

Практика использования ESG-подходов в сделках секьюритизации

Наталья Александровна Хуторова

E-mail: Khutorova-na@ranepa.ru, ORCID: 0000-0002-2123-4573

Российская академия народного хозяйства и государственной службы

при Президенте Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Распространение концепции устойчивого развития положило начало созданию новых инструментов, механизмов и практик устойчивого финансирования, а также инфраструктуры, в рамках которой функционирует финансово-консультационная индустрия оценок, верификаций и различных баз данных в области ESG. Настоящее исследование посвящено теоретической и практической проработке накопленного опыта в проведении сделок ESG-секьюритизации с целью систематизации инструментов ESG-финансирования и направлений развития данной сферы в современных условиях. В настоящее время практика ESG-секьюритизации активно интегрируется в процессы управления капиталом в соответствии с целями устойчивого развития; наиболее развитыми центрами являются США, страны Европы и Китай, при этом самые высокие темпы роста фиксируются в странах Азии.

В работе систематизированы основные виды ESG-секьюритизируемых активов, дана их характеристика и выявлены современные тенденции. В России, несмотря на изоляцию от мировых финансовых рынков, практика ESG-секьюритизации развивается, охватывая новые направления. В исследовании отмечается потенциал развития зеленой ипотеки, что будет способствовать активизации сделок секьюритизации в сегменте жилой и коммерческой недвижимости. Отмечен также высокий потенциал развития социального сегмента ESG-секьюритизации, что обусловлено растущей востребованностью финансирования проектов социальной направленности в регионах, в т. ч. на новых территориях РФ. Расширение практики секьюритизации социальной ипотеки будет способствовать перераспределению рисков между государственным и частным сектором, при этом активное вовлечение российских банков в разнообразные программы ESG-кредитования: автокредиты, кредиты малому и среднему бизнесу зеленой и социальной направленности, в т. ч. на строительство социальной инфраструктуры, расширит границы рынка. В статье высказано предположение, что развитие платформ для проведения цифровой ESG-секьюритизации будет способствовать расширению охвата розничных инвесторов, охлаждая при этом рынок «мусорных» облигаций. В статье также отмечено, что расширение практики многотраншевой ESG-секьюритизации позволит привлечь долгосрочные активы пенсионных фондов и разнообразных ESG-фондов в ипотечные ценные бумаги. В целом ESG-секьюритизация совершенствует структуру сделок, расширяя диапазон используемых деривативов, позволяет повышать качество управления кредитными и процентными рисками и способствует достижению целей устойчивого развития.

Ключевые слова: устойчивое развитие, ESG-секьюритизация, ипотечные ценные бумаги

JEL: G32, P11, G15, Q57

Для цитирования: Хуторова Н. А. Практика использования ESG-подходов в сделках секьюритизации // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 72–87.

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-72-87>.

© Хуторова Н. А., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-72-87>

ESG Approaches in Securitization Transactions

Natalya A. Khutorova

RANEPА, Moscow, Russian Federation

khutorova-na@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0002-2123-4573>

Abstract

The spread of the sustainable development concept has given rise to sustainable finance, as well as the infrastructure of the financial and consulting industry of valuations, verifications and various databases in the field of ESG. This research is devoted to theoretical and practical study of the accumulated experience of ESG securitization transactions in order to systematize ESG financing instruments and directions of development of this sphere in modern conditions.

The study shows that ESG securitization practices are being integrated into capital management processes in line with sustainable development goals, with the most developed centers in the USA, Europe and China. The study systematizes the main types of ESG securitized assets, gives their characteristics and identifies current trends. In Russia, despite its isolation from the world financial markets, the practice of ESG securitization is developing, covering new directions. The study notes the potential for the development of green mortgages, which will contribute to the activation of securitization transactions in the segment of residential and commercial real estate. High potential for development of the social segment of ESG securitization is also noted due to the growing demand for financing social projects in the regions. Expansion of the practice of social mortgage securitization will contribute to the redistribution of risks between the public and private sectors, while active involvement of Russian banks in a variety of ESG lending programs (car loans, lending to small and medium-sized businesses with a green and social focus, e.g. for the construction of social infrastructure, etc.) will expand the market. There is a suggestion that the development of digital ESG securitization platforms will help expand the reach of retail investors, while cooling the junk bond market. The article notes that the expansion of multi-tranche ESG securitization will allow long-term assets of pension funds and various ESG funds to be leveraged into mortgage-backed securities. Overall, ESG securitization improves the structure of transactions, expands the range of derivatives used, improves the quality of credit and interest rate risk management, and contributes to the achievement of sustainable development goals.

Keywords: sustainable development, ESG securitization, mortgage-backed securities

JEL: G32, P11, G15, Q57

For citation: Khutorova N.A. (2024). ESG Approaches in Securitization Transactions. *Financial Journal*, 16 (2), 72–87 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-72-87>.

© Khutorova N.A., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Концепция устойчивого развития прошла полномасштабное тестирование глубокими социально-экономическими потрясениями последних лет и доказала свою эффективность, оставляя при этом открытыми дискуссии о ее фундаментальности. Основная идея повестки устойчивого развития состоит в создании благоприятных условий для гармоничного сочетания экономических, социальных и экологических аспектов жизни и работы современного населения и сохранения возможностей экосистемы для будущих поколений. Именно эти направления легли в основу «доктрины устойчивого развития», для реализации которой был создан свод правил и подходов, получивший название ESG (*Environmental, Social and Governance*), охватывающий почти все сферы экономики современного государства. Одной из сфер активного применения данной концепции стал финансовый рынок, активно генерирующий инновации, выраженные в создании все более сложных финансовых инструментов, процессов и сервисов. Современная глобальная финансовая система

переживает этап глубокой трансформации с акцентом на развитие ответственного или устойчивого финансирования, направленного на достижение целей устойчивого развития, принятых ООН в 2015 г.¹ Анализ доходности стратегий ESG-инвестирования подтверждает тезис о том, что с ростом горизонта инвестиций «рентабельность инвестиций в ESG-индексы превышает аналогичные вложения в индексы, не ориентированные на устойчивое развитие» [Володина, Траченко, 2023].

Повсеместное признание стратегий ESG проявляется в результатах многочисленных исследований и отчетов влиятельных консалтинговых и рейтинговых агентств, в числе которых PwC. Так, согласно его отчету за 2022 г., все более возрастает значение ESG-информации при проведении инвестиционного анализа и принятии решений: 79% респондентов уже учитывают риски и возможности ESG при принятии инвестиционных решений, при этом 49% отмечают, что они выйдут из инвестиций в активы компаний, которые не проводят политику ESG [PwC, 2022].

Одним из направлений развития ESG-практики стала ESG-секьюритизация. Непрерывно обсуждаемые дискуссии на тему ее эффективности вызывают все больший как практический, так и научный интерес к данному вопросу, что и обусловило актуальность исследования, посвященного анализу подходов к этой теме, а также выявлению основных направлений развития данного рынка на глобальном уровне и в России.

Предметом исследования стала теоретическая и практическая проработка накопленного опыта в проведении сделок ESG-секьюритизации с целью систематизации инструментов ESG-финансирования и направлений их развития в условиях структурных изменений в экономике на современном этапе.

