

Облигации для финансирования зеленой экономики – верификация и специфические особенности¹

А.А. Балабин

УДК 336.64

DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2025-4-183-199

Аннотация. На основе анализа зарубежной литературы и новаций законодательства ЕС исследуется процесс организации «зеленого финансирования» – от процедур присвоения специфического статуса зеленым облигациям, стандартизации их выпуска до принципов функционирования института рецензентов зеленых облигаций, мер противодействия гринвошингу, портфельного учета корпоративных зеленых инвестиций. Эти направления совершенствования правового поля актуальны и для России, несмотря на существенные различия в таксономиях зеленых проектов. Одной из важнейших новаций, способствующих зеленому переходу, становится включение в условия выпуска облигаций обязательств по достижению конкретных показателей эффективности в области защиты окружающей среды к определенному сроку и штрафных санкций за невыполнение этих обязательств.

Ключевые слова: зелёные облигации; верификация зелёных облигаций; европейские зелёные облигации; зелёная метка; штрафы по зеленым облигациям

Продолжающийся переход к зеленой экономике требует значительных инвестиций, общая величина которых может оцениваться по-разному, в зависимости от методологии расчета, степени охвата видов деятельности, социальной сферы, регионов мира и достоверности используемой информации². В связи с этим

¹ Научно-исследовательская работа выполнена по плану НИР ИЭОПП СО РАН, проект 5.6.3.2 (0260–2021–0004).

² Adaptation Gap Report 2022: Too Little, Too Slow. UN Environment Programme (UNEP), 84 p. Available at: <https://www.unep.org/resources/adaptation-gap-report-2022> (accessed 12.02.2023).

An updated roadmap to Net Zero Emissions by 2050. In: World Energy Outlook. *International Energy Agency*, Nov. 2022. Pp.121–180. Available at: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/830fe099-5530-48f2-a7c1-11f35d510983/WorldEnergyOutlook2022.pdf> (accessed 10.02.2023).

Global Landscape of Climate Finance 2023. *Climat Polisy Ininiative*, Nov.2023. P.3. Available at: <https://www.climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2023/11/Global-Landscape-of-Climate-Finance-2023.pdf> (accessed 10.07.2024).

Six characteristics define the net-zero transition. *McKinsey Sustainability*, January 25, 2022, 224 p. Available at: <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/six-characteristics-define-the-net-zero-transition> (accessed 08.02.2023).

не теряют актуальности исследования, призванные обобщить и по возможности согласовать разнородные оценки экспертов [Tandon, 2021; Kozloski at al., 2022; Балабин, 2022].

Как бы то ни было, исследователи сходятся в том, что достижение целей устойчивого развития, провозглашенных ООН, стоит очень дорого, и главной задачей является вовлечение в финансирование соответствующих мероприятий как можно более широкого круга инвесторов. Однако эффекты, достигаемые зеленым или «устойчивым» финансированием, далеко не всегда имеют ясное и позитивное экономическое обоснование. Правительства, принимающие решения о природоохранных расходах или налоговых льготах, иногда могут закрыть на это глаза, поскольку речь идет об общественном благе. Но бюджеты государств не могут справиться с такой нагрузкой без ущерба для выполнения других задач [Caselli at al., 2024]. В то же время для частного инвестора (будь то пенсионный или инвестиционный фонд, промышленная или страховая компания, коммерческий банк или физическое лицо) должны быть найдены серьёзные аргументы для осуществления инвестиций.

Это означает, что зеленые³ облигации, помимо обычных характеристик доходности, должны обладать некими специфическими чертами, которые гарантируют целевое использование вырученных эмитентом денежных средств и достижение с их помощью конкретных результатов в области охраны природы (климата). В идеале «климатические» обязательства эмитента должны быть четко зафиксированы в условиях выпуска облигаций, а их невыполнение – влиять на доходность ценных бумаг.

В предлагаемой статье исследуется зарубежный опыт организации присвоения специфического статуса зеленым облигациям, а также придания им особых характеристик, позволяющих достичь целевых показателей по защите окружающей среды и делающих их привлекательными для инвесторов. Сформулированы рекомендации по совершенствованию процедуры выпуска зеленых и адаптационных облигаций в России.

Стандартизация условий выпуска зеленых облигаций

Конституирующим элементом зеленой облигации должно быть её ясное и однозначное терминологическое определение. На практике это означает присвоение облигационному выпуску специальной (зеленой) метки, которая отличала бы его от прочих эмиссий. Приходится констатировать, что стандартное определение зеленой облигации до настоящего времени не выработано. При общем единстве подхода (зеленая облигация – долговой инструмент, средства от которого будут

³ Прилагательное «зеленый» в данной статье обозначает словосочетание «направленный на сокращение отрицательного воздействия экономической деятельности человека на среду его обитания, в том числе на сокращение выбросов парниковых газов согласно Парижскому соглашению о климате (2015 г.)».

использованы эмитентом на достижение зеленых целей) существует множество разночтений в определении конкретных видов деятельности, развитие которых в наибольшей степени соответствует поставленной задаче.

Например, средства, направленные на модернизацию цементных предприятий, согласно правилам, принятым в КНР, являются зелеными, если в результате снижаются удельные выбросы CO_2 ⁴, с точки зрения законодательства России – если используются наилучшие доступные технологии производства цемента⁵, а согласно таксономии Европейского союза – только если выделяемый при производстве цемента CO_2 будет улавливаться, транспортироваться и захораниваться под землей⁶. Иначе говоря, один и тот же проект перевода цементного завода с жидкого на газообразное топливо признается зеленым в Китае, и, в зависимости от особенностей технологии, может быть признан или не признан таковым в России, и не признан – в ЕС.

