

Устойчивое развитие

Формирование долгосрочного доверия в рамках устойчивых финансов

Юрий Алексеевич Данилов

ORCID 0000-0002-0005-651X

Кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник экономического факультета,
Московский государственный университет им. М. В. Ломоносова
(119991, Москва, Ленинские Горы, 1, стр. 46)
E-mail: ydanilov@rambler.ru

Аннотация

Статья посвящена рассмотрению основных механизмов формирования долгосрочного доверия, необходимого для ответственных инвестиций, и создания долгосрочной стоимости как основной цели корпораций в рамках концепции устойчивых финансов. Создание этих механизмов осуществляется в тесном сотрудничестве международными финансовыми организациями и участниками рынка. С учетом актуальности систематизации имеющихся знаний об устойчивом финансировании, в том числе в части механизмов формирования долгосрочного доверия, в настоящей статье анализируются процессы разработки стандартов раскрытия нефинансовой информации корпорациями; создания таксономий устойчивой деятельности и их внедрения в практику функционирования финансовых рынков; возникновения института верификации деятельности корпораций на предмет соответствия таксономиям устойчивой деятельности; разработки и использования рейтингов ESG в ответственном инвестировании. Основным исследовательским методом стал анализ документов международных, в том числе финансовых, организаций, ассоциаций участников финансового рынка, объединений крупного бизнеса, институтов развития и рейтинговых агентств. Показаны проблемные сферы формируемых механизмов, прежде всего в части раскрытия нефинансовой информации и разработки рейтингов ESG, приведены рекомендации международных финансовых организаций по преодолению выявленных проблем. Формирование стандартов раскрытия нефинансовой информации и обеспечения ее достоверности, необходимых для устойчивого инвестирования, происходит стремительно. Предлагаемая статья может быть полезна для получения информации о внедрении элементов устойчивых финансов в практику функционирования корпораций и финансовых рынков для специалистов в различных областях науки и бизнеса. Информация, содержащаяся в статье, может использоваться при разработке стратегических документов экономической политики в области устойчивого развития.

Ключевые слова: нефинансовая отчетность, метрики устойчивого развития, таксономия, верификация, рейтинги ESG.

JEL: F53, G24, G39.

Sustainable Development

Building Long-Term Trust in Sustainable Finance

Yuri A. Danilov

ORCID 0000-0002-0005-651X

Cand. Sci. (Econ.), Lead Researcher, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University,^a
e-mail: ydanilov@rambler.ru

^a 1, str. 46, Leninskie Gory, Moscow, 119991, Russian Federation

Abstract

The article considers the main techniques for establishing the kind of long-term trust that is necessary for making responsible investments that are consistent with the principles of sustainable development and that will produce the long-term value which is the main goal of corporations participating in sustainable finance. The creation of such techniques is being carried out in close cooperation with international financial organizations and market participants. In order to make current thinking about sustainable financing more systematic, especially as it applies to building long-term trust, the author has concentrated on providing useful descriptions. The article describes the current progress toward standards for the disclosure of non-financial information by corporations; creation of taxonomies for sustainable activities and their application in financial markets; introduction of verification that corporate activities comply with the taxonomies for sustainable activities; and the development and use of ESG ratings in responsible investment. The main research method is analysis of documents of international (including financial) organizations, associations of financial market participants, large business associations, development institutions, and rating agencies. The problematic areas of the mechanisms being constructed are identified (primarily with respect to disclosure of non-financial information and the development of ESG ratings), and the article provides recommendations from international financial organizations on how to overcome the problems identified. The process of developing standards for disclosure of non-financial information and ensuring its reliability, both of which are necessary for sustainable investment, is proceeding rapidly. The article is addressed to a wide variety of readers, who should find it useful for learning how sustainable finance principles are being put into practice by corporations and financial markets. The information in this article can be used for developing strategic economic policy where it intersects with sustainable development.

Keywords: non-financial reporting, sustainable development metrics, taxonomy, verification, ESG ratings.

JEL: F53, G24, G39.

Введение

Необходимость обеспечивать долгосрочное доверие в рамках модели устойчивого развития в целом и концепции устойчивых финансов в частности проистекает из представления о создании долгосрочной стоимости как основной цели корпоративного развития модели устойчивого развития [Schoenmaker, Schramade, 2019]. Долгосрочность инвестиций вместе с созданием долгосрочной стоимости является одним из четырех основных элементов теоретической конструкции устойчивых финансов [Данилов, 2021b]. Оливер Харт и Луиджи Зингалес подчеркивают принципиальное различие между акционерной стоимостью, которая должна максимизироваться в рамках традиционной парадигмы финансов, и благосостоянием стейкхолдеров, которое с точки зрения парадигмы устойчивых финансов учитывает социальные и экологические экстерналии, обеспечивая максимальный рост не только прибыли (называемой в новой парадигме финансовой прибылью), но и социальных и экологических эффектов [Hart, Zingales, 2017].

Модификация целей корпоративного развития при переходе к модели устойчивого развития может быть описана с трех разных точек зрения, отражающих различные аспекты одного и того же процесса:

- на смену кратко- и среднесрочным целям развития приходит цель создания долгосрочной стоимости (long-term value creation);
- на смену целевой функции максимизации финансовой прибыли и/или капитализации корпорации приходит целевая функция максимизации интегральной стоимости, при которой создание новой стоимости любой категории (финансовой, экологической или социальной) не должно разрушать стоимость других категорий;
- в структуре целей корпоративного развития на смену набору целей, отражающих интересы акционеров корпорации, приходит комплекс целей, отражающих интересы всех заинтересованных сторон (стейкхолдеров).

Данная модификация означает переход от акционерной модели корпорации к стейкхолдерской, которая предполагает, что менеджеры должны балансировать интересы всех стейкхолдеров, включая финансовых агентов (акционеров и держателей долгов), а также социальных (потребителей, работников, поставщиков). Компании, работающие в рамках такой модели, стремятся создать

оптимальную общественную ценность, что требует учета различных интересов. Современная интерпретация стейкхолдерской модели учитывает интересы не только нынешних стейкхолдеров, но и будущих поколений. Таким образом, социальные и экологические эффекты могут быть полностью включены в модель с такой интерпретацией [Schramade et al., 2022].

Переход к стейкхолдерской модели корпорации рассматривается большинством исследователей как фундаментальное изменение существующей хозяйственной системы, позволяющее говорить о смене типа капитализма. Утверждается, что стейкхолдерский капитализм устраняет многие из недостатков современных типов капитализма (акционерного и государственного), и поэтому является экономической системой, которую следует внедрить [Schwab, Vanham, 2021].

Специфика ESG (Environment, Social, Government — проблемы окружающей среды, социальной сферы и управления) предопределяет необходимость долгосрочных инвестиций, так как, во-первых, экологические и социальные экстерналии могут проявиться и сформировать обратную связь с положительным влиянием на корпорацию только на длинном горизонте, и, во-вторых, сочетание финансовых, экологических и социальных целей создает дополнительную нагрузку на финансовую прибыль, которая на кратко- и среднесрочном горизонтах может оказаться недостаточной для инвестора.

Долгосрочное доверие предполагает для частного инвестора готовность инвестировать и держать свои средства в выбранных инструментах дольше одного экономического цикла. Повышение спроса на долгосрочное доверие, наблюдаемое в последние годы, стало одним из проявлений реакции экономических агентов на сверхнизкие процентные ставки, риски цикличности и финансовой нестабильности [Данилов, 2021a]. Долгосрочное доверие формируется за счет:

- раскрытия широкого круга корпоративной информации (как финансовой, так и нефинансовой), позволяющей оценить не только перспективы роста прибыли, но и потенциал роста экологических и социальных эффектов от деятельности корпорации;
- подтверждения достоверности/корректности этой информации с точки зрения стандартов ESG через проверку соответствия деятельности корпорации описанию экологической и социальной деятельности (таксономии), осуществляемую независимым третьим лицом (верификатором);

- предоставления третьими лицами (рейтинговыми агентствами) своего интегрального (учитывающего различные аспекты устойчивого развития) заключения о степени следования корпорации стандартам ESG.

