

مستقبل التمويل أكثر اخضراراً

السندات الخضراء تنطوي على دروس في التمويل المستدام أفسانه بيشلوس ومينا مشايخي

لمشروعات السندات الخضراء بالشفافية، وإمكانية التحقق منه، وقابليته للقياس، والتزامه بالمعايير الدولية.

وكان البنك الدولي منذ البداية قد وضع نموذجاً صارماً وشفافاً للتحقق من المسائل المتعلقة بسنداته الخضراء. وقد نشأت عدة أطر قوية ومؤثرة لكي يسترشد بها المستثمرون وجهات الإصدار. ونشرت «مبادرة سندات المناخ»، التي انطلقت في عام ٢٠١٠، نظام معايير واعتماد سندات المناخ في نفس العام. ويذكر «اتحاد أسواق القروض» (LMA) أن «رابطة أسواق رأس المال الدولية» (ICMA)، التي تأسست في عام ١٩٦٩ للمساعدة على إرشاد سوق اليوروبوند الناشئة، حققت توسعاً تدريجياً في نطاق عملها ليشمل مجموعة من مبادئ القروض الخضراء في عام ٢٠١٤. ويكتسب كلا الإطارين الطوعيين سلطاتهما عن طريق تشكيل أفرقة من كبار العلماء والقادة لوضع معايير صارمة وتشجيع استخدامها، ومن خلال الفوز بتأييد عدد كافٍ من المستثمرين وجهات الإصدار. ورغم منافسة المعايير الوطنية وعدم وجود آليات امتثال قوية لإصدار السندات، فقد عكف كل من اتحاد أسواق القروض ورابطة أسواق رأس المال الدولية على عرض معظم القضايا المتعلقة بالسندات الخضراء وفق مقياس واضح، وعلى ضمان تحقيق المشروعات نتائج ذات أهمية نسبية.

ولا شك أنه ينبغي التحقق من الامتثال للمعايير، كتلك المعايير التي وضعها اتحاد أسواق القروض ورابطة أسواق رأس المال الدولية. فالحوافز الداخلية التي يقدمها أصحاب الأصول غير كافية. وقد قامت شركات رائدة، مثل شركة CICERO وشركة Sustainalytics، بإجراء مراجعات خارجية لأكثر من ٨٨٪ من الخمسة آلاف سند التي تصنفها «مبادرة سندات المناخ» كسندات خضراء. ويعني هذا التصنيف أن ٩٥٪ على الأقل من عائداتها تذهب إلى الاستخدامات البيئية وأن المجالات التي لم تخضع للأبحاث الكافية، والتي تكون موضع جدل، يتم استبعادها. وهذه المراجعات، إلى جانب التحقق المسبق من جهات الإصدار التي ينصب تركيزها على البيئة، تضمنت أن الأصول الضامنة للسندات التي تستوفي الحد الأدنى لشروط «رابطة أسواق رأس المال الدولية» و«مبادرة سندات المناخ» هي بالفعل خضراء — إلى جانب معظم الأموال المستثمرة في هذه السندات.

أطراف مريية

لكن هذا لم يمنع دخول أطراف مريية إلى هذه السوق. فمن مشروعات «الفحم النظيف» في الصين إلى السندات التي باعها شركة النفط الإسبانية «رييسول»، قام مصدر السندات بتشويش أوطس الخطوط بين المشروعات المستدامة وغير المستدامة. وقد

مهتد السندات الخضراء، التي أصدرها البنك الدولي وبنك الاستثمار الأوروبي منذ أكثر من عقد مضى، الطريق للاستثمارات التي يمكن أن تصل إلى تريليونات الدولارات في المشروعات المرتبطة بالمناخ، ومنها مشروعات الطاقة المتجددة، وكفاءة استخدام الطاقة، وحماية النظام البيئي وإصلاحه.

وينطوي دور هذه السندات المحوري والأساسي على دروس وعبر للمجتمع العالمي في ظل توسعه في استخدام التمويل المستدام بإلحاح غير مسبوق في مجالات متنوعة، كالتزامات القروض المضمونة المعقدة، وضمانات القروض والعملات المحلية، والدين الثانوي.

وكان التحدي المبدئي أصعب كثيراً من مجرد إنشاء نموذج نمطي للسندات يرتبط بالأثر البيئي؛ إذ تمثل في إنشاء فئة جديدة من الأوراق المالية التي تتسم بموثوقيتها وإمكانية محاسبتها فضلاً على جاذبيتها للمؤسسات الاستثمارية والمنظمات المعنية بالبيئة على حد سواء.