Далеко не всеми экологическими организациями и группами экспертов осознается и принимается тот факт, что задача сохранения среды обитания носит межотраслевой характер. В конечном счете в её решении в той или другой степени участвуют все отрасли экономики. Очевидно, что строительство ветряной электростанции требует определенного количества цемента и стали (фундамент, башня, механический привод), композиционных материалов (гондола, лопасти), меди (генератор и другое электрооборудование) и т.д. Мало того, через несколько лет возникает необходимость в утилизации этих компонентов.

Косвенное признание объективной необходимости развития традиционных отраслей (без включения их в зеленые классификации) находит отражение в том, что помимо собственно зеленых приходится выделять виды деятельности, «способствующие зеленым», «связанные с зелеными», «адаптационные», «переходные», «экологически устойчивые» и т.д. И круг таких «вспомогательных» видов деятельности закономерно расширяется.

⁴ Bank of China Limited Transition Bonds Management Statement, Sept. 2020. Available at: <https://pic.bankofchina.com/bocappd/report/202101/P020210106328842685396.pdf> (accessed 09.06.2024).

⁵ Постановление Правительства РФ от 21 сентября 2021 г. № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации» //СПС КонсультантПлюс.

⁶ [COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) .../... supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives № C/2021/2800 final. Available at: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PI_COM:C\(2021\)2800](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PI_COM:C(2021)2800). (accessed 09.06.2024)].

Если исходить из наиболее развитой (на наш взгляд) классификации Climat Bond Initiative (CBI)⁷, можно выделить следующие направления, прямо или косвенно связанные с целями устойчивого развития:

- зеленые облигации (*green bonds*), средства от которых направлены на виды деятельности, обеспечивающие снижение выбросов парниковых газов (используется таксономия ЕС);

- облигации для целей устойчивого развития (*sustainability bonds*) предназначены для финансирования видов деятельности, сочетающих экологические и социальные цели, мероприятия по развитию возобновляемых источников энергии, низкоуглеродного транспорта в сочетании с созданием рабочих мест, достижением гендерного равенства;

- облигации, поддерживающие устойчивое развитие (*sustainability-linked bonds, SLB*), привлекают финансирование общего назначения и предполагают увеличение или понижение процентных ставок, связанное с достижением заранее определенных в условиях выпуска целей по охране окружающей среды;

- облигации переходного периода (*transition bonds*) поддерживают виды деятельности, которые не могут обеспечить низкого или нулевого уровней выбросов, т.е. не являются зелеными, но играют кратко- или долгосрочную роль в сокращении вредных выбросов или поддерживают эмитента в его переходе к выполнению Парижского соглашения по климату;

- облигации для достижения социальных целей (*social bonds*) связаны исключительно с социальными проектами, например, в области здравоохранения, занятости, гендерного равенства, доступного жилья и т.д.

Как видим, классификация CBI включает довольно широкий набор облигаций, которые в той или иной степени обеспечивают/сопровождают переход к зеленой экономике. Но, конечно, до применения межотраслевого подхода в полном объеме (например, моделей типа межотраслевого баланса) ещё очень далеко.

Рассмотрим более подробно стандарт зеленых облигаций, который недавно был официально утвержден Регламентом ЕС «О европейских зеленых облигациях и необязательном раскрытии информации для облигаций, продаваемых как экологически устойчивые, и для облигаций, связанных с устойчивым развитием»⁸ (далее – Регламент).

Путь к законодательному оформлению Регламента был небыстрым: первое упоминание о необходимости терминологического определения зеленых

⁷ Более подробно деятельность данной организации и классификация CBI в её историческом развитии рассмотрены в авторской статье [Балабин, 2023].

⁸ Regulation (EU) 2023/2631 of the European Parliament and of the Council of 22 November 2023 on European Green Bonds and optional disclosures for bonds marketed as environmentally sustainable and for sustainability-linked bonds. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32023R2631#document1> (accessed 31.05.2025). Используется последняя редакция документа с учетом изменений и дополнений на 31.05.2025 г.

облигаций относится к 2018 г.⁹ При принятии так называемой «Зеленой сделки» в 2020 г. было сформулировано требование к Европейской комиссии дать определение зеленым облигациям, которое наконец было выполнено в ноябре 2023 г. Отметим, что правила признания экологически устойчивых или связанных с устойчивым развитием облигаций (как указано в заголовке Регламента) к моменту принятия этого документа не были готовы, они были опубликованы как дополнение к нему только в апреле 2025 г.¹⁰

Названа главная причина создания стандарта: государства – члены ЕС принимают несогласованные меры и подходы при спецификации зеленых облигаций, что негативно отражается на функционировании общего долгового рынка и наносит ущерб как эмитентам, так и инвесторам, вследствие различий в определении экологически устойчивых видов деятельности, а также в правилах раскрытия информации и отчетности эмитентов и внешних экспертов¹¹.

В Регламенте констатируется, что европейский рынок облигаций по своей сути является международным, на него со своими зелеными проектами выходят многие зарубежные эмитенты. При этом участники рынка используют услуги не только европейских, но и зарубежных экспертов выпусков зеленых облигаций. Собственно, документ призван снизить риски разного понимания сути зеленых облигаций и содержания их экспертизы на внутреннем рынке ЕС и обеспечить единообразие в применении таксономии ЕС.