В последние годы в обеспечении долгосрочного доверия исключительно высока роль международных организаций и участников рынка (выступающих в основном в форме объединений). В большинстве случаев международные организации формируют системы стандартов в этой сфере (стандартов раскрытия информации и инструментов устойчивых финансов), участвуют в создании описаний устойчивых видов деятельности (таксономий), формулируют рекомендации по преодолению слабостей рейтингов ESG. В сфере рейтингования ESG ведущая роль принадлежит рынку, участники которого также исключительно активны в формировании стандартов ответственных инвестиций [Данилов, 2023]. Национальные государственные органы лидируют пока только в сфере разработки таксономий, но ожидается, что в ближайшем будущем основным регулятором сферы ESG станут национальные правительства, так как основной массив таких норм и правил будет нацелен на корпорации [Roncalli, 2022].

1. Разработка стандартов раскрытия нефинансовой информации

Проблема метрик устойчивого развития как ориентиров стандартов раскрытия информации об устойчивом развитии

На рынках инвестиций традиционно особое внимание уделялось раскрытию информации, под которой понималась в основном финансовая. С появлением в рамках устойчивых финансов в дополнение к цели получения финансовой прибыли целей достижения эффектов в экологической и социальной областях естественным образом встал вопрос о необходимости обеспечить раскрытие соответствующей информации, названной нефинансовой.

Разработчики концепции устойчивых финансов подчеркивают, что финансовая отчетность становится недостаточной в современном мире. Для ответственных инвесторов требуется интегральная отчетность (integrated reporting, IR), включающая как финансовую, так и нефинансовую отчетность, метрики которой находятся в экологической, социальной и управленческой размерности [Schoenmaker, Schramade, 2018].

Одной из важнейших проблем раскрытия нефинансовой информации является многомерность конструкции ESG, предполагающая широкий спектр вопросов и данных (начиная от забора воды и выбросов углерода и заканчивая коэффициентами травматизма). Поэтому необходимо определить приоритетность различных показателей, что было предложено сделать на основе идеи существенности (materiality), предполагающей, что важность отдельных вопросов ESG различается для разных компаний [Yoon, Serafeim, 2022].

Для определения приоритетности различных направлений ESG корпорации достаточно давно публикуют матрицы существенности, в которых важность тех или иных вопросов оценивается для общества (по одной оси) и для компании (по другой оси). Эта матрица хорошо отражает проблему двойной существенности, которая становится всё более важной в дискуссиях о регулировании и нормативных документах, уже принятых Европейским союзом¹. Как и следовало ожидать, фирмы в разных отраслях имеют совершенно разные проблемы ESG, которые оцениваются низко или высоко в зависимости от того, насколько они важны для компании или общества.

Многомерность оценок, позволяющих определить степень следования того или иного экономического агента принципам ESG, создает значительные сложности и в конструировании самих количественных оценок по отдельным аспектам продвижения к целям устойчивого развития. *Renaissance Capital* приводит перечень из 41 ключевого показателя эффективности (KPI), разделенный по основным темам (направлениям, соответствующим Целям устойчивого развития ООН), по которым оценивается степень достижения этих целей². Из этих показателей одиннадцать характеризуют степень достижения целей в области проблем окружаю-

¹ Возникшая в США еще в 1930-е годы концепция существенности, используемая при определении перечня финансовой информации, которая должна раскрываться, в Европе была признана не соответствующей целям раскрытия нефинансовой информации, и поэтому предложена концепция двойной существенности (Guidelines on Non-financial Reporting: Supplement on Reporting Climate Related Information. European Commission. 2019. P. 4. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN)). В отличие от концепции существенности, оценивающей влияние внешних событий и факторов на стоимость компании, концепция двойной существенности требует раскрывать как информацию о влиянии внешней среды на стоимость компании (финансовая существенность), так и информацию о влиянии деятельности компании на окружающий мир (экологическая и социальная существенность). Американская комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), однако, не спешит привести свои подходы к европейским, ставшим ориентирами для других стран мира, аргументируя это тем, что, во-первых, факторы ESG сложны и пока еще плохо сопоставимы для разных эмитентов и отраслей, и, во-вторых, в целом подход концепции двойной существенности ориентирован на широкий круг стейкхолдеров, в то время как мандат SEC касается только защиты интересов инвесторов [Peirce, 2021].

² ESG. Look How Tall You've Grown! Renaissance Securities (Cyprus) Ltd. Renaissance Capital. 2021. P. 57–59.

щей среды, пятнадцать — социальных проблем и пятнадцать — проблем государственного управления³.

Следует обратить внимание на существенно отличающиеся от этого перечня представления о ESG в российском экспертном сообществе, в которых ESG фактически сводится к проблематике охраны окружающей среды: социальные проблемы рассматриваются как небольшой и незначимый «довесок» к экологическим проблемам, а о проблемах государственного и корпоративного управления как составной части ESG чаще всего не упоминается вовсе⁴. Естественным следствием такого восприятия ESG стали представления Правительства России о сущностном наполнении ESG. Так, в документе «Цели и основные направления устойчивого (в том числе зеленого) развития Российской Федерации»⁵ речь идет исключительно о зеленой повестке, а сам документ намного короче других аналогичных документов правительства, определяющих цели и основные направления.

Международный совет бизнеса (International Business Council, IBC) Всемирного экономического форума (ВЭФ) на основе концепции «4 P's» (Principles of Governance — принципы управления, Planet — планета, People — люди, Prosperity — процветание) предложил комплекс метрик для описания подходов к корпоративной отчетности о создании устойчивой стоимости [Measuring..., 2020]. Комплекс состоит из 21 основной и 34 дополнительных метрик для раскрытия информации. Перечень показателей, на основе которых оценивается достижение целей устойчивого развития (ЦУР) при расчете Индекса ЦУР (SDG Index), состоит из 97 показателей [Sachs et al., 2023].

Предложенные системы метрик ESG весьма обширны, поэтому система раскрытия нефинансовой информации должна строиться на основе достаточно широкого охвата показателей, характеризующих в той или иной степени вклад корпорации в достижение целей устойчивого развития.

³ Данные показатели ориентированы прежде всего на оценку достижений государств в области внедрения стандартов устойчивого развития. Вместе с тем они становятся основой для расчета показателей, оценивающих продвижение корпораций к модели устойчивого развития.

⁴ Даже наиболее квалифицированные российские эксперты основной упор делают на показатели экологического характера. Так, в Национальном докладе о корпоративном управлении авторы, задаваясь вопросом: «Что именно могло бы быть содержанием ESG-отчетности?» — предлагают одиннадцать групп показателей, восемь из которых относятся к экологической повестке, и по одному — к социальной повестке и к вопросам корпоративного управления; еще одна группа, как предполагается, должна характеризовать объем эмиссии выпущенных финансовых инструментов устойчивых финансов [Голуб и др., 2021. С. 45–46].

⁵ Утверждены Распоряжением Правительства России от 14.07.2021 № 1912-п. <http://static.government.ru/media/files/sMdcuCaAX4O5j3Vy3b1GQwCKfa9lszW6.pdf>.

Основные стандарты раскрытия нефинансовой корпоративной отчетности и их разработчики

На глобальном уровне Фонд международных стандартов финансовой отчетности (Фонд МСФО, IFRS Foundation), являющийся разработчиком международных стандартов в части финансовой отчетности, также претендует на лидерство и в разработке стандартов нефинансовой отчетности. В ноябре 2021 года его попечители объявили о формировании Международного совета по стандартам в области устойчивого развития (International Sustainability Standards Board, ISSB). Цель создания данного совета — обеспечить глобальную основу стандартов раскрытия информации, связанных с устойчивым развитием.

Совет по международным стандартам в области устойчивого развития (ISSB) Фонда МСФО выпустил в апреле 2022 года предварительные версии стандартов раскрытия информации, связанной с климатом: стандарт МСФО S1 «Общие требования к раскрытию финансовой информации, связанной с устойчивым развитием»⁶ и стандарт МСФО S2 «Раскрытие информации, связанной с климатом»⁷.

