

24 августа 2020

Анна Михайлова
младший аналитик, группа
корпоративных рейтингов
+7 (495) 139-0480, доб. 175
anna.mikhaylova@acra-ratings.ru

Полина Загородних, к. г. н.
аналитик, группа оценки рисков
устойчивого развития
+7 (495) 139-0480, доб. 157
polina.bragina@acra-ratings.ru

Василиса Баранова
старший аналитик, группа
суверенных рейтингов и
макрэкономического анализа
+7 (495) 139-0480, доб. 136
vasilisa.baranova@acra-ratings.ru

Максим Худалов
старший директор, руководитель
группы оценки рисков устойчивого
развития
+7 (495) 139-0496
maxim.khudalov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Алексей Чурилов
Менеджер по внешним
коммуникациям
+7 (495) 139-0480, доб. 169
media@acra-ratings.ru

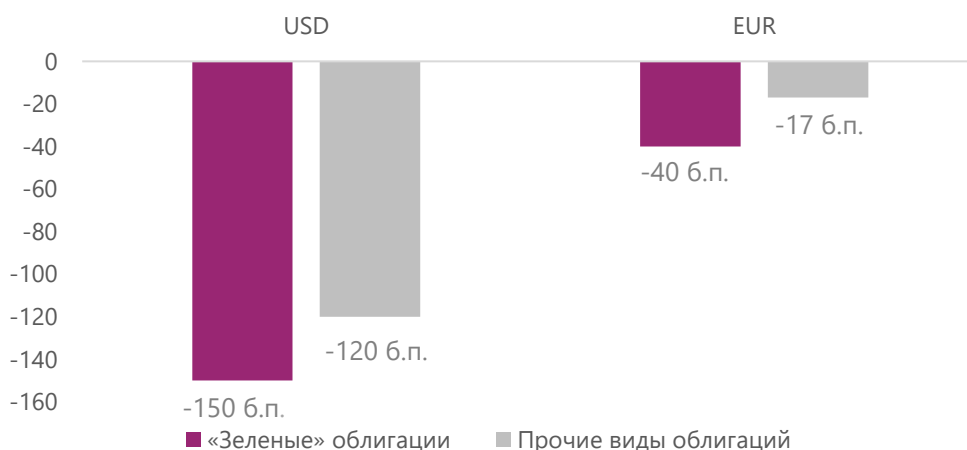
Почему облигации такие дешевые? Потому что они «зеленые»

Эмитентам становится выгоднее привлекать финансирование через «зеленые» облигации

Рынок «зеленых» облигаций развивается стремительными темпами. Совокупный объем мирового рынка увеличился с 3,1 млрд долл. США в 2012 году до 829 млрд долл. США к апрелю 2020 года.¹ На рынок выходит все большее количество эмитентов с разной отраслевой и географической принадлежностью (на сегодняшний день их число превышает 700). В новостях постоянно появляется информация о том, что новые компании и страны выходят на этот рынок. Так, о первой эмиссии уже объявили Грузия, Казахстан и Украина. Интерес инвесторов к данному виду облигаций также возрастает в связи с включением экологических рисков в перечень критериев оценки инвестиций. Несмотря на бурное развитие рынка «зеленых» облигаций, отличия ключевых характеристик этих финансовых инструментов от обычных облигаций изучены довольно слабо.

Инвесторы готовы платить больше за «зеленые» облигации. Большая часть исследований подтверждает наличие «скидки» к доходности² по «зеленым» облигациям по сравнению с иными сопоставимыми по своим характеристикам облигациями. Анализируя выборки, принадлежащие к разным временным периодам и характеризующиеся разной географической принадлежностью выпусков, исследователи пришли к выводу о существовании статистически значимой «скидки» к доходности по «зеленым» облигациям. В целом по рынку повышенный спрос на «зеленые облигации» сказывается на росте цен на данный вид активов, что находит выражение в более низких уровнях доходности (см. рис. 2).

