

## ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ В СТРАНАХ СЕВЕРНОЙ ЕВРОПЫ: ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ И ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Е. Е. ФРОЛОВА<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup>Юридический институт Российского университета дружбы народов,  
ул. Миклухо-Маклая, 6, 117198, г. Москва, Россия

Климатические и энергетические вызовы, с которыми сталкиваются мировая экономика, политика и общество, свидетельствуют о необходимости внедрения в них государственных экологических программ и формирования системы устойчивого социально ответственного инвестирования. Для установления баланса между экологической стабильностью и экономическим ростом повсеместно осуществляется переход к зеленой экономике, одним из инструментов которой являются зеленые облигации. Страны Северной Европы стоят у истоков рынка зеленых облигаций и сегодня демонстрируют одни из лучших практик его развития путем повышения стандартов зеленого инвестирования и активной роли в международном диалоге в данной сфере. В статье рассматривается опыт таких стран, как Швеция, Финляндия, Норвегия, Дания и Исландия, в развитии и правовом регулировании института зеленых облигаций как наиболее передовой и подходящий для перенимания другими европейскими регионами.

**Ключевые слова:** зеленые облигации; зеленые финансы; зеленая экономика; климат; экология; страны Северной Европы; Швеция; Дания; Финляндия; Норвегия; Исландия.

**Благодарность.** Исследование выполнено при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований в рамках научного проекта № 20-011-00270а.

## GREEN BONDS IN THE NORDIC COUNTRIES: FEATURES OF DEVELOPMENT AND LEGAL REGULATION

E. E. FROLOVA<sup>a</sup>

<sup>a</sup>Law Institute, Peoples' Friendship University of Russia,  
6 Miklukho-Maklay Street, Moscow 117198, Russia

Climate and energy challenges, which the world economy, politics and society are facing, indicate the need to implement state environmental programs and create a system of sustainable socially responsible investment. The green economy is being introduced and developed worldwide to establish a balance between environmental stability and economic growth, one of the tools of which are green bonds. The Nordic countries were at the origin of the green bond market and today demonstrate some of the best practices for its development by raising the standards of green investment and playing an active role in the international dialogue in this area. The article examines the experience of countries such as Sweden, Finland, Norway, Denmark and Iceland in the development and legal regulation of the institute of green bonds as one of the most advanced and able to be taken as a basis in other European regions.

**Keywords:** green bonds; green finance; green economy; climate; ecology; Nordic countries; Sweden; Denmark; Finland; Norway; Iceland.

**Acknowledgements.** The reported study was funded by Russian Foundation for Fundamental Research, project number 20-011-00270а.

### Образец цитирования:

Фролова ЕЕ. Зеленые облигации в странах Северной Европы: особенности развития и правового регулирования. Журнал Белорусского государственного университета. Право. 2020;2:43–48.

### For citation:

Frolova EE. Green bonds in the Nordic countries: features of development and legal regulation. *Journal of the Belarusian State University. Law.* 2020;2:43–48. Russian.

### Автор:

Евгения Евгеньевна Фролова – доктор юридических наук, профессор; заведующий кафедрой гражданского права и процесса и международного частного права.

### Author:

Evgenia E. Frolova, doctor of law, full professor; head of the department of civil and civil procedural law and private international law.  
frolevevg@mail.ru  
<https://orcid.org/0000-0002-1852-0085>

## Введение

Повсеместное применение традиционных общественно-экономических моделей развития вызывает необходимость снижения нагрузки на окружающую среду, о чем свидетельствуют многочисленные кризисы последнего десятилетия, в том числе энергетические, продовольственные, климатические и финансовые, обозначившие необходимость поиска баланса между экологической стабильностью и экономическим ростом посредством формирования зеленой экономики. Одним из ее элементов является система зеленых финансов, включающая, кроме всего прочего, такие механизмы, как зеленые облигации.

Актуальность исследования обусловлена обозначенными энергетическими и климатическими вызовами, с которыми сталкиваются мировая экономика, политика и общество и которые свидетельствуют о необходимости внедрения государственных экологических программ и формирования системы социально ответственного инвестирования. Все это порождает повышенный спрос на изучение практики эффективного внедрения и использования системы зеленых финансовых инструментов стран, занимающих лидирующие позиции в данной области, к которым относятся и государства Северной Европы.