ИСТОРИЯ ВОПРОСА

Несомненно, одной из важных, структурно изменивших ландшафт финансовых рынков финансовых инноваций XX в. стала секьюритизация, которая активно проникает в новые сегменты финансовых рынков, порождая быстрое развитие новых инструментов². Сделки секьюритизации привели к революции в практике управления капиталом финансовых организаций, позволив резко нарастить рентабельность и в то же время породив принципиально новые риски, которые требуют новых подходов к их управлению.

Концепция секьюритизации стала активно развиваться в 1970-х в США. На каждом этапе развития экономики создавались новые специфические варианты, усложняясь по мере развития финансовых технологий [Белозеров, Лупырь, 2013]. Секьюритизация активов представляет собой способ привлечения капитала преимущественно путем выпуска облигаций, обеспеченных залогом активов, по которым существует прогнозируемый денежный поток, в основе которого заложена возможность списания финансовых активов с баланса компании в целях рефинансирования за счет выпуска ценных бумаг. Секьюритизация распространялась в первую очередь на банковские активы, позволяя банкам снижать нагрузку на капитал, наращивать его рентабельность, увеличивая как нормативную, так и фактическую ликвидность. Разгрузка капитала происходит за счет продажи банком пула стандартных кредитов специально созданной финансовой организации — СФО (SPV). Это позволяет снизить размер неликвидных активов в капитале банка и высвободить значительные резервы, задействованные в процессе управления принятого не только кредитного, но и процентного риска, что наращивает кредитный потенциал и улучшает трансмиссию.

¹ 17 Ц У Р. URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/sustainable-development-goals/>.

² В современном понимании термин «секьюритизация» (*securitisation*) введен в оборот в 1977 г. Л. Раньери (L. Ranieri), главой ипотечного департамента Salomon Brothers, для описания процесса выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам.

Оригинаторами сделок секьюритизации выступают разнообразные финансовые организации, среди которых банки, лизинговые, факторинговые или страховые компании, трасты, ипотечные агентства. Секьюритизация позволяет оригинатору привлекать ликвидность на более выгодных условиях по сравнению с прямым размещением облигаций за счет того, что новым облигациям может быть присвоен более высокий кредитный рейтинг, чем у оригинатора. Важную роль в данной схеме играет поручитель, который обеспечивает исполнение обязательств по облигациям, в т. ч. за счет выкупа дефолтных заложных. Принимая во внимание специфику расчета нормативов достаточности капитала и ликвидности для кредитных организаций, ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) позволяют значительно улучшить нормативы достаточности собственного капитала (группа H1) и снизить нагрузку на H3 (текущей ликвидности) и H4 (долгосрочной ликвидности), что позитивно отражается на ликвидности в целом. При этом вложения банка в облигации, выпущенные в процессе секьюритизации, включаются в расчет нормативов достаточности капитала в составе рыночного риска³. Кредитный риск передается поручителю по ИЦБ, а процентный риск, включая риск досрочного погашения, передается инвесторам, что позволяет сбалансировать соотношение срочности активов и пассивов, при этом длинные ипотечные кредиты перестают фондироваться короткими источниками⁴. Таким образом оригинатор получает возможность привлечь капитал для участия в новых проектах, повышающих не только прибыль, но и репутацию.

В зависимости от техники проведения секьюритизации выделяются две основные модели: *балансовая (европейская)*, по которой активы остаются на балансе оригинатора, и *внебалансовая (американская)*, по которой активы передаются на баланс SPV. Наибольшее распространение получила внебалансовая модель, на основе которой выделился особый подвид — *синтетическая*, предполагающая включение кредитных деривативов (CDO или CLO)⁵ в структуру сделки, что позволяет оставлять на балансе секьюритизируемые активы, передавая при этом инвесторам риски (кредитный, рыночный и досрочного погашения). Главной целью синтетической секьюритизации является именно уступка кредитного риска, а не привлечение дополнительного дешевого финансирования. Для каждого вида выделяются специфические преимущества и недостатки, которые тщательно проработаны в научных трудах [Веретенникова, Мезенцева, 2012; Schwarcz, 2009; Бэр, 2007; Acharya et al., 2013; Ahn, Breton, 2014; Senarath, 2017]. С точки зрения диверсификации рисков важной характеристикой становится количество траншей в выпуске. Так, различают *однотраншевую* и *многотраншевую секьюритизацию*. Однотраншевые выпуски предполагают, что одно ипотечное покрытие обеспечивает один выпуск облигаций, при этом первоначальный номинал выпуска равен остатку основного долга по заложным, включенным в ипотечное покрытие облигаций; все облигации имеют одинаковый риск и доходность. Многотраншевая секьюритизация предполагает выпуск нескольких видов облигаций (старший транш А, младший транш В) или траншей (трех и более), при этом риск, как и доходность, растут от транша А к младшим траншам. Многотраншевая технология может использоваться при выпуске ИЦБ, обеспеченных нецелевыми ипотечными кредитами, а также при объединении разноплановых кредитов и даже кредитов разных банков. В целом многотраншевые ценные бумаги более гибкие и позволяют оперировать дюрацией и графиком погашения [Бельченко, Кашицын, 2022].

³ Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П (ред. от 27.02.2020). URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_308984; Пересмотр новых подходов Базельского комитета по банковскому надзору к оценке рыночного риска / Банк России, 2018. URL: <https://www.hse.ru/mirror/pubs/share/219836979>.

⁴ Руководство для эмитента: как выйти на рынок публичного долга / Московская биржа. URL: <https://bondguide.moex.com>.

⁵ *Collateralized Debt Obligations (CDO)* — ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами; *Collateralised Loan Obligations (CLO)* — обеспеченное кредитное обязательство.

В статье А. Веролайнен и П. Кашицына отмечено, что многотраншевая секьюритизация позволяет использовать «целый набор кредитных усилений для повышения кредитного качества: субординация обязательств эмитента; нефиксированный график погашения номинала старшего долга; избыточный процентный спред; наличие резервного фонда» [Веролайнен, Кашицын, 2023]. Важно отметить, что секьюритизация в целом обеспечивает расширение источников фондирования банковской системы и позволяет снизить зависимость кредитной организации и системы в целом от депозитов, что стало особенно важной задачей в условиях ужесточения ДКП, активной трансформации структуры сбережений граждан и набора сберегательных инструментов, а также развития параллельной банковской системы. Х. Мински в своей работе «Стабилизируя нестабильную экономику» еще в 1986 г. отмечал, что секьюритизация стала одной из движущих сил финансовой глобализации, в ходе которой значительно изменился ландшафт мировой финансовой системы, сократилось могущество коммерческих банков, выросли роль и значение фондовых рынков [Мински, 2017].