Регламентом вводится особая метка для зеленых облигаций, выпущенных в ЕС: European Green Bond (EuGB). Главный квалифицирующий принцип – распределение привлеченных средств для финансирования экологически устойчивых видов деятельности (environmentally sustainable activities). Средства могут быть использованы на вложения в основные средства, не являющиеся финансовыми активами; иные капитальные затраты; компенсацию операционных расходов и понесенных не более чем за три года до выпуска европейских зеленых облигаций, по видам деятельности, соответствующим таксономии ЕС; создание финансовых активов, которые будут созданы не позднее, чем через пять лет после выпуска европейских зеленых облигаций; финансирование создания активов и расходов домохозяйств, связанных с осуществлением видов деятельности, соответствующих таксономии ЕС.

⁹ European Parliament resolution of 29 May 2018 on sustainable finance (2018/2007(INI). Available at: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.C_.2020.076.01.0023.01.ENG&toc=OJ%3AC%3A2020%3A076%3ATOC (accessed 11.07.2024).

¹⁰ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) .../...supplementing Regulation (EU)2023/2631 of the European Parliament and of the Council by establishing the content, methodologies, and presentation of the information to be voluntarily disclosed by issuers of bonds marketed as environmentally sustainable or of sustainability-linked bonds in the templates for periodic post-issuance disclosures», 16.04.2025). Available at: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=intcom: C\(2025\)5.](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=intcom: C(2025)5.) (accessed 31.05.2025).

¹¹ Показателен обзор и анализ разночтений принципов ESG в законодательстве разных европейских стран, сделанный в статье [Bruno, Lagasio, 2021].

Новацией Регламента является возможность портфельного подхода, который могут использовать компании, многократно осуществляющие выпуски облигаций и накопившие определенный объем зеленых активов в балансе. Действительно, в этом случае эмитенту бывает непросто назвать конкретный актив, в который будут вложены средства от очередного выпуска облигаций. В этом случае для присвоения метки EuGB новому выпуску эмитенту достаточно, чтобы в его бухгалтерском балансе объем зеленых активов был больше или равен объему непогашенных EuGB¹².

Оговорено, что присвоение метки EuGB возможно для облигаций, выпущенных в рамках международных проектов, осуществляемых субъектами ЕС, в которых предполагается финансирование видов деятельности, не попавших в таксономию (например, некоторые экопрограммы для стран Африки). В этом случае эмитент должен доказать, что финансируемая деятельность вносит значительный вклад в достижение одной или нескольких экологических целей, не наносит большого вреда прочим целям устойчивого развития и осуществляется с соблюдением минимальных мер безопасности. Это доказательство должно быть опубликовано и получить положительное заключение от внешнего рецензента до начала размещения данных бумаг.

В отношении малых предприятий, эмитирующих EuGB, требование о распределении всех (валовых) поступлений от выпуска облигаций на экологически устойчивую экономическую деятельность несколько смягчается. Оно применяется не к валовым, а только к чистым поступлениям от таких облигаций (за вычетом расходов на выпуск, связанных с оплатой услуг финансовых и юридических посредников, консультантов, внешних экологических экспертов и пр.)¹³. Например, если объем выпуска составляет 10 млн евро, а расходы на экспертов и посредников составили 1 млн евро малое предприятие может вложить в целевую деятельность 9 млн евро, и это не лишает выпуск статуса EuGB. Для крупных предприятий это правило не действует.

Государства ЕС и третьих стран имеют право выпускать EuGB для финансирования государственных активов или расходов, которые соответствуют или будут приведены в соответствие требованиям таксономии ЕС в течение короткого периода с момента эмиссии. Примером могут служить активы или расходы, связанные с налоговыми льготами, субсидиями, промежуточным потреблением, текущие трансферты в рамках общего государственного управления и текущее

¹² Этот подход было бы полезно внедрить в России. В российской таксономии речь идет об отдельных проектах устойчивого (в т.ч. зеленого развития), поэтому и соотнесение всей суммы зеленых инвестиций со всей суммой выполненных зеленых проектов для целей верификации пока что не представляется возможным.

¹³ На основе личного опыта автора, расходы, связанные с выпуском, могут составлять 5–8% от вырученных средств (особенно это тяготит небольшие предприятия, осуществляющие свою первую эмиссию).

международное сотрудничество¹⁴. Отметим, что для государств и международных организаций Регламентом предусмотрено помимо обязательного получения внешней экспертизы прохождение целевой проверки государственного аудитора.

Противодействие гринвошингу

Одно из направлений деятельности ЕС на пути к зеленой экономике – противодействие гринвошингу. *Greenwashing* (буквально – «зеленое отмывание») – позиционирование деятельности компании, товара или услуги как зеленых без достаточных для этого оснований, иначе говоря, имитация действий по переходу к зеленой экономике.

Регламент содержит ряд статей, которые обеспечивают систематический контроль за целевым использованием средств от EuGB – как на этапе планирования и регистрации выпуска, так и в процессе их последующего обращения вплоть до погашения. Наиболее важный из применяемых механизмов – верификация. Достаточно сказать, что из 72 статей Регламента вопросам контроля (включая раскрытие информации эмитентами, внешнюю независимую экспертизу, подготовку отчетности перед регулируемыми органами, права и обязанности самих регулирующих органов) посвящено 60.

Наиболее важные, на наш взгляд, статьи регламентируют деятельность внешних рецензентов (*external reviewers*), которые проверяют и контролируют расходование средств от EuGB на соответствие зеленым целям¹⁵. Во всем мире действует большое количество независимых национальных и международных организаций, осуществляющих на добровольной основе сертификацию выпусков зеленых, экологически устойчивых, климатических, социальных и тому подобных облигаций с присвоением соответствующих меток (например, ранее упомянутая CBI). В развитие этого направления Регламент конституирует необходимость и определяет правовой режим регулирования деятельности таких организаций в странах ЕС.

