

УДК 336.1

## Участие негосударственных пенсионных фондов в зелёном финансировании: проблемы и решения



**Ковалев В.А.**

Студент Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации (Москва)

*В работе проанализирована практика размещения пенсионных резервов в зеленые облигации сектора устойчивого развития Московской биржи. Автором выделены основные препятствия для развития негосударственных пенсионных фондов как институциональных инвесторов в зеленые облигации и предложены меры по их преодолению.*

*Ключевые слова: негосударственные пенсионные фонды, пенсионные резервы, зеленые облигации, ESG-финансирование, финансовый рынок, инвестиционная политика*

Актуальность работы обусловлена необходимостью развития финансового рынка зеленых заимствований в Российской Федерации в контексте ESG-финансирования и активного вовлечения негосударственных пенсионных фондов (далее – НПФ) и управляющих компаний (далее – УК) в размещении пенсионных резервов (далее – ПР) в зеленые облигации («green bonds»). Целью работы является разработка предложений по увеличению вовлечения участия НПФ в зеленом финансировании.

Развитие зеленых облигаций с целью стимулирования инвестиций с большими социально-экономическими эффектами является частью Единого плана по достижению национальных целей развития Российской Федерации на период до 2024 г. и на плановый период до 2030 г. В научной литературе подчеркивается значимая роль зеленого финансирования в социально-экономическом развитии государства [1, с. 57] и отмечается, что основными инвесторами в зеленые облигации являются институциональные инвесторы – НПФ и страховые организации [2, с. 73; 3, с. 6]. На настоящее время законодательством Российской Федерации предусмотрено регулирование эмиссии ценных бумаг, идентифицируемых как «зеленые», однако правового регулирования размещения ПР НПФ в зеленые облигации нет. Лимиты на размещение ПР в ESG-облигации обсуждались Минфином России и Банком России в 2021 г., но последующих изменений норм права не последовало,

и инвестирование ПР в зеленые облигации осуществляется без преференций и лимитов в рамках стандартной инвестиционной деятельности в соответствии требованиям регулятора по составу и структуре пенсионных резервов [4]. Упоминание участия НПФ в ESG-финансировании, в том числе в размещения ПР или пенсионных накоплений, в стратегических документах в части развития финансового рынка, деятельности НПФ или негосударственного пенсионного обеспечения отсутствует. В этом случае возможно дополнение показателей реализации стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 г. индикатором объема средств, размещенных в финансовые инструменты устойчивого развития отдельно частными и институциональными инвесторами, так как на данный момент развитие зеленого финансирования оценивается исключительно долей выпущенных облигаций устойчивого развития в общем объеме на российском рынке облигаций. При этом не учитывается вовлеченность институциональных инвесторов в зеленом финансировании и объем размещаемых ими средств, ибо увеличение веса таких облигаций в составе всех облигаций не означает сохранения и повышения интереса к ним, в нашем случае, НПФ, выражающегося в увеличении объема ПР, размещенных в зеленые облигации.

На февраль 2023 г. 27 ценных бумаг включены в Сектор устойчивого развития Московской Биржи,

17 из которых относятся к сектору зеленого финансирования. Объем их выпуска в разрезе эмитентов наглядно представлен на рисунке 1 – наибольший объем разместили Правительство города Москвы и государственная корпорация «ВЭБ.РФ».

Облигации выпущены 10 эмитентами, общий объем выпуска составил 199,5 млрд облигаций. Средняя купонная ставка – 8,95 %, медианная доходность к погашению – 10,6 % [5]. На рисунке 2 представлены сроки обращения облигаций (средний срок до погашения – 8,26 года).