ISSB также опубликовал:

- краткое изложение требований к отчетности по ESG;
- сравнение рекомендаций Целевой группы по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом (Task-Force on Climate-Related Financial Disclosures, TCFD), с предварительным проектом по раскрытию климатической информации;
- сравнение проектов стандартов с прототипами климатических и общих требований Рабочей группы по технической готовности (Technical Readiness Working Group, TRWG);
- иллюстративные руководства по раскрытию климатической информации⁸.

Еще один активный игрок на поле стандартов раскрытия информации об устойчивом развитии — Глобальная инициатива раскрытия информации (Global Reporting Initiative, GRI). Это

⁶ [Draft] IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-Related Financial Information. Exposure Draft. International Sustainability Standards Board. 2022. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf>.

⁷ [Draft] IFRS S2 Climate-Related Disclosures. Exposure Draft. International Sustainability Standards Board. 2022. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/climate-related-disclosures/issb-exposure-draft-2022-2-climate-related-disclosures.pdf>.

⁸ The Evolution of Sustainability Disclosure. Comparing the 2022 SEC, ESRS, and ISSB Proposals. SustainAbility Institute. 2022. <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2022/comparing-the-sec-efra-and-issb.pdf>.

независимая международная организация, которая видит свою функцию в том, чтобы предоставить экономическим агентам глобальный общий язык для информирования об их воздействии на экологические и социальные проблемы⁹.

GRI предоставила стандарты отчетности в области устойчивого развития (Стандарты GRI) — всего 38, три из которых являются универсальными, а остальные относятся либо к группе стандартов секторальных, либо — тематических¹⁰. В соответствии со Стандартами GRI доклады об устойчивом развитии составляют некоторые авторитетные международные организации, в числе которых Европейский банк реконструкции и развития¹¹, рекомендуя использовать эти стандарты для раскрытия информации о достижениях в области устойчивого развития.

GRI работает в области раскрытия информации об устойчивом развитии корпораций более двадцати лет, считая своим единственным конкурентом на этом рынке Совет по стандартам бухгалтерского учета в области устойчивого развития (SASB), но подчеркивает, что в 2021 году на рынке появились еще два очень мощных участника: Европейский союз, который при участии Европейской консультативной группы по финансовой отчетности (EFRAG) и самой GRI разрабатывает Европейские стандарты отчетности в области устойчивого развития (ESRS), а также Совет по международным стандартам устойчивого развития (ISSB) Фонда МСФО¹².

Совет по стандартам бухгалтерского учета в области устойчивого развития (SASB) в августе 2022 года перешел в ведение Совета по международным стандартам устойчивого развития Фонда IFRS, который взял на себя ответственность за стандарты SASB, включив их в стандарты МСФО S1 и S2. Спецификой стандартов SASB является то, что они ориентированы на конкретную отрасль и включают (включали) 77 отраслевых¹³.

Международная организация регуляторов фондового рынка (IOSCO) также играет исключительно активную роль в формировании стандартов раскрытия информации для ответственных инвесторов. Именно по ее рекомендации был создан Международ-

⁹ GRI Annual Report 2021. GRI. 2022. <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/gri-s-own-reports/>.

¹⁰ Consolidated Set of the GRI Standards. GRI. 2022. <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>.

¹¹ EBRD Sustainability Reporting Disclosures for 2020 in Accordance With the GRI Standards. European Bank for Reconstruction and Development. 2020.

¹² GRI Annual Report 2021. GRI. 2022. <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/gri-s-own-reports/>.

¹³ A Practical Guide to Sustainability Reporting Using GRI and SASB Standards. Guide GRI & SASB. GRI & SASB. 2021. <https://www.sasb.org/standards/download/?lang=en-us>.

ный совет по стандартам устойчивости¹⁴. Кроме требований по раскрытию информации об инвестициях в инструменты устойчивых финансов профессиональными управляющими¹⁵ эта организация также выпустила специальный доклад о проблемах раскрытия информации об аспектах устойчивого развития эмитентами¹⁶. Главные выводы этого доклада состоят в следующем:

- спрос инвесторов на информацию, связанную с устойчивостью, растет, и существуют доказательства того, что этот спрос не удовлетворяется должным образом;
- выявлена необходимость улучшения существующего ландшафта установления стандартов устойчивого развития.

IOSCO видит три приоритета в улучшении отчетности, связанной с устойчивым развитием:

- поощрение глобально согласованных стандартов;
- продвижение сопоставимых показателей, наибольшее содействие отраслевым количественным показателям и стандартизации описательной информации;
- координация различных подходов (международная согласованность раскрытия информации, связанной с устойчивостью, с акцентом на создание стоимости предприятия, включая зависимость компаний от стейкхолдеров и внешней среды; поддержка координации информационных потребностей инвесторов в более широком воздействии на устойчивость)¹⁷.

Усилия в построении эффективной системы корпоративной информации об устойчивом развитии, предпринимаемые на глобальном уровне, подкрепляются усилиями национальных регуляторов.

В Евросоюзе с 2021 года законодательно¹⁸ установлено требование к финансовым посредникам учитывать предпочтения клиентов в области устойчивого развития. С марта 2021 года менеджеры

¹⁴ The Evolution of Sustainability Disclosure. Comparing the 2022 SEC, ESRS, and ISSB Proposals. SustainAbility Institute. 2022. P. 3. <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2022/comparing-the-sec-efra-and-issb.pdf>.

¹⁵ Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management. Final Report. IOSCO. FR08/21. 2021. November. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>.

¹⁶ Report on Sustainability-Related Issuer Disclosures. Final Report. IOSCO. FR04/21. 2021. June. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD678.pdf>.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii>.

UCITS-фондов¹⁹ должны раскрывать цели ESG-фондов в рамках Регламента ЕС о раскрытии информации об устойчивом финансировании. Чтобы уменьшить возможности для гринвошинга, объем раскрываемой информации с июля 2022 года увеличен, поскольку ожидается, что фонды, признанные устойчивыми, будут раскрывать гораздо больше информации о степени своего соответствия таксономии ЕС²⁰.

В Европе наблюдается существенное расширение круга предприятий, которые должны будут в соответствии с законодательством раскрывать нефинансовую отчетность. Изначально такая обязанность была возложена в соответствии с Директивой о нефинансовой отчетности (Non-financial Reporting Directive, NFRD)²¹ только на крупные (более 500 сотрудников) листинговые компании, банки и страховые компании. Вступившая в силу в начале 2023 года Директива об отчетности в области корпоративной устойчивости (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD)²² расширяет сферу применения требований к отчетности на все крупные компании (без порога в 500 сотрудников), независимо от того, зарегистрированы они или нет в качестве малых и средних предприятий, за единственным исключением зарегистрированных микропредприятий. По данным [Sipiczki, 2022], в соответствии с CSRD почти 50 000 компаний должны будут соблюдать требования к отчетности, по сравнению с 11 000 компаний, на которые распространяется действие NFRD.

В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) в марте 2022 года опубликовала проект правила раскрытия информации о климате, которое требует, чтобы почти все компании, подающие документы в SEC, сообщали о своих рисках, связанных с климатом, включая выбросы парниковых газов²³.

В последние годы наблюдается заметный рост интенсивности регулирования процесса раскрытия нефинансовой информации. Инициатива «Принципы ответственного инвестирования» (Principles for Responsible Investment, PRI) исследовала 120 инструментов отчетности в 9 юрисдикциях и 5 глобальных ини-

¹⁹ UCITS (Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities) — инвестиционные фонды, соответствующие Директиве UCITS. Соответствие фондов, имеющих лицензию в одной из стран Евросоюза, Директиве UCITS позволяет продавать инструменты таких фондов во всех странах ЕС.

²⁰ ESG. Look How Tall You've Grown! Renaissance Securities (Cyprus) Ltd. Renaissance Capital. 2021.

²¹ Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 Amending Directive 2013/34/EU as Regards Disclosure of Non-financial and Diversity Information by Certain Large Undertakings and Groups. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>.

²² Directive 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 Amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as Regards Corporate Sustainability Reporting. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>.

²³ The Evolution of Sustainability Disclosure. Comparing the 2022 SEC, ESRS, and ISSB Proposals. SustainAbility Institute. 2022. <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2022/comparing-the-sec-efra-and-issb.pdf>.