وفي حدود هذه الأبعاد، كان النجاح بلا شك حليف مؤسسي حركة السندات الخضراء. فقد أفادت «مبادرة سندات المناخ» في تقريرها لعام ٢٠١٨ أن عشرات المؤسسات والحكومات أصدرت سندات خضراء بأكثر من ٥٢١ مليار دولار في الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٨. وفي النصف الأول فقط من ٢٠١٩ تجاوز حجم إصدارات السندات الخضراء المعتمدة حول العالم ١٠٠ مليار دولار، وتشير التنبؤات إلى أنه سيصل إلى ٢٥٠ مليار دولار عن العام بأكمله، وفقاً لما جاء في تقرير *Environment + Energy Leader*. وتفيد تقديرات مبادرة سندات المناخ بأن أكثر من ٥ آلاف من إصدارات السندات الخضراء ستطرح في الأسواق بنهاية ٢٠١٩. لذا، لا شك أن سوق السندات الخضراء أثبتت تمتعها بالصلابة والقدرة على الاستمرار والتوسع أمام مجموعة متنوعة من المتعاملين في الأسواق حول العالم.

ويقول «كينيث لاي» المدير العام الأول في شركة روك كريك، الذي قاد فرقة العمل التي أنشأت أول سندات خضراء أثناء توليه منصب أمين الخزانة في البنك الدولي، إن تجنب عائدات إصدارات السندات من أجل مشروعات محددة متعلقة بالمناخ والبيئة كان بمثابة تغيير كبير «كان ينطوي على إمكانات جذب المستثمرين الجدد المؤيدين للاستثمار المؤثر وزيادة الحوافز داخل البنك للتركيز على هذه السلع العامة الرئيسية».

ويقول كذلك إن «تلك الإمكانيات بدأت تتحقق الآن، ربما ليس بالسرعة التي نتمناها، ولكن التقدم كان كبيراً على مدار عقد منذ ذلك الحين».

وكان التحدي الرئيسي الآخر، الذي سيظل يؤثر سلباً على كل أشكال التمويل المستدام، هو ضمان أن يتسم الأثر البيئي

أن يقبل المستثمرون عائداً منخفضاً على السندات الخضراء من جهة إصدار معينة مقارنة بالعائدات التي تقدمها نفس الجهة على السندات «البنية»؟ وهل ينبغي أن تتوقع جهات الإصدار تكاليف تمويل أقل — أي ما يعرف باسم «علاوة المخاطر الخضراء»؟ وهل ينبغي لها قبول معدلات عائد داخلية منخفضة على حصص الملكية الخاصة أو استثمارات البنية التحتية الخضراء؟ وفي كثير من الحالات، جاءت الاستجابة الأولية من أمعاء الاستثمار بالرغم من، لكن هذا الوضع أخذ في التغير. فهناك جهود هائلة تُبذل في الوقت الحالي لتحسين التقدير الكمي للمخاطر والعائدات طويلة الأجل المقترنة بالمناخ، وبأهداف التنمية المستدامة التي وضعتها الأمم المتحدة، مقارنة بالأرباح قصيرة الأجل. وبدأ التقدم المحرز يظهر للعيان.

ربما يشهد التمويل المستدام في الوقت الحالي عصراً ذهبياً من الابتكار.

وهذا النوع من التحليل يتميز بمستواه المتقدم في سوق السندات الخضراء، مما يرجع جزئياً لحجمه وشفافيته النسبية. وفي حين أن كثيراً من السندات الأخرى في سوق السندات المصنفة الأوسع نطاقاً يفتقر للنضج والحجم بما يتيح دراسته دراسة متعمقة، فإن سوق السندات الخضراء (وإن كانت صغيرة تماماً مقارنة بالأسواق العالمية) توفر مجموعات من البيانات الغنية نسبياً لإجراء التحليل. ومع ذلك، هناك دراسات مثيرة للاهتمام بدأت تظهر من البيانات المتاحة من القطاعين العام والخاص: ففي حالة تلو الأخرى، نجد أن السندات الخضراء أفضل حالاً من نظيراتها البنوية من حيث السعر والسيولة والأداء. ورغم أن النتائج المؤكدة لا تزال بعيدة المنال، يبدو أن المستثمرين قادرين على الاستثمار في السندات الخضراء دون التأثير سلباً على أداء محافظاتهم الاستثمارية، وهناك احتمالات بتجاوز التوقعات بمرور الوقت مع إثبات الأصول المقاومة لتغير المناخ أنها تنطوي على مخاطر أقل وإمكانية تحقيق عائدات أفضل. والانعكاسات واضحة. ولا بد أن تتوخى المؤسسات الاستثمارية الحصافة في سعيها لتخصيص مبالغ أكبر من رؤوس أموالها للتمويل الأخضر. ولا بد للمستثمرين وأصحاب الأصول في المشروعات طويلة الأجل والمستدامة من الإصرار على إجراء تحليلات صارمة ووضع مستوى حدي مرتفع للمشاركة المؤسسية. وفي هذا الشأن فإنهم سيحتاجون لاستشاريين ومديرين من المتمرسين ذوي الخبرة الذين يتمتعون بالفطنة. **FD**

أسفانه بيشلوس هي المؤسس والمدير التنفيذي لشركة روك كريك العالمية لإدارة الأصول. وكانت قبل ذلك تشغل منصب مدير الخزنة ومسؤول الاستثمارات الأول في البنك الدولي. **ميناً مشايخي** هي استشاري أول في شركة روك كريك. وقبل ذلك قادت مفاوضات رفيعة المستوى حول التجارة وقابلية الاستدامة في مؤتمر الأمم المتحدة حول التجارة والتنمية.

