

УДК 336.64

**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ «ЗЕЛЕННЫХ» ОБЛИГАЦИЙ
ПРИ ФОРМИРОВАНИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ****Войко Д.В.,**Государственный университет управления, Москва,
email: dv_voyko@guu.ru**Войко А.В.,**ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
Москва,
email: avojko@hse.ru

***Аннотация.** В статье рассматриваются вопросы финансирования компаний посредством выпуска «зеленых» облигаций. Обозначены основные предпосылки для финансирования экологических проектов и проектов, направленных на устойчивое развитие. Методологической базой статьи выступают современные исследования на тему ESG – инвестиций, а также практика и тенденции привлечения капитала через облигационные займы. Выявлены факторы, обуславливающие динамику выпуска «зеленых» облигаций, а также определены мотивы выбора инвесторами подобных инструментов. В частности, установлено в ходе различных исследований, что доходность не является ключевым критерием выбора инвесторами «зеленых» инструментов финансирования. Определены преимущества «зеленого» финансирования проектов, а также основные проблемы, связанные с интеграцией ESG – инструментов в процесс принятия решений. В статье делается акцент на том, что использование «зеленых» облигаций, как и следование ESG-повестке, в целом, не должно смещать фокус менеджмента компании в сторону от вопросов максимизации стоимости компании достижения установленных показателей эффективности.*

Ключевые слова: «зеленые» облигации, устойчивое развитие, ESG-фонды, инвестиции, принципы ESG, зеленое финансирование.

**THE USE OF “GREEN” BONDS IN THE FORMATION OF AN INVESTMENT
PORTFOLIO****Voiko D.V.,**The State University of Management, Moscow,
email: dv_voyko@guu.ru**Voiko A.V.,**National Research University «Higher School of Economics», Moscow,
email: avojko@hse.ru

***Abstract.** The article discusses the issues of financing companies through the issuance of “green” bonds. The main prerequisites for financing environmental projects and projects aimed at sustainable development are outlined. The methodological basis of the article is modern research on ESG investments, as well as the practice and trends of raising capital through bond loans. The factors determining the dynamics of the issue of “green” bonds are identified, and the motives for investors to choose such instruments are determined. In particular, it has been established in various studies that profitability is not a key criterion for investors to choose*

“green” financing instruments. The advantages of “green” project financing are identified, as well as the main problems associated with the integration of ESG tools into the decision-making process. The article emphasizes that the use of “green” bonds, as well as following the ESG agenda, in general, should not shift the focus of the company’s management away from issues of maximizing the company’s value and achieving established performance indicators.

Keywords: «green» bonds, sustainable development, ESG funds, investments, ESG principles, «green» financing.

«Зеленые» облигации по своей сути представляют финансовый инструмент, который позволяет инвесторам вкладывать свои деньги в проекты, направленные, в первую очередь, на улучшение экологической ситуации. Поэтому многие компании в рамках привлечения заемного финансирования прибегают к этому инструменту, учитывая тот факт, что критерии оценки экологической обстановки достаточно размыты.

Необходимо определить, что закладывается в основу понятия «зеленых» облигаций. Это долговые ценные бумаги, выпускаемые компаниями с целью финансирования проектов, связанных в большей мере с охраной окружающей среды, экологией, контролем выбросов и устойчивым развитием, то есть в рамках следования принципам ESG. Среди самых базовых и популярных примеров такого рода могут быть названы строительство ветропарков, создание систем переработки отходов или внедрение энергоэффективных технологий.

В последнее время финансовые инструменты данной направленности действительно стали по-настоящему популярным трендом среди американских и европейских инвесторов ввиду текущей экологической повестки. Такой столь бурный рост популярности и всеобщее признание «зеленых» облигаций в мировом финансовом сообществе объясняется рядом следующих причин:

1) Первостепенно одна из ключевых причин появления подобного рода бумаг — это изменение климата и экологические проблемы, на которые все большее внимание обращают современные компании. Ввиду существенного количества исследований на тему экологической обстановки и климата, бизнес-сообщество становится все более осведомленным о проблемах изменения климата и экологических проблемах. Поэтому современные инвесторы, начинают искать способы «поймать» современный тренд на подобного рода бумаги, отводя долю своего портфеля именно под компании с экологической повесткой.

2) Устойчивое развитие (ESG) также является одним из первопричин роста популярности «зеленых» компаний. «Зеленые» облигации предназначены для финансирования проектов, которые способствуют устойчивому развитию и признаны уменьшить негативное воздействие на окружающую среду.