Внешние рецензенты европейских зеленых облигаций должны иметь статус юридического лица и быть зарегистрированы в Европейском управлении по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, ESMA), которое

¹⁴ Специально оговорено, что страны, не сотрудничающие в целях налогообложения, и страны с высоким уровнем риска, указанные в официальных списках ЕС (Делегированный регламент (ЕС) 2016/1675), или эмитенты, учрежденные в этих юрисдикциях или странах, не могут получить для своих облигаций метку EuGB. Россия находится в первом из этих списков. Претензии к России были связаны с принятыми в 2022 г. поправками в законодательство, регулирующие режим специальных административных районов. Замечания со стороны ЕС были учтены в ходе доработки российского законодательства, однако дальнейшие переговоры были прерваны по инициативе европейской стороны на фоне ситуации на Украине. После чего последовало включение России в февраль 2023 г. в «черный» список.

¹⁵ В России аналогичную роль выполняют верификаторы, см. Постановление Правительства РФ от 21 сентября 2021 г. №1587. Возможно, правильнее было бы переводить «external reviewer», пользуясь аналогией, как «внешний верификатор».

будет в дальнейшем регулировать и контролировать их деятельность. Предполагается, что технические стандарты будут определять критерии оценки соответствия знаний, опыта и подготовки сотрудников компаний-рецензента и иных физических лиц, непосредственно участвующих в экспертизе. При этом изначально оговорено, что вышеназванным лицам должно быть запрещено участие в переговорах по поводу оплаты услуг рецензента. Полноценные технические стандарты ESMA для независимых рецензентов до настоящего времени не утверждены, хотя их состав и основные части уже обозначены¹⁶. ESMA обещает подготовить шесть нормативных документов и представить в Европейскую комиссию на утверждение до 21 декабря 2025 г. В настоящее время заинтересованные лица могут узнать лишь самые общие требования, но уже имеют возможность отправить набор своих правоустанавливающих и квалификационных документов, обозначенных на странице официального сайта ESMA¹⁷.

Распространенное явление в США и Европе – выпуск облигаций, доходы по которым обеспечены некоторым пулом активов, приносящим регулярный доход (тем самым происходит секьюритизация активов). Как правило, непосредственным эмитентом таких облигаций выступает не сам инициатор секьюритизации, выделивший для этого активы (оригинатор), а вспомогательная специализированная компания, единственной целью которой является выпуск, передача и получение платежей по облигациям и их погашение (SPV-эмитент, который действует в интересах originатора).

По мнению ЕС, есть опасность, что в пул активов, выбранных для обеспечения выпуска EuGB, originator добавит элементы, противоречащие целям устойчивого развития, например, используемые для разведки, добычи, производства, переработки, хранения, транспортировки ископаемого топлива. Во избежание такой ситуации и с целью обеспечения прозрачности экологических характеристик базового пула активов Регламент предписывает originatorу раскрывать информацию о степени соответствия секьюритизированных активов таксономии ЕС¹⁸.

Если поступления от EuGB используются для создания основных средств, в плане капитальных вложений необходимо указать крайний срок, к которому должны быть сделаны капитальные и эксплуатационные расходы, финансируемые

¹⁶ Technical Standards on the European Green Bond Regulation. Consultation Paper / ESMA, 07.03.2025. Available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA84-858037815-176_Consultation_Paper_on_European_Green_Bond_Regulation.pdf (accessed 31.05.2025).

¹⁷ Available at: <https://sma.europa.eu/esmas-activities/investors-and-issuers/external-reviewers-european-green-bonds>, (accessed 31.05.2025).

¹⁸ Что касается облигаций, источником которых является синтетическая секьюритизация (которая по сути порождает производный финансовый инструмент (дериватив) и не сопровождается передачей активов с баланса originатора), то эти ценные бумаги ни при каких обстоятельствах не могут получить метку EuGB. Тем самым Регламент дает отчасти ответ на вопрос, могут ли деривативы быть признаны зелеными? В данном случае ответ отрицательный.

за счет EuGB, предшествующий сроку их погашения. При этом целевое расходование средств должно соответствовать таксономии ЕС и получить подтверждение внешнего рецензента. Капитальные затраты, соответствующие требованиям таксономии ЕС, должны быть осуществлены в срок до пяти лет с момента выпуска EuGB, если только более длительный период до 10 лет не оправдан конкретными особенностями экономической деятельности. Таким образом, регламент констатирует, что полученные сегодня зеленые деньги превращаются в основные средства не мгновенно, а в течение длительного времени, за которое таксономические признаки могут измениться. Однако эмитент может не корректировать свой план капиталовложений (под новые правила) 5–10 лет после выпуска облигаций. Сделанные в этот период капиталовложения останутся зелеными.

Если поступления от EuGB используются для создания финансовых активов, они должны быть созданы не позднее пяти лет после размещения выпуска. Исключение делается для эмитентов, использующих портфельный учет. Для того чтобы минимизировать риски, связанные с передачей средств от EuGB третьим лицам, которые могут использовать их не по назначению, допускается не более трех последовательных передач соответствующих активов от одного лица другому. Например, если компания А вложила привлеченные в рамках EuGB средства в уставный капитал фирмы Б, а та, в свою очередь, передала их в виде займа фирме В, которая не использовала их по целевому назначению, а вложила в облигации фирмы Г, то средства, полученные первоначально компанией А под маркой EuGB, потеряют свой зеленый статус. Род деятельности фирмы Г при этом не принимается во внимание.

