

«Зеленые» финансовые продукты — способствуют ли они сохранению окружающей среды?

Карстен ШПРЕНГЕР,
профессор кафедры
финансов, Российская
экономическая школа



Финансовая индустрия открыла для себя окружающую среду. В последние годы, особенно с момента наступления кризиса, вызванного пандемией коронавируса, крупные и мелкие инвесторы начали менять состав своих портфелей. Сегодня они больше инвестируют в «зеленые» ценные бумаги и меньше — в «грешные акции», то есть в акции компаний с антигуманными условиями труда в цепочке поставок или в отрасли, сомнительные с этической и экологической точек зрения, включая табачную промышленность, производство оружия и угольную промышленность. Государственный пенсионный фонд Норвегии — крупнейший инвестиционный фонд в мире — одним из первых применил стратегию исключения, подразумевающую запрет на инвестиции в неэтичные компании, а также в компании, наносящие ущерб окружающей среде.

НЕПРОЗРАЧНЫЕ РЕЙТИНГИ

Из каких источников инвестор, планирующий направить свои инвестиции в соответствии с этическими и экологическими принципами, может получить необходимые сведения? В этом вопросе могут оказаться полезными данные ESG-рейтингов, включающих факторы экологического, социального и корпоративного управления. Проблема таких рейтинговых оценок заключается в том, что различные рейтинговые провайдеры используют непрозрачные и не всегда исчерпывающие методы, предоставляющие компаниям широкий простор для подстраивания под такие рейтинги, то есть для гринвошинга любого рода.

Два года назад группа ученых из Массачусетского технологического института во главе с экономистом Робертом Ригобоном опубликовала статью под названием «Совокупная сумятица — расхождение показателей ESG-рейтингов». Общая сумятица в ESG-оценках проявляется в том, что рейтинги, публикуемые различными компаниями, имеют низкий показатель корреляции 0.61, по сравнению с традиционными кредитными рейтингами крупных рейтинговых агентств, показатель корреляции которых 0.92. Такая разница главным образом связана с тем, что компании используют различные подходы для оценки трех областей или по-разному производят количественную оценку в рамках одних и тех же под-

ходов. В настоящее время в ЕС принимаются меры по регулированию рынка ESG-рейтингов с целью повышения их качества.

РЕАЛЬНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ

Является ли интерес к окружающей среде и этическим инвестициям просто рекламным трюком финансовой индустрии, или это нечто большее? Проведение нескольких исследований показало, что интерес довольно серьезен и что достаточное количество инвесторов, учитывающих ESG-критерии, уже приводит к изменениям доходности.

Проводя оценку данных портфелей почти 350 «зеленых» инвестиционных фондов, Оливье Зербиб

из Тилбургского университета обходит проблему различных определений «зеленых» компаний и ESG-критериев. Он просто определяет акции, имеющие большой вес в этих фондах, как «зеленые», а акции, имеющие малый вес, — как «не зеленые». В результате акции с большим весом показывают среднюю доходность на 1% ниже, а полностью исключенные акции (то есть «грешные акции») имеют среднюю доходность даже на 3% выше.

Это означает, что у «зеленых» компаний более низкий показатель капитальных затрат, а у компаний с самыми высокими экологическими рисками он намного выше. Этот фактор оказывает давление на такие компании, заставляя их менять свои бизнес-модели в сторону развития более устойчивой экономики. Поэтому изменения в отрасли финансовых услуг вполне могут иметь уже реальные последствия.

БУМ НА РЫНКЕ «ЗЕЛЕНых» ОБЛИГАЦИЙ

Одним из рынков, уже выросших до значительных размеров, является рынок «зеленых» облигаций. Кредиторы «зеленых» облигаций должны использовать полученные средства на реализацию «зеленых» проектов в области возобновляемых источников энергии, устойчивого управления водными ресурсами, сокращения выбросов и прочих. В 2019 году по всему миру были выпущены «зеленые» облигации на сумму почти \$267 млрд по сравнению с \$171 млрд в 2018 году. В 2020 году, несмотря на кризис, вызванный пандемией коронавируса, объем облигаций вновь незначительно вырос — до \$270 млрд. Это составляет всего лишь около 3% мирового рынка облигаций, но бурный рост, безусловно, продолжится и в ближайшие годы.

Одна из проблем этого рынка заключается в отсутствии в настоящее время единых стандартов для «зеленых» облигаций. В основном на рынке преобладают два стандарта:

1. Принципы «зеленых» облигаций Международной ассоциации профессиональных участников рынков капитала (*International Capital Market Association*).

2. Стандарт климатических облигаций, разработанный Инициативой по выпуску климатических облигаций (*Climate Bond Initiative*).

В соответствии с последним требуются гораздо более детальные крите-

рии «зеленых» облигаций, характерные для каждой отрасли.