Рисунок 1. Среднее снижение доходности до погашения после размещения облигаций за последние два года

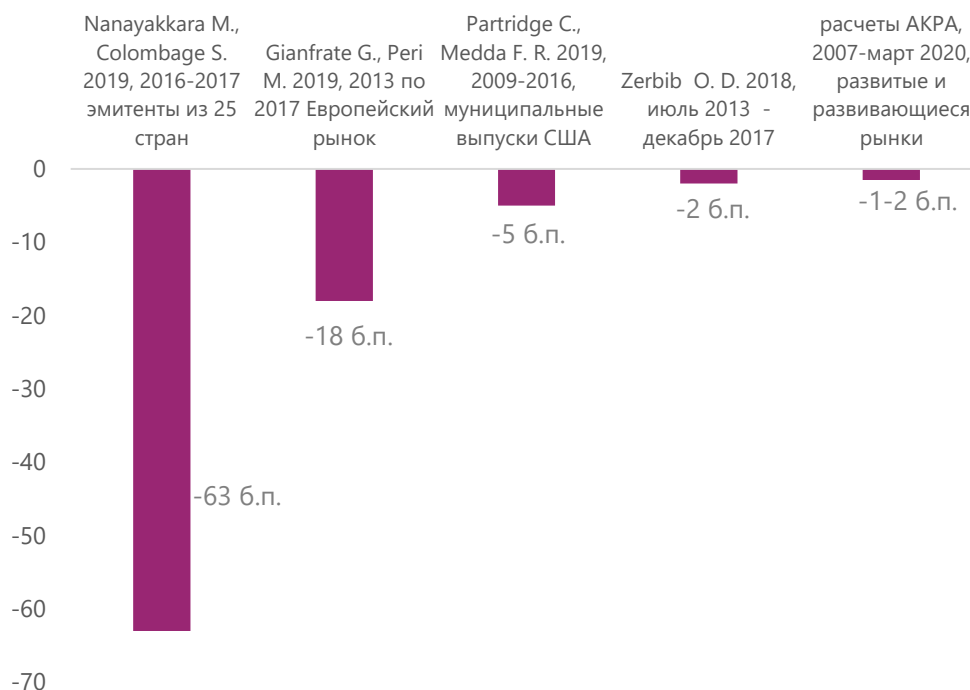


Источник: данные ВЭБ.РФ

¹ По данным Climate Bond Initiative (<https://www.climatebonds.net/2020/05/markets-monthly-4-07052020-april-gb-issuance-bounces-back-green-stimulus-calls-grow-china>).

² Другими словами, на рынке присутствует отрицательная премия к уровню доходности «зеленых» облигаций.

Рисунок 2. «Скидка» к доходности по «зеленым» облигациям по сравнению с классическими



Источник: составлено АКРА

АКРА провело собственную оценку, используя выборку из 3 477 выпусков за период с января 2007 по март 2020 года, включающую данные по классическим и «зеленым» облигациям. Согласно результатам построенной модели, установлено наличие небольшой, но статистически значимой «скидки» к доходности по «зеленым» облигациям в размере 1–2 б.п.³ по сравнению с уровнем доходности сопоставимых классических облигаций. Более низкие значения «скидки», по оценкам АКРА, обусловлены разными временными периодами анализа (в модели АКРА использовались обновленные данные за последние годы, а по мере роста рынка «зеленых» облигаций и постепенного его перехода из стадии активного роста в стадию зрелости «скидка» к доходности имеет тенденцию к снижению). Кроме того, возможное влияние на результаты анализа оказало включение в выборку данных по развивающимся рынкам, где спрос на зеленые инструменты со стороны инвесторов не так ярко выражен, а степень информационной прозрачности эмитентов и достоверности качества предоставляемой ими информации может быть ниже, чем у выпусков эмитентов из развитых стран.

Стоит отметить, что облигации, соответствующие ряду критериев, основывающихся на [принципах «зеленых» облигаций](#), приобретают статус «зеленых» после прохождения верификации. АКРА разработало собственную [методологию для оценки «зеленых» облигаций](#).

³ При построении модели использовалось логарифмирование зависимой переменной в целях достижения более высокого качества эконометрической модели. В целях большей доступности для понимания использовалась интерпретация с избавлением от логарифма, однако это позволяет получить лишь приблизительную оценку, поскольку в данном случае прямая интерпретация не совсем корректна.