Облигации на стандартных условиях¹⁹

Вообще говоря, нет нужды придумывать особые условия для инвесторов, если эмитент имеет высокий рейтинг кредитоспособности и всегда в состоянии расплатиться по своим обязательствам. В этом случае мотивацией для присвоения зеленой метки облигациям наряду с привлечением более дешевых денежных средств выступают соображения престижа – укрепление деловой репутации, демонстрация приверженности ESG-целям, реклама своей продукции/услуг, поддержание лояльности потребителей и т.п. Долгий срок существования заемщика, его устойчивая репутация, стабильность положения на рынке, большие масштабы бизнеса/бюджета, успешный предшествующий опыт публичных заимствований, – все это создает основу для своевременного возврата долга

¹⁹ Облигационные займы, имеющие стандартный характер, в зарубежной биржевой практике зачастую называют «plain-vanilla bonds», или «vanilla bonds», «ванильные бонды», имея в виду бесхитростную, наподобие самого распространенного сорта мороженого, конструкцию условий выпуска ценной бумаги. По тем же причинам «ванильными» бывают опционы и свопы.

и придает уверенность в успехе облигационного займа, независимо от того, на какие цели пойдут привлекаемые средства.

В этом случае конструктивные характеристики зеленых облигаций ничем не отличаются от обычных (фиксированные номинал и проценты, равномерная периодичность выплат процентного дохода и основного долга). Доходность при первичном размещении зачастую бывает несколько ниже среднерыночной²⁰, вероятно, из-за предположения инвесторов о меньших рисках таких вложений. Снижению рисков потенциально могут способствовать, по крайней мере, три обстоятельства: повышение стабильности деятельности эмитента при изменении климатических условий, потенциальное появление более жестких требований природоохранного законодательства, поддержание высокой деловой репутации эмитента²¹.

Сертификация займа (присвоение зеленой метки) выпуску облигаций внешним верификатором осуществляется добровольно, но иногда и не проводится. В последнем случае эмитенту необязательно называть свои облигации зелеными, это может быть заем для переходного периода (*transition*), зеленого перехода (*green transition*), перехода к устойчивому развитию (*sustainable transition*), на борьбу с изменением климата (*climate action*) и т.п. Однако привлечение внешнего верификатора/рецензента повышает шансы получить скидку по доходности.

В нашей стране примером такого «стандартного» выпуска облигаций является «Городской облигационный займ Москвы для населения», его размещение на сумму 2 млрд руб. состоялось 30.05.2023 г. (номинал облигации – 1000 руб., в течение срока обращения выплачивается восемь купонов с доходностью 8,5% годовых, погашение выпуска состоялось 27.05.2025 г.)²². Условия эмиссии стандартны, в них не указывается, что преследуются некие зеленые цели. Доходность облигаций приблизительно соответствовала той, которую предлагали

²⁰ Скидка с доходности по зеленым облигациям часто обозначается как *greenium*, гринум.

²¹ Впрочем, как показывает биржевая практика, далеко не все инвесторы учитывают эти обстоятельства при расчете рисков, в результате чего в ходе вторичного обращения зеленых облигаций гринум исчезает [Mohamed et al., 2020]. Также в другом исследовании [Okafor et al., 2024] показано, что в течение исторического периода 2007–2023 гг. средняя величина зеленых скидок уменьшилась по доходности с первоначальных 33 базисных пунктов до 8–10 пунктов. Процесс постепенного снижения гринума подтверждается статистически [Caramichael, Rapp, 2024]. Если эта тенденция сохранится, эмитенты лишатся важнейшего стимула к выпуску зеленых облигаций.

²² Постановление Правительства Москвы «Об утверждении решения об эмиссии первого выпуска облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения» № 823-ПП от 23.05.2024. URL: <https://www.mos.ru/findep/documents/view/287397220> (дата обращения 22.07.2024)

в момент выпуска российские банки по вкладам населения (с учетом разницы в ставках НДФЛ).

Москва имела и имеет наивысший кредитный рейтинг, по версии Аналитического кредитного рейтингового агентства (АКРА) – AAA с прогнозом «Стабильный»²³, т.е. фактически может занимать на разнообразные цели, не добиваясь особого зеленого статуса облигаций.

Тем не менее организаторы стандартного выпуска сочли нужным получить зеленую метку от рейтингового агентства «Эксперт РА». Агентство подтвердило, что планируемый выпуск облигаций и проект, финансируемый за счет привлеченных средств, соответствуют принципам зеленых облигаций Международной ассоциации рынков капитала (ISMA) и критериям зеленого финансового инструмента, утвержденных постановлением Правительства РФ № 1587²⁴. На основании проведенной верификации эмиссия была включена в перечень выпусков финансовых инструментов устойчивого развития, который ведет ВЭБ.РФ²⁵.

О результатах вложения денежных средств мы узнали не из официального документа, а из сообщения в Интернете (в 2023 г. был приобретен 51 электробус)²⁶, и оно не имеет независимого подтверждения.

Не сомневаясь в том, что зеленые средства от облигаций Москвы вложены целевым образом, и сами облигации уже своевременно погашены, отметим всё же, что в данном случае налицо разрывы в цепочке от заявленных целей к итоговым результатам, а инвесторы вынуждены самостоятельно искать подтверждающие целевое назначение инвестиций и расходование средств документы на различных сайтах (причем, результаты сделанных вложений не проверяются). Между тем в Регламенте ЕС весь процесс привлечения, расходования зеленых средств и результатов от их вложения выглядит единым и максимально прозрачным. Этому способствуют регулярная независимая экспертиза, осуществляемая на всех этапах размещения,

²³ АКРА подтвердило кредитный рейтинг Москвы на уровне AAA(RU), прогноз «стабильный», и ее облигаций – на уровне AAA(RU). URL: <https://www.acra-ratings.ru/press-releases/3678>

²⁴ Цит. по сообщению «Эксперт РА». URL: <https://raexpert.ru/releases/2023/may26b> (дата обращения: 31.05.2025).