Для анализа вовлеченности НПФ в размещение ПР в зеленые облигации была использована информация о составе и структуре ПР 5 НПФ с крупнейшими объемами ПР [6]. Отметим, что некоторые фонды (например, НПФ «Благосостояние», «Транснефть», «Алмазная осень», «Пенсионные решения» и другие) не предоставляют информацию о составе своих ПР с указанием параметров, позволяющих идентифицировать зеленые облигации в структуре их ПР (ISIN, полное или краткое наименование финансовых инструментов) – данные, предоставляемые такими фондами, не учитывались в анализе. Так как НПФ «Эволюция» (3-й по объему пенсионных резервов) и «Телеком-Союз» не размещали ПР в зеленые облигации, были выбраны, согласно рейтингу, НПФ «Газфонд», «Открытие», «Газпромбанк-фонд», «Сбербанк» и «ВТБ Пенсионный фонд». Общий объем ПР, размещенных в зеленые облигации вышеуказанными НПФ, представленный в разрезе НПФ в таблице 1, составил 3411,9 млн руб.

Отметим небольшую долю стоимости зеленых облигаций (в среднем – 0,74 %) в общей стоимости ПР, а также тот факт, что наибольшую, как и абсолютную стоимость зеленых облигаций в инвестиционном портфеле, так и долю в общей стоимости портфеля, имеют НПФ, подконтрольные энергетическим компаниям. Также заметим строгий подход НПФ и УК к выбору эмитента облигаций – чаще всего облигации представлены одним или двумя эмитентами. 4 из 5 НПФ разместили ПР в облигации города Москвы (RU000A1033Z8), привлекаемые для замены автобусного парка города Москвы на электробусы и строительства станций Большой кольцевой линии Московского метрополитена, 2 из 5 НПФ – в облигации АО «Атомный энергопромышленный комплекс» (RU000A103AT8), привлекаемые для рефинансирования проекта «Строительство ВЭС 660 МВт».

Не размещены ПР в зеленых облигациях эмитентов «СФО Русол 1», кроме

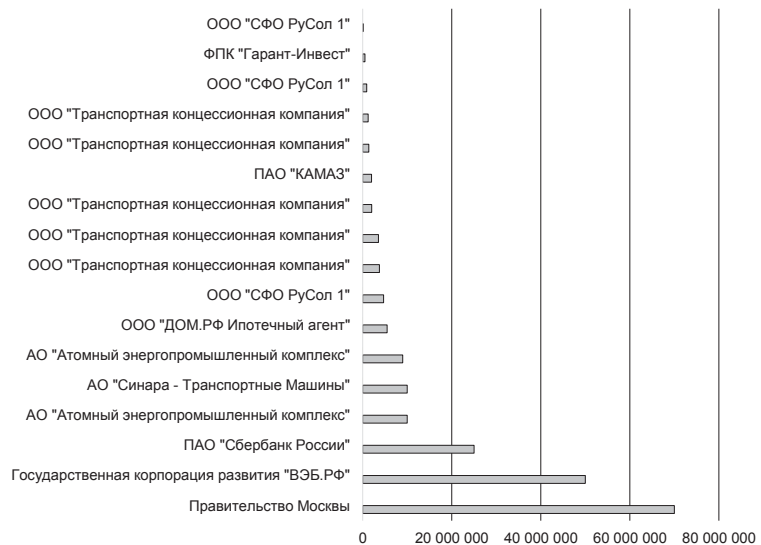


Рис. 1. Объем выпуска зеленых облигаций сектора устойчивого развития Московской биржи, руб.

Источник: составлено автором по данным Московской биржи [5].

НПФ «Газфонд» – ООО «Транспортная концессионная компания» – данные облигации характеризуются крайне низкой ликвидностью из-за отсутствия почти любых торгов на бирже. Следует отметить, что информация о составе и структуре ПР всех рассматриваемых НПФ предоставлена на 29.07.2022 г. – после этой даты были размещены зеленые облигации ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» (RU000A105JF3), а незадолго до этого – государственной корпорации «ВЭБ.РФ» (RU000A104Z48). По мнению автора, следует ожидать наличие размещения в указанные облигации в следующем раскрытой информации о составе и структуре ПР ввиду надежности эмитентов и срока до погашения указанных облигаций.

Автор предлагает пути решения существующих проблем, препятствующих увеличению роли НПФ в зеленом финансировании.

Во-первых, наличие фидуциарной ответственности НПФ и УК – обязанность НПФ возместить из собственных средств недополученный доход вследствие заключения сделки по продаже или покупке активов не на наилучших условиях на момент заключения сделки, исходя из доходности и риска.