Тема секьюритизации активов традиционно остается весьма актуальной в процессе поиска наиболее эффективных решений в сфере управления капиталом и нашла отражение в многочисленных научных и практических исследованиях как в России, так и за рубежом. Анализ имеющихся трудов показал, что секьюритизация является эффективным способом увеличения рентабельности банка, открывающим новые возможности для создания сложных финансовых инструментов с разным профилем риска и сроком обращения [Schwarcz, 2009; Бэр, 2007]. В то же время во всех научных исследованиях отмечается, что данная практика активно развивается, что позволяет быстро реализовывать инновационные возможности, при этом формируются новые риски, в том числе плохо хеджируемые [Acharya et al., 2013; Ahn, Breton, 2014; Senarath, 2017]. Особого внимания заслуживает кейс компании Enron⁶, на основе которого были внесены значимые поправки в ряд законов и положений на национальном и международном уровнях, направленных на снижение рисков «манипуляций с отчетностью»⁷ [Schwarcz, 2004]. Неконтролируемый рост сделок секьюритизации стал одной из движущих сил кризиса 2007–2009 гг., что привело к ужесточению регуляторного подхода и необходимости выработки унифицированных, понятных и действенных правил [Ahn, Breton, 2014; Segoviano et al., 2015]. В ряде работ исследуется влияние секьюритизации на экономическую безопасность государства и отмечаются сохраняющиеся высокие риски манипуляций при использовании практики «рыночной переоценки» и «структурирования финансов», а также риски формирования «отмывочных схем», реализующихся в силу сложных схем генерации новых продуктов и проблем с аудитированием такого рода сделок, а также пробелов в законодательстве в части определения ответственности за такого рода нарушения [Лопатина, 2019]. В последние годы особую актуальность приобрели исследования, связанные с развитием новой формы — цифровой секьюритизации, которая открывает новые перспективы, но и новые риски в силу малой изученности и отсутствия опыта проведения такого рода сделок. В целом можно резюмировать, что сложность сделок секьюритизации — высокий порог входа, ограниченность обращения новых бумаг, риски утраты прав, все это ограничивает участие в сделках с секьюритизированными активами розничных инвесторов, что и порождает запрос на новые альтернативы в виде цифровых токенизированных активов, которые могут получить широкое распространение среди розничных инвесторов и увеличить глубину финансового рынка [Стерник, 2021]. Цифровизация проникает на рынок секьюритизации, крупные игроки, среди которых государственные и квазигосударственные

⁶ Сделки секьюритизации в практике компании Enron привели к самому крупному банкротству в США, вошли в «учебник по махинациям» и изучаются по всем программам по экономической безопасности.

⁷ Напр., закон Сарбейнса — Оксли (Sarbanes-Oxley Act (SOX)). URL: <https://sarbanes-oxley-act.com/>.

агентства, активно развивают практику цифровой секьюритизации, что открывает новые перспективы роста этого направления. Основным центром концентрации всех сделок по секьюритизации традиционно остаются США, на долю которых приходится свыше 80% всего мирового объема (почти 14 трлн долл. США в 2021 г.), в структуре выпусков на протяжении многих лет преобладают агентские MBS⁸. Доля стран Европы значительно скромнее и не превышает 0,8 трлн долл. [Shome, 2022].

ESG-СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

По мере развития концепции устойчивого развития и отдельного ее направления — ESG — происходит интеграция ESG-подходов в сделки секьюритизации, порождая новые практики, получившие название «ESG-секьюритизация». Это процесс секьюритизации активов, который учитывает экологические, социальные и управленческие аспекты, в ходе которого компания привлекает финансирование для реализации специфических проектов, отвечающих критериям ESG, в т. ч. для развития новых направлений, расширения бизнеса или финансирования текущих операций. Такой вид секьюритизации может быть полезен компаниям, которые хотят улучшить свои ESG-показатели, получить доступ к более широкому кругу инвесторов, и предполагает использование как классической (внебалансовой) модели, так и синтетической в силу активного расширения кредитных деривативов [Craughan et al., 2022]. В процессе ESG-секьюритизации выпускаются преимущественно облигации или коммерческие бумаги, в т. ч. вексели:

1. обеспеченные ESG-активами (*Collateral Securitizations*);
2. обеспеченные пулом ESG-кредитов (*ESG Credits*);
3. размещаемые с целью финансирования ESG-проектов (*Proceed Securitizations*, секьюритизация доходов).

Секьюритизация, обеспеченная ESG-активами, является классической ABS (*asset-backed security*) и часто называется «зеленой». Активы для нее весьма разнообразны и охватывают новые экологичные технологические процессы: строительство новых энергоэффективных видов жилой недвижимости, реновация жилой недвижимости и объектов социального назначения в целях повышения энергоэффективности, снижения углеродного следа, в т. ч. в автомобилестроении. В настоящее время наблюдается явная нехватка ESG-активов в секторах недвижимости и автомобилестроения, в особенности для реализации социально ориентированных проектов [Craughan et al., 2022].

Секьюритизация, обеспеченная пулом ESG-кредитов, может быть представлена как ABS, так и MBS (*mortgage-backed security*) и включает широкую группу целевых кредитов и займов, выданных на развитие ESG-инициатив. Среди них можно выделить ипотечные кредиты на строительство энергосберегающих домов, объектов социального назначения, на реновацию зданий и сооружений с целью повышения энергоэффективности и ресурсосбережения, а также снижения углеродного следа, и кредиты, предоставленные разнообразным компаниям (крупным и малым) на реализацию социальных проектов (строительство медицинских, социальных, культурных зданий и сооружений). Также перспективным направлением в области малого и среднего бизнеса становятся кредиты на производство биологических продуктов питания, фармацевтики, на развитие зеленого животноводства.

⁸ Агентские ипотечные ценные бумаги выпускаются и гарантируются государственными агентствами и представляют собой ликвидные активы с фиксированным доходом. Федеральная национальная ипотечная ассоциация (*Fannie Mae*) и Федеральная корпорация ипотечного жилищного кредитования (*Freddie Mac*) являются спонсируемыми правительством США предприятиями (*GSE*), которые вправе выпускать и гарантировать ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (*MBS*). Государственная национальная ипотечная ассоциация (*Ginnie Mae*) — правительственное агентство США, которое гарантирует MBS.

В ходе секьюритизации с целью привлечения средств на ESG-проекты выпускаются облигации, отвечающие принципам ESG, где определяющим критерием выступают цели, которые должны быть достигнуты эмитентом. В публичных сделках секьюритизация будущих доходов может привлечь большие объемы финансирования и способствовать созданию дополнительных ESG-активов, восполняя нехватку активов, отвечающих критериям ESG, и поддерживая переход к более зеленой экономике. Наиболее показательны проекты, направленные на строительство зарядных станций для электромобилей, комплексов по переработке мусора, солнечных и ветряных электростанций, на проекты по утилизации аккумуляторных батарей и т. п. В последнее время появляется все больше проектов социальной направленности с очень широким диапазоном; как новацию можно привести проекты, нацеленные на улучшение ментального здоровья подростков и взрослых.

В целом следует отметить, что ESG-секьюритизация, как новация последних лет, развивается по мере укрепления и расширения концепции ESG. К настоящему времени в научной литературе данная тематика еще мало проработана и требует детального научного изучения. Основной массив информации представлен отчетами консалтинговых компаний и агентств, предоставляющих услуги по ESG-секьюритизации; в то же время появляются научные работы, в которых проводится анализ эффективности такого рода сделок и их влияния на финансовую стабильность как компании, так рынка в целом [Craughan et al., 2022; Сысоева, Прокопенко, 2022].

