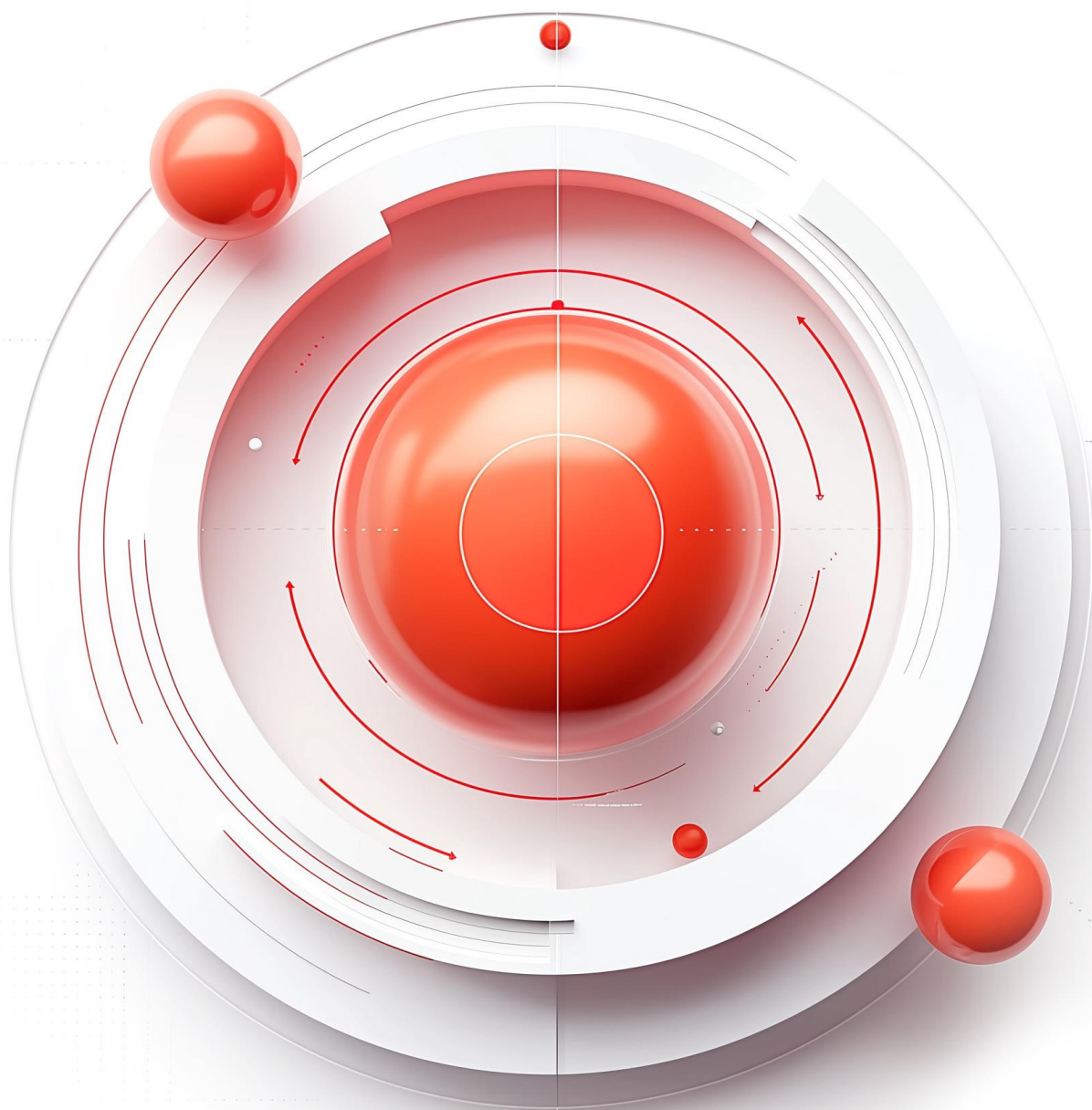




Научный подход

Облигации устойчивого развития: в поисках инвестиционной идеи

О чем этот выпуск

Сегодня как на российском рынке, так и в мире наблюдается неоднозначное отношение к повестке устойчивого развития. Многие считают, что инвестиции в устойчивое развитие несут исключительно дополнительные издержки для компаний. Однако внедрение принципов и стандартов ESG, которые учитывают экологические (environmental), социальные (social) и управленческие (governance) аспекты в деятельности компаний, может предоставлять эмитентам ряд конкурентных преимуществ и экономических выгод, например, позволяя снизить риски или привлечь новые группы инвесторов. Мы предлагаем рассмотреть, каким образом ESG-деятельность компании влияет на стоимость заемного финансирования для нее и какой результат приносят инвестиции в корпоративные облигации устойчивого развития.



Ирина Кривошеева

генеральный директор УК «Альфа-Капитал»

Эмпирические исследования делают более зримыми эффекты от выпуска ESG-облигаций и помогают преодолевать проявления необоснованного нигилизма к повестке устойчивого развития. Анализ показывает, что эти бумаги являются действенным инструментом снижения стоимости фондирования, а их дальнейшие перспективы во многом зависят от того, насколько существенными для эмитентов будут результаты реализации ESG-стратегий и станут ли компании делиться этими выгодами с инвесторами.



Александр Абрамов

заведующий лабораторией ИПЭИ РАНХиГС

В исследовании мы стремились показать, что следование стандартам ESG приносит выгоды эмитентам облигаций в виде снижения премии за риск, однако с точки зрения инвесторов выгоды пока неочевидны. Получение дополнительной доходности при инвестировании предполагает более тщательный отбор эмитентов с ESG-рейтингом, инструментов с конкретными целями устойчивого развития и влиянием на показатели деятельности компаний.

Содержание:

- Повестка устойчивого развития на российском финансовом рынке
- Влияние ESG-ренкингов на кредитные спреды корпоративных облигаций
