

Устойчивое развитие

Устойчивые финансовые инструменты: современное состояние и перспективы развития

Игорь Константинович Ключников

ORCID 0000-0002-6132-6632

Доктор экономических наук, профессор,
Международный банковский институт
им. Анатолия Собчака (191023, Россия,
Санкт-Петербург, Невский пр., 60)
E-mail: igorkl@list.ru

Олег Игоревич Ключников

ORCID 0009-0002-9128-0994

Кандидат экономических наук, доцент,
Международный банковский институт
им. Анатолия Собчака (191023, Россия,
Санкт-Петербург, Невский пр., 60)
E-mail: okey003@mail.ru

Мария Викторовна Сигова

ORCID 0000-0003-1044-7706

Доктор экономических наук, профессор, ректор,
Международный банковский институт
им. Анатолия Собчака (191023, Россия,
Санкт-Петербург, Невский пр., 60)
E-mail: ibispb@ibispb.ru

Аннотация

Инструменты устойчивого экономического развития получили быстрое распространение на финансовых рынках и прочно внедрили в хозяйственный оборот и систему кредитно-финансового регулирования. Учет ESG-принципов в хозяйственной деятельности позволяет подключать компании к решению экологических, социальных и управленческих задач, а также включать эти принципы в инструменты, призванные привлекать и распределять ресурсы для устойчивого развития. В ходе становления устойчивых финансовых инструментов меняется практика их регистрации, учета и листинга, что связано с инкорпорацией их в управление хозяйством как на микро-, так и на макроуровнях. Одновременно происходит концептуализация и теоретическое осмысление новых инструментов в системе устойчивого экономического развития. В статье проведена систематизация представлений об устойчивых финансовых инструментах, а также уточнено их место в финансировании ESG-перехода и развитии финансового рынка. Рассмотрена эволюция устойчивых финансовых инструментов, раскрыты их сущность и роль в инвестиционных решениях, проанализированы наиболее значимые аспекты, характеризующие их влияние на хозяйство и финансовый рынок, дана оценка готовности финансового сектора к их развитию. Выдвинуты три исследовательские гипотезы: субъекты экономики успешно адаптируются к новой концепции устойчивого финансирования; повышенная сложность и трудоемкость подготовки новых инструментов частично компенсируется их стандартизацией, а также упрощенной схемой обращения, обслуживания и надзора; инструменты устойчивого развития, такие как зеленые облигации, социальные облигации, облигации устойчивого развития, облигации, связанные с устойчивостью, и облигации переходного периода, способствуют переоценке системы рыночной эффективности и рациональности рыночных участников.

Ключевые слова: устойчивость экономического развития, ESG-финансирование, инструменты устойчивого развития, зеленые облигации.

JEL: F01, B4, F3, Q5.

Sustainable Development

Sustainable Financial Instruments: Their Current State and Prospects

Igor K. Klyuchnikov

ORCID 0000-0002-6132-6632

Dr. Sci. (Econ.), Professor,
Anatoliy Sobchak International Banking Institute,^a
igorkl@list.ru

Oleg I. Klyuchnikov

ORCID 0009-0002-9128-0994

Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor,
Anatoliy Sobchak International Banking Institute,^a
okey003@gmail.com

Maria V. Sigova

ORCID 0000-0003-1044-7706

Dr. Sci. (Econ.), Professor, Rector,
Anatoliy Sobchak International Banking Institute,^a
ibispb@ibispb.ru

^a 60, Nevskiy pr., Saint Petersburg,
Russian Federation, 191023

Abstract

Instruments aimed at sustainable economic development have become widespread in financial markets and are firmly embedded in economic transactions and the system of credit and financial regulation. Incorporating ESG principles into economic activity enables companies to be involved in solving environmental, social and managerial challenges as well as to promote these principles by means of instruments designed to attract and allocate resources that advance sustainable development. As stable financial instruments for these purposes are developed and absorbed into both micro and macro management of the economy, the practices that govern their registration, accounting and listing on exchanges are changing in turn. A parallel process of conceptualizing and reaching theoretical understanding of these new instruments for encouraging sustainable economic development is also underway. Systematic concepts applicable to sustainable financial instruments have been developed, and the role of these instruments in financing ESG transition and development of the financial market has been clarified. The article examines the evolution of sustainable financial instruments, identifies their essential features and role in investment decisions, analyzes the most significant ways they impact the economy and financial markets, and assesses how prepared the financial sector is for their development. Three research hypotheses are put forward. First, economic entities are successfully adapting to the new concept of sustainable financing. Second, the increased inherent complexity of the new instruments and effort needed to prepare them is partially offset by their standardization, as well as by a simplified scheme for their circulation, maintenance and supervision. And third, sustainable development instruments such as green bonds, social bonds, sustainable development bonds, sustainability-related bonds and transitional period bonds contribute to a reassessment of