циативах. Наиболее детальная регламентация ESG-отчетности на момент проведения исследования (октябрь 2021 года) сложилась в Евросоюзе (22 инструмента отчетности и 44 специальных требования к ESG-отчетности) и Великобритании (соответственно 20 и 52). Суммарное количество инструментов ESG-отчетности по всей выборке стран в 2021 году составило около 60 инструментов отчетности об инвестициях и около 70 инструментов общекорпоративной отчетности, что примерно в три раза больше, чем в 2016 году²⁴.

Однако кроме раскрытия корпорациями информации о своих достижениях в области устойчивого развития существует проблема достоверности раскрываемой информации. *Renaissance Capital* следующим образом описывает данную проблему: «Большая часть данных ESG не проверена и во многих случаях не полностью сопоставима. Включают ли показатели выбросов данные всей цепочки поставок? Как насчет использования произведенной продукции? Насколько независимы независимые директора? А как быть с отсутствующими данными? Или компании, у которых нет очевидных аналогов для сравнения?»²⁵

2. Обеспечение достоверности раскрываемой нефинансовой информации: таксономия и верификация

Для создания и поддержания долгосрочного доверия требуются дополнительные по сравнению с традиционными финансами механизмы. Спрос на такие дополнительные механизмы диктуется также особенностью нефинансовой информации, раскрываемой корпорациями, и дополнительными сложностями в подтверждении ее достоверности. Рассмотрим три наиболее активно применяемых инструмента создания долгосрочного доверия, ориентированных на обеспечение достоверности нефинансовой информации, раскрываемой корпорациями: таксономию²⁶, верификацию, рейтинги ESG.

²⁴ Review of Trends in ESG Reporting Requirements for Investors. PRI. 2022. 3 August. <https://www.unpri.org/download?ac=16705>.

²⁵ ESG. Look How Tall You've Grown! Renaissance Securities (Cyprus) Ltd. Renaissance Capital. 2021. Р. 24.

²⁶ Высказывается мнение о необоснованности выделения таксономии как самостоятельного способа обеспечения достоверности раскрываемой нефинансовой информации, отдельно от верификации. В рамках такого подхода таксономия трактуется в качестве перечня признанных стандартов, на которые должны опираться специализированные верификаторы при проведении оценки деятельности компаний в части их соответствия лучшим практикам. Соглашаясь с мнением о том, что таксономия не может считаться отдельным механизмом подтверждения достоверности информации, автор настоящей статьи вместе с тем характеризует ее как инструмент, который в сочетании с мнением (оценкой) либо независимого верификатора, либо рейтингового агентства, либо (при определенных условиях) аудитора формирует механизм подтверждения достоверности нефинансовой информации. Чаще всего таксономия сочетается с мнением верификатора, поэтому описание данных инструментов в статье объединено в отдельный блок.

Таксономия

Таксономия применительно к целям устойчивого развития и потребностям устойчивых финансов — это система классификации и описания видов деятельности, соответствующих целям устойчивого развития.

Группа экспертов высокого уровня по устойчивому финансированию (High-Level Expert Group on Sustainable Finance, HLEG) в 2018 году рекомендовала создать таксономию устойчивости ЕС и разработать европейские стандарты устойчивости для некоторых финансовых активов, начиная с зеленых облигаций²⁷.

Рекомендации HLEG составили основу плана действий по устойчивому финансированию, принятого Европейской комиссией в марте 2018 года. В плане действий изложена всеобъемлющая стратегия по дальнейшему увязыванию финансов с устойчивостью. В него вошли десять ключевых действий, которые можно разделить на три категории:

- переориентация потоков капитала на создание более устойчивой экономики;
- включение устойчивого развития в управление рисками;
- содействие прозрачности и долгосрочному подходу.

В рамках первой категории мероприятий ключевым действием называется создание четкой и подробной таксономии ЕС как системы классификации устойчивой деятельности²⁸.

Вопрос о том, почему полноценная таксономия устойчивости впервые создана именно в Европе²⁹, имеет совершенно очевидный ответ: именно в Европе сосредоточено подавляющее большинство профессиональных управляющих активами, инвестирующими в соответствии с принципами ESG (по данным *Morningstar Direct Manager Research*, 88% активов устойчивых инвестиционных фондов сконцентрированы в Европе).

²⁷ Financing a European Economy. Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance. HLEG. 2018. https://Finance.Ec.Europa.Eu/System/Files/2018-01/180131-Sustainable-Finance-Final-Report_En.pdf.

²⁸ Renewed Sustainable Finance Strategy and Implementation of the Action Plan on Financing Sustainable Growth. European Commission. 2018. https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en.

²⁹ Некоторые авторы считают, что первая зеленая таксономия была создана в Китае в 2015 году. Эта точка зрения имеет право на существование, если рассматривать в качестве зеленой таксономии совокупность двух документов, принятых в 2015 году: The Green Bond Endorsed Project Catalogue, применявшийся к зеленым облигациям, кроме корпоративных облигаций (<http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?id=450>), и Guideline for Issuing Green Bonds, применявшийся к выпуску корпоративных зеленых облигаций (https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/201601/t20160108_963561.html). Единая зеленая таксономия в Китае была принята в 2021 году под названием Green Bond Endorsed Project Catalogue (2021 Edition) (<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4236341/index.html>), но опять-таки сфера ее применения ограничена облигациями.

Таксономия ЕС отличается своей амбициозностью, а также сложностью. Она была изначально разработана как система классификации для определения устойчивой экономической деятельности. Но ее применение было расширено законодательством: кроме использования в нефинансовой отчетности она является эталоном для устойчивых финансовых продуктов, а также способом измерения прогресса во внедрении устойчивой финансово-экономической системы в ЕС³⁰. Таксономия ЕС создала прецедент, которому последовали многие другие юрисдикции: в настоящее время существуют или разрабатываются около тридцати таксономий официального сектора³¹.

Постановление, устанавливающее основу для таксономии ЕС, было опубликовано в Официальном журнале Европейского союза 22 июня 2020 года и вступило в силу 12 июля 2020 года³².

Экономическая деятельность квалифицируется как экологически устойчивая (*environmentally sustainable*), если она отвечает следующим условиям:

- существенный вклад в достижение одной или нескольких экологических целей;
- отсутствие значительного вреда (*Do No Significant Harm, DNSH*) достижению любой из экологических целей;
- соблюдение минимальных гарантий;
- соответствие техническим критериям отбора, которые определяют как существенный вклад, так и *DNSH*³³.

Следует отметить, что по состоянию на середину 2023 года таксономия ЕС остается зеленой (то есть экологически ориентированной), не охватывая социально значимые виды деятельности.

³⁰ Еврокомиссия следующим образом отвечает на вопрос: «Зачем нам таксономия ЕС?» Чтобы выполнить цели ЕС в области климата и энергетики на 2030 год, необходимо перенаправить инвестиции в устойчивые инвестиционные проекты и устойчивую деятельность. Для этого необходим общий язык и четкое определение того, что является устойчивым. Таксономия ЕС представляет собой систему классификации, устанавливающую список экологически устойчивых видов экономической деятельности. Она предоставляет компаниям, инвесторам и политикам определения экологически устойчивой экономической деятельности. Таким образом, обеспечивается безопасность инвесторов, защита частных инвесторов от гринвошинга, помощь компаниям стать более ориентированными на цели устойчивого развития (*EU Taxonomy for Sustainable Activities. What the EU Is Doing to Create an EU-Wide Classification System for Sustainable Activities. European Commission, 2022. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en*).

³¹ Ensuring the Usability of the EU Taxonomy. ICMA. 2022. <https://www.icmagroup.org/assets/GreenSocialSustainabilityDb/Ensuring-the-Usability-of-the-EU-Taxonomy-and-Ensuring-the-Usability-of-the-EU-Taxonomy-February-2022.pdf>.

³² Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment, and Amending Regulation (EU) 2019/2088. European Commission. 2020. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>.

³³ Ensuring the Usability of the EU Taxonomy. ICMA. 2022. P. 8. <https://www.icmagroup.org/assets/GreenSocialSustainabilityDb/Ensuring-the-Usability-of-the-EU-Taxonomy-and-Ensuring-the-Usability-of-the-EU-Taxonomy-February-2022.pdf>.