Несмотря на то что большинство стран Северной Европы стояли у истоков рынка зеленых облигаций, а сегодня демонстрируют одни из лучших практик его развития, повсеместно повышая стандарт зеленого инвестирования, и вносят существенный вклад в ведение международного диалога в данной сфере, их опыт остается недостаточно изученным. Большинство отечественных и зарубежных исследований, посвященных вопросам зеленых облигаций, в большей степени ограничиваются изучением опыта таких стран, как США, Китай, Франция и Нидерланды (они возглавляют рейтинг стран по выпуску зеленых облигаций), что приводит к недооценке значимости вклада Северной Европы в развитие соответствующего рынка.

Целью данного исследования является комплексное освещение опыта стран Северной Европы в развитии рынка зеленых облигаций, начиная со времен первой эмиссии, задачей – изучение особенностей развития и правового регулирования в области зеленых облигаций, а также определение тенденций и направлений дальнейшего расширения рынка зеленых облигаций в этом регионе.

## Материалы и методы, теоретические основы исследования

Исследование было проведено при использовании эмпирических методов описания, интерпретации и сравнения, теоретических методов формальной и диалектической логики. Также применялись частнонаучные методы: юридико-догматический и метод толкования правовых норм.

Теоретические основы исследования составляют профильные нормативно-правовые акты, официальные отчеты и статистические данные.

Ключевым термином является понятие зеленые облигации, употребляемое в значении обычного долгового инструмента, при выпуске которого эмитент-заемщик получает от инвесторов – правительства, банков, муниципалитетов или корпораций – фиксированную сумму капитала. Его особенность заключается в том, что привлеченные средства могут быть направлены исключительно на корпоративные потребности, связанные с проектами в области климата, энергетики и экологии, например, с источниками возобновляемой энергии, повышением энергоэффективности, экологически чистым транспортом или низкоуглеродной экономикой и др.

Изначально это понятие именовалось «облигации защиты климата», в дальнейшем – «клима-

тические облигации», а в настоящее время укоренился обобщающий термин «зеленые облигации», не ограничивающийся исключительно климатом, а относящийся к финансированию проектов, направленных на решение экологических проблем в целом. Подобные терминологические изменения были связаны в том числе с необходимостью унификации подходов к идентификации облигаций в качестве зеленых и их относимости к данной категории. С этой целью в 2009 г. была создана некоммерческая международная организация «Инициатива по климатическим облигациям» (*Climate Bonds Initiative, CBI*)<sup>1</sup>, которая сегодня работает исключительно для мобилизации рынка облигаций на сумму 100 трлн долл. США для поиска решений по противодействию изменению климата. Несмотря на то что подходы к определению понятия зеленые финансы разнятся, в рамках CBI зеленые облигации находятся в соответствии с отраслевой систематикой, а их выпуск может быть сертифицирован в соответствии со стандартами «климатических облигаций». Это позволяет установить определенный уровень гарантий, отвечающий первоначальным целям эмиссии зеленых облигаций.

<sup>1</sup>Climate Bonds Initiative [Electronic resource]. URL: <https://www.climatebonds.net/> (date of access: 22.03.2020).

## Результаты и их обсуждение

Впервые зеленые облигации были эмитированы Всемирным банком в 2008 г. На рынке зеленых облигаций в период с 2015 г. можно наблюдать практически двукратный ежегодный прирост. Так, по отчетам CBI, в 2015 г. зеленых облигаций было выпущено на сумму 36,7 млрд долл. США, в 2016 г. – 81,6, в 2017 г. – 155,5, в 2018 г. – 167,3, а в 2019 г. – 257,7 млрд долл. США (т. е. наблюдается семикратный прирост за последние четыре года).

Сегодня страны Северной Европы демонстрируют одни из лучших практик развития зеленого рынка, повышая стандарт зеленого инвестирования и ведения международного диалога в данной сфере. Эмитенты финансового рынка Северной Европы стали игроками рынка зеленых облигаций еще на этапе его зарождения. Большинство активов экологически устойчивой экономики Швеции, Дании, Финляндии и Норвегии финансируются именно с помощью долговых инструментов (займов) посредством зеленых облигаций.