²⁵ Актуальный список непогашенных зеленых облигаций можно найти. URL: <https://veb.ru/ustojchivoe-razvitie/zeljono-finansirovanie/vypuski-finansovykh-instrumentov>. Стоит также отметить, что все зеленые облигации в российском реестре относятся к выпущенным на стандартных условиях (в зарубежной деловой прессе такие облигации зачастую называют «vanilla bonds», в вольном переводе – «долг проще пареной репы»)

²⁶ URL: <https://greenbonds.moscow/#mylink> (дата обращения: 22.07.2024).

обращения, погашения облигаций, а также формализованные требования к самим рецензентам²⁷.

Подтверждение зеленого статуса облигаций в эмиссионных документах частного инвестора в России (в отличие от правил европейского Регламента) представляет собой отдельный юридический процесс²⁸. Отметим, что Банк России в настоящее время разрешает эмитенту устанавливать многие зеленые условия выпуска облигаций самостоятельно. Это касается, например, описания механизма контроля целевого использования привлеченных денежных средств – в проспекте эмиссии требуется лишь наличие описания, а его содержание эмитент формирует на свое усмотрение.

Резюмируя, можно сделать вывод, что на территории ЕС облигации с характеристиками, подобными рассмотренному выпуску г. Москвы, не были бы признаны зелеными.

Облигации с дополнительными зелеными условиями²⁹

Облигация со структурным доходом – ценная бумага, выплата дохода по которой зависит от наступления так называемого триггерного события (trigger event)³⁰. Этот инструмент хорошо подходит для стимулирования эмитента к достижению зеленых целей, поставленных в условиях выпуска. Триггерное событие состоит в достижении эмитентом конкретного и проверяемого контрольного числового значения показателя устойчивого развития (например, увеличение доли использования вторсырья на 30%; сокращение выбросов в сфере охвата 1 и 2 (Score 1 & 2) на 20%; сокращение выбросов парниковых газов (Score 3) на 10% к 2030 г. по сравнению с уровнем 2020 г. и т.п.). На случай несоблюдения

²⁷ В России в настоящее время действует временный перечень верификаторов, который формируется из юридических лиц, одновременно входящих в следующие два перечня: 1) перечень лиц, независимая внешняя оценка которых принимается для включения облигаций в сегментах Сектора устойчивого развития согласно Правилам листинга ПАО Московская биржа; 2) реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России. Перечень требований к кадровому составу и квалификации работников верификатора составлен пока что в самой общей и краткой форме (см. URL: <https://veb.ru/ustojchivoe-razvitie/zeljonoe-finansirovanie/vklyuchenie-v-perechen-verifikatorov>, дата обращения: 31.05.2025).

²⁸ Положение Банка России от 19.12.2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (глава 65) // СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 22.07.2024).

²⁹ Облигации, имеющие особые/специальные/сложные условия выпуска и/или погашения, или имеющие дополнительные характеристики, привлекающие конкретных инвесторов, зачастую называют в англоязычной литературе «non-vanilla bonds». В нашем случае речь пойдет именно о дополнительных зеленых свойствах облигации.

³⁰ Следует отличать их от структурных облигаций (когда не только доход по облигации, но и сумма основного долга при определенных условиях не подлежит выплате). Иначе говоря, инвестор может потерять все свои вложения. Нам неизвестны примеры выпусков зеленых структурных облигаций.

заранее оговоренных условий (недостижения целевых показателей) включается механизм штрафных санкций.

В настоящее время можно выделить три типа таких санкций:

- увеличение ставки купонных платежей (встречается чаще всего);
- выплата дополнительной премии по истечении срока обращения облигации в виде фиксированного процента (или количества базисных пунктов) от суммы погашения;
- обязательство эмитента приобрести у третьих лиц зачетные углеродные единицы для достижения заданного в условиях выпуска целевого показателя.

В качестве примера рассмотрим выпуск облигаций Управления промышленного развития штата Аризона (Arizona Industrial Development Authority, AZIDA). Размещение состоялось 24 февраля 2022 г.³¹, андеррайтером и агентом по формированию активов инвестиционных фондов выступил инвестиционный банк Goldman Sachs.

Выпуск можно отнести (если воспользоваться классификацией Climat Bond Initiative) к облигациям, поддерживающим устойчивое развитие (*sustainability-linked bonds*). Его сумма – 112,9 млн долл. США (1-й транш, погашение в 2028 г.) и 86,8 млн долл. (второй транш, погашение в 2047 г.). Облигации выпущены с целью финансирования компании NewLife Forest Restoration LLC. Всю выручку по облигациям AZIDA предоставляет в качестве займа этой компании с расчетом на то, что полученный ею доход позволит профинансировать погашение облигаций.

Бизнес-модель NewLife была разработана в качестве ответной меры на катастрофические лесные пожары в Аризоне. Ранее Лесная служба США заключила контракт с компанией NewLife на систематическое удаление подлеска, что делает леса более устойчивыми к природным пожарам и одновременно позволяет получать низкосортную древесину и биомассу для коммерческого использования³². Полученную от размещения облигаций выручку AZIDA направила в виде займа NewLife, а та, в свою очередь, обязалась расширить деятельность по переработке и за счет этого впоследствии вернуть заем вместе с процентами.