В процессе ESG-секьюритизации формируются инструменты как при классической секьюритизации, но с четким акцентом на ESG-подходы. В табл. 1 систематизированы различные виды активов, которые чаще всего используются в сделках ESG-секьюритизации. Список инструментов и проектов остается открытым, и каждый оригинатор может вносить свои новшества.

Таблица 1

Виды активов в сделках ESG-секьюритизации

	Вид актива	Сущность инструмента секьюритизации	ESG-направление использования
1	Секьюритизированные жилищные ипотечные займы (ESG Residential Mortgage-Backed Security)	Жилищные ипотечные ценные бумаги (RMBS) — долговые активы, обеспеченные будущими платежами по жилищным кредитам, полученные в результате секьюритизации однородных ипотечных кредитов. Инвесторы получают доходный инструмент при сниженном риске дефолта и соответствии критериям ESG	Активы, полученные в результате секьюритизации ипотечных кредитов, направленных на покупку новых энергоэффективных видов жилой недвижимости (класса энергоэффективности не ниже А) или проведение реконструкции жилой недвижимости в целях повышения энергоэффективности, тепло- и водосбережения и снижения углеродного следа. Сделки проводятся с 2014 г.
2	Секьюритизированные активы по автокредитам (Auto ABS)	Ценные бумаги структурированного финансирования, обеспеченные автокредитами или лизингом, основаны на денежных потоках платежей клиентов из определенного пула автокредитов или лизинга. В отличие от ИЦБ скорость досрочного погашения меньше зависит от преобладающих процентных ставок	Инструменты, направленные на привлечение финансирования проектов по производству электромобилей, автомобилей с низким расходом топлива и низким углеродным следом. Первые сделки проведены компанией Toyota Motor Credit Corporation в 2014 г. С 2017 г. — в активном обращении
3	Секьюритизированные ипотечные займы коммерческой недвижимости (Commercial mortgage-backed securities, CMBS)	Коммерческие ипотечные ценные бумаги (CMBS) — долговые активы, обеспеченные будущими платежами по кредитам на покупку коммерческой недвижимости социальной и зеленой направленности, полученные в результате секьюритизации однородных ипотечных кредитов. Инвесторы получают доходный инструмент при сниженном риске дефолта и соответствии критериям ESG	Активы, полученные в результате секьюритизации ипотечных кредитов на покупку новых энергоэффективных видов коммерческой недвижимости социальной направленности (не ниже класса А) или проведение реконструкции коммерческой недвижимости (дома для социального найма, студенческие общежития, больницы, образовательные и культурные центры и т. п.) в целях повышения энергоэффективности, тепло- и водосбережения и снижения углеродного следа. Кредиты на проекты развития солнечной энергии

	Вид актива	Сущность инструмента секьюритизации	ESG-направление использования
4	Секьюритизированные кредиты предприятиям малого и среднего бизнеса (<i>Small middle enterprise (SME) loans</i>)	Выпуск ценных бумаг в результате сделок секьюритизации однородных кредитов предприятиям малого и среднего бизнеса, доход от которых зависит от будущих входящих платежей по кредитам. Эмитент передает инвестору кредитный риск	Инструменты, направленные на привлечение финансирования проектов малого и среднего бизнеса по устойчивому развитию (производство органических продуктов питания, товаров из вторичного сырья, проекты по утилизации отходов и другие проекты зеленой направленности)
5	Секьюритизированные активы по корпоративным займам (<i>Corporate ABS</i>)	Выпуск ценных бумаг в результате сделок секьюритизации корпоративных однородных кредитов, доход от которых зависит от будущих входящих платежей по кредитам. Эмитент передает инвестору кредитный риск	Инструменты, направленные на привлечение финансирования инфраструктурных проектов (генерация энергии ветра, водосбережение, очистка, утилизация отходов, производство низкоуглеродного транспорта, строительство зарядных станций для электромобилей и т. п.). Основные эмитенты с 2016 г. — Freddie&Fannie multifamily
6	Коммерческая бумага, обеспеченная активами (<i>Asset-backed commercial paper, ABCP</i>)	Коммерческая бумага, обеспеченная активами; выпускается финансовым учреждением и представляет собой краткосрочный долговой инвестиционный инструмент (вексель) сроком обращения от 90 до 270 дней. Обеспечение часто состоит из ожидаемых будущих платежей или дебиторской задолженности корпорации (будущие поступления по предоставленным стандартным типовым кредитам)	Инструменты, позволяющие финансировать или рефинансировать дебиторскую задолженность для компаний, трансформирующей свой бизнес в соответствии с концепцией ESG. Программы для производителей электромобилей и гибридов, производителей биоразлагаемых химикатов и энергоэффективного оборудования для зерна. Первый выпуск ABCP провел «Кредит Агриколь» в 2020 г. на сумму 25 млн долл. США в целях обеспечения финансирования выпуска электромобилей (EV) в рамках клиентских автокредитов и лизинговых пулов
7	Обеспеченное кредитное обязательство (<i>Collateralised loan obligations, CLO</i>)	Инструмент привлечения капитала в процессе секьюритизации обеспечен корпоративными кредитами с низким кредитным рейтингом или долговыми обязательствами инвестиционных компаний. Выпускается траншами с разными сроками обращения и уровнем риска (облигации и акции), подходит для рискованных инвестиций. Инвестор в CLO, получая запланированные платежи по долгу из базовых кредитов, принимает на себя большую часть риска в случае дефолта заемщика. CLO предоставляет инвесторам доступ к основному пулу корпоративных кредитов, позволяя им выбирать ценные бумаги в структуре CLO	ESG-подход к инвестициям CLO позволяет оперировать инструментами «светло-зеленых» CLO, генерированных на основе отраслевого негативного скрининга, и «темно-зеленых» CLO, ориентированных на устойчивые инвестиции. Появились в 2018 г., рекордным по выпуску ESG-CLO стал 2021 г.

Источник: составлено автором по [Deutsche Bank, 2020; Simmons & Simmons, 2022; Müller et al., 2022].

ОБЗОР СОСТОЯНИЯ РЫНКА ESG-СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

История ESG-секьюритизации началась в 1998 г., тогда Barclays Bank впервые секьюритизировал целевые кредиты компании E.ON, привлеченные для снижения эмиссии углерода⁹. Первые сделки ESG-секьюритизации были проведены в США в 2014 г., в Европе и Китае в 2016 г. В Европе первая сделка была инициирована компанией Green Storm на сумму 526,2 млн евро, впоследствии размер сделок постоянно возрастал [Deutsche Bank, 2020; AFME, 2022]. С годами центр ESG-секьюритизации закрепился в США, активное развитие в последние годы отмечается в странах Европы и Китае. По состоянию на конец 2022 г. можно выделить три лидирующих центра: США, где на сделки ESG-секьюритизации приходилось более 50% общего зеленого финансирования; Китай, где доля ESG-секьюритизации превысила 11% общего зеленого финансирования; и Европу,

⁹ On course for net zero / E.ON, 2023. URL: <https://www.eon.com/en/about-us/sustainability/reporting.html>.

