

Практика Лэйтам энд Уоткинс в сфере [рынков капитала](#) и [банковская практика](#)

17 января 2020 г. | № 2587

## Будущее устойчивого финансирования в России и СНГ

### **Информация для компаний, планирующих привлечение устойчивого финансирования в России и СНГ.**

Вопросы экологии, социальной ответственности, управления (ЭСУ) и устойчивого финансирования приобрели большую актуальность в России и СНГ в 2019 году, однако распространение устойчивого финансирования в регионе все еще носит относительно ограниченный характер по сравнению с другими регионами мира. Данный информационный бюллетень анализирует причины растущего интереса к устойчивому финансированию и описывает две ключевые тенденции, которые будут влиять на его развитие в России и СНГ в 2020 и последующих годах.

### **Важный инструмент в борьбе с изменением климата**

Действия по борьбе с изменением климата на международном уровне активизировались в 2019 году, когда стало широко известно, что международное сообщество значительно отстало от ключевых задач, поставленных в рамках таких международных соглашений, как Парижское соглашение о климате и Повестка дня ООН на период до 2030 года, а также от задач по устойчивому развитию (Sustainable Development Goals). Масштаб проблемы огромен: согласно разделу Intelligence Unit журнала the Economist учитывая современные тенденции, потери, связанные с изменением климата, составят около 3% мирового ВВП к 2050 году<sup>1</sup>.

Межправительственная группа экспертов ООН по изменению климата (UN Intergovernmental Panel on Climate Change) подсчитала, что для обеспечения сдерживания температуры на уровне 1,5 градусов размер среднегодовых инвестиций, позволяющих перейти к глобальной энергетической системе для сокращения выбросов парниковых газов, должен составить около 2,4 трлн долларов США в течение 2016 - 2035 годов. Данная сумма составляет около 2,5% мирового ВВП, при этом ежегодные инвестиции в низкоуглеродные энергетические технологии и энергоэффективность к 2050 году должны быть увеличены примерно в пять раз по сравнению с 2015 годом<sup>2</sup>.

Соответственно, широкий круг лиц, включая правительства, неправительственные организации, регулирующие органы, инвесторов и потребителей, усилили свое внимание к роли бизнеса и промышленности в изменении климата, требуя дальнейших продвижений в корпоративных

<sup>1</sup> The Economist - Intelligence Unit (2019)

<sup>2</sup> Межправительственная группа экспертов ООН по изменению климата (2018)

политиках и процессах ЭСУ. Данная тенденция, вероятно, сохранится в 2020 и последующих годах.

Учитывая объем инвестиций, необходимых для борьбы с изменением климата, устойчивое финансирование все чаще признается важнейшим инструментом, позволяющим предприятиям перейти к устойчивому будущему. Под устойчивым финансированием обычно понимается финансирование, связанное с влиянием эмитента / заемщика на ЭСУ и устойчивое развитие. Инвестиционное сообщество в лице ключевых институциональных инвесторов и специализированных инвесторов в области ЭСУ, отреагировало на возросший интерес к данной проблеме: международная организация по развитию рынка климатических облигаций Climate Bond Initiative (UN Intergovernmental Panel on Climate Change) заявляет, что ряд инвесторов, под чьим управлением находится около 45 триллионов долларов США совокупно, приняли на себя публичные обязательства в отношении климата и ответственных инвестиций, и число таких инвесторов может увеличиться. Например, в декабре 2019 года инвестиционная компания PIMCO учредила Фонд климатических облигаций PIMCO (PIMCO Climate Bond Fund), свой первый фонд, специализирующийся на инвестициях, связанных с борьбой против изменения климата. Фонд будет инвестировать как в «зеленые», так и в иные облигации, демонстрируя инновационный подход к поддержанию экологических проектов (например, транзитные облигации (transition bonds) и облигации устойчивого развития (sustainability linked bonds) - см. ниже). Кроме того, в январе 2020 года крупнейшая в мире компания по управлению активами BlackRock присоединилась к важной глобальной инициативе инвесторов - Climate Action 100+, миссия которой заключается в сотрудничестве с корпорациями в целях сокращения выбросов парниковых газов.