Европейская комиссия, весьма вероятно, пойдет по пути формирования отдельных таксономий для экологических и социальных проектов. По крайней мере, основной проект социальной таксономии ЕС³⁴ готовится как отдельный документ.

Внедрение таксономии ЕС опирается на параллельно внедряемую систему мониторинга устойчивой деятельности в рамках Евросоюза³⁵. Подробнее о содержании этой таксономии см. [Левашенко и др., 2023].

Международная ассоциация рынков капитала (ICMA), проанализировав не только таксономию Евросоюза, но и ряд других таксономий, разработанных и принятых государствами (Бангладеш, Китаем, Малайзией, Монголией, Сингапуром, ЮАР), международными организациями (ОЭСР, Ассоциацией многосторонних банков развития), рынком (Climate Bonds Initiative) и международной организацией стандартизации (International Organization for Standardization, ISO), предложила более широкое определение понятия «таксономия» применительно к устойчивым финансам. В соответствии с ним таксономия представляет собой систему классификации, определяющую виды деятельности, активы и/или категории проектов, которые достигают ключевых климатических, экологических, социальных или устойчивых целей со ссылкой на определенные пороговые значения и/или целевые показатели³⁶.

Следует отметить, что некоторые из проанализированных ICMA таксономий не только ориентируются на вопросы зеленой повестки, но и пытаются классифицировать деятельность, направленную на создание положительных социальных эффектов. По оценке ICMA, дальше других в этом направлении продвинулись Малайзия и Монголия; отдельные элементы присутствуют в таксономиях ЕС и Бангладеш; намерения двигаться в этом направлении выразила ЮАР³⁷.

Сама ICMA, вопреки мнению ВЭБ.РФ³⁸, не имеет собственной таксономии. Документ, который ВЭБ.РФ считает таксономией³⁹, на самом деле гораздо более простой маппинг зеленых проектов

³⁴ Draft Report by Subgroup 4: Social Taxonomy. EU Platform for Sustainable Finance. 2021. <https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf>.

³⁵ Sustainable Development in the European Union. Monitoring Report on Progress Towards the SDGs in an EU Context. European Union. 2022. <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/15234730/15242025/KS-09-22-019-EN-N.pdf/a2be16e4-b925-f109-563c-f94ae09f5436?t=1667397761499>.

³⁶ Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies. May 2021. ICMA. 2021. P. 5. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf>.

³⁷ Ibid. P. 15.

³⁸ <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/ustojchivoe-razvitie/zeljonoe-finansirovanie/analiticheskie-materialy/>.

³⁹ Green Project Mapping. June 2019. ICMA. 2019. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2019/Green-Projects-Mapping-Document-100619.pdf>.

(справочник соответствия основных категорий зеленых проектов целям охраны окружающей среды).

ОЭСР провела анализ двенадцати таксономий, руководств и принципов, разработанных государственными структурами (парламентом Европейского союза, правительствами Малайзии, Сингапура, Японии, институтами развития ВЭБ.РФ и ЕБРР), объединениями участников рынка (Climate Bonds Initiative, ICMA) и частными исследовательскими организациями под углом зрения финансирования перехода (transition finance), целью которого является обеспечение устойчивости к риску перехода и сохранение конкурентоспособности в условиях низкоуглеродной экономики [Tandon, 2021].

В Российской Федерации первая попытка сформировать таксономию зеленых финансов была предпринята правительством в постановлении от 21 сентября 2021 года⁴⁰. Нетрадиционным приемом, примененном при разработке этих критериев, является выделение «адаптационных» проектов, определение и признаки которых весьма сумбурны⁴¹, поэтому целесообразность отдельной таксономии адаптационных проектов по крайней мере сомнительна. Еще менее успешной следует признать попытку сформировать таксономию социальных проектов в Российской Федерации⁴². Если следовать этому проекту, то в социальные можно записать значительную часть проектов, связанных с созданием социальной инфраструктуры и жилья. Например, в них записываются все ипотечные кредиты (безотносительно ставок процента и срока), если размер кредита на момент выдачи не превышает 20 млн руб. для Москвы, Московской области и Санкт-Петербурга и 10 млн руб. — для остальных субъектов Российской Федерации. Здесь слишком очевидно желание чиновников рапортовать об объемах социальных проектов, сопоставимых с их объемами в развитых странах, не прилагая никаких усилий по развитию рынков устойчивых инструментов.

Естественно, при наличии различных национальных таксономий встает проблема их унификации. Такая работа уже ведется по крайней мере КНР и ЕС, которые работают над «Общей таксономией» [Левашенко и др., 2023].

⁴⁰ Постановление Правительства РФ от 21.09.2021 № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации». <http://static.government.ru/docs/all/146531/41>.

⁴¹ См. Распоряжение Правительства РФ от 14.07.2021 № 1912-р «Об утверждении целей и основных направлений устойчивого (в том числе зеленого) развития Российской Федерации». <http://static.government.ru/media/files/sMdcuCaAX4O5j3Vy3b1GQwCKfa9lszW6.pdf>.

⁴² ВЭБ.РФ. Критерии (таксономия) социальных проектов в Российской Федерации. Проект. <https://veb.ru/files/?file=4892c186d8e0b08231b7dac83a6fab8e.pdf>.

Верификация и независимые верификаторы

Соответствие того или иного финансового инструмента, заявляемого как инструмент устойчивых финансов, принципам устойчивых финансов может подтверждаться как самим эмитентом, так и не зависимым от него третьим лицом. Естественно, что мнение о «подлинной устойчивости» инструмента, полученное от независимого третьего лица, в большинстве случаев более надежно. В этом, как представляется, по крайней мере одна из причин бурного развития процесса верификации.

В самом общем виде верификация инструментов устойчивых финансов предполагает анализ таких инструментов (выпусков таких инструментов) на предмет соответствия тем или иным принципам устойчивых финансов. Естественно, что в подавляющем большинстве это принципы, разработанные и утвержденные международными организациями, включая международные ассоциации инвесторов и финансовых посредников. Однако здесь возникает проблема: верификаторы, действуя по методикам, которые, как правило, основаны на принципах международных объединений финансовых посредников, могут вступать в противоречие с требованиями национального законодательства.

Деятельность верификатора отчасти аналогична деятельности аудитора при аудите финансовой отчетности. Верификатор фактически аудирует эмиссионные документы облигаций, претендующих на статус устойчивых облигаций⁴³, а также (при расширительной трактовке верификации) деятельность эмитента на предмет соответствия принципам устойчивых финансов. Но на практике сегодня аудиторы проводят аудиторскую проверку не только финансовой, но и нефинансовой отчетности. Таким образом, в настоящее время действия верификатора и аудитора частично дублируют друг друга.

Вопрос о том, анализировать ли выпуск облигации только на предмет соответствия принципам устойчивых финансов, или рассматривать также самого эмитента и проект, который будет профинансирован, имеет разные варианты ответов и в российской практике, и в зарубежной. Очевидно, что при российском подходе крайне сложно, почти невозможно отделить анализ выпуска облигаций от анализа деятельности эмитента, но в мире такое разделение считается вполне оправданным в тех случаях, когда, например, зеленую облигацию выпускает «коричневая» корпора-

⁴³ Учитывая, что на сегодня не сформулированы принципы устойчивых акций, анализ акций на предмет соответствия принципам устойчивости не проводится. Поэтому на практике под верификацией можно понимать анализ соответствия облигаций тем или иным принципам зеленых облигаций.

ция. Такая ситуация вполне реальна для случая, когда реализуется проект перехода, предполагающий, что в результате реализации такого проекта «коричневая» корпорация станет зеленой или по крайней мере чуть менее «коричневой». В этой связи необходимо поддержать инициативу Банка России, предложившего выпускать отдельный вид устойчивых облигаций — облигации перехода (или облигации климатического перехода)⁴⁴.

К сожалению, в России многие верификаторы рассматривают свою миссию слишком широко, включая в анализ вопросы соответствия выпуска облигаций нормативным документам, в частности стандартам эмиссии⁴⁵. Очевидно, что такой подход ведет к увеличению трудозатрат как верификатора, так и его клиентов, которые вынуждены собирать существенно больший объем документов. Но гораздо хуже второе следствие такого похода: из фокуса рассмотрения уходит тематика собственно устойчивых финансов, и такие верификации могут оказаться менее надежными.