- Что важнее: экологическая, социальная деятельность или корпоративное управление
- Портфельный подход к инвестициям в облигации ответственных компаний
- Есть ли ESG-дисконт у облигаций устойчивого развития
- Выводы для инвестора

Повестка устойчивого развития на российском рынке

В России ESG-повестка находится на заре своего развития и поддерживается прежде всего органами государственной власти. Расширение финансирования устойчивого развития входит в «Основные направления развития финансового рынка на 2025 год и на период 2026 и 2027 гг.», разработанные Центральным банком. Предполагается, что эмитенты, привлекающие финансирование на проекты устойчивого развития с помощью кредитов и облигаций, смогут пользоваться налоговыми льготами и иными мерами государственной финансовой поддержки (на основании постановления Правительства Российской Федерации от 21 сентября 2021 г. № 1587). Планируется также поощрение инвесторов, приобретающих такие облигации, с помощью налоговых льгот и использование мер стимулирующего регулирования банков, финансирующих ESG-проекты.

Влияние ESG-ренкингов на кредитные спреды корпоративных облигаций

На первом этапе мы рассмотрели, как наличие ESG-рейтинга у компании влияет на кредитные спреды (разница в доходности с государственными облигациями с соответствующей дюрацией) ее облигаций по сравнению с эмитентами без такого рейтинга.

Для этого использовался рейтинг от рейтинговой группы RAEX, где ежемесячно оцениваются компоненты устойчивого развития (в разное время количество оцениваемых компаний составляло от 68 до 160). Это один из наиболее распространенных инструментов оценки социальной, экологической и управленческой деятельности компаний в России. RAEX требует от компаний предоставления информации об их практиках и показателях в области ESG и учитывает в рейтинге широкий спектр факторов, которые могут влиять на их устойчивость и производительность: энергоэффективность, отношения с заинтересованными сторонами, управление рисками и др.