## Глобальные тенденции на рынке устойчивого финансирования

### Рост рынка «зеленых» облигаций

За последние годы выпуск «зеленых облигаций» как ключевых финансовых инструментов устойчивого финансирования вырос в геометрической прогрессии, примерно с 10 миллиардов долларов США в 2013 году до 270 миллиардов долларов США в 2019 году. Спрос со стороны инвесторов на зеленые облигации резко возрос, например, Индекс зеленых облигаций ICE BAML<sup>3</sup> увеличился с 55 млрд долларов США в 2015 году до 345 млрд долларов США по состоянию на 31 октября 2019 года. Этот спрос исходит не только от специализированных фондов ЭСУ, но также и от основных институциональных фондов, которые (по требованию или по собственной инициативе) направляют часть своего капитала в «зеленые» инвестиции. Помимо доступа к капиталу, эмитенты используют зеленые облигации для развития собственной истории ЭСУ и ее донесения до сведения рынка. Вопросы ЭСУ стали слишком важными для любой компании, чтобы их игнорировать, поскольку инвесторы, регулирующие органы, потребители и поставщики (в числе прочих лиц) все больше внимания уделяют вопросам ЭСУ и моделям экологической направленности и эффективности - даже рейтинговые агентства объявили об использовании критериев ЭСУ в своих решениях о присвоении кредитных рейтингов.<sup>4</sup>

Регулирующие органы пытаются обеспечить нормативно-правовую базу, необходимую для поддержания роста рынка зеленых облигаций. Стандарты зеленых облигаций ЕС (EU Green Bond Standards) (СЗБ) (разработанные в рамках Плана действий ЕС по устойчивому финансированию

<sup>3</sup> Индекс зеленых облигаций ICE BAML является одним из двух основных эталонных индексов.

<sup>4</sup> Чтобы проиллюстрировать это, Комиссия по принципам ответственного инвестирования при ООН учредила Инициативу по кредитным рискам и рейтингам, которая призвана способствовать интеграции факторов ЭСУ в системный анализ кредитных рисков. <https://www.unpri.org/investor-tools/fixed-income/credit-ratings>

(EU's Action Plan on Sustainable Finance)) будут объявлены в ближайшее время и со временем могут заменить Принципы зеленых облигаций ICMA (ICMA Green Bond Principles) в качестве основы рыночных стандартов для выпуска зеленых облигаций, в особенности на европейском рынке. Также были озвучены (предварительные) предположения об одобрении ЕС внесения поправок в Положение о проспектах эмиссии (Prospectus Regulation), устанавливающих особые требования к раскрытию информации для зеленых облигаций. Сегменты зеленых облигаций на фондовых биржах также получили широкое распространение для обеспечения дополнительной прозрачности и поддержки зеленых облигаций<sup>5</sup>.

### **Диверсификация новых инструментов по устойчивому финансированию**

Можно сказать, что еще более значимым достижением на рынке устойчивого финансирования в 2019 году стало появление нового инструмента - «транзитных» облигаций (transition bonds). Развитие «транзитных» облигаций (transition bonds), наиболее активно поддерживаемых в 2019 году компанией, управляющей активами группы АХА, в том числе благодаря созданному ею Руководству по транзитным облигациям (Transitional Bond Guidelines) (основанному на Принципах зеленых облигаций (Green Bond Principles)), было обусловлено общим осознанием недостаточности простой поддержки «зеленых проектов» для достижения международных целей в области противодействия изменению климата и обеспечению его устойчивости. Транзитные облигации (transition bonds) основаны на принципе, что, совокупная экологическая выгода от поддержки многочисленных компаний, стремящихся сократить (но не обязательно устранить) выброс углеродов (но не обязательно его устранению) и перейти к более экологичным (но не обязательно «зеленым») процессам и технологиям, возможно будет для окружающей среды даже выше, чем от развития ветровых, солнечных и других типичных «зеленых» проектов и технологий. Отдельные действия и проекты, необходимые для поддержания такого перехода, не всегда квалифицируются как «зеленые», но, тем не менее, имеют огромное значение в рамках сокращения выбросов и иного вреда для окружающей среды.