3) Финансовая стабильность также является одной из существенных причин роста значимости «зеленых облигаций», так как зачастую такие бумаги имеют высокий рейтинг надежности и низкий уровень риска, поскольку финансируют проекты, которые считаются устойчивыми и долгосрочными и, что самое важное экологически значимыми и соответствующими государственной повестке последних лет. Это делает их привлекательными для инвесторов, ищущих стабильные и безопасные инвестиции, которые еще и удовлетворяют интересам и потребностям государства в погоне за статусом «экологических держав». Это означает, что компании, занимающиеся «зеленой» энергетикой, будут находиться в списках поддержки со стороны

правительств в случае усугубления ситуации ввиду их социальной значимости, что делает их более устойчивыми из-за возможности субсидирования, дотаций и прочей финансовой помощи со стороны государства, заинтересованного решить если не все, то большую часть своих экологических проблем.

4) Социальная ответственность также является значимым драйвером роста ценности «зеленых» облигаций. Многие инвесторы сегодня стремятся к социальной ответственности и хотят, чтобы их инвестиции отражали их ценности. Зеленые облигации дают им возможность сделать вклад в защиту окружающей среды и устойчивое развитие, одновременно получая финансовую выгоду. Компании и инвесторы современного мира все больше стараются показать свою приверженность национальным и социальным ценностям, показывая не только цифры финансовых результатов, но и приводя примеры того, каким образом они помогают решить всемирно значимые проблемы.

5) Регулирование и поддержка является еще одним фактором в сторону включения в свой инвестиционный портфель подобного рода бумаг. Не только правительства, но и международные организации активно поддерживают использование «зеленых» облигаций, предлагая стимулы и регулирование для их развития. Это создает благоприятную среду для инвесторов, желающих участвовать в «зеленом» финансировании.

Еще одним очень важным драйвером роста «зеленых» компаний (и облигаций как следствие) служит ужесточение правового регулирования по вопросам использования невозобновляемых ресурсов. Так, например, Правительство США существенно ужесточило требования к нефтегазовым компаниям, требуя снижения использования нефтегазовых ресурсов и скорейшего перехода на «zero-waste policy» [1].

Материал и методы исследования

На основе обзора и анализа литературы и информационной базы были определены методологические аспекты исследования.

В первую очередь, стоит отметить, что пик интереса к ESG-облигациям по объемам финансирования приходился на 2021 год, когда в период пандемии все компании ринулись кардинально менять свои стратегии, отдавая упор в большей мере на экологию, в рекордный год объем рынка превышал 1 триллион долларов. Однако после 2022 года произошел небольшой спад интереса к данным инструментам, ввиду выхода на передний план геополитических приоритетов. Несмотря на это буквально год спустя популярность к «зеленому финансированию» вновь вернулась на прежний уровень.

Облигации и займы, связанные с устойчивым развитием, становятся новым классом активов и помогли стимулировать новую волну роста, открыв доступ к более широкому набору отраслей и задач. За четыре года они достигли 80% от общего объема продаж «зеленых» облигаций и займов. Однако такая тенденция указывает на новые вызовы, поскольку растет доступность долговых инструментов ESG, а также риски «зеленой» экономики из-за отсутствия аудита и сертификаций [2].

Можно выделить исследования, посвященные анализу предпосылок для выпуска «зеленых облигаций». В частности, в работе авторов Dan A. и Tiron-Tudor A. была установлена взаимосвязь между объемом эмиссии таких облигаций и пяти переменных: страновой ESG-риск, суверенный кредитный рейтинг, бюджетный

баланс, уровень инфляции, численность населения [3]. С другой стороны, в работе автора Tu С.А. показано, что на объемы заимствований через «зеленые» облигации влияют наличие правовой инфраструктуры, процентная ставка и макроэкономическая стабильность [4].