Тот факт, что инвесторы готовы довольствоваться меньшей доходностью по «зеленым» облигациям, может свидетельствовать о растущем интересе с их стороны к данному виду актива, осознании серьезности рисков ухудшения экологической ситуации в мире, недостаточной представленности проектов, связанных с улучшением экологической обстановки, и недостаточным объемом инфраструктурных инвестиций, необходимых для перехода к низкоуглеродной экономике, а также о превышении спроса над предложением в данном сегменте (что часто выражается в переподписке при размещении «зеленых» выпусков, в том числе российских эмитентов⁴) ввиду либо внутренних характеристик «зеленых» облигаций, либо их недостаточной представленности на рынке на данный момент. Более низкий уровень доходности может свидетельствовать о том, что данные облигации привлекательны для инвесторов даже при более низком уровне получаемого ими денежного потока.

«Зеленые» облигации не проигрывают в ликвидности

Для получения более объективных выводов о преимуществе выпусков «зеленых» облигаций Агентством был также проведен анализ степени их ликвидности. Этот вопрос особенно актуален, поскольку считается, что наибольший интерес к «зеленым» облигациям проявляют инвестиционные фонды и другие институциональные инвесторы, которые приобретают «зеленые» бумаги на этапе их выпуска и держат их до погашения, что негативно отражается на объеме торгов этими бумагами, их ликвидности и цене на вторичном рынке. Однако анализ показал, что «зеленые» облигации обладают большей степенью ликвидности по сравнению с классическими облигациями. Разница между ценами ask и bid⁵ у «зеленых» облигаций на 47,9% меньше, чем у прочих сопоставимых по своим характеристикам облигаций, что говорит о том, что данные облигационные выпуски активнее торгуются и обладают более высокой ликвидностью. Несомненно, это является положительным фактором для потенциальных инвесторов.

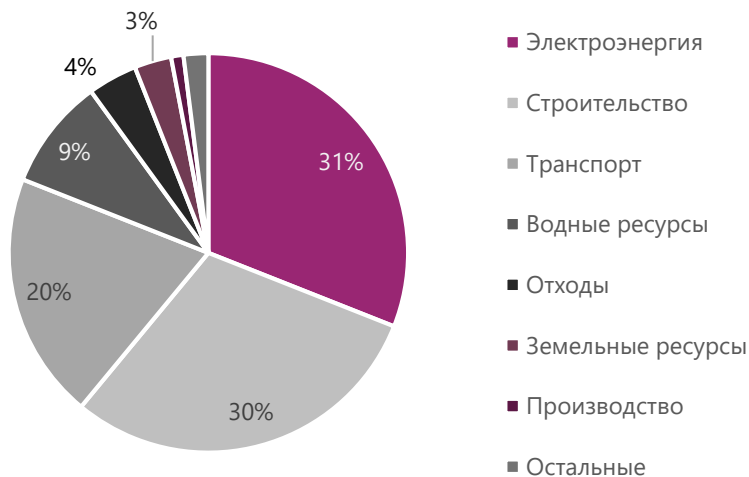
По мере созревания рынка эффект «скидки» к доходности по «зеленым» облигациям может сойти на нет. В настоящее время на рынке наблюдается дефицит предложения и повышенный спрос на «зеленые» облигации. Однако расширение этого сегмента рынка неизбежно приведет к установлению баланса спроса и предложения, что может нивелировать эффект экономии, выражающийся в более низких уровнях доходности «зеленых» облигаций. По мнению АКРА, рост предложения «зеленых» облигаций в ближайшие годы будет наблюдаться в первую очередь в тех секторах, где ощущается недостаток «зеленых» инвестиций (в настоящий момент к ним относятся промышленное производство и финансовые институты). В промышленном секторе стимулом роста станет ужесточение нормативных требований к предприятиям, а также новый курс развития, ориентированный на экологически устойчивую экономику в развитых и развивающихся странах. В финансовой сфере рост будет обусловлен

⁴ Так, переподписка была зафиксирована при выпусках «зеленых» облигаций ОАО «РЖД» и ПАО КБ «Центр-инвест».