Кроме того, в рамках новаторского подхода к существующей модели тематических облигаций итальянская энергетическая компания Enel в сентябре 2019 года впервые выпустила облигации устойчивого развития. Цель привлечения финансирования для Enel не была связана с реализацией «зеленых» проектов. При этом, процентный купон по облигациям, выпущенным Enel, подлежит единовременной корректировке в зависимости от того, достигает ли эмитент установленного целевого показателя устойчивости климата (показатель мощность возобновляемой энергии в процентах от общего объема) к установленной дате. (См. Дело Enel ниже). Облигации устойчивого развития (sustainability linked bonds) имеют потенциал для дальнейшего расширения и диверсификации рынка устойчивого финансирования, открывая рынок для компаний с потребностями в «зеленом» или «транзитном» финансировании в меньших объемах по сравнению со среднерыночными размерами облигационного финансирования. Инвесторы проявили готовность предоставлять финансирование эмитентам, которые внесли значимый вклад для перехода к бизнес-модели, ориентированной на устойчивое развитие, а с появлением облигаций устойчивого развития, - компаниям, формулирующим иной вид связи между финансированием и обеспечением устойчивости климата.

---

<sup>5</sup> Например, в октябре 2019 года ЛФБ запустила свою инициативу «зеленая экономика», отмечая компании с листингом, получающие 50% или более процентов дохода от экологических решений, а также собственный рынок экологических облигаций, а в ноябре 2019 года биржа Euronext запустила новое предложение «зеленые облигации Euronext» на шести регулируемых рынках (Амстердам, Брюссель, Дублин, Лиссабон, Лондон, Осло и Париж) в рамках нового трехлетнего стратегического плана, который призван ускорить переход к финансированию в экологические проекты.

Также становятся популярными займы устойчивого развития (sustainability-linked loans) (ЗУР), т.е. займы, процентная ставка по которым привязана к выбранным ключевым экологическим целям и / или рейтингам ЭСУ - мировой рынок ЭСУ увеличился с 5 млрд долларов США в 2017 году до 40 млрд долларов США в 2018 году и до 120 млрд долларов США в 2019 году. За исключением некоторых облигаций, к которым применяется целевая переменная процентная ставка, ЗУР, как правило, принимают форму возобновляемых кредитных линий, которые функционируют аналогично обычным корпоративным займам. ЗУР отличаются от «зеленых» займов тем, могут использоваться для общекорпоративных, а не только для определенных «зеленых» целей, устраняя, таким образом, давление на заемщика и не заставляя его искать подходящие «зеленые» расходы для получения финансирования. В знак признания новой тенденции в развитии рынка в первой половине 2019 года несколько ведущих отраслевых групп (Ассоциация кредитного рынка (Loan Market Association), Ассоциация кредитного рынка Азиатско-Тихоокеанского региона (Asia Pacific Loan Market Association) и Ассоциация кредитных синдикатов и торговли (Loan Syndication and Trading Association)) разработали «Принципы займов устойчивого развития» (Sustainability-Linked Loans Principles) для создания (добровольного) рыночного стандарта для ЗУР.