Что касается интереса инвесторов к «зеленым» облигациям, целый ряд исследований подтверждают тот факт, что инструменты «зеленого» финансирования могут использоваться инвесторами не только как инструменты получения доходности, но и в качестве инструментов управления рисками. Так в работах Reboredo J.C. и Huynh T.L.D., Hille E., Nasir M.A. выявлено, что инвесторы признают зеленые облигации как вариант диверсификации портфеля, но этот вид альтернативных инвестиций имеет высокую вероятность потерь во время рыночного спада [5,6]. В некоторых исследованиях, основанных на опросах, в частности в работе авторов I. Sangiorgi I. и Schopohl L., подчеркивается, что воздействие на окружающую среду и доступность отчетности о воздействии имеют первостепенное значение для целей диверсификации в качестве мотивации для «зеленых» инвестиций [7]. В то же время авторы Zerbib O. D. и Vladova A.Y. в своих исследованиях отмечают, что доходность «зеленых» облигаций, как правило, ниже, чем у обычных облигаций. Это значит, что инвесторы готовы добровольно отказаться от некоторой части потенциальной прибыли в обмен на будущие выгоды от защиты климата, помимо преимуществ диверсификации, которые обещают «зеленые» инвестиции [8,9]. Кроме того, большое количество исследовательских статей показало, что инвесторы положительно реагируют на выпуск компанией «зеленых» облигаций, особенно когда есть достоверные доказательства приверженности компании охране окружающей среды [10].

Вопрос зеленого финансирования очень часто исследуется ключевыми американскими индексами, среди которых, например, S&P Global, предсказывавший повторный рост рынка «зеленых» облигаций свыше 1 триллиона долларов в прошлом году. Эксперты уверены, что данная планка точно будет покорена снова с 2021 года и рекорды по объему рынка «зеленых» облигаций будут обновлены: уже к концу 2024 года предполагается, что «зеленые» компании привлекут финансирования еще на 20% больше значений прошлого года.

Среди основных наиболее ярких примеров ESG-размещений в прошлом году явились облигации фонда ОПЕК. В рамках реализации программы ESG фонд привлек более миллиарда «зеленых» долларов, которые потенциально будут направлены на поддержку отдельных партнеров фонда в рамках реализации экологической стратегии. Наибольший интерес, как и упоминалось ранее проявляют инвесторы европейского и американского регионов. При этом более 60% средств было привлечено не от частных инвесторов, а от центральных банков и различных государственных институтов.

Результаты исследования и их обсуждение

По результатам анализа отчетов различных аналитических агентств, а также практики применения «зеленых» инструментов финансирования деятельности компаний можно сделать вывод, что в последние годы ESG-инвестирование находится на подъеме, поскольку все больше инвесторов отдают приоритет нефинансовым факторам при принятии инвестиционных решений. По данным Bloomberg Intelligence, общий объем активов под управлением в фондах, связанных с ESG, составляет около 41 трлн долл., что почти в 2 раза больше по сравнению с 2016 г.

По оценкам аналитиков, к 2025 г. инвестиции, связанные с ESG, превысят значение в 50 трлн. долл. [11].

Европа значительно опережает другие страны по объему ESG-инвестирования. По данным Bankgate, на Европу приходится около 83% (более чем 2 трлн долл.) всех активов ESG под управлением (AUM), т. е. это активы людей, которые они передали в управление. По данным отчета Capital Group, развитость ESG инвестиций в Европе объясняется тем, что европейские инвесторы (31%) заявляют о том, что ESG занимает центральное место в их инвестиционном подходе, тогда как в Северной Америке о данном подходе говорят 18% инвесторов. Кроме того, ESG-фонды имеют более высокие показатели выживаемости по сравнению с традиционными фондами. В среднем 77% ESG-фондов, которые были доступны 10 лет назад, все еще существуют, по сравнению с 46% для традиционных фондов. Это можно объяснить рядом факторов, начиная от результатов и заканчивая ожиданиями и мотивацией инвесторов.

После упадка в 2022 году рынок постепенно восстанавливается: совокупный объем выпуска ESG-облигаций на российском рынке в 2023 году оценивался в 142,8 млрд. руб., что на 34,5% больше показателя 2022 года, по подсчетам Национального аналитического кредитного рейтингового агентства. Банк России сообщает, что по состоянию на март 2024 года объем зеленых облигаций составил 230 млрд. руб. Прогнозируется, что среднегодовой темп роста рынка облигаций в мире составит 22,6% [12].