В выборку облигаций вошли 2 646 выпусков облигаций 404 компаний за период со второго полугодия 2019 года по конец 2023 года. Короткие, бессрочные, структурные облигации, выпуски для квалифицированных инвесторов и неликвидные бумаги были исключены из выборки для более корректного учета рыночных тенденций. Мы также разделили все облигации в выборке на реальный и финансовый секторы: 1 191 выпуск 328 производственных компаний и 1 455 выпусков 76 финансовых компаний (банки, страховые компании, институты развития и пр.).

Регрессионный анализ связи между ESG-ренкингом эмитента и его кредитным спредом показал следующие закономерности:

- **для производственных компаний характерна корреляция между наличием ESG-ренкинга и размером активов.** Возможно, крупные компании чаще получают ESG-ренкинги для формирования конкурентных преимуществ в глазах инвесторов. Плюс им легче нести расходы, связанные с процедурой включения в ренкинг;
- **высокая корреляция между наличием ESG-ренкинга и объемом эмиссии** — компании с высокими объемами облигаций более заинтересованы в получении ренкинга для выстраивания доверительных отношений с инвесторами;
- **в случае с финансовыми организациями корреляция между наличием ESG-ренкинга и размером компаний слабее.** Возможно, причина в том, что отсутствие ренкинга устойчивого развития может негативно влиять на имидж банка, поэтому более мелкие организации также вынуждены соответствовать общим тенденциям;
- **сам факт наличия ESG-ренкинга у эмитента (как из реального, так и из финансового сектора) позволяет ему значительно снизить кредитные спреды** при размещении и обращении облигаций, то есть снизить стоимость облигационных заимствований (с учетом корректировок на возраст, размер и рентабельность капитала компаний, а также ликвидность и срок погашения облигаций). Это может быть связано с повышением общей прозрачности. Компании с более высокими показателями раскрытия информации, как правило, отличаются более низкими кредитными спредами. В свою очередь, качественный ESG-ренкинг дополняет информацию, представленную в финансовой отчетности, и помогает получить более полное представление о ситуации в компании. Кроме того, получение рейтингов устойчивого развития позволяет создать положительную репутацию компании, которая даже при неблагоприятной рыночной конъюнктуре и временных проблемах фирмы может смягчать потери благодаря сформированному доверию инвесторов.

Что важнее: экологическая, социальная деятельность или корпоративное управление

На втором этапе мы пытались понять, как каждая из трех составляющих рейтинга (экологическая, социальная и управленческая деятельность компании) влияла на кредитные спреды. Для этого выборка была сужена только до облигаций эмитентов с ESG-рейтингами: всего получилось 449 выпусков 67 производственных компаний и 1 002 выпуска 17 финансовых организаций. Как показал наш анализ, ESG-компоненты по-разному влияют на требуемую доходность по облигациям в рассмотренных секторах экономики.

- **Более высокие оценки по управленческой компоненте благотворно влияют на стоимость долгового финансирования**, снижая требуемую доходность по облигациям эмитентов, независимо от их отрасли.
- **Успешные экологические и социальные практики позволяют снизить спред доходности облигаций компаний производственного сектора**, но повышают его для финансовой отрасли, то есть для них финансирование становится дороже. Возможное объяснение состоит в том, что экологическая и социальная ответственность связаны по большей части с дополнительными издержками. Они ценны для производственных компаний с реальным высоким уровнем выбросов, но могут восприниматься инвесторами как излишние для финансового сектора.

Портфельный подход к инвестициям в облигации ответственных компаний

Важно понять, как облигации ответственных эмитентов могут использоваться в портфельном инвестировании и какие потенциальные риски и доходности они могли бы генерировать при пассивном подходе к формированию портфеля.

Для этого мы смоделировали индекс облигаций эмитентов с ESG-рейтингом на основе методологии формирования индексов облигаций полной доходности и доходности к погашению Московской Биржи и Cbonds. Из выборки были исключены все облигации с низкой ликвидностью (менее 20 дней со сделками за квартал), краткосрочные и бессрочные облигации, нерыночные выпуски и выпуски для квалифицированных инвесторов. Пересмотр веса и состава ценных бумаг в портфеле проводился ежеквартально, при этом, чтобы избежать искажений по сроку и неликвидности, исключались облигации, у которых на начало квартала оставалось менее 90 дней до даты погашения или оферты, а также облигации с оборотом менее 10 млн руб. в прошлом квартале. Где это возможно, устанавливался лимит на концентрацию облигаций одного эмитента — не более 5%.