## Финансирование устойчивого развития в России и СНГ

В 2019 году в России и СНГ наблюдается значительное развитие ЭСУ и финансирования устойчивого развития. Первые российские зеленые облигации были выпущены компанией ХМАО «Ресурсосбережение» в декабре 2018 года для финансирования программы по сбору и переработке мусора, за которыми в мае 2019 года последовал выпуск группой РЖД зеленых облигаций на сумму 500 миллионов евро для инвестирования в электропоезда. В августе 2019 года Московская фондовая биржа запустила свой «сектор финансирования устойчивого развития», в рамках которого уже в ноябре 2019 года Банком Центр-Инвест, кредитором из Ростова-на-Дону, Россия, были выпущены первые «зеленые» облигации для финансирования и рефинансирования займов по реализации инициатив в сфере энергосбережения, возобновляемых источников энергии и экологически чистого транспорта. Позднее Центральный Банк Российской Федерации также внес проект изменений в правовое регулирование эмиссии ценных бумаг российскими компаниями, который содержит определенные предложения по закреплению требований к выпуску зеленых бондов. Некоторые крупные российские металлургические и горнодобывающие компании также получили различные ЗУР, в том числе: (i) в апреле 2019 года - двустороннюю кредитную линию с процентными ставками, привязанными к рейтингу ЭСУ заемщика, (ii) в сентябре 2019 года – кредитную линию на финансирование устойчивого развития с процентными ставками, привязанными к различным целям ЭСУ, таким как внедрение комплексной системы управления климатом, сокращение использование пресной воды и поддержка местных сообществ; и (iii) в сентябре 2019 года - первое в России предэкспортное финансирование с привязкой к обеспечению устойчивости климата (См. пример РУСАЛа ниже). Компания DTEK Renewables выпустила первые зеленые облигации на территории Украины в ноябре 2019 года (для инвестиций в проекты солнечной и ветровой энергетики на Украине) (см. пример DTEK ниже), а в Казахстане Международный финансовый центр Астаны (Astana International Finance Centre) недавно запустил свой Центр зеленого финансирования, который предназначен для развития и продвижения «зеленого финансирования» в Казахстане. Ожидается, что в ближайшее время Центр зеленого финансирования внедрит новую структурную основу для продвижения зеленого финансирования в Казахстане, которая поддержит недавно принятые Правила зеленых облигаций, разработанные Международной биржей Астаны (AIX).

Учитывая размеры и важность названного региона как с точки зрения экономического производства, так и углеродного следа, распространение финансирования в сфере экологии носит

пока недостаточный характер, однако определенные усилия по преодолению такой недостаточности продолжаются.

## Основные тенденции в России и СНГ

### 1. Увеличение выпуска «зеленых» облигаций

Принимая во внимание растущий спрос со стороны международных инвесторов на инвестиционные возможности «зеленых облигаций» и острую необходимость для компаний региона разработать (и продемонстрировать) свои ЭСУ и достижения в сфере стремления к обеспечению устойчивости климата, вполне можно ожидать значительного увеличения объема привлеченного капитала от зеленых облигаций для финансирования возобновляемых источников энергии и других «зеленых» проектов.

*Пример использования возобновляемых источников энергии в DTEK: В знаковой сделке по финансированию экологических проектов, проектов по противодействию изменению климата, а также проектов энергетического сектора на Украине, в ноябре 2019 года DTEK Renewables V.V., ведущая украинская компания возобновляемых источников энергии, выпустила первые зеленые облигации на территории Украины. Облигации были выпущены на сумму 325 миллионов евро и зарегистрированы на Глобальном биржевом рынке Ирландской фондовой биржи (Global Exchange Market of the Irish Stock Exchange), при этом выручка от выпуска будет использована (прежде всего) для финансирования / рефинансирования проектов в сфере ветровой и солнечной энергетики на Украине. Зеленые облигации были выпущены в соответствии с Концепцией Зеленых облигаций DTEK Renewables (DTEK Renewables' Green Bond Framework), которая соответствует Принципам Зеленых облигаций (Green Bond Principles), при этом структура выпуска была подтверждена Sustainalytics в их «заключении второй стороны» (second-party opinion), предоставленном в связи с размещением. Размещение вызвало значительный интерес со стороны европейских и американских институциональных инвесторов, включая специалистов ЭСУ и зеленые фонды.*