Базовые купонные ставки по выпуску составляют 9% (транш 1) и 11% годовых (транш 2). Их размер может быть увеличен в зависимости от двух ключевых показателей эффективности деятельности NewLife: очистке лесных угодий (KPI 1) и реализации побочной продукции (KPI 2). Согласно KPI 1 нужно очищать не менее 36 тыс. акров ежегодно, первая дата фиксации результата – 31 декабря 2024 г. Условиями выпуска предусмотрено, что при невыполнении KPI 1 ставка купона будет увеличена на 1% годовых. Согласно KPI 2 переработка подлеска к той же дате должна была достигнуть не менее 80% от объема вырубки, иначе

³¹ Available at: <https://arizonaida.com/about/#issuedbonds>

³² Available at: <https://www.globalaginvesting.com/newlife-forest-restoration-secures-first-kind-200m-green-bond>

ставка купона будет увеличена на 0,5% годовых. Невыполнение сразу двух КРІ означает суммарное (штрафное) увеличение ставок на 1,5% годовых³³. Дальнейшее развитие бизнеса NewLife в 2022–2023 гг. было неудачным, что привело эту компанию к банкротству в январе 2024 г., однако она продолжает свою деятельность³⁴. Соответственно, с начала 2025 г. стали действовать вышеуказанные штрафные санкции, предусмотренные при выпуске облигаций AZIDA.

Среди недавних облигационных выпусков схожей конструкции есть и суверенные облигации – Чили³⁵ (март 2022 г.), Уругвая³⁶ (октябрь 2022 г.) и облигации частных компаний – шведского производителя одежды H&M (февраль 2021 г., октябрь 2023 г.), французской парфюмерной фирмы CHANEL (октябрь 2020 г.)³⁷ и других эмитентов.

Следует отметить, что в вышеупомянутом Регламенте ЕС (ст. 20) предусмотрено, что для выпусков европейских облигаций, продаваемых как экологически устойчивые, и облигаций, привязанных к устойчивому развитию, в отчетности нужно будет указывать описание структуры облигации, включая механизм корректировки купона при невыполнении соответствующих зеленых обязательств эмитента.

В России облигации с такими характеристиками пока не выпускались.

³³ Sustainable Debt Global State of the Market 2022. Climate Bonds Initiative, Apr. 2023, P. 28. Available at: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/global-state-market-report-2022> (accessed 10.05.2024).

³⁴ Pollard A. Arizona Lumber Firm Billed as Sustainable Goes Bankrupt //Bloomberg, 03.01.2024. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-01-30/sustainable-arizona-lumber-firm-restoration-forest-products-goes-bankrupt> (accessed 02.06.2025).

Важно отметить, что в определенных случаях повышение купонной/процентной ставки может вызвать проблемы с платежеспособностью и поставить под угрозу финансовое состояние эмитента. Хотя механизм штрафных санкций может иметь важное значение для стимулирования зеленого перехода, структура и форма санкций должны учитывать потенциальные последствия для финансовой стабильности, целей зеленого перехода, а также сохранения рабочих мест. Необходимо дальнейшее наблюдение и анализ последствий применения штрафов, в сопоставлении с процессами выпуска, обращения и погашения облигаций.

³⁵ Available at: <https://www.environmental-finance.com/content/awards/environmental-finance-bond-awards-2023/winners/sustainability-linked-bond-of-the-year-republic-of-chile.html> (accessed 01.06.2024).

³⁶ Available at: <https://www.environmental-finance.com/content/awards/environmental-finance-sustainable-debt-awards-2024/winners/sustainability-linked-loan-of-the-year-ssas/sub-sovereigns-government-of-uruguay.html> (accessed 01.06.2024).

³⁷ Available at: [https://greenstitch.io/blogs/Fabricating-Bonds-The-Role-of-Emerging-Sustainability-Linked-Bonds-\(SLBs\)-in-Revolutionizing-the-Textiles-Industry](https://greenstitch.io/blogs/Fabricating-Bonds-The-Role-of-Emerging-Sustainability-Linked-Bonds-(SLBs)-in-Revolutionizing-the-Textiles-Industry) (accessed 28.07.2024).

Заключение

Несмотря на известные кризисные явления в энергетическом секторе экономики в последние три года, большинство стран не отказывается от выполнения своих планов по зеленому переходу. Однако пока что не наблюдается единства ни в стратегии зеленого перехода, ни в самом определении зеленых видов деятельности.

С точки зрения методологии наиболее адекватным для планирования перехода представляется не таксономический подход, разделяющий виды деятельности/проекты на «полезные» и «вредные», а межотраслевой, при котором каждая отрасль обеспечивает сбалансированное и комплексное развитие зеленых видов деятельности и тем самым находит для себя адекватное место в будущей зеленой экономике. Определенные (пока что робкие) шаги в сторону межотраслевого подхода проявляются в виде присвоения «незеленым» видам деятельности статуса «адаптационных», «экологически устойчивых», «поддерживающих устойчивое развитие», «переходных» и т.п. Очевидно, это размывает первоначальные представления о возможности быстрого и радикального скачка к зеленой экономике, но одновременно формирует более реалистичные планы зеленого перехода.

Оформление в ЕС стандарта выпуска зеленых облигаций стало значительным событием. Несмотря на то, что Регламент «О европейских зеленых облигациях...» касается только европейского рынка ценных бумаг, он может послужить хорошим методическим руководством для всех заинтересованных стран, включая Россию. При общей схожести подходов «евростандарт» выглядит гораздо более детальным и комплексным документом по сравнению с совокупностью российских нормативных актов. Нет необходимости прямого копирования норм Евросоюза, однако вопросы портфельного учета зеленых инвестиций и расходов, формирования системы отчетности по зеленым облигациям, института их верификации, противодействия гринвошингу представляются актуальными для России, несмотря на существенные различия наших таксономий.