ESG-инвестиции также могут влиять на предпочтения потребителей. Исследования McKinsey показали, что инвесторы готовы платить за экологичность инвестиций. Хотя на практике могут быть некоторые расхождения, результаты исследования показали, что более 70% опрошенных покупателей, совершающих покупки в различных отраслях, включая автомобилестроение, строительство, электронику и упаковку, заявили, что заплатили бы дополнительные 5% от цены за экологичный продукт, особенно, если он соответствует тем же стандартам качества, что и их альтернатива, условно, не соответствующая каким-то стандартам экологичности. Также установлено, что представители 44% компаний, которых попали в репрезентативную выборку для исследования, назвали возможности для развития бизнеса и роста стимулом для запуска своих программ устойчивого развития. Например, компания Unilever разработала марку средства для мытья посуды Sunlight, в которой использовалось гораздо меньше воды, чем в других марках. В результате этой разработки продажи марки Sunlight и других водосберегающих продуктов компании Unilever показали рост продаж в своем продуктовом сегменте более, чем 20%, особенно, на тех рынках, где наблюдается дефицит воды. А финская Nestle, основанная более 70 лет назад как нефтеперерабатывающая компания, в настоящее время более 2/3 своей прибыли получает от использования возобновляемых видов топлива и продуктов, связанных с ESG-повесткой [13].

Различные компании начинают внедрять ESG-принципы в свою деятельность, тем самым развивают экологическую и социальную повестку. Так, например, компания Coca-Cola акцентирует внимание на своей идее «Мир без отходов», с помощью которой компания планирует сменить упаковку на полностью перерабатываемую, а компания «Северсталь» ответственно подходит к вопросам окружающей среды. Компания снизила на 20% количество выбросов загрязняющих веществ в атмосферу.

Обеспечение устойчивого роста стоимости компании должно быть основной задачей генерального директора. Чтобы привлечь внимание всех участников бизнес-процессов необходимо доказать, что приоритеты ESG компании действительно связаны со стоимостью всей компании. В первую очередь эти вопросы должны обсудить и суметь объяснить персоналу компании лица, принимающие решения. В идеале это можно сделать с помощью точных показателей, которые учитываются в бизнес-модели (например, объем производства на душу населения, базовое потребление электроэнергии, затраты на утилизацию отходов на данном предприятии или в определенном месте в расчете на одного работника или доход на калорию в бизнесе по производству продуктов питания и напитков).

Ситуация упростится, если будет проделана кропотливая работа по анализу того, что важно в цепочке создания стоимости, где кроется наибольший потенциал и какие области оказывают наибольшее влияние на компанию. Компании в самой начальной стадии своего развития тщательно изучают свои потенциальные преимущества, в том числе привлекая лидеров мнений и отраслевых экспертов, обсуждают свои выводы с внутренними и внешними заинтересованными сторонами, а затем публикуют результаты. Обоснование и публичность – не в последнюю очередь перед инвесторами – обеспечивает дисциплину при выполнении показателей эффективности и помогает гарантировать, что за этим последуют практические действия.

В частности, следует заметить, что следование принципам ESG не должно стать для менеджмента компании самостоятельной целью. Несмотря на то, что большинство инвесторов, скорее всего, негативно воспримут тот факт, что компании не предпринимает достаточных усилий для решения проблем ESG, большинство из них также заявляют, что не хотят, чтобы действия компании в отношении ESG существенно повлияли на доходность их инвестиций. Подавляющее большинство (81%) заявили, что согласились бы на снижение доходности инвестиций не более чем на один процентный пункт для достижения целей ESG; почти половина (49%) не согласилась бы ни на какое снижение доходности [14].

В то же время следует помнить, что ESG-повестка сформировалась в период растущего рынка. Однако в настоящее время ситуация существенно поменялась: стоимость капитала растет, и «зеленые» проекты, привлекая инвестиционные ресурсы, лишь способствуют инфляции.

По данным MorningStar, в 2022 году инвесторы изъяли более \$14 млрд. из американских ESG-фондов, в том числе \$2.7 млрд. в последнем квартале. Из них только на BlackRock пришлось \$2.1 млрд. оттока капитала.

В целом, фонды устойчивого развития сократились на 0.85% в третьем квартале 2022 года, а из семейных фондов, которые обслуживают самых богатых инвесторов США только 45% признают, что ESG оказывает влияние на их инвестиционную стратегию, по сравнению с 56% два года назад.

В то же время, выпуск ESG-облигаций замедлился после рекордных \$4 трлн. в 2021 году, и в 2022 году составил более \$3 трлн., что указывает на некоторое охлаждение интереса инвесторов к «зеленым» проектам и, в частности, «зеленым» облигациям [15].

Выводы

Справедливая оценка эффекта от ESG-инвестиций включает в себя открытое признание того, что неправильная оценка может привести к значитель-

ному снижению стоимости. Если эффект переоценен или недооценен, то фактически это отнимает у руководителя время и ресурсы. Но намного хуже, если такую оценку не делать вообще.

