercial Mortgage Trust, обеспеченный кредитом на здание 85 Broad Street в Нью-Йорке. Особенностью этой сделки является то, что только один транш сделки получил «зеленый» статус.

По мнению агентства Moody's, «зеленые» характеристики зданий в целом оказывают положительное влияние на кредитное качество сделок CMBS. Это объясняется тем, что чем выше энергоэффективность здания, тем выше его стоимость и ниже вероятность простоя площадей, что снижает вероятность дефолта в течение жизни сделки, а также на дату погашения выпущенных облигаций.

ОБЛИГАЦИИ С ПОКРЫТИЕМ (ОП, COVERED BONDS)

«Зеленые» ОП обычно эмитируются в рамках стандартных ОП-программ, где в общей массе покрытия выделяются подпулы «зеленых» финансовых активов, а поступления от размещения «зеленых» облигаций направляются на финансирование активов, отвечающих критериям приемлемости программы. Поскольку выпущенные таким образом «зеленые» облигации обеспечены как «зелеными», так и обычными активами, находящимися в массе покрытия, они имеют такое же кредитное качество, как и обычные облигации, выпущенные в рамках стандартных ОП-программ.

Бóльшая часть «зеленых» ОП была выпущена в ЕС. В массу покрытия этих облигаций обычно включается как жилая, так и коммерческая недвижимость, но в некоторых сделках масса покрытия помимо недвижимости включает в себя и другие финансовые активы. Так, например, Landshypotek Bank AB (Швеция) выпустил «зеленые» ОП, обеспеченные портфелем финансирования земельных участков для аграрного и лесопромышленного комплекса. Bank of China Limited (Китай) выпустил «зеленые» облигации с «двойным регрессом» против кредит-

Таблица 4
Транзакции с «зелеными» ИЦБ (CMBS) 30.09.2018

Источники: Moody's Investors Service, Fannie Mae

Дата закрытия	Транзакция	Объем выпуска (USD, млн)	Страна
28.02.17	FNA 2017-M2	611.7	США
29.06.17	CSAIL 2017-C8 Commercial Mortgage Trust 85 Broad Street Loan-Specific Certificates	72.0	США
30.08.17	FNA 2017-M10	873.0	США
29.11.17	FNA 2017-M13	764.1	США
29.12.17	FNA 2017-M15	1146.8	США
27.02.18	FNA 2018-M2	904.5	США
27.04.18	FNA 2018-M4	705.9	США
28.06.18	FNA 2018-M8	535.2	США

Период закрытия	Эмитент	Объем выпуска (млн)	Страна	Масса покрытия
Апрель 2015	Berlin Hyp	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость
Ноябрь 2016	Bank of China	USD 500	Китай	Климатические облигации
Ноябрь 2016	Caja Rural de Navarra	EUR 500	Испания	Жилая и коммерческая недвижимость
Июнь 2017	Berlin Hyp	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость
Ноябрь 2017	Deutsche Hypothekenbank	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость
Январь 2018	SpareBank 1 Boligkreditt	EUR 1000	Норвегия	Жилая недвижимость
Май 2018	Landshypotek Bank	SEK 5250	Швеция	Сельское и лесное хозяйство
Июнь 2018	DNB Boligkreditt AS	EUR 1500	Норвегия	Жилая недвижимость
Июнь 2018	Landesbank Baden-Württemberg	EUR 500	Германия	Жилая и коммерческая недвижимость
Сентябрь 2018	Deutsche Hypothekenbank	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость

Таблица 5
Транзакции с «зелеными» ОП (Covered Bonds) на 30.09.2018

Источники:
Moody's Investors Service, Sustainabonds, Landshypotek Bank, Caja Rural de Navarra

ной организации и первоочередным правом на удовлетворение требований из массы покрытия, состоящей из китайских климатоориентированных облигаций. Хотя в Китае пока не существует специального закона, который служил бы юридической основой для выпуска облигаций с покрытием, эмитент позиционирует эти облигации как ОП.

В сентябре 2018 года агентство Moody's впервые присвоило Оценку «зеленых» облигаций GBA (GB1) ипотечным облигациям с покрытием, выпущенным норвежским банком SpareBank 1 Boligkreditt AS. Поступления от размещения были полностью направлены на финансирование ипотеки для 15% самых энергоэффективных зданий в Норвегии в соответствии с Принципами «зеленых» облигаций и со Стандартами организации Climate Bond Initiative.

ДРУГИЕ СЕКТОРЫ

Помимо вышеперечисленных классов активов на рынке существуют «зеленые» сделки секьюритизации, обеспеченные другими финансовыми активами. Например, в США и в Австралии были проведены транзакции секьюритизации договоров лизинга солнечных батарей (англ. Distributed solar ABS), а также транзакции, обеспеченные договорами финансирования проектов по повышению энергоэффективности объектов недвижимости (англ. Property Assessed Clean Energy) и проектов финансирования солнечной и ветроэнергетики для нужд коммунальных хозяйств (англ. utility-scale solar and wind power project ABS). В Китае была закрыта сделка секьюритизации кредитов, направленных на снижение техногенных выбросов, повышение энергоэффективности и рационального использования природных ресурсов .

Таким образом, секьюритизация представляет собой удобный инструмент для выпуска «зеленых» облигаций, которым рынок уже активно пользуется. Но поскольку «зеленая» секьюритизация является относительно новым сегментом рынка, прогнозы роста объемов эмиссии различаются в зависимости от класса активов. Так, например, объемы выпуска «зеленых» облигаций, обеспеченных автокредитами, ограничены пока еще недостаточным количеством кредитов, выдаваемых на приобретение «зеленых» автомобилей. На рынке ипотечных ценных бумаг сдерживающим фактором в некоторых юрисдикциях является отсутствие единых стандартов определения того, что является «зеленым» финансовым активом. Рост объемов «зеленых» финансовых активов, доступных для секьюритизации, а также стандартизация требований к «зеленым» активам наверняка будут способствовать дальнейшему росту рынка «зеленой» секьюритизации.