Нуждается в совершенствовании и конструкция отечественных зеленых и адаптационных облигаций. Более строго и детально должен быть определен порядок присвоения зеленой метки, систематической отчетности эмитента по распределению и использованию полученных средств и ответственности верификатора за достоверность этой отчетности. Следует уделить внимание внедрению особых условий выпуска облигаций, побуждающих эмитентов к выполнению взятых на себя специфических обязательств. Например, штрафных экономических санкций при невыполнении поставленных при выпуске облигаций целей (не обязательно только экологических, но и, например, социальных) – достаточно определить в условиях выпуска ключевые показатели эффективности и соответствующие им триггерные события.

Рассмотренные выше новации не доставят радости ни инвесторам, ни эмитентам, ни контролирующим государственным органам, и кажутся лишь бюрократической добавкой в большом деле сохранения окружающей среды.

И вместе с тем взятые в своей совокупности они позволяют обеспечить информационную прозрачность процесса мобилизации и использования денежных средств, направляемых на зеленый переход, повышают качество экологической экспертизы создаваемых и выполняемых проектов и противодействуют искажению или симулированию экологических достижений. Наша страна, в отличие от ЕС, не форсирует переход к зеленым технологиям; объявлена цель обеспечить равенство выбросов и поглощения парниковых газов («чистого нуля») к 2060 г. Возможно, это произойдет и позже. Однако неблизкий путь к «чистому нулю» должен быть действительно максимально чистым.

Литература/References

- Балабин А.А. Зеленые финансы – проблемы классификации // ЭКО. 2022. № 10. С. 8–26. DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2022–10–8–26
- Balabin, A.A. (2022). Green Finance – Problems of Classification. *ECO*. No. 10. Pp. 8–26. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2022–10–8–26
- Балабин А.А. Долговые инструменты для зеленой экономики // ЭКО. 2023. № 10. С. 154–173. DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2023–10–154–173
- Balabin, A.A. (2023). Debt instruments for green economy. *ECO*. No. 10. Pp. 154–173. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2023–10–154–173
- Bruno M., Lagasio V. (2021). An Overview of the European Policies on ESG in the Banking Sector. *Sustainability*. No.13(22). 12641. DOI: 10.3390/su132212641
- Caramichael, J., Rapp, A. (2024). The green corporate bond issuance premium. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 162, May. 107126. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2024.107126
- Caselli, F., A. Lagerborg, A., Medas P. (2024). Green Fiscal Rules? Challenges and Policy Alternatives. *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, Washington, DC. 25 p. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/06/21/Green-Fiscal-Rules-Challenges-and-Policy-Alternatives-550880> (accessed 03.07.2023).
- Kozloski, M., Chau, V., Han, L. at al. (2022). What Gets Measured Gets Financed: Climate Finance Funding Flows and Opportunities. *Boston Consulting Group*, Nov. Available at: <https://www.rockefellerfoundation.org/report/what-gets-measured-gets-financed-climate-finance-funding-flows-and-opportunities> (accessed 03.07.2023).
- Mohamed, B., Dany, D., Mahtani, V. (2020). Facts and Fantasies about the Green Bond Premium, *Research Center Amundi Institute*, Working Paper 102–2020, Dec. 52 p. Available at: <https://research-center.amundi.com/article/facts-and-fantasies-about-green-bond-premium> (accessed 27.04.2023).
- Okafor, A., Adusei, M., Edo, O. (2024). Effects of the utilization of green bonds proceeds on green bond premium. *Journal of Cleaner Production*, Vol. 469, 1 Sept. 143131. DOI: 10.1016/j.jclepro.2024.143131
- Tandon, A. (2021). Transition finance: Investigating the state of play. *OECD Environment Working Papers*, No. 179–3, August. 75 p. DOI:10.1787/19970900. Available at: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/68becf35-en.pdf?expires=1643004934&id=id&accname=guest&checksum=1997F99747A27E4E5E8D406699DBC698> (accessed 10.11.2022).

Для цитирования: Балабин А.А. Облигации для финансирования зеленой экономики – верификация и специфические особенности // ЭКО. 2025. № 4. С. 183–199. DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2025–4–183–199

Информация об авторе

Балабин Алексей Александрович (Новосибирск) – кандидат экономических наук.
Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН.
E-mail: balabin-a-a@mail.ru; ORCID: 0000–0003–1327–7677

Summary

A.A. Balabin

Bonds to Finance the Green Economy – Verification and Distinctive Features

Abstract. Analyzing foreign literature and innovations in EU legislation, this study examines the process of organizing “green financing.” It covers procedures for assigning specific status to green bonds and standardizing their issuance, the principles of operation of the green bond reviewer institution, measures to counter greenwashing, and portfolio accounting for corporate green investments. Despite significant differences in the taxonomies of green projects, these areas of improvement in the legal field are also relevant for Russia. One of the most important innovations contributing to the green transition concerns commitments (incorporated in the terms of bond issuance) to achieve specific environmental performance targets by a certain deadline and penalties for failing to meet these commitments

Keywords: *green bonds; green bond verification; European green bonds; green label; green bond penalty*

For citation: Balabin, A.A. (2025). Bonds to Finance the Green Economy – Verification and Distinctive Features. *ECO*. No. 4. Pp. 183–199. (In Russ.).DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2025–4–183–199

Information about the author

Balabin, Alexei Alexandrovich (Novosibirsk) – Candidate of Economic Sciences.
Institute of Economics and Industrial Engineering, SB RAS.
E-mail: balabin-a-a@mail.ru; ORCID: 0000–0003–1327–7677