Разные страны приходят к разным выводам о целях бизнеса. Но в разных правовых системах максимизация благосостояния в долгосрочной перспективе требует от менеджеров поиска компромиссов. В крупных компаниях, где максимизация благосостояния акционеров может иметь силу внутрикорпоративного закона, руководители могут выполнять свою миссию, ориентированную на интересы акционеров, с помощью подхода, который экономист Майкл Дженсен называет «просвещенной максимизацией ценности». В соответствии с этой системой менеджеры тратят каждый рубль на любые цели, долгосрочная добавленная стоимость для фирмы от которых составляют рубль или больше. Это обеспечивает проведение анализа затрат и выгод при инвестициях в ESG точно так же, как это делали бы компании, направляя капитал на любые другие цели и имея в виду создание долгосрочной стоимости.

Компании, которые плохо справляются с экологическими, социальными и управленческими критериями, с большей вероятностью столкнутся с существенными неблагоприятными событиями. Только за последние несколько лет во многих компаниях со слабым предложением ESG наблюдалось двузначное снижение рыночной капитализации спустя несколько недель после того, как их ошибки стали известны. Руководителям следует тщательно оценивать ценность, которую может принести привлечение внешних партнеров (по опыту компании McKinsey, неэффективное привлечение внешних партнеров, как правило, может разрушить около 30% стоимости), и планировать сценарии потенциального снижения операционной прибыли. В наши дни может показаться, что непредвиденные события возникают из ниоткуда, даже из-за одного сообщения в социальных сетях. Играть быстро и безопасно с ESG — это значит проигрывать, а неспособность противостоять риску снижения может привести к катастрофическим последствиям.

Литература

1. ESG-инвестиции теряют популярность в США. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.vedomosti.ru/esg/reports/articles/2023/08/03/988412-esg-investitsii-teryayut-populyarnost> (дата обращения: 24.06.2024).
2. ESG May Surpass \$41 Trillion Assets in 2022, But Not Without Challenges, Finds Bloomberg Intelligence. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-may-surpass-41-trillion-assets-in-2022-but-not-without-challenges-finds-bloomberg-intelligence/> (дата обращения: 22.06.2024).
3. Dan A., Tiron-Tudor A. The Determinants of Green Bond Issuance in the European Union // Journal of Risk and Financial Management. 2021. Vol. 14 (9). P. 446.
4. Tu C.A., Rasoulinezhad E. [et al.] Investigating solutions for the development of a green bond market: Evidence from analytic hierarchy process // Finance Research Letters. 2020. Vol. 34. P. 101457.
5. Reboredo J.C. Green bond and financial markets: Co-movement, diversification and price spillover effects // Energy Economics. 2018. Vol.74. P. 38–50.
6. Huynh T.L.D., Hille E., Nasir M.A. Diversification in the age of the 4th industrial revolution: The role of artificial intelligence, green bonds and cryptocurrencies // Technological Forecasting and Social Change. 2020. Vol. 159 (6). P. 120188.

7. I. Sangiorgi I. Schopohl L. Why do institutional investors buy green bonds: Evidence from a survey of European asset managers // *International Review of Financial Analysis*. 2021. Vol. 75. P. 101738.
8. Zerbib O. D. The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds // *Journal of Banking & Finance*. 2019. Vol. 98. P. 39–60.
9. Vladova A.Y., Shek E.D. Data preprocessing for machine analysis of sales representatives' key performance indicators // *Business Informatics*. 2021. Vol. 15. P. 48–59.
10. Ikonnikova Valeria V. The pandemic and green bond market: public care of global issues in crisis (the example of france) // *Научные записки молодых исследователей*. 2022. № 6. С. 15-22.
11. Toni Vitali ESG Investing Statistics, Data & Trends (2024). [Электронный ресурс]. URL: <https://investingintheweb.com/education/esg-investing-statistics/> (дата обращения: 24.07.2024).
12. Зеленые критерии, облигации, кредиты: ESG-дайджест за апрель-2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/6641e52d9a7947491a957f28?from=copy> (дата обращения: 23.07.2024).
13. Witold Henisz, Tim Koller, and Robin Nuttall. McKinsey Quaterly. Five ways that ESG creates value. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx> (дата обращения: 20.07.2024).
14. Companies failing to act on ESG issues risk losing investors, finds new PwC survey. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2021/pwc-esg-investor-survey-2021.html> (дата обращения: 20.07.2024).
15. Обратная реакция против экологической и социальной повестки. [Электронный ресурс]. URL: <https://fin-accounting.ru/financial-news/2023/impact-esg> (дата обращения: 20.07.2024).