В построенных портфелях ожидаемо мало инструментов в начале периода. Так как рейтинги ESG лишь недавно начали появляться в России, подобный ретроспективный анализ скорее отражает изменения в стоимости портфеля облигаций таких эмитентов, наступившие уже после популяризации «зеленой повестки». На рисунке 1 видно, что с 2020 года даже по сравнению с относительно концентрированным бенчмарком (индекс IFX состоит из 30 наиболее ликвидных корпоративных облигаций) портфель ESG-эмитентов начал значительно отставать. Это говорит о меньшей привлекательности эмитентов, несущих большие издержки, связанные с ESG.

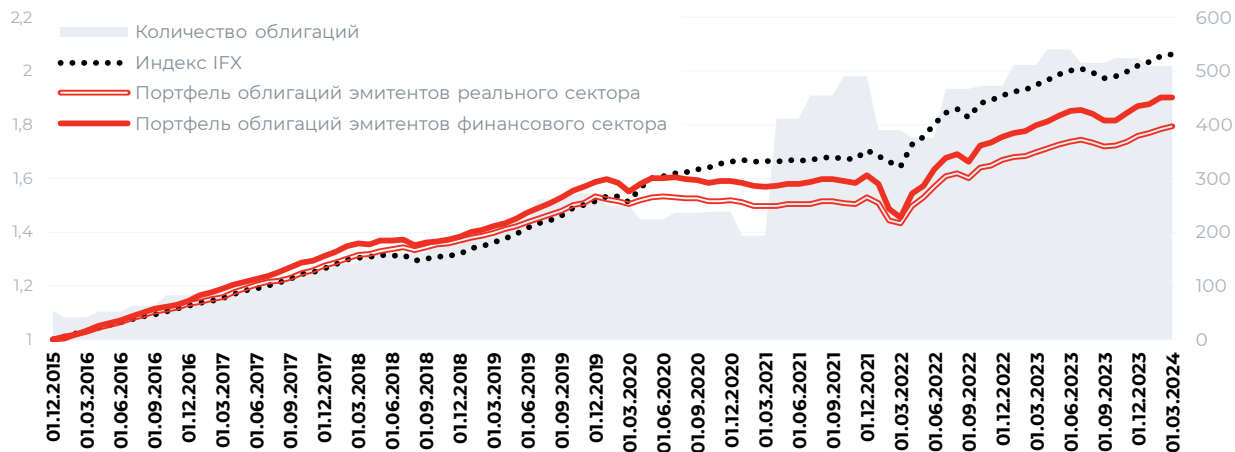
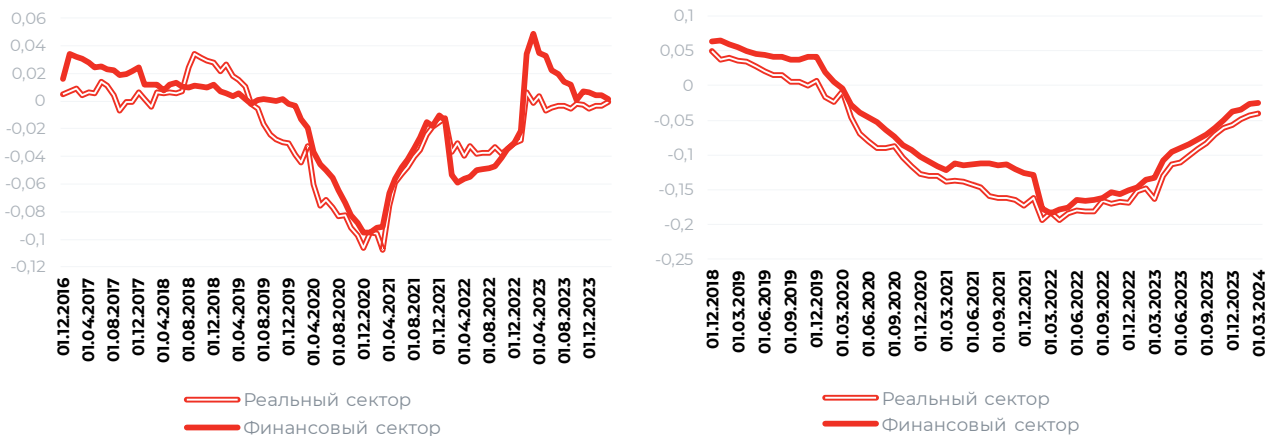