### 2. Разработка инновационных инструментов финансирования устойчивого развития

- **Транзитные облигации (transition bonds)** могут быть очень важны для региона, в котором преобладают крупные углеродоемкие нефтегазовые, металлургические и горнодобывающие компании, для которых переход к более «экологически направленным» процессам более реалистичен с течением времени, но не ускоренно. Действительно, «транзитные» облигации (transition bonds) будут наиболее полезны для компаний, работающих в указанных отраслях, которые в настоящее время не имеют (и в обозримом будущем могут и не иметь) достаточного количества экологически чистых активов или проектов для финансирования, но имеют значительные финансовые потребности для того, чтобы уменьшить свои выбросы парниковых газов и развивать свои достижения в сфере ЭСУ. С точки зрения инвестора (не обязательно «зеленого») воздействие на окружающую среду значительного сокращения углеродного следа таких отраслей открывает огромные возможности. Транзитные облигации (transition bonds) (или аналогичные продукты под несколько иной маркой) уже использовались эмитентами для различных неявно «зеленых» целей:
  - июль 2017 г.: выпуск *Castle Peak Power Company Limited (CAPCO)*, основной генерирующей компанией Гонконга, «энергетических транзитных облигаций» (energy transition bonds) стоимостью 500 млн дол. США для финансирования строительства газогенераторной установки для замены угольной установки

- февраль 2019 г.: выпуск *итальянской нефтяной компанией Snam* «климатических облигаций» (climate action bonds) стоимостью 500 млн евро, доход от которых будет частично использоваться для финансирования инвестиций в проекты, связанные с использованием биометана и повышением энергоэффективности, которые смягчат воздействие операций Snam на окружающую среду
- июль 2019 г.: выпуск *корейской сталелитейной компанией POSCO* «облигаций ЭСУ» (ESG bonds) стоимостью 500 млн дол. США, доход от которых будет частично использоваться для разработки более чистых производственных процессов
- август 2019 г.: выпуск *Marfrig, вторым по величине мировым производителем говядины*, «энергетических транзитных облигаций» (sustainable transition bonds) стоимостью 500 млн дол. США для финансирования покупки на амазонских фермах скота, соответствующего самым высоким стандартам качества
- **Облигации устойчивого развития (sustainability-linked bonds)** могут использоваться эмитентами для привязки процентного купонного дохода по их облигациям к конкретным экологическим целям, тем самым отойдя от подхода «использования поступлений» к действительно «ориентированному на результат» анализу, подобному ЗУР, который в настоящее время наблюдается на российском рынке. Эта структура должна дать инвесторам ЭСУ больше уверенности, так как эмитенты соответствующим образом стимулируются к быстрому и значимому переходу к экологическому мышлению, и может побудить инвесторов все-таки взаимодействовать с эмитентами, которые на данный момент не являются в полной мере «зелеными» и не могут стать таковыми в краткосрочной перспективе.

*Пример Enel: В сентябре 2019 года Enel выпустил первые облигации устойчивого развития на общую сумму 1,5 млрд долларов США. В соответствии с условиями облигаций Enel может использовать выручку от выпуска для любых целей - в том числе для более чем половины своего энергетического бизнеса, который в настоящее время не является «зеленым» - но если Enel не сможет достичь поставленной цели по увеличению производства возобновляемой энергии (в процентах от общего производства) с 45,9% в настоящее время до 55% к концу 2021 года, Enel должен будет уплатить 25 базисных пунктов увеличенного купона за оставшийся срок действия облигации. Отчет руководства об указанном проценте будет рассмотрен Ernst & Young в рамках ежегодного аудита Enel. Спрос на облигации составил 4 миллиарда долларов США, при этом Enel заявил, что сделка сэкономила 20 базисных пунктов по сравнению с обычной облигацией. В октябре 2019 года Enel на аналогичной основе сообщила цену на дополнительные облигации устойчивого развития (sustainability-linked bonds) в размере 2,5 млрд евро.*

- **ЗУР** – можно ожидать, что их популярность возрастет, поскольку заемщики стремятся использовать пример, продемонстрированный некоторыми крупными российскими заемщиками - добывающими компаниями в 2019 году, и предпочитают брать на себя обязательства по достижению определенных экологических целей в качестве компромисса за гибкость в использовании кредитных средств для других «не зеленых» целей.