3. Рейтинги ESG. Проблема смещенности по отрасли и по размеру. Гринвошинг

Одним из наиболее слабых звеньев концепции устойчивых финансов при ее практическом применении является адекватность рейтинговых оценок корпораций и фондов, следующих принципам ESG. В связи с тем что большинство обращающихся на сегодняшний день инструментов устойчивых финансов являются зелеными, неадекватность рейтингов ESG получила наименование «гринвошинг». Наиболее простое и точное определение гринвошинга дал МВФ: создание обманчивого образа компании с экологичной деятельностью, которое вводит в заблуждение инвесторов и повышает репутационные риски⁴⁶.

Позднее МВФ уточнил это определение, сделав дополнительный акцент на поведении корпораций: гринвошинг — это «вводящий в заблуждение маркетинг, используемый для убеждения общественности в том, что продукты, цели и политика организации являются экологически безопасными»⁴⁷. В октябрьском 2022 года до-

⁴⁴ Климатические облигации помогут «коричневым» компаниям привлечь деньги на трансформацию. Интервью с Еленой Курицыной. Банк России. 2021. 6 октября. <http://www.cbr.ru/press/event/?id=12295#highlight=%D0%BE%D0%B1%D0%BB%D0%B8%D0%B3%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%B8%7C%D0%BF%D0%B5%D1%80%D0%B5%D1%85%D0%BE%D0%B4%D0%B0>.

⁴⁵ См., например: Мосгосэкспертиза. Методика определения соответствия финансовых инструментов устойчивого развития «зеленой» методологии. <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/files/?file=6da5d94534b251af36d1a0dfaaa72252.pdf>.

⁴⁶ Global Financial Stability Report: Lower for Longer. International Monetary Fund. 2019. P. 87. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>.

⁴⁷ Global Financial Stability Report. COVID-19, Crypto, and Climate: Navigating Challenging Transitions. International Monetary Fund. 2021. P. 67. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>.

кладе о финансовой стабильности гринвошинг был назван формой асимметрии информации между эмитентами и инвесторами⁴⁸.

Необходимо учитывать, что гринвошинг не является в подавляющем большинстве случаев простым следствием недобросовестного поведения рейтинговых агентств и консалтинговых служб, разрабатывающих рейтинги ESG. Значительно больший вклад в гринвошинг вносят корпорации, зачастую предоставляющие недостоверные данные о своих действиях, затрагивающих экологические вопросы. Как отмечают Дирк Схунмакер и Виллем Шрамаде, внешние рейтинги основаны на скудных и иногда противоречивых данных и поэтому предоставляют инвестору ограниченную информацию о существенных факторах ESG [Schoenmaker, Schramade, 2018. P. 179]. Фундаментальной причиной гринвошинга является остающаяся невозможность достоверной проверки компаний на предмет соответствия стандартам ESG⁴⁹.

Следует уточнить, что рейтинги ESG принципиально отличаются от рейтингов, оценивающих степень достижения странами, корпорациями, финансовыми организациями, международными финансовыми центрами целей устойчивого развития, которые рассчитываются различными организациями. Рейтинги ESG нацелены на частных инвесторов, осуществляющих ответственное инвестирование и поэтому нуждающихся в сравнительных оценках потенциальных объектов инвестиций на основе достоверной информации [Данилов, 2023].

Обеспечение достоверности информации о следовании корпорациями принципам ESG предполагает несколько механизмов (таксономия, верификация, рейтингование, стандартизация данных и методологии оценки), среди которых присвоение рейтинговых оценок в области ESG представляется потенциально наиболее действенным. Однако на сегодняшний день рейтинговые агентства, работающие в этой сфере, скорее не сокращают объем гринвошинга, порождаемого корпорациями, а лишь увеличивают его.

При этом не следует переоценивать уровень проблем в сфере рейтингования ESG. Иногда такая переоценка ведет к предложениям об устранении рейтингования как механизма обеспечения достоверности в предположении о ее крайней неэффективности. Основываясь на эмпирических данных, такой вывод сделать нельзя. Индустрия рейтингов ESG в целом формирует иерархии оценок, соответствующих теоретически предсказанным. Так, в рабо-

⁴⁸ Global Financial Stability Report. Navigating the High-Inflation Environment. International Monetary Fund. 2022. P. 55.

⁴⁹ Global Financial Stability Report: Lower for Longer. International Monetary Fund. 2019.

те [Sun et al., 2022] авторы, используя оценки ESG-рейтингов от четырех основных рейтинговых агентств и данные о скандалах с ESG, обнаружили, что более высокая оценка ESG связана с более низкой вероятностью скандала с ESG, но также с большей отрицательной доходностью, после того как скандал произошел. Тем самым была документально подтверждена важность инструмента ESG-рейтингования для рынка.

Важнейшим внешним проявлением неэффективности рейтингов ESG как инструментов подтверждения достоверности нефинансовой корпоративной информации является наличие устойчивых значительных расхождений между оценками, которые отдельные компании получают от разных рейтинговых агентств. В качестве примера следует привести результаты расчета коэффициентов корреляции между рейтинговыми оценками ESG, присвоенными одним и тем же корпорациям крупнейшими рейтинговыми агентствами (см. табл.).

Т а б л и ц а

Коэффициенты корреляции между рейтинговыми оценками ESG крупнейших рейтинговых агентств

Table

Correlation Coefficients Between ESG Ratings by the Largest Rating Agencies						
	MSCI	S&P	Sustainalytics	CDP	ISS	Bloomberg
MSCI		35,7	35,1	16,3	33,0	37,4
S&P	35,7		64,5	35,0	13,9	74,4
Sustainalytics	35,1	64,5		29,3	21,7	58,4
CDP	16,3	35,0	29,3		7,0	44,1
ISS	33,0	13,9	21,7	7,0		21,3
Bloomberg	37,4	74,4	58,4	44,1	21,3	

Источник: [Prall, 2021].

Приведенные корреляции между ESG-рейтингами формируют достаточно пессимистический взгляд⁵⁰, но существуют и другие, более оптимистические эмпирические данные о степени совпадения рейтинговых оценок ESG. Так, в работе [Billio et al., 2021] указывается, что коэффициенты корреляции между ESG-рейтингами *Sustainalytics*, *RobecoSAM*, *Refinitiv* и *MSCI* попадают в промежуток между 0,43 и 0,69. В работе [Berg et al., 2022] средняя корреляция между ESG-рейтингами составила 0,54 при коридоре значений от 0,38 до 0,71.

⁵⁰ Следует отметить, что ранние работы предлагают более пессимистическую оценку. Так, в [Howard, 2016] приведена крайне низкая корреляция (0,26) между оценками одних и тех же компаний в крупнейших агентствах.

Сравнивая результаты оценок, проведенных в разное время, Анастасия Тупицына предположила, что относительно оптимистические результаты, полученные в ходе более поздних эмпирических исследований, свидетельствуют о том, что сближение рейтинговых оценок различных агентств является результатом сближения их стандартов [Tupitsyna, 2018]. Однако еще более поздние результаты (см., например, [Prall, 2021]) не подтверждают этот вывод. Поэтому по-прежнему актуален тезис, который был сформулирован ранее: рейтинги ESG следует воспринимать лишь как отправную точку для инвестиционного анализа [Tupitsyna, 2018. Р. 13].

Существование расхождений между оценками, которые отдельные компании получают от разных рейтинговых агентств, прямо увязывается с отсутствием стандартизации и прозрачности методологий в индустрии рейтингов ESG [Sipiczki, 2022]. Это существенно влияет на доверие инвесторов, которые в опросе Бизнес-школы Роттердама выражают скептицизм по отношению к данным, имеющимся в открытом доступе [Tupitsyna, 2018].

Наиболее распространенные расхождения в рейтингах ESG связаны с:

- размером компании;
- географическим расположением (географическая предвзятость);
- чрезмерно упрощенным взвешиванием отраслей [Doyle, 2018].