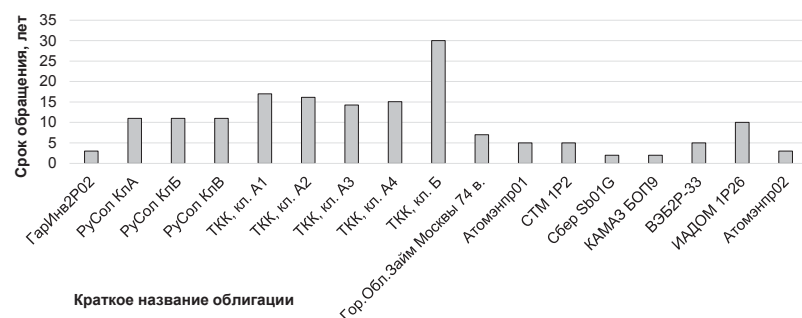


Рис. 2. Срок до погашения зеленых облигаций, лет

Источник: составлено автором по данным Московской биржи [5].

**Таблица 1**  
**Статистика размещения ПР в зеленые облигации**

НПФ	Зеленые облигации, тыс. шт.	Стоимость активов, млн руб.	Доля от общей стоимости активов, %	Количество выпусков зеленых облигаций в активах, шт.
Газфонд	2 439,49	2 493,66	0,51	5
Открытие	437,97	391,08	0,56	1
Газпромбанк-фонд	287,38	289,20	2,13	2
Сбербанк	175,00	168,89	0,21	1
ВТБ	77,14	69,06	0,27	3

Источник: составлено автором по данным раскрываемой информации о составе и структуре ПР НПФ.

В такой ситуации размещение ПР в корпоративные или государственные зеленые облигации не будет приоритетным. Отметим наличие указанной проблемы не только в России – компромисс между характеристикой «зеленый» и высокой доходностью обсуждается и в западном научном сообществе [3]. Для решения проблемы автор предлагает введение государственного регулирования размещения в зеленые облигации – установление лимитов доли зеленых облигаций в инвестиционном портфеле по ПР или введение преференций по зеленым облигациям, например, в части допускаемых кредитных рейтингов таких облигаций. Конечно, ESG-финансирование не может являться самоцелью размещения пенсионных средств, которое ввиду своей социальной важности должно быть ориентировано на невысокий риск и обеспечение приемлемой доходности, но установление регулятором адекватных лимитов и преференций обеспечит вовлеченность НПФ в зеленом финансировании и обеспечит сохранность ПР.

Во-вторых, в условиях необходимости строгого подхода НПФ к выбору эмитента небольшое число эмитентов зеленых облигаций снижает их привлекательность как финансового инструмента для НПФ. Упрощение верификации облигаций как «зеленых» поспособствует увеличению числа эмитентов и включению их в инвестиционное поле зрения НПФ.

В-третьих, малый объем торгов на бирже по отдельным зеленым облигациям не позволяет расширять портфель зеленых облигаций ввиду их низкой ликвидности – выпуск долговых зеленых финансовых инструментов крупными, привлекательными для инвесторов эмитентами (государственными корпорациями, кредитными организациями) обеспечит достаточную ликвидность для размещения в них ПР НПФ на среднесрочный период, а следовательно, и участия НПФ в зеленом финансировании. Такой вывод подтверждается результатами исследования западного рынка зеленых облигаций, предполагающих, что институциональные зеленые облигации

имеют отрицательную премию и гораздо более ликвидны [7].

Зеленое финансирование в Российской Федерации находится в стадии становления, зародившись позже, чем международный зеленый финансовый рынок, но показало более динамичное развитие [8]. В этом случае необходимо поддержание активности выпусков зеленых облигаций со стороны государства путем своевременного внесения изменений в нормативно-правовые акты в части размещения ПР и закрепления цели по увеличению размещения ПР в зеленые облигации. Срок полного погашения зеленых облигаций в России в настоящее время меньше срока по стандартным классическим облигациям (в среднем составляет 7 лет). Это обусловлено слаборазвитой практикой реализации долгосрочных зеленых проектов, для чего могли бы осуществляться выпуски долгосрочных зеленых облигаций.