По данным CBI, по итогам 2019 г. Швеция и Финляндия вошли в рейтинг топ-15 стран по выпуску зеленых облигаций, заняв 6-е и 14-е места соответственно. По сравнению с показателями 2018 г. Швеция сохранила свои позиции, а Финляндия улучшила их (несмотря на то что впервые выпустила зеленые облигации только в 2016 г.), поднявшись с 20-го места в рейтинге. В том же году Норвегия и Дания заняли 16-е и 17-е места соответственно. Исландия не вошла в рейтинг 20 ведущих стран по выпуску маркированных зеленых облигаций, что может объясняться недавним выходом на рынок (2018). По средним подсчетам на долю стран Северной Европы приходится около 7 % мирового объема выпуска зеленых облигаций и около 19 % общеевропейского.

Страны Северной Европы в числе первых выпустили зеленые облигации. Скандинавский инвестиционный банк (*Nordic Investment Bank*, NIB), принадлежащий скандинавским и балтийским государствам, и норвежский государственный банк (*Kommunalbanken*, KBN) начали выпуск зеленых облигаций в 2010 г. С тех пор NIB выпустил облигаций в общей сложности на сумму более 3 млрд евро, что сделало его крупнейшим эмитентом данного региона. Кроме того, высокий уровень стандартов и активность развития позволили Фондовой бирже Осло (*Oslo Børs*) в январе 2015 г. стать на тот момент единственной в мире биржей с собственным списком зеленых облигаций.

Первые корпоративные зеленые облигации были выпущены в Швеции в 2013 г., а впоследствии, в 2016 г., в Швеции был создан специализированный на корпоративных среднесрочных облигациях (*Green MTN*) холдинг компании *Fabege*,

занимающийся развитием городских кварталов и коммерческой собственности. Государство активно поддерживает инвестирование в строительные компании, поощряя строительство низкоуглеродных зданий. Данная политика вывела Швецию на третье место в мире (после США и Франции) в сфере энергоэффективности и низкоуглеродного строительства.

Органы местного самоуправления стран Северной Европы также активно выпускают зеленые облигации. Швеция демонстрирует самый успешный пример, занимая второе место (после Франции) в европейском рейтинге по выпуску среди эмитентов данного вида: на ее долю приходится более 40 % европейского выпуска. Первые городские зеленые облигации увидели свет в Швеции в 2013 г. (Гётеборг был первым городом-эмитентом во всем мире). При этом зеленые облигации, эмитируемые шведскими органами местного самоуправления, соответствуют требованиям Лондонской фондовой биржи и котируются на ней. Передовые позиции органов местного самоуправления стран Северной Европы позволили им в 2017 г. первыми опубликовать руководство для национальных организаций в общественном секторе для представления информации о воздействии зеленых облигаций.

На территории стран Северной Европы также существуют финансовые учреждения, которые в большей степени специализируются на финансировании государственного сектора. Основными из них являются *Kommunalbanken* (Норвегия), *Kommuninvest i Sverige* (Швеция), *MuniFin* (Финляндия) и *KommuneKredit* (Дания). По данным CBI, на эти специализированные финансовые учреждения приходится выпуск более 23 % зеленых облигаций (на сумму более 4,5 млрд евро) общего объема выпуска в странах Северной Европы, который составляет более 19,2 млрд евро.

Анализ рынка зеленых облигаций каждой из стран Северной Европы выявляет ряд национальных особенностей. У Швеции самый большой рынок корпоративных зеленых облигаций и эмитируемых органами местного самоуправления зеленых облигаций. Рынок корпоративных и суверенных эмитентов зеленых облигаций Дании занимает второе место после Швеции, но в стране существенно менее развит муниципальный выпуск. В Норвегии по выпуску зеленых облигаций лидируют муниципалитеты, города и ипотечные компании, однако при общих объемах рынка ипотечного кредитования Норвегии (на его долю приходится более 40 % всех находящихся в обращении облигаций) количество выпускаемых зеленых облигаций является незначительным. Для Финляндии рынок

зеленых облигаций относительно новый (с 2016 г.) и в большей степени развит на уровне банковской сферы и сферы недвижимости. Эмитенты Исландии впервые вышли на рынок зеленых облигаций только в первом квартале 2018 г., поэтому здесь развита преимущественно энергетическая область.