ОБЛИГАЦИИ-БЛИЗНЕЦЫ

В сентябре 2020 года германское федеральное правительство выпустило так называемые облигации-близнецы. Обе облигации имеют одинаковые характеристики (например, срок погашения 10 лет, с нулевым купоном), но одна из них является обычной облигацией федерального займа (*Bundesanleihe*), а другая — «зеленой» облигацией. В конце октября 2020 года доходность «зеленой» облигации была на 2 базисных пункта (0.02%) ниже, чем у обычной. Иными словами, финансирование «зеленых» проектов обойдется федеральному правительству немного дешевле, чем инвестиции в другие проекты.

Теперь вопрос заключается в том, наблюдается ли такая отрицательная премия в целом, а если да, является ли она «зеленой» премией, или такая премия наблюдается, потому что «зеленые» облигации отличаются от обычных по другим параметрам. Например, «зеленые» облигации оказались менее рискованными. В период турбулентности на финансовых рынках в прошлом году цена на них была гораздо более стабильной, чем цена обычных облигаций.

Чтобы ответить на поставленный вопрос, исследователи воспользовались идеей облигаций-близнецов. В своей статье, опубликованной в 2019 году, Оливье Зербиб сравнивает «зеленые» и обычные облигации, выпущенные одним и тем же эмитентом, в одной и той же валюте, с одинаковым кредитным рейтингом, одинаковым сроком погашения и т. д. Он также исключает влияние различной ликвидности парных облигаций на их доходность. В результате почти все факторы риска двух облигаций являются сопоставимыми, а оставшиеся различия в доходности можно объяснить только неденежными интересами инвесторов. Рассмотрев 110 таких пар за период с 2013 по 2017 год, автор может продемонстрировать, что «зеленые» облигации имеют доходность примерно на два базисных пункта ниже, что случайно совпадает с доходностью облигаций-близнецов, выпущенных правительством Германии. Следует признать, что это немного, но это доказывает, что уже существует достаточное количество инвесторов, преследующих неденежные цели помимо своих финансовых интересов.

Значительный дисконт доходности по «зеленым» облигациям выявлен не всеми авторами, изучавшими это яв-

ление. Тем не менее, по-видимому, складывается консенсус в отношении его существования (Макаскилл и соавт., 2021).

НЕОБХОДИМО УЛУЧШАТЬ СЕРТИФИКАЦИЮ

Команда корейских и китайских экономистов провела исследование о влиянии улучшения сертификации (то есть предоставления более точной информации о том, действительно ли доходы от облигаций инвестируются в «зеленые» проекты) на дисконт доходности (Хён и соавт., 2020). Они обнаружили, что доходность «зеленых» облигаций, сертифицированных независимым рецензентом и Инициативой по выпуску климатических облигаций, падает на 6 и 15 базисных пунктов соответственно. Поэтому важно, чтобы инвесторы, включающие экологические цели в свои инвестиционные решения, получали достоверную информацию об использовании средств, полученных от «зеленых» облигаций. В этой области, как и в случае с ESG-критериями, регулирующие органы могут многое сделать для обеспечения большей ясности, необходимой «зеленым» инвесторам. 

Литература:

- Berg, Florian, Julian F. Koelbel, and Roberto Rigobon (2020), *Aggregate Confusion — The Divergence of ESG Ratings* [Совокупная сумятица — расхождение показателей ESG-рейтингов], MIT Sloan School Working Paper 5822-19, <https://ssrn.com/abstract=3438533>
- Hyun, Suk, Donghyun Park, and Shu Tian (2020), *The price of going green: the role of greenness in green bond markets* [Цена перехода на зеленые технологии: роль экологического подхода на рынках «зеленых» облигаций], *Accounting & Finance* 60, 73–95.
- MacAskill, Stefan, Eduardo Roca, Benjamin Liu, Rodney A. Stewart, and Oz Sahin (2021), *Is there a green premium in the green bond market? Systematic literature review revealing premium determinants* [Существует ли «зеленая» премия на рынке «зеленых» облигаций? Систематический обзор литературы, раскрывающий определяющие факторы маржи], *Journal of Cleaner Production* 280, 124491.
- Zerbib, Olivier D. (2019), *The effect of pro-environmental preferences on bond prices: evidence from green bonds* [Влияние проэкологических предпочтений на цену облигаций: на примере «зеленых» облигаций], *Journal of Banking and Finance* 98, 39–60.
- Zerbib, Olivier D. (2020), *A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Green Investing and Sin Stock Exclusion* [Модель ценообразования устойчивых капитальных активов (S-CAPM): на примере инвестирования в «зеленые» проекты и исключения «грешных акций»], Working Paper, <https://ssrn.com/abstract=3455090>