где доля составила всего 1,4% [EBA, 2022]. Общий объем таких сделок достаточно сложно оценить в силу использования разнообразных методик верификаций и таксономий в разных странах, но очевидно, что 2022 г. стал «провальным», объем сделок значительно сократился по всем регионам, только в Европе — в четыре раза [AFME, 2022]. Это обусловлено общемировыми трендами, в числе которых рост ставок и инфляции, высокая неопределенность в силу геополитической нестабильности. В табл. 2 приведены основные показатели сделок секьюритизации в США и странах Европы¹⁰ в разрезе разных видов секьюритизированных активов в 2021 г. и первой половине 2022 г., а также данные, из которых понятна специфика рынка Европы и США и существенное доминирование США¹¹. Так, наиболее часто сделки проводились по секьюритизации ипотечных кредитов, доля которых в Европе почти 50%, а в США — 80% [Shome S., 2022].

Таблица 2

**Структура сделок секьюритизации,
в т. ч. ESG-секьюритизации в странах Европы и США в 2021 и 2022 гг., млрд евро**

Вид актива	Объем эмиссии в 2021 и 2022 гг.* в Европе	в т. ч. ESG в 2021 и 2022 гг.	Объем эмиссии в 2021 и 2022 гг.* в США	в т. ч. ESG в 2021 и 2022 гг.
ABS	91,1	1,2	390,4	20,6
CDO/CLO	60,8	1,3	252,1	18,7
CMBS	8,8	1,2	-	-
RMBS	147,8	6,2	-	111,0
SME	28,4	0,1	-	-
Corporate (WBS)	4,8	0,4	-	-
Agency MBS	-	-	4082,9	н.д.
Non-Agency CMBS	-	-	142,4	н.д.
Non-Agency RMBS	-	-	243,2	12,7
Всего	341,7	10,4	5111	155,61**

* По состоянию на I полугодие 2022 г.

** В разных источниках дается разная информация о размерах ESG-секьюритизации. Так, в отчете EBA указано, что ее доля в США составляет 1% от всех сделок секьюритизации (т. е. не менее 500 млрд евро по итогам 2021 и 2022 гг.; по данным Fitch и Structured Finance Association, объем сделок ESG-секьюритизации по итогам 2021 и 2022 гг. составил 70 млрд и 100 млрд долл. США соответственно).

Источник: составлено автором на основе [AFME, 2022; Bryan et al., 2022; EBA, 2022].

На рис. 1 показана динамика структуры различных видов ESG-секьюритизированных активов в Европе в период с 2016 по 2023 г.; на протяжении всего анализируемого периода основные доли приходятся на балансовые ABS и RMBS, в 2023 г. проведен ряд сделок с ABS.

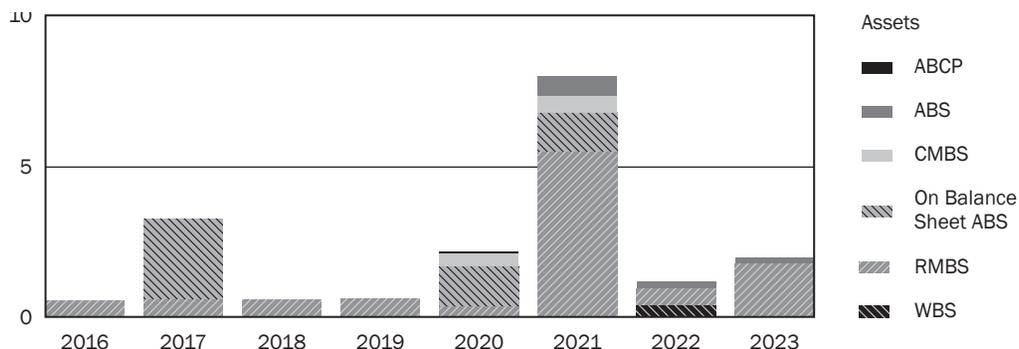
Риски мирового энергетического кризиса 2022 г. определили глубокую трансформацию энергобаланса стран ЕС и стимулировали активизацию рынка ESG-секьюритизации в 2023 г. в целях аккумуляции дополнительных средств на реализацию проектов энергоперехода, что, по мнению регулятора EBA, должно нарастить годовые объемы ESG-секьюритизации до 300 млрд евро к 2030 г. против 8,6 млрд в 2021 г. и 2,3 млрд в 2023 г. [EBA, 2022]. Потенциал ESG-секьюритизации обусловлен высокими потребностями в строительстве и реновации жилого фонда, отвечающего требованиям устойчивости, в строительстве солнечных и ветряных электростанций, в области развития электромобилестроения и проектов утилизации аккумуляторных батарей, а также в создании единой интегративной регуляторной базы стандартов и таксономий стран ЕС [AFME, 2022].

¹⁰ Данные включают Великобританию.

¹¹ Fannie Mae остается ключевым игроком на американском рынке ESG-секьюритизации. Так, к началу 2022 г. объем эмиссии выпущенных ESG RMBS превысил 100 млрд долл. США.

Рисунок 1

**Структура секьюритизированных ESG-активов
в период с 2016 по 2023 г., млрд евро**



Источник: ESG Finance Report Q4 2023 / AFME. URL: <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20ESG%20Finance%20Report%204Q%202023.pdf>.

ESG-секьюритизация, являясь достаточно сложным и дорогим способом трансформации активов, несомненно, имеет свои преимущества, риски и недостатки, большая часть которых свойственна классической секьюритизации. Но помимо традиционных рисков, которые подробно рассмотрены в ряде научных работ, необходимо отметить специфический риск — Greenwashing (зеленый камуфляж). В то же время в некоторых отчетах к числу преимуществ долговых инструментов, выпущенных в результате ESG-секьюритизации, относят сниженный риск Greenwashing по сравнению с «vanilla bond»¹² [Müller et al., 2022]. В таблице сгруппированы основные характеристики рисков, преимуществ и недостатков ESG-секьюритизации.

Таблица 3

Преимущества, риски и недостатки ESG-секьюритизации

Параметр	Характеристика
Преимущества	<ul style="list-style-type: none"> Повышение рентабельности капитала и ликвидности активов Повышение ESG-рейтингов и деловой репутации Новые возможности управления традиционными рисками (кредитный, рыночный, ликвидности) Расширение списка активов, которые могут быть секьюритизированы Усложнение схем проведения за счет включения новых деривативов Гибкие механизмы проведения операций
Риски	<ul style="list-style-type: none"> Риски структуры и потока платежей Правовые риски Риски регулирования Страновые риски Риск дефолтов и досрочного погашения Риск потери деловой репутации Greenwashing (зеленый камуфляж) Риски формирования «отмывочных» схем
Недостатки	<ul style="list-style-type: none"> Сложность оценки качества актива Высокая стоимость проведения операций Низкая прозрачность сделок Сложность проведения процедуры Due diligence Ограничение доступа частных инвесторов в силу высокого порога входа и регуляторных запретов Трудоемкость процесса сбора информации Отсутствие единых подходов и таксономий может стать причиной неоптимальной структуры сделки

Источник: составлено автором на основе [Simmons & Simmons, 2022; Bryan et al., 2022; Müller et al., 2022; Deutsche Bank, 2020; EBA, 2022; AFME, 2022].