Характерным для стран Северной Европы в целом является преобладание выпуска зеленых облигаций представителями государственного сектора – на их долю приходится около половины всего объема. К представителям государственного сектора можно отнести три ключевых категории субъектов: органы местного самоуправления (муниципалитеты, города, округа, регионы), муниципальные компании и государственные предприятия, учреждения, финансирующие государственный сектор. Выпуск зеленых облигаций в государственном секторе в большей степени ориентирован на такие сферы, как возобновляемые источники энергии, низкоуглеродный транспорт, низкоуглеродное строительство и энергоэффективность.

Ключевыми положительными особенностями проводимой политики стран Северной Европы в области зеленой экономики являются нацеленность на устойчивое развитие и социальная ориентация в вопросах предоставления общественных благ. Для этого в странах Северной Европы используются (комплексно или выборочно) следующие инструменты (в том числе и в области правового регулирования):

- публикация аналитических записок и стратегий, устанавливающих приоритетные направления развития в области энергетики и климата (например, данную работу проводит Ассоциация органов местного самоуправления и регионов Швеции);
- внедрение руководящих принципов по борьбе с проблемой изменения климата в различных отраслях (в частности, соответствующая поправка была сделана в 2009 г. к Закону Норвегии о планировании и строительстве, а позднее, в 2017 г., были дополнительно ужесточены строительные нормы в части требований к энергоэффективности);
- разработка профильных руководств, содержащих не только ограничительные, но и государственные меры поддержки представителей регулируемой отрасли (например, в 2017 г. Министерство окружающей среды Финляндии опубликовало руководство для низкоуглеродных общественных зданий и анализа жизненного цикла (*Green public building procurement guide*), в котором предусмотрены меры по поддержке устойчивого строительства);

- составление планов в области энергетики и климата в рамках годовых бюджетов, в том числе на уровне муниципальной и региональной власти;

- принимаются профильные нормативные правовые акты (например, Закон Швеции «О климате», вступивший в силу 1 января 2018 г.), в которых среди прочего закрепляются и вышеуказанные обязательства государства в области климата (так, в Законе Швеции «О климате» установлено, что правительство должно ежегодно включать в проект бюджета климатический отчет и раз в четыре года составлять план действий в области климатической политики, чтобы описать, как должны быть достигнуты цели в области климата);

- публикация отчетности о воздействии зеленых облигаций в разных секторах, которая становится практическим руководством для эмитентов (например, такая общая аналитическая записка была опубликована в октябре 2017 г. эмитентами государственного сектора Швеции, Финляндии, Норвегии и Дании);

- уменьшение объемов инвестирования (вплоть до полного отказа от инвестирования) в компании, не соблюдающие экологические стандарты, а также в использование «неэкологичных» видов источников энергии (например, за последние годы Фонд национального благосостояния Норвегии принял решение об отказе от инвестиций в размере более 1 трлн долл. США в ископаемые виды топлива; Государственный пенсионный фонд Швеции AP7 регулярно продает свои инвестиции в энергетических компаниях, нарушающих Парижское соглашение по климату)<sup>2</sup>;

- использование системы внешних проверок (так, на норвежский Центр международных исследований климата и окружающей среды (*Centre for International Climate and Environmental Research*) приходится наибольшая доля рынка внешней оценки зеленых облигаций – более 70 %, что выражается в более 2500 выданных заключений за период с первого выпуска зеленых облигаций Всемирного банка в 2008 г.).

Сегодня политика стран Северной Европы в области зеленых финансов неоднородно развита в различных областях и обладает большим потенциалом по дальнейшему росту и распространению. Как уже отмечалось, наиболее развиты с точки зрения зеленого инвестирования такие отрасли, как низкоуглеродное строительство и финансирование возобновляемых источников энергии [1, с. 26–33]. В меньшей степени выпуск зеленых облигаций производится в сферах низкоуглеродного транспорта и устойчивого землепользования [2, с. 2379–2390]. Однако данные сектора

<sup>2</sup>Paris Agreement under the United Nations Framework Convention on Climate Change [Electronic resource]. URL: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> (date of access: 22.04.2020).

имеют потенциал существенного роста. Об этом, например, свидетельствует включение в государственные бюджеты Норвегии и Дании планов по инвестированию в развитие железнодорожного строительства, которое потенциально может финансироваться посредством зеленых облигаций. Зеленый рост в области землепользования может быть обеспечен в первую очередь за счет проводимой политики Швеции, в экономическом секто-

ре которой лесное хозяйство играет важную роль и потенциально благоприятно для финансирования путем выпуска зеленых облигаций. Кроме того, наблюдается ежегодный рост зеленого инвестирования в такие сферы, как жилищный сектор, производство энергии, централизованное теплоснабжение, очистка воды и сточных вод, переработка отходов и адаптация к изменению климата.