⁵ Спред bid–ask представляет собой разницу между самой высокой ценой, которую покупатель готов заплатить за данный актив и самой низкой ценой, на которую продавец готов согласиться при продаже данного актива. Спред bid–ask часто используется для оценки степени ликвидности актива на рынке (чем меньше спред, тем большей ликвидностью обладает актив).

значительным увеличением объема кредитного финансирования проектов в области экологии и устойчивого развития, актуальность которых неуклонно возрастает.

Рисунок 3. Отраслевое распределение выпусков «зеленых» облигаций в 2019 году



Источник: СВИ

В России число эмитентов «зеленых» облигаций пока невелико, а соответствующий сегмент рынка развивается довольно низкими темпами. Однако АКРА считает, что «зеленые» облигации в России имеют большой потенциал, и в ближайшие годы их выпуск будет выгоден эмитентам.

По мнению АКРА, наиболее важными факторами, которые будут способствовать ускорению развития рынка «зеленых» облигаций в России можно назвать: наличие поддержки (специальных льгот, субсидий и других стимулов, например, налоговых) со стороны государства; снижение стоимости внедрения экологически чистых технологий, что сделает их использование более экономически оправданным; влияние динамики цен на ключевые энергоносители и цен на квоты на выброс углекислого газа. Ключевую роль в развитии сектора «зеленых» финансовых инструментов в России будет играть ВЭБ.РФ в качестве фабрики «зеленых» проектов, направленных на модернизацию отечественной экономики.

Техническое замечание

В рамках построения модели для оценки наличия разницы в доходности использовались следующие зависимые переменные: ставка купона по облигационным выпускам, год выпуска облигаций, объем в обращении, минимальная сумма, на которую принимают торги по данному выпуску в расчете на одно лицо, дюрация Маколея⁶, уровень кредитного рейтинга, индекс потребительских цен США. В качестве прокси переменной спреда доходности использовался спред OAS (option adjusted spread)⁷, степень ликвидности по облигационным выпускам оценивалась с помощью спреда bid-ask. Для оценки влияния фактора «зеленых» облигаций использовалась бинарная переменная GB, принимающая значение 1, если анализируемый выпуск является «зеленым», и 0, если он является классическим.

При построении модели для оценки наличия разницы в ликвидности между «зелеными» и сопоставимыми классическими облигациями использовались следующие зависимые переменные: спред OAS (option adjusted spread), ставка купона по облигационным выпускам, год выпуска облигаций, дюрация Маколея, объем в обращении, уровень кредитного рейтинга, рынок выпуска облигаций (внутренний или международный) и частота выплаты купонов. Для оценки влияния фактора «зеленых» облигаций использовалась бинарная переменная GB, принимающая значение 1, если анализируемый выпуск является «зеленым», и 0, если он является классическим.

При построении моделей и выборе влияющих факторов принимались в учет модели других исследователей, анализирующих разницу в доходности «зеленых» облигаций по сравнению с классическими (Zerbib O. D., 2018; Preclaw R., Bakslı, 2015; Karpf A., Mandel A., 2017; Nanayakkara M., Colombage S., 2019; Gianfrate G., Peri M., 2019), а также статьи, посвященные изучению общих детерминантов спредов доходностей облигаций (Garay U., González M., Rosso J., 2019; Bao J., Hou K., 2016; Lu C., Chen T., Liao H., 2010; Zhou R., Xiong Y., Liu T., Li J., 2019; Mukherjee K., 2019) и значимости оценки показателей ликвидности при анализе доходностей облигационных выпусков (Febia W. Schäfera D., Stephan A., Sun C., 2018; Chen L., Lesmond D. A., Wei J., 2005; Han S., Zhou H., 2006).

⁶ Дюрация Маколея — оценка средней срочности потока платежей по облигации с учетом дисконтирования стоимости отдельных выплат. Дюрация используется как мера измерения процентного риска.

⁷ Спред между анализируемым выпуском по отношению к доходности сравнимых безрисковых облигаций, который скорректирован для учета возможных заложенных опционов put или call. При дисконтировании денежных потоков от облигационного выпуска на безрисковую ставку плюс OAS величина дисконтированного денежного потока по облигации приравнивается к ее текущей стоимости. OAS измеряется в процентных пунктах.

(С) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.