В ряде работ, как и в [Doyle, 2018], приводятся три наиболее значимых смещения. Однако в большинстве работ по устойчивым финансам утверждается, что наиболее существенными являются смещения по размеру и по отрасли [Schoenmaker, Schramade, 2019]. Их возникновение имеет свое объяснение. Базы данных нефинансовой отчетности основаны на данных, предоставляемых в подавляющем большинстве крупными компаниями, которые публикуют нефинансовые отчеты в открытом доступе. Именно поэтому оценки рейтингов ESG будут сильно сдвинуты по размеру компании. Рейтинги ESG не оценивают влияние конечного продукта на потребителей (а также, возможно, на другие группы стейкхолдеров) [Schoenmaker, Schramade, 2019], что создает основу для смещения по отрасли: например, табачная компания может иметь высокий рейтинг ESG [Tupitsyna, 2018. Р. 23]. Другими словами, если сама корпорация, выпускающая вредную продукцию, формально придерживается рекомендаций, связанных с внедрением целей устойчивого развития, то она получит высокую оценку, зачастую гораздо выше, чем та, которую получает корпорация,

не декларирующая перехода к устойчивому развитию, но и не наносящая ущерба экологии и здоровью своей продукцией.

В работе [Berg et al., 2022] предложен набор причин недостаточной надежности ESG-рейтингов:

- расхождение в измерениях (наиболее значимо в отношении труднооцениваемых количественно факторов, таких как права человека и безопасность продукции);
- различия в наборе факторов, учитываемых при составлении рейтингов;
- эффект оценщика (rater effect) — рейтинговые агентства имеют тенденцию давать высокие оценки компаниям, уже имеющей высокие оценки по другим категориям⁵¹.

Дополнительным фактором неэффективности рейтинговых оценок ESG остается и фактор начального развития рынка услуг по присвоению рейтингов ESG. На такой стадии развития рынка в отношении большинства рейтинговых агентств не работают репутации, которые еще просто не созданы.

Проблемы формирования рейтингов ESG в России принимают гораздо более острый характер именно из-за смещенности по отрасли и по размеру корпораций. Преимущество в России при ESG-рейтинговании получают крупные компании и компании грязных с точки зрения производимого углеродного следа отраслей⁵².

МВФ считает, что сектор устойчивых инвестиций является важной движущей силой перехода к зеленой экономике, но необходим надлежащий надзор, чтобы обеспечить доступность достоверных данных об устойчивом развитии и не допустить введения инвесторов в заблуждение. В связи с этим МВФ рекомендует директивным органам:

- срочно укрепить глобальную архитектуру информации о климате (данные, раскрытие информации, классификации

⁵¹ Для снижения этого эффекта весьма интересным следует признать проект SustainAbility Institute “Rate the Raters” («Оцените оценщиков», RtR). Выделив шесть критических вызовов для рейтингов ESG, среди которых отсутствие предикативных возможностей, сотрудники этого института решили создать рейтинг рейтинговых агентств, присваивающих рейтинги ESG. Для этого они обратились к ответственным инвесторам и корпоративным командам по устойчивости с просьбой оценить качество различных ESG-рейтингов и разрабатывающих их рейтинговых агентств [Brackley et al., 2022]. Результаты первого RtR 2022–2023 годов ожидаются в течение 2023 года.

⁵² Так, все компании, входящие в списки обоих индексов устойчивого развития, рассчитываемых Московской биржей, являются крупными. Из 29 компаний списка индекса «Ответственность и открытость» — 16. Учитывая, что эти индексы рассчитываются совместно с РСПП, следует охарактеризовать как вопиющий такой факт: из 29 компаний списка индекса «Ответственность и открытость» как минимум 19 имеют своих представителей (с учетом представителей материнских компаний) в составе правления РСПП.

- устойчивого финансирования, включая климатическую таксономию) как для фирм, так и для инвестиционных фондов;
- обеспечить надлежащий нормативный надзор для предотвращения гринвошинга⁵³.

Заключение

В рамках концепции устойчивых финансов постулируется необходимость увеличения длительности инвестиций и их переориентации на формирование положительных экологических и социальных экстерналий. Такое качественное изменение частных инвестиций, которые играют всё более заметную роль в финансировании проектов, нацеленных на достижение ЦУР, возможно только при условии формирования долгосрочного доверия. В настоящей статье описаны основные механизмы обеспечения долгосрочного доверия для повышения безопасности ответственных инвестиций: раскрытие нефинансовой информации, внедрение таксономий и верификацию соответствия им, использование рейтингов ESG.

Создание этих механизмов, равно как и стандартов раскрытия нефинансовой информации, ведется за счет взаимодополняющих усилий международных организаций и участников финансового рынка. Наличие мощных стимулов как у представителей рынка, так и у международных финансовых организаций к скорейшему формированию необходимой базы стандартов устойчивого инвестирования предопределяет стремительность этого процесса и, соответственно, интенсивность формирования новых знаний.

Механизмы формирования долгосрочного доверия находятся в стадии разработки, постепенного преодоления существенных проблем и препятствий. Для процедур раскрытия информации это как разность подходов между отдельными международными разработчиками стандартов, так и различия между американским и европейским подходами. До сих пор не создана социальная таксономия, а зеленая существует лишь в крайне ограниченном числе стран. Рейтинги ESG всё еще не могут рассматриваться в качестве полноценного механизма формирования долгосрочного доверия вследствие нерешенной проблемы гринвошинга. Перспективы развития всех этих механизмов непосредственно связаны с решением проблем роста, после чего, видимо, можно говорить о завершении создания инфраструктуры устойчивых финансов.

⁵³ Global Financial Stability Report. COVID-19, Crypto, and Climate: Navigating Challenging Transitions. International Monetary Fund. 2021. P. 59.

В настоящей статье автор постарался дать обзор процессов формирования важнейших механизмов долгосрочного доверия, необходимых для полноценного функционирования модели устойчивого развития. Несмотря на потрясения последних лет, российские регуляторы продолжают работу по учету ЦУР в регулировании национальной экономики⁵⁴, а значительная часть корпораций даже в 2022–2023 годах продолжает свои проекты по внедрению принципов ESG в корпоративное управление. Статья может быть полезна для повышения качества стратегических документов экономической политики в области устойчивого развития, а также внесет вклад в накопление знаний о внедрении элементов устойчивых финансов в практику функционирования корпораций и финансовых рынков.

Литература

1. Голуб Е., Кокорев Р., Комарова Т., Юдачева С. Ответность в сфере ESG: тенденции, вызовы, решения // Национальный доклад по корпоративному управлению. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2021. Вып. XIII. С. 39–74.
2. Данилов Ю. А. Внедрение принципов и стандартов ответственных инвестиций // Мировая экономика и международные отношения. 2023. Т. 67. № 5. С. 90–99.
3. Данилов Ю. А. Концепция устойчивых финансов и перспективы ее внедрения в России // Вопросы экономики. 2021а. № 5. С. 5–25.
4. Данилов Ю. А. Устойчивые финансы: новая теоретическая парадигма // Мировая экономика и международные отношения. 2021b. Т. 65. № 9. С. 5–13.
5. Левашенко А., Ермохин И., Черновол К. Проблемы гармонизации российских и зарубежных стандартов зеленого финансирования // Экономическая политика. 2023. Т. 18. № 1. С. 54–77.
6. Berg F, Kölbel J., Rigobon R. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings // Review of Finance. 2022. Vol. 26. No 6. P. 1315–1344.
7. Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L. Inside the ESG Ratings: (Dis) Agreement and Performance // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. 2021. Vol. 28. No 5. P. 1426–1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>.
8. Brackley A., Brock E., Nelson J. Rating the Raters Yet Again: Six Challenges for ESG Ratings. ERM Sustainability Institute. 2022. <https://www.sustainability.com/thinking/rating-the-raters-yet-again-six-challenges-for-esg-ratings/>.
9. Doyle T. Ratings That Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings Agencies. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 2018. 7 August. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/08/07/ratings-that-dont-rate-the-subjective-world-of-esg-ratings-agencies/>.
10. Hart O., Zingales L. Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value // Journal of Law, Finance, and Accounting. 2017. Vol. 2. No 2. P. 247–274.
11. Howard A. Painting by Numbers — The Difficulties of Measuring Sustainability. Schroders. 2016. 8 December. <https://www.investmentofficer.nl/sites/default/files/Painting%20by%20numbers%20-%20the%20difficulties%20of%20measuring%20sustainability.pdf>.
12. Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. Geneva: World Economic Forum, 2020. https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf.