### Заключение

Так называемая скандинавская модель развития строится на принципе децентрализации и сотрудничестве между регионами и муниципалитетами в целях устойчивого и социально сплоченного управления и предоставления общественных благ. В части стран основная финансовая ответственность возложена на местные и региональные власти (например, в Дании, Финляндии и Швеции), в других странах превалирует активное участие государства вследствие сохранения за ним фискальных полномочий (например, в Норвегии). В связи с этим для первых стран характерно то, что услуги в сфере здравоохранения, образования, жилищного строительства, производства энергии и отопления предоставляются местными органами власти или муниципальными компаниями, а для вторых ключевую роль играют государственные предприятия из-за преобладания государственных форм собственности, что характерно и для Финляндии.

Подобная скандинавская модель влияет и на рынок зеленых облигаций, где формируется идея необходимости повсеместного сотрудничества для устойчивого социального развития. В связи с этим рынок зеленых облигаций стран Северной Европы можно охарактеризовать как рынок с большим числом небольших и повторных эмитентов, которые в совокупности оказывают большое влияние на проведение политики в области энергетики, климата и экологии, в результате чего страны Северной Европы находятся на передовых позициях на рынке зеленых облигаций, являясь новаторами во многих областях.

Цель по формированию устойчивого развития в данной области поддерживается и посредством

закрепления целевых показателей устойчивости в бюджетах органов государственного управления всех уровней и в ключевых профильных нормативных правовых актах, стандартах и стратегиях долгосрочного развития. Это, в свою очередь, способствует эффективному и последовательному планированию, а также из-за прозрачности и надежности программ обеспечивает инвестиционную поддержку инициатив в сфере энергетики, климата и экологии. Участие в данных программах идет на пользу не только достижению общей цели в области зеленой экономики, но и плодотворно влияет на компании, стремящиеся к укреплению своих позиций на рынке, так как это свидетельствует об их экологической и социальной ответственности, а также стремлении к устойчивому долгосрочному развитию, что делает их более надежными, перспективными и привлекательными в глазах потенциальных инвесторов, клиентов и государственной власти. Об этом говорит и готовность компаний-эмитентов на прохождение внешних проверок, и регулярное предоставление отчетности, что, в свою очередь, способствует установлению более высоких стандартов для рынка зеленых облигаций в целом.

Совокупность описанных факторов и тенденций позволяет сделать вывод о том, что страны Северной Европы в будущем не только не сдадут свои позиции в области зеленого финансирования посредством зеленых облигаций, но и укрепят их. Опыт таких стран, как Швеция, Финляндия, Норвегия и Дания может считаться передовым и братья за основу в рамках развития данного рынка в других европейских регионах [3, с. 61–67].

### Библиографические ссылки

1. Клеандров МИ. О векторе развития правового обеспечения «зеленых» финансов «зеленой» энергетики. *Правовой энергетический форум*. 2020;1:26–33.
2. Dudin MN, Frolova EE, Artemeva YuA, Bezbakh VV, Shakirov SSh. Business entities within the agro-industrial sector and present-day trends in «green» logistics in a climate of transformation of the world economy. *International Journal of Economic Research*. 2016;13(6):2379–2390.
3. Ермакова ЕП. Новые законы Франции об окружающей среде и изменении климата 2019 и 2020 гг. *Евразийский юридический журнал*. 2020;2:61–67.

### References

1. Kleandrov MI. On the development «green» finance, vector of legal regulation in «green» energy. *Energy Law Forum*. 2020;1:26–33. Russian.
2. Dudin MN, Frolova EE, Artemeva YuA, Bezbakh VV, Shakirov SSh. Business entities within the agro-industrial sector and present-day trends in «green» logistics in a climate of transformation of the world economy. *International Journal of Economic Research*. 2016;13(6):2379–2390.
3. Ermakova EP. New laws of France on the environment and climate change in 2019 and 2020. *Evrasiiskii yuridicheskii zhurnal*. 2020;2:61–67. Russian.

Статья поступила в редколлегию 29.04.2020.  
Received by editorial board 29.04.2020.