Рисунок 1. Накопленная доходность портфелей из облигаций эмитентов с ESG-рейтингом, конец 2015 г. = 1, 2016 — март 2024 года



а) за прошлый год

б) за прошлые 3 года

Рисунок 2. Разница в накопленной доходности между портфелем из облигаций эмитентов с ESG-рейтингом и индексом IFX-Cbonds

Таким образом, массово отбирать ценные бумаги в портфель лишь по признаку наличия у эмитента ESG-рейтинга не имеет смысла. Но остается вопрос, можно ли в рамках коллективных инвестиций и активного отбора ценных бумаг составить более эффективные портфели с такими облигациями.

Есть ли ESG-дисконт у облигаций устойчивого развития

Мы предположили, что более показательным может быть анализ облигаций не по наличию ESG-рейтинга у их эмитента, а по цели выпуска конкретных бумаг. Для этого мы сравнивали обычные облигации и облигации ответственного финансирования (ESG) одного и того же эмитента

Что такое ESG-облигации

Объем ESG-облигаций на российском рынке на 1 апреля 2024 года составил около 1,96% общего объема в обращении. В отличие от ESG-деятельности компании как таковой, подобные облигации направлены на конкретный проект и предполагают целевой характер использования средств. Поэтому их выпуск подразумевает дополнительный контроль как со стороны руководства компании, так и со стороны инвесторов.

Существует несколько подкатегорий таких облигаций:

1. «зеленые облигации» (green bonds) — целевые облигации, направленные на проекты, связанные с улучшением экологии или минимизацией негативного влияния на природу (борьба с изменением климата, контроль выбросов, сохранение флоры и фауны и пр.);
2. переходные облигации (transition bonds) — облигации, цель выпуска которых — переход к более экологичной деятельности;
3. социальные облигации (social bonds) — бумаги, используемые для финансирования компаний, вносящих вклад в устойчивое развитие с точки зрения социальных факторов;
4. облигации устойчивого развития в узком смысле (sustainability bonds) — целевые облигации, направленные на проекты, связанные с комбинацией экологических и социальных целей в соответствии с принципами Международной ассоциации рынка капитала (ICMA);
5. облигации, связанные с устойчивым развитием, (sustainability-linked bonds) — облигации, размещаемые для финансирования неограниченного перечня мероприятий, направленных на достижение эмитентом заранее определенных показателей эффективности. Могут касаться экологических и (или) социальных инициатив и (или) относиться к качеству корпоративного управления.

Аналоги для ESG-облигаций выбирались с учетом объема и валюты эмиссии, срока до погашения, а также с условием, чтобы дата их выпуска не превышала пять лет до или после размещения ESG-облигации. В результате арифметическая разница в ценах между парами облигации объясняется только разницей в ликвидности, вызванной целевым характером облигации в сфере устойчивого развития. Всего было подобрано 20 пар облигаций, среди которых 11 пар соответствовали всем принятым критериям отбора аналогов и 9 пар — частично.

Напомним, что в терминах использования цен на облигации более высокая цена на ESG-облигации относительно аналога означает, что она торгуется с пониженной доходностью к погашению, то есть наблюдается ESG-дисконт. Он вычисляется как разница между средней ценой на ESG-облигацию и ее аналогом и считается значительным, если превышает 1 базисный пункт.