⁵⁴ Российская Федерация в Докладах об устойчивом развитии поднялась с 55 на 49 место в рейтинге по Индексу ЦУР за период с 2019 года по 2023 год [Sachs et al., 2023].

13. *Peirce H.* Rethinking Global ESG Metrics. U. S. Securities and Exchange Commission. 2021. 14 April. <https://www.sec.gov/news/public-statement/rethinking-global-esg-metrics>.
14. *Prall K.* ESG Ratings: Navigating Through the Haze. CFA Institute Enterprising Investor. 2021. 10 August. <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/08/10/esg-ratings-navigating-through-the-haze/>.
15. *Roncalli T.* Handbook of Sustainable Finance. 2022. <https://ssrn.com/abstract=4277875>.
16. *Sachs J., Lafortune G., Fuller G., Drumm E.* Implementing the SDG Stimulus. Sustainable Development Report 2023. Paris: SDSN; Dublin: Dublin University Press, 2023. <https://s3.amazonaws.com/sustainabledevelopment.report/2023/sustainable-development-report-2023.pdf>.
17. *Schoenmaker D., Schramade W.* Investing for Long-Term Value Creation // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2019. Vol. 9. No. 4. P. 356–377.
18. *Schoenmaker D., Schramade W.* Principles of Sustainable Finance. Oxford: Oxford University Press, 2018.
19. *Schramade W., Schoenmaker D., Toorop R.* Decision Rules for Integrated Value. Erasmus Platform for Sustainable Value Creation Working Paper, Rotterdam School of Management, Erasmus University. 2022.
20. *Schwab K., Vanham P.* Stakeholder Capitalism. A Global Economy That Works for Progress, People and Planet. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2021.
21. *Spiczki A.* A Critical Look at the ESG Market // CEPS Policy Insights. 2022. No 2022-15. https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2022/04/PI2022-15_A-critical-look-at-the-ESG-market.pdf.
22. *Sun W., Yiu S. M., Yu L., Ding W.* ESG Score, Scandal Probability, and Event Return. 2022. <https://ssrn.com/abstract=4172587>.
23. *Tandon A.* Transition Finance: Investigating the State of Play — A Stocktake of Emerging Approaches and Financial Instruments. OECD Environment Working Paper. No 179. 2021.
24. *Tupitcyna A.* Committed Shareholders. Dilemmas of the Dutch Institutional Investor. Erasmus Platform for Sustainable Value Creation, Rotterdam School of Management, Erasmus University. 2018.
25. *Yoon A., Serafeim G.* Understanding the Business Relevance of ESG Issues // *Journal of Financial Reporting*. 2022. Vol. 7. No 2. P. 207–212.

References

1. Golub E., Kokorev R., Komarova T., Yudacheva S. Otchetnost' v sfere ESG: tendentsii, vyzovy, resheniya [ESG Reporting: Events, Challenges, Decisions]. In: *Natsional'nyy doklad po korporativnomu upravleniyu [National Report on Corporate Governance]*. Moscow, National Council on Corporate Governance, 2021, iss. XVIII, pp. 39-74. (In Russ.)
2. Danilov Yu. A. Vnedrenie printsiptov i standartov otvetstvennykh investitsiy [Introducing Principles and Standards for Responsible Investment]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya [World Economy and International Relations]*, 2023, vol. 67, no. 5, pp. 90-99. (In Russ.)
3. Danilov Yu. A. Kontseptsiya ustoychivyykh finansov i perspektivy ee vnedreniya v Rossii [The Concept of Sustainable Finance and the Prospects for its Implementation in Russia]. *Voprosy ekonomiki*, 2021a, no. 5, pp. 5-25. (In Russ.)
4. Danilov Yu. A. Ustoychivyye finansy: novaya teoreticheskaya paradigma [Sustainable Finance: A New Theoretical Paradigm]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya [World Economy and International Relations]*, 2021b, vol. 65, no. 9, pp. 5-13. (In Russ.)
5. Levashenko A., Ermokhin I., Chernovol K. Problemy garmonizatsii rossiyskikh i zarubezhnykh standartov zelenogo finansirovaniya [Problems in Harmonizing Russian and Foreign Standards for Green Finance]. *Ekonomicheskaya politika [Economic Policy]*, 2023, vol. 18, no. 1, pp. 54-77. (In Russ.)
6. Berg F., Kölbels J., Rigobon R. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 2022, vol. 26, no. 6, pp. 1315-1344.

7. Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L. Inside the ESG Ratings: (Dis) Agreement and Performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, vol. 28, no. 5, pp. 1426-1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>.
8. Brackley A., Brock E., Nelson J. *Rating the Raters Yet Again: Six Challenges for ESG Ratings*. ERM Sustainability Institute, 2022. <https://www.sustainability.com/thinking/rating-the-raters-yet-again-six-challenges-for-esg-ratings/>.
9. Doyle T. Ratings That Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings Agencies. *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 7 August 2018. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/08/07/ratings-that-dont-rate-the-subjective-world-of-esg-ratings-agencies/>.
10. Hart O., Zingales L. Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2017, vol. 2, no. 2, pp. 247-274.
11. Howard A. Painting by Numbers - the Difficulties of Measuring Sustainability. *Schroders*, 8 December 2016. <https://www.investmentofficer.nl/sites/default/files/Painting%20by%20numbers%20-%20the%20difficulties%20of%20measuring%20sustainability.pdf>.
12. *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*. Geneva, World Economic Forum, 2020. https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf.
13. Peirce H. Rethinking Global ESG Metrics. *U. S. Securities and Exchange Commission*, 14 April 2021. <https://www.sec.gov/news/public-statement/rethinking-global-esg-metrics>.
14. Prall K. ESG Ratings: Navigating Through the Haze. *CFA Institute Enterprising Investor*, 10 August 2021. <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/08/10/esg-ratings-navigating-through-the-haze/>.
15. Roncalli T. *Handbook of Sustainable Finance*. 2022. <https://ssrn.com/abstract=4277875>.
16. Sachs J., Lafortune G., Fuller G., Drumm E. *Implementing the SDG Stimulus. Sustainable Development Report 2023*. Paris, SDSN, Dublin, Dublin University Press, 2023. <https://s3.amazonaws.com/sustainabledevelopment.report/2023/sustainable-development-report-2023.pdf>.
17. Schoenmaker D., Schramade W. Investing for Long-Term Value Creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2019, vol. 9, no. 4, pp. 356-377.
18. Schoenmaker D., Schramade W. *Principles of Sustainable Finance*. Oxford, Oxford University Press, 2018.
19. Schramade W., Schoenmaker D., Toorop R. *Decision Rules for Integrated Value*. Erasmus Platform for Sustainable Value Creation Working Paper, Rotterdam School of Management, Erasmus University, 2022.
20. Schwab K., Vanham P. *Stakeholder Capitalism. A Global Economy That Works for Progress, People and Planet*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2021.
21. Sipiczki A. A Critical Look at the ESG Market. *CEPS Policy Insights*, 2022, no. 2022-15. https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2022/04/PI2022-15_A-critical-look-at-the-ESG-market.pdf.
22. Sun W., Yiu S. M., Yu L., Ding W. *ESG Score, Scandal Probability, and Event Return*, 2022. <https://ssrn.com/abstract=4172587>.
23. Tandon A. Transition Finance: Investigating the State of Play - A Stocktake of Emerging Approaches and Financial Instruments. *OECD Environment Working Paper*, no. 179, 2021.
24. Tupitcyna A. *Committed Shareholders. Dilemmas of the Dutch Institutional Investor*. Erasmus Platform for Sustainable Value Creation, Rotterdam School of Management, Erasmus University, 2018.
25. Yoon A., Serafeim G. Understanding the Business Relevance of ESG Issues. *Journal of Financial Reporting*, 2022, vol. 7, no. 2, pp. 207-212.