¹² Базовая облигация с фиксированными ставкой и датой погашения.

Российская практика развития рынка ESG-секьюритизации

В России сделки секьюритизации проводятся с начала 2000-х гг. и регулируются ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»¹³, с каждым годом объем сделок секьюритизации возрастает, усложняются их модификации. В 2013 г. был расширен список активов, доступных для сделок секьюритизации за счет секьюритизации иных (неипотечных) видов кредитов. Наиболее перспективными и социально значимыми сегментами среди неипотечных активов выделяют: кредиты малым и средним предприятиям (МСП), лизинг, автокредитование и права требования в рамках проектов ГЧП. В настоящее время основные сделки проводятся в виде трансакции по выпуску ИЦБ, основным эмитентом остается «ДОМ.РФ». Объем эмиссии бумаг с поручительством «ДОМ.РФ» в 2022 г. достиг почти 500 млрд руб., а всего за время действия программы было выпущено ИЦБ на сумму свыше 1,7 трлн руб. В то же время доля ИЦБ, находящихся в обращении в общем ипотечном портфеле банков, составляет всего 7%, что на порядок меньше, чем в странах с развитым рынком ипотечной секьюритизации (так, в США эта доля составляет около 70%) [Бельченко, Веролайнен, 2021]. В выпусках преобладают агентские сделки (однотраншевые) с квазигосударственной гарантией («Фабрика ИЦБ» АО «ДОМ.РФ»), при этом растут объемы и количество сделок в сегменте классической многотраншевой секьюритизации (напр., ООО «ИА Титан-5» выпустило ИЦБ, обеспеченные портфелем ипотечных кредитов АО «Банк БЖФ») [Васильев, 2023].

Несмотря на скромные показатели развития рынка секьюритизации и рынка устойчивого финансирования в России, в последние годы в рамках развития ESG-концепции имеются значительные достижения. Формируется нормативно-правовая база для интеграции ESG-принципов в практику компаний и субъектов РФ. основополагающими документами стали: «Стандарты эмиссии и критерии зеленого финансового инструмента»¹⁴, «Зеленые стандарты. Здания многоквартирные жилые «зеленые» (ГОСТ Р 70346-2022)»¹⁵, в процессе разработки находится «Стандарт зеленой ипотеки» («ДОМ.РФ») и др. Необходимо отметить ведущую роль Банка России в создании нормативной и методологической базы для полноценного функционирования системы устойчивого финансирования¹⁶, особый интерес представляет доклад для общественных консультаций «Модельная методология ESG-рейтингов»¹⁷. Большое внимание данным тенденциям уделено в «Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года»¹⁸ и в «Основных направлениях развития финансового рынка РФ» в части «расширения вклада финансового рынка в достижение целей устойчивого развития и ESG-трансформации российского бизнеса»¹⁹. С 2019 г. на Московской бирже успешно функционирует «сектор устойчивого развития», где постоянно расширяется список эмитентов и выпусков ценных бумаг, в т. ч. в рамках ESG-секьюритизации.

¹³ Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Ред. от 22.10.2022. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/.

¹⁴ Постановление Правительства РФ № 1587 от 21.09.2021 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в РФ и требований к системе верификации проектов устойчивого (в т. ч. числе зеленого) развития в РФ».

¹⁵ Национальный стандарт РФ. URL: <https://docs.cntd.ru/document/1200193111>.

¹⁶ Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/84163/press_04102019.pdf.

¹⁷ Модельная методология ESG-рейтингов. Доклад для общественных консультаций. Москва: Банк России. 2023. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf.

¹⁸ Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2022 № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_436693/

¹⁹ Основные направления развития финансового рынка РФ на 2023 год и период 2024 и 2025 годов / Банк России, 2022.

По состоянию на 1 января 2024 г. в обращении находится 33-й выпуск, 19 из которых зеленые, на общую сумму 370 млрд руб. Основу составляют зеленые облигации (230,6 млрд руб.) и облигации сегмента национальных и адаптационных проектов (85 млрд руб.). Основными инвесторами в сектор устойчивого развития остаются кредитные организации (161,2 млрд руб.) и негосударственные пенсионные фонды (70,19 млрд руб.). В целом в период с 01.01.2020 по 01.02.2024 объем бумаг в обращении вырос в 28 раз — с 12,8 млрд до 370 млрд руб. соответственно²⁰. В 2023 г. был запущен сектор устойчивого развития на СПБ Бирже.

Начало истории российской зеленой секьюритизации было положено в 2020 г., когда был проведен ряд инновационных, пионерских сделок. Наибольший интерес представляет выпуск СФО «Русол 1» трех субординированных траншей облигаций общим объемом 5,7 млрд руб., обеспеченных платежами по договорам предоставления мощности солнечных электростанций компании «Солар Системз». Сделка была организована Совкомбанком, получила зеленый статус и стала первой подобной структурной трансакцией на российском рынке [Мурыгин, 2021]. Несомненным лидером на рынке ESG-секьюритизации в России остается «ДОМ.РФ»; так, он провел ряд сделок по выпуску ИЦБ, отвечающих критериям зеленой ипотеки, как важное достижение стоит отметить утвержденную в 2021 г. «Концепцию социальных ипотечных облигаций», в рамках которой уже успешно размещены два выпуска ИЦБ на общую сумму 12,1 млрд руб.²¹ «ДОМ.РФ» пока единственный в РФ проводит секьюритизацию кредитов по социальной ипотеке. В период с начала 2020 г. по первое полугодие 2023-го было реализовано четыре рыночные сделки по выпуску ИЦБ с присвоением им кредитных рейтингов на основе анализа характеристик портфелей обеспечения и структур выпусков.

Основные направления развития ESG-секьюритизации в России

В современных реалиях, несмотря на высокую турбулентность российского финансового рынка, развитие ESG-секьюритизации имеет определенные перспективы.

1. Наиболее развитым сегментом, несомненно, остается ESG-секьюритизация ипотечных кредитов жилой недвижимости (RMBS), именно здесь будет фиксироваться основной рост объемов секьюритизированных активов, в особенности после утверждения стандартов зеленой ипотеки.

2. Запрос на развитие социально ориентированных проектов определяет высокий потенциал социального сегмента секьюритизации в части привлечения средств на предоставление образовательных кредитов и на реализацию социальных проектов на региональном уровне, в особенности в новых субъектах РФ, что может привлечь внимание как институциональных, так и частных инвесторов. Драйвером развития данного направления может стать расширение практики секьюритизации социальной ипотеки «ДОМ.РФ». Формирование региональных программ и расширение списка секьюритизированных активов может стимулировать процесс перераспределения рисков между государственным и частным сектором.