أدى رد الفعل المناهض لمثل هذه المشروعات إلى إثارة جدل أكثر عنفاً بشأن ضرورة وضع تعريفات أكثر دقة لأنواع الاستثمارات التي تساهم في إمكانية استدامة الأوضاع وحجم تلك المساهمة. ويمكن للمستثمرين الذين يلتزمون بالمبادئ التوجيهية التي وضعتها «رابطة أسواق رأس المال الدولية» و«مبادرة سندات المناخ» أن يكونوا على ثقة بأنهم يدعمون البنية التحتية منخفضة الانبعاثات الكربونية والخفض الجذري للانبعاثات — ربما على نحو مفرط. ولتلافي الدخول في المجادلات، مثلاً، فإن اعتماد السندات وفق أعلى معايير مبادرة سندات المناخ سوف يحددها في المجالات ذات الصلة بالمناخ والقابلة للاستثمار كالطاقة النووية، وفي قضايا مثل السفر الجوي، الذي يساهم بنسبة قدرها ٢٪ من كثافة انبعاثات الكربون عالمياً — وتترايد. وبالإضافة إلى ذلك، فإن التحليل المنهجي حسب كل قطاع على حدة يستغرق وقتاً طويلاً. فلم تبحث الهيئات المعنية في الآونة الأخيرة إلا في وضع أطر لصناعات مثل الأسمنت والصلب، والتي تشكل مجتمعة من ١٥٪ إلى ١٧٪ من انبعاثات ثاني أكسيد الكربون العالمية، لكنها ضرورية لبناء البنية التحتية للتحويل من «الاقتصاد البني إلى الأخضر» والتكيف مع تغير المناخ، وذلك مثلاً من خلال إنشاء محطات شحن السيارات الكهربائية ومصدات الفيضانات في المناطق المنخفضة.

غير أن سرعة نمو السندات الخضراء ودرجة تعقيدها وتنوعها، وكذلك الاستثمارات الخضراء التي ظهرت بعدها، قد تشكل أكبر تحدٍّ أمام التمويل المستدام. وتشير تقديرات «ائتلاف الاستثمار العالمي المستدام» إلى أن أصولاً مؤسسية قيمتها ٣٠,٧ تريليون دولار من أنحاء العالم تم استثمارها في منتجات مستدامة؛ أو منتجات تركز على الجوانب البيئية والاجتماعية والمعنية بالحوكمة؛ أو منتجات خضراء في ست أسواق رئيسية — هي أستراليا وكندا وأوروبا واليابان ونيوزيلندا والولايات المتحدة — في بداية عام ٢٠١٨. وذلك بزيادة قدرها ٣٤٪ منذ عام ٢٠١٦. أما «السندات الزرقاء»، حسب تعريف البنك الدولي، فتمول مشروعات إصلاح السواحل، والتنوع البيولوجي البحري، ومسايد الأسماك المستدامة، والسيطرة على التلوث. وتستهدف «سندات العمل الإنساني» المشروعات المتعلقة بالأمراض الجائحة والهجرة. وفي الوقت ذاته، نشأت جهات إصدار سندات متخصصة، مثل «مرفق التمويل الدولي للتخصيص» (IFFIm). كذلك نجد أن كثيراً من المنظمات التي ترصد التمويل الأخضر تتبع المجموعة الأوسع من السندات المعروفة باسم سندات الأثر المصنف، ولها سوق مجمعة بلغت قيمتها التقديرية ١,٤٥ تريليون دولار في ٢٠١٨.

وربما يشهد التمويل المستدام في الوقت الحالي عصراً ذهبياً من الابتكار. فهناك أوراق مالية وهيكل استثمارية جديدة تنشأ مع كل عام يمر. لكن السؤال الذي يطرح نفسه هو ما إذا كان مثل هذا الابتكار يدعم سوقاً تتسم مخاطرها ومعدلات عائداتها بالشفافية الكاملة وإمكانية مقارنتها وسهولة الحصول عليها بطرق يمكن تنقيدها بانتظام. فإيجاد التوليفة المثلى من المخاطر والعائد هي المعضلة المتفشية والعويصة التي تواجه الذين يستثمرون في التمويل الأخضر. فهل ينبغي