*Пример РУСАЛа: В сентябре 2019 г. РУСАЛ получил первый на российском рынке «кредит устойчивого развития» в рамках предэкспортного финансирования. Поступления по кредиту были частично использованы для рефинансирования существующего кредита в рамках предэкспортного финансирования (который не был ни «зеленым», ни «связанным с улучшением*

экологии»), но по условиям этого кредита маржа варьируется в зависимости от выполнения целевых показателей заемщика в части воздействия на окружающую среду и принятия мер по ее сохранению.

- **«Зеленые гибридные облигации» (Green striped bonds)** именуется именно так, поскольку только определенная часть доходов по облигациям должна использоваться для «зеленых» целей. Такое финансирование также может стать более популярным, прежде всего, среди эмитентов, которые имеют некоторые «зеленые» требования к расходам, но недостаточные для обоснования выпуска зеленых облигаций в минимальном совокупном размере, необходимом для выпуска еврооблигаций (обычно от 250 до 300 млн. долларов США).

## Заключение

Устойчивое финансирование неизбежно получит существенное развитие в России и СНГ в будущем, учитывая, что изменение климата и ЭСУ являются весьма серьезными и масштабными вопросами и данный регион имеет важнейшее значение с точки зрения воздействия на окружающую среду и объемов производства. В частности, с учетом того, что большое внимание уделяется энергоемким и добывающим отраслям, использующим ископаемое топливо, транзитные облигации (transition bonds) и/или облигации устойчивого развития (sustainability linked bonds) / займы устойчивого развития (sustainability-linked loans) могут получить особое значение. Для получения более подробной информации о возможностях в сфере устойчивого финансирования в России и странах СНГ просим связаться с одним из авторов, перечисленных ниже.

---

Если у Вас возникнут вопросы по данному *Информационному бюллетеню*, просим связаться с любым из юристов, указанных ниже, или с тем юристом Лэйтам энд Уоткинс, с которым Вы обычно работаете:

**Эдвард Кемпсон**

edward.kempson@lw.com  
+7.495.644.1928  
Москва

**Аарон Франклин**

aaron.franklin@lw.com  
+1.212.906.1276  
Нью-Йорк

**Рагнар Йоханнесен**

ragnar.johannesen@lw.com  
+7.495.644.1931  
+44.20.7710.3091  
Москва / Лондон

**Вас также могут заинтересовать следующие Информационные бюллетени**

[Финансируем дорогу в «зеленое» будущее](#)

[Окружающая среда, социальные вопросы и внутрикорпоративные отношения в 2020 г.: 10 важных моментов](#)

[Облигации, связанные с экологическими проектами, дополняют и поддерживают рынок соответствующего финансирования](#)

[Рекомендации по переходным облигациям могут способствовать развитию финансирования в экологические проекты](#)

[Принципы зеленых облигаций – не сбивайтесь с курса!](#)

---

*Информационный бюллетень* публикуется «Лэйтам энд Уоткинс» в качестве новостной услуги для клиентов и друзей фирмы. Информация, содержащаяся в данной публикации, не должна рассматриваться как юридическая консультация. В том случае если потребуется дополнительный анализ или разъяснение по предмету данного бюллетеня, просим Вас связаться с тем юристом Лэйтам, с которым Вы обычно работаете. Приглашение связаться с нами не представляет собой призыв воспользоваться нашими юридическими услугами по законам любой юрисдикции, в которой юристы Лэйтам не уполномочены вести практику. Полный перечень наших Информационных бюллетеней размещен на вебсайте фирмы [www.lw.com](http://www.lw.com). Если Вы желаете внести изменения в свои контактные данные или выразить свои пожелания в отношении информации, направляемой «Лэйтам энд Уоткинс», просим посетить вебсайт фирмы <http://events.lw.com/reaction/subscriptionpage.html>, чтобы подписаться на участие в нашей глобальной программе рассылки информации.