3. Дальнейшая интеграция и развитие ESG-банкинга также будет способствовать более активному включению российских банков в данные практики, при этом есть потенциал развития сегмента green Auto ABS, CMBS²² и секьюритизированных кредитов МСП зеленой и социальной направленности. Направление может быть активизировано за счет

²⁰ Выпущенные на внутреннем рынке долговые ценные бумаги, включенные в сектор устойчивого развития / Банк России, 2024. URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_jtm/sec_st/issue_sector.

²¹ «ДОМ.РФ» выпустит первые в России социальные облигации с ипотечным покрытием. URL: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/media/news/dom-rf-vypustit-pervye-v-rossii-sotsialnye-obligatsii-s-ipotechnym-pokrytiem/>.

²² Секьюритизированные ипотечные займы коммерческой недвижимости.

использования секьюритизации в процессе управления процентным риском, что особенно актуально в период высоких ставок.

4. Развитие цифровых платформ для подготовки и проведения цифровой зеленой секьюритизации также поможет расширить охват розничных инвесторов, тем самым перераспределив капиталы, охлаждая рынок «мусорных» облигаций. Цифровая секьюритизация будет распространяться и на ESG-активы, что позволит существенно снизить инфраструктурные расходы и сроки подготовки сделок и повысить прозрачность их проведения. Так, например, российские аналоги платформы Greeneum²³ могут использоваться и для проведения сделок с ЦФА.

5. Еще одним перспективным направлением может стать использование практики многотраншевой ESG-секьюритизации, что позволит активизировать приток средств НПФ в старшие транши и включение в данный рынок разнообразных ESG-фондов.

ВЫВОДЫ

Исследование показало, что практика ESG-секьюритизации активно интегрируется в процессы управления капиталом в соответствии с целями устойчивого развития, наиболее развитыми центрами являются США, страны Европы и Китай, при этом самые высокие темпы роста фиксируются в странах Азии. В России, несмотря на изоляцию от мировых финансовых рынков и полномасштабную санкционную войну, практика ESG-секьюритизации развивается, охватывая новые направления.

В работе систематизированы основные инструменты ESG-секьюритизации, использование которых позволяет сочетать интерес как эмитентов, так и инвесторов с помощью гибких механизмов управления ликвидностью, дюрацией и рисками. Включение новых игроков уже позитивно отразилось на рынке устойчивых финансов в целом, а развитие рынка ESG-секьюритизации совершенствует структуру сделок, расширяя диапазон используемых деривативов, что позволяет успешно управлять не только кредитным, но и процентным риском. К тому же сделки ESG-секьюритизации способствуют перераспределению рисков между государственным и частным секторами, развивая новые направления.

По сути, можно утверждать, что к началу 2020-х гг. в мире уже создана и функционирует новая финансово-консультационная индустрия оценок, верификаций и различных баз данных в области ESG, которая постоянно развивается, используя самые инновационные как в техническом, так и методологическом аспектах методы и инструменты. В то же время следует отметить, что ESG и тем более ESG-секьюритизация явно не станет панацеей в процессе поиска наиболее перспективных направлений формирования и управления капиталом, но эти направления будут эволюционировать вместе с мировой экономикой и международными финансовыми отношениями.

Список источников

1. Белозеров С. А., Лупырь А. А. Исторические формы и концепции секьюритизации активов // Финансы и кредит. 2013. № 31 (559). С. 69–80.
2. Бельченко Л., Кашицын П. Почему нужно было секьюритизировать ипотеку вчера? / Эксперт РА, 2022. URL: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_cbonds_apr2022/.
3. Бельченко Л., Веролайнен А. Секьюритизация — неиспользованный резерв для роста экономики / Эксперт РА, 2021. URL: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_futurebanking_dec2021/.

²³ Платформа, где возможно заключение сделок с использованием блокчейна с активами устойчивой ESG-направленности. URL: <https://www.greeneum.net/>.

4. Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов. Москва: Волтерс Клувер, 2007. 585 с.
 5. Васильев М. Геополитический разлом / Энциклопедия российской секьюритизации, 2023. С. 10–14. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
 6. Веретенникова О. Б., Мезенцева И. А. Сущность и виды секьюритизации банковских активов // Известия Уральского государственного экономического университета. 2012. № 4 (42). С. 20–24.
 7. Веролайнен А., Кашицын П. Многограншевая секьюритизация: как оценить финансовый результат сделки / Энциклопедия российской секьюритизации, 2023. С. 92–99. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
 8. Володина А. О., Траченко М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 2. С. 59–73. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.
 9. Лопатина С. В. Проблемы механизма секьюритизации и их влияние на экономическую безопасность в Российской Федерации // Инновационное развитие экономики. 2019. № 2 (50). С. 319–331.
 10. Мурыгин А. Опыт секьюритизации бизнеса солнечных станций / Энциклопедия российской секьюритизации, 2021. С. 154–156. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2021.pdf>.
 11. Мински Х. Стабилизируя нестабильную экономику / Пер. с англ. Ю. Каптуревского; науч. ред. И. Розмаинский. Изд-во Института Гайдара, факультет свободных искусств и наук СПбГУ, 2017. 624 с.
 12. Стерник С. Г., Федотова М. А. Цифровые альтернативы секьюритизации активов на рынках недвижимости // Российский экономический интернет-журнал. 2021. № 4. URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/e6c/e6c02ea376638b3abc457a84ae2981fb.pdf>.
 13. Сысоева Е. Ф., Прокопенко С. С. Современное состояние секьюритизированного рынка России / Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России / Сб. статей международной научно-практической конференции. Воронеж: ИПЦ «Научная книга». 2022. С. 26–29.
 14. Acharya V. V., Schnabl P., Suarez G. Securitization without risk transfer // Journal of Financial Economics. 2013. Vol. 107. № 3. P. 515–536.
 15. Ahn J.-H., Breton R. Securitization, competition and monitoring // Journal of Banking and Finance. 2014. Vol. 40. № 1. P. 195–210.
 16. Bryan A., Craig A., Tsybina J. ESG securitisation: accelerating after a slow start / Clifford Chance. March 2022. URL: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2022/04/ESG-Securitisation-accelerating-after-a-slow-start.pdf>.
 17. Craughan J. et al. Talking about a revolution: making ESG securitisations mainstream // Butterworth’s Journal of International Banking and Financial Law. June 2022. URL: https://www.engage.hoganlovells.com/knowledgeservices/news/talking-about-a-revolution-making-esg-securitisations-mainstream_1.
 18. Developing a framework for sustainable securitization / EBA Report. EBA/REP/2022/06.
 19. ESG in securitisation: early days / Deutsche Bank Markets Research, 2020. URL: <https://structuredfinance.org/wp-content/uploads/2020/02/Deutsche-Bank-Markets-Research-ESG-and-Securitization-February-2020.pdf>.
 20. ESG securitization: Taking stock / Simmons & Simmons, 2022. URL: <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cl3acryjv1n6p0a57trvx1sut/esg-securitisation-taking-stock>.
 21. European Green Securitisation Regulatory State of Play. Obstacles to growth and opportunities for leadership / AFME, 2022. URL: https://www.afme.eu/portals/0/dispatchfeaturedimages/afme_esgsecuritisation_2022_07_final-2.pdf.
 22. Global Investor Survey 2022 / PwC. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/global-investor-survey-2022.html>.
 23. Müller I., Nguyen H., Nguyen T. The Color of Corporate Loan Securitization / IWH Discussion Papers № 22/2022. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/265425/1/1818137348.pdf>.
 24. Schwarcz S. L. Securitization Post-Enron (May 2004) // Cardozo Law Review. 2014. Vol. 25. № 5. <https://doi.org/10.2139/ssrn.386601>.
 25. Schwarcz S. L. (2009). The future of securitization // Connecticut Law Review. Vol. 41. № 4. P. 1313–1326.
 26. Segoviano M. et al. Securitization: The Road Ahead / IMF, 2015. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1501.pdf>.
 27. Senarath S. Securitisation and the global financial crisis: can risk retention prevent another crisis? // International Journal of Business and Globalisation. 2017. Vol. 18. P. 153–166. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2017.10001682>.
 28. Shome S. Global Securitisation Markets in 2021: A Robust Year for Structured Finance / Vinod Kothari Consultant, 2022. URL: <https://vinodkothari.com/2022/03/global-securitisation-markets-in-2021-a-robust-year-for-structured-finance/>.
-