Отметим, что роль НПФ в зеленом финансировании зависит не только от параметров финансового рынка и зеленых финансовых инструментов, но и от количества участников негосударственного пенсионного обеспечения. Принятие мер, направленных на увеличение вовлеченности населения в негосударственное пенсионное обеспечение (повышение пенсионной грамотности населения, внедрение новых цифровых и финансовых технологий в деятельность НПФ [9]), как минимум увеличит объем ПР, размещенных в зеленые финансовые инструменты в абсолютном выражении.

В заключение следует отметить, что сохранение ESG-повестки со стороны государства и крупных организаций, а также обеспечение соответствующего нормативного регулирования инвестиций НПФ и УК в зеленые облигации обеспечат прирост доли зеленых облигаций в составе инвестиционного портфеля НПФ по ПР, которые на настоящий момент не диверсифицированы и не занимают значимой доли в совокупном составе ПР крупнейших НПФ, а значит, и сформируют класс НПФ – двигателей развития зеленой экономики. Рост активности участия НПФ в зеленом финансировании, по мнению автора, придаст стимул социально-экономическому развитию Российской Федерации, увеличению эмитентов зеленых финансовых инструментов и поспособствует улучшению экологической обстановки в России.

**Благодарности.** Автор благодарит за помощь в проведении исследования научного руководителя, Балынина Игоря Викторовича, к.э.н., доцента Департамента общественных финансов Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

*Литература:*

1. Балынин И.В. Проблемы достижения национальных целей в области экологии // Финансы. – 2021. – № 5. – С. 56–62.
2. Богачева О.В., Смородинов О.В. «Зеленые» облигации как важнейший инструмент финансирования «зеленых» проектов // Финансовый журнал. – 2016. – № 2(30). – С. 70–81.
3. Torvanger A., Maltais A., Marginean J. Green bonds in Sweden and Norway: What are the success factors? // Journal of Cleaner Production. – 2021. – № 324. – URL: [https://www.researchgate.net/publication/355026901\\_Green\\_bonds\\_in\\_Sweden\\_and\\_NorwayWHAT\\_are\\_success\\_factors](https://www.researchgate.net/publication/355026901_Green_bonds_in_Sweden_and_NorwayWHAT_are_success_factors).
4. Указание Банка России от 05 декабря 2019 г. № 5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов» // СПС Гарант.
5. Московская биржа. Сектор устойчивого развития. – URL: [www.moex.com/s3019](http://www.moex.com/s3019).
6. InvestFunds. Рейтинг НПФ по объему пенсионных резервов. – URL: [investfunds.ru/npf-rankings/npf-pension-reserves](http://investfunds.ru/npf-rankings/npf-pension-reserves).
7. Bachelet M.J., Becchetti L., Manfredonia S. The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification // Sustainability. – 2019. – № 11(4). – URL: [https://www.researchgate.net/publication/331225715\\_The\\_Green\\_Bonds\\_Premium\\_Puzzle\\_The\\_Role\\_of\\_Issuer\\_Characteristics\\_and\\_Third-Party\\_Verification](https://www.researchgate.net/publication/331225715_The_Green_Bonds_Premium_Puzzle_The_Role_of_Issuer_Characteristics_and_Third-Party_Verification).
8. Балыкина О.А., Колесникова А.А. Первый выпуск зеленых облигаций: особенности и перспективы развития // Научные записки молодых исследователей. – 2022. – № 6. – С. 5–14.
9. Балынин И. В. О развитии накопительных механизмов пенсионного обеспечения // Финансы. – 2022. – № 4. – С. 46–53.

**Participation of Private Pension Funds in Green Financing: Problems and Solutions***Kovalev V.A.**Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow)*

*The paper analyzes the practice of placing pension reserves in green bonds of the sustainable development sector of the Moscow Exchange. The author identifies the main obstacles to the development of private pension funds as institutional investors in green bonds and proposes measures to overcome them.*

*Key words: private pension funds, pension reserves, green bonds, ESG financing, financial market, investment policy*