Облигация	Цель
«Зеленые облигации»	
Атомэнергопром, 001P-01	Рефинансирование инвестиций по проекту сооружения ветроэнергетических станций мощностью 660 МВт
КамАЗ, БО-П09	Производство экологически чистых видов транспорта (электрический привод, электробусы)
Коммерческая недвижимость ФПК Гарант-Инвест, 001P-06	Модернизация объектов коммерческой недвижимости в части повышения их энергоэффективности
Коммерческая недвижимость ФПК Гарант-Инвест, 002P-02	Финансирование строительства многофункционального комплекса West Mall с учетом снижения потребления ресурсов будущим зданием
Легенда, 002P-01	Рефинансирование инвестиций по проектам строительства жилых многоквартирных домов с классом энергоэффективности не ниже «А» («очень высокий»)
РЖД, 001B-03	Рефинансирование инвестиций на приобретение грузовых электровозов за период с 2017 по 2019 г.
Синара — Транспортные Машины, 001P-02	Производство экологически чистого транспорта: электровозов и электропоездов нового поколения, городского электрического транспорта
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-33	Рефинансирование проектов в области охраны окружающей среды: обновление подвижного состава московского метро; обновление парка пассажирских электропоездов; модернизация трамвайной сети Таганрога; модернизация системы водоснабжения Южно-Сахалинска
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-39	Рефинансирование проектов в области охраны окружающей среды: строительство алюминиевого завода; строительство АЭС
Газпромбанк, 005P-01P	Рефинансирование инвестиций по проектам строительства домов с классом энергоэффективности от «А» до «А++»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-26	Ипотечное покрытие закладных по ипотекам, выданных в домах с классом энергоэффективности от «А» до «А++»
КБ Центр-инвест, БО-001P-06	Финансирование энергоэффективных проектов (83% из них — сфера сельского хозяйства)
КБ Центр-инвест, БО-001P-07	Рефинансирование энергоэффективных проектов в агробизнесе в части с/х-техники
Сбербанк России, 002P-01	Строительство 8 солнечных электростанций
Социальные облигации	
МТС, 001P-18	Обеспечение социально значимых объектов услугами связи (подключение к интернету) в 8 субъектах РФ
Ростелеком, 001P-06R	Обеспечение социально значимых объектов интернет-подключением и финансирование проекта «Устранение цифрового неравенства»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-13	Ипотечное покрытие закладных, выданных по «Семейной ипотеке»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-19	
Облигации устойчивого развития	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-37	Ипотечное покрытие закладных, выданных по «зеленым проектам»
РОСБАНК, БО-003P-01	Рефинансирование инвестиций по проектам, направленным на защиту окружающей среды и развитие общественной жизни

Таблица 1. Выборка ESG-облигаций

В классе «зеленых облигаций» устойчивый Е-дисконт наблюдается только у 5 облигаций из 14, причем из них только 1 выпущена компанией из реального сектора экономики (остальные — финансовыми). Интересно, что все рассмотренные «зеленые облигации» размещались с дисконтом по доходности к аналогам (то есть по более высокой цене), однако по мере обращения на вторичном рынке дисконт для большинства нивелируется (рисунок 3).



Рисунок 3. Е-дисконт по «зеленым облигациям» всех российских эмитентов

Более высокую цену при размещении можно обосновать затратами на сертификацию выпуска, которые ложатся на инвестора, стремящегося вкладывать средства в устойчивую деятельность компаний. Второй причиной можно назвать «элитарность» «зеленых инструментов» на российском рынке — ряд инвесторов целенаправленно участвуют в первичном размещении облигаций из-за интереса к новому инструменту. Но большая часть отечественных инвесторов, покупающих уже на вторичном рынке, не видят разницы между «зелеными облигациями» и их аналогами и не готовы жертвовать своей доходностью. Отсутствие устойчивого ESG-дисконта у «зеленых облигаций» может объясняться недостаточной информацией о целевом характере использования привлеченных денег в открытых источниках. И даже если эти цели представлены инвесторам, следует учитывать лояльность и уровень доверия к деятельности эмитента. Например, для облигаций производственных компаний на вторичном рынке значимый «зеленый дисконт» отсутствует.

Финансовый сектор пользуется большим доверием среди инвесторов — четыре выпуска из выборки отличаются значительными дисконтами. Среди них — два выпуска банка «Центр-инвест», крупнейшего регионального банка южной части страны. Цель выпуска облигаций соответствует общей деятельности этого банка, который кредитует сельскохозяйственные предприятия различного масштаба, что, вероятно, и позволяет добиться доверия инвесторов и получить более дешевый заем. Аналогичного результата удалось добиться эмитенту «ДОМ.РФ. Ипотечный агент», который выпустил облигации, обеспеченные закладными по выданным в домах с высоким классом энергоэффективности ипотекам. Можно сделать вывод, что **российский инвестор ценит экологичную деятельность тех эмитентов, чьи цели коррелируют с общей деятельностью компании.**

Социальные облигации на российском рынке представлены слабо (четыре выпуска на период подготовки исследования), что не позволяет сделать однозначного вывода о наличии ESG-дисконта по социальной компоненте (был обнаружен в двух случаях из четырех). Но анализ облигаций в этом сегменте показал чувствительность инвесторов к обозначенным целям выпуска и их огласке. Так, сразу два социальных выпуска размещены компаниями из отрасли телекоммуникационных услуг с похожими целями (обеспечение субъектов РФ качественным интернет-соединением). При этом по облигации МТС можно отметить отрицательный дисконт (более низкую цену относительно облигации-аналога и более дорогое заемное финансирование), а по облигации «Ростелекома» — положительный дисконт по доходности (более высокая цена). Одна из задач выпуска «Ростелекома» — реализация программы по устранению цифрового разрыва, что явным образом не указано в целях выпуска облигаций МТС. **Это говорит о важности огласки и позиционирования целей при выпуске целевых облигаций.**

Облигации устойчивого развития, соответствующие стандартам целей ICMA, представлены выпусками исключительно финансовых организаций («ДОМ.РФ Ипотечный агент» и Росбанк). Это наиболее молодой среди российских ESG-инструментов, требующий наблюдения на более широком временном горизонте. Но можно заметить **устойчивый дисконт по требуемой доходности у таких облигаций на первых неделях размещения** (рисунок 4).

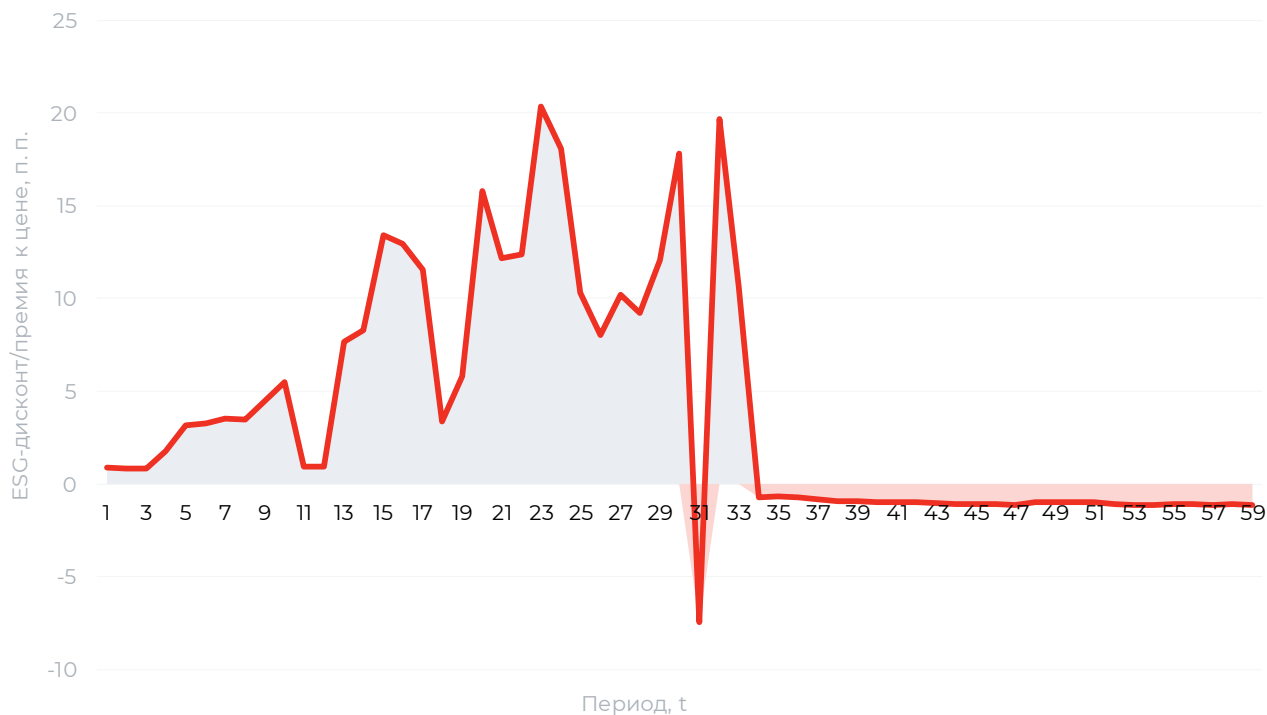


Рисунок 4. Премия по облигациям устойчивого развития российских эмитентов (без привязки к конкретной компоненте устойчивого развития)

Если же агрегировать все рассчитанные дисконты, взвесив их по объему эмиссии (рисунок 5), можно увидеть, **что в первые недели после размещения ESG-облигации торгуются по более высокой цене** (с более низкой требуемой доходностью к погашению) по сравнению с аналогами, обеспечивая более доступное заемное финансирование для эмитента. В среднем ESG-дисконт составляет 47 базисных пунктов в терминах цены на облигацию. Но он носит временный характер.



Рисунок 5. Совокупная ESG-премия по облигациям российских эмитентов, взвешенная по объему эмиссии

Выводы для инвестора

1. ESG-ренкинг — это в большей мере инструмент для эмитентов, позволяющий им рассчитывать на привлечение более дешевых заимствований за счет заинтересованных крупных инвесторов. Однако влияние ренкингов на снижение кредитного спреда облигаций не означает, что с учетом всех факторов эти облигации всегда характеризуются более низкими спредами доходности и, соответственно, более высокими ценами, принося дополнительную доходность их инвесторам.
2. С точки зрения инвесторов могут быть интересны непосредственно корпоративные облигации со статусом инструмента устойчивого развития: «зеленые», социальные, транзитные и другие целевые облигации. Однако их ограниченное присутствие на рынке и короткая история существования пока не позволяют проводить детальных эконометрических тестов.
3. Наличие и величина дисконта по ESG-облигации зависят от ее жизненного цикла. Для большинства выпусков «зеленых» и социальных облигаций средняя цена на этапе размещения была выше цены на облигации-аналоги, что предполагает более низкую доходность к погашению (дисконт) и привлечение более дешевого заемного финансирования их эмитентами. Но далее на этапе вторичного обращения цены на большинство выпусков таких облигаций опускались ниже цен на их аналоги.
4. Российские инвесторы обращают внимание, под какие цели размещаются целевые ESG-выпуски и как именно эти цели сформулированы. Но, к сожалению, нередко такая информация довольно скудно представлена в открытых источниках.
5. Для инвесторов облигации устойчивого развития могут выступать в роли альтернативы благотворительным экологическим программам с фактически нулевой доходностью, отличаясь от них целевым характером вложений в деятельность наиболее устойчивых российских компаний.



Обязательная информация

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 г. выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 г., без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее — Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны, или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны: +7 495 783-4-783, 8 800 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Internet по адресу: www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.