References

1. Belozero S.A., Lupyr A.A. (2013). Historical Forms and Concepts of Securitization of Assets. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 31 (559), 69–80 (In Russ.).
2. Belchenko L., Kashitsyn P. (2022). Why Was it Necessary to Securitise Mortgages Yesterday? RA Expert (In Russ.). Available at: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_cbonds_apr2022/.
3. Belchenko L., Verolainen A. (2021). Securitization – an Untapped Reserve for Economic Growth. RA Expert (In Russ.). Available at: https://www.raexpert.ru/press/articles/belchenko_futurebanking_dec2021/.
4. Bar H.P. (2007). Securitization of Assets: Securitization of Financial Assets – an Innovative Technique for Financing Banks / Translation from German by Yu.M. Alekseev, O.M. Ivanov. Moscow: Wolters Kluwer, 2007. 585 p. (In Russ.).
5. Vasiliev M. (2023) Geopolitical Fault. In Encyclopedia of Russian Securitization. 188 p. (In Russ.). Available at: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
6. Veretennikova O.V., Mezentseva I.A. (2012). Essence and Types of Securitization of Banking Assets. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta – Proceedings of the Ural State University of Economics*, 2012, 4 (42), 20–24 (In Russ.).
7. Verolainen A., Kashitsyn P. (2023). Multi-Tranche Securitization: How to Evaluate the Financial Result of a Transaction. In Encyclopedia of Russian securitization, 92–99 (In Russ.). Available at: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2023.pdf>.
8. Volodina A.O., Trachenko M.B. (2023). ESG Investment Profitability in Developed and Emerging Markets with Regard to the Time Horizon. *Financial Journal*, 15 (2), 59–73 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.
9. Lopatina S.V. (2019). Problems of the Securitization Mechanism and Their Impact on Economic Security in the Russian Federation. *Innovatsionnoe razvitiye ekonomiki – Innovative Development of the Economy*. 2 (50), 319–331 (In Russ.).
10. Murygin A. (2021). Experience in Securitization of Solar Power Plants Business. In Encyclopedia of Russian securitization, 154–156 (In Russ.). Available at: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/sec-2021.pdf>.
11. Minsky H.P. (1986). Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press.
12. Sternik S.G., Fedotova M.A. (2021). Digital Alternatives to Asset Securitization in the Real Estate Markets. *Russian Economic Online Journal*, 4 (In Russ.). Available at: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/e6c/e6c02ea376638b3abc457a84ae2981fb.pdf>.
13. Sysoeva E.F., Prokopenko S.S. (2022). The Current State of the Securitized Market in Russia. Theory and Practice of the Functioning of the Financial and Monetary System of Russia: Collection of articles of the international scientific and practical conference. Voronezh: CPI Scientific Book Publ., 26–29 (In Russ.).
14. Acharya V.V., Schnabl P., Suarez G. (2013). Securitization without risk transfer. *Journal of Financial Economics*, 107 (3), 515–536.
15. Ahn J.-H., Breton R. (2014). Securitization, competition and monitoring. *Journal of Banking and Finance*, 40 (1), 195–210.
16. Bryan A., Craig A., Tsybina J. (2022). ESG securitisation: accelerating after a slow start. Clifford Chance, March. Available at: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2022/04/ESG-Securitisation-accelerating-after-a-slow-start.pdf>.
17. Craughan J. et al. (2022). Talking about a revolution: making ESG securitisations mainstream. *Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law*, June. Available at: https://www.engage.hoganlovells.com/knowledgeservices/news/talking-about-a-revolution-making-esg-securitisations-mainstream_1.
18. EBA Report (2022). Developing a framework for sustainable securitisation. EBA/REP/2022/06.
19. Deutsche Bank Markets Research (2020). ESG in securitisation: early days. Available at: <https://structured-finance.org/wp-content/uploads/2020/02/Deutsche-Bank-Markets-Research-ESG-and-Securitization-February-2020.pdf>.
20. Simmons & Simmons, 2022. ESG securitisation Taking stock. Available at: <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cl3acryjv1n6p0a57trvx1sut/esg-securitisation-taking-stock>.
21. AFME (2022). European Green Securitisation Regulatory State of Play. Obstacles to growth and opportunities for leadership. Available at: https://www.afme.eu/portals/0/dispatchfeaturedimages/afme_esgsecuritisation_2022_07_final-2.pdf.
22. PwC (2022). Global Investor Survey 2022. Available at: <https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/global-investor-survey-2022.html>.
23. Müller I., Nguyen H., Nguyen T. (2022). The Color of Corporate Loan Securitization. IWH Discussion Papers No. 22. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/265425/1/1818137348.pdf>.
24. Schwarcz S.L. (2004). Securitization Post-Enron. *Cardozo Law Review*, 25 (5). <https://doi.org/10.2139/ssrn.386601>.
25. Schwarcz S.L. (2009). The future of securitization. *Connecticut Law Review*, 41 (4), 1313–1326.
26. Segoviano M. et al. (2015). Securitization: The Road Ahead. IMF. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1501.pdf>.

27. Senarath S. (2017). Securitisation and the global financial crisis: can risk retention prevent another crisis? *International Journal of Business and Globalisation*, 18, 153–166. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2017.10001682>.
28. Shome S. (2022). Global Securitisation Markets in 2021: A Robust Year for Structured Finance. Vinod Kothari Consultant. Available at: <https://vinodkothari.com/2022/03/global-securitisation-markets-in-2021-a-robust-year-for-structured-finance/>.

Информация об авторе

Наталья Александровна Хуторова, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономической безопасности Института права и национальной безопасности РАНХиГС, г. Москва

Information about the author

Natalya A. Khutorova, Candidate of Economic Sciences, Docent, Associate Professor of the Department of Economic Security, Institute of Law and National Security, RANEPА, Moscow

Статья поступила в редакцию 06.09.2023
Одобрена после рецензирования 20.12.2023
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted September 9, 2023
Approved after reviewing December 20, 2023
Accepted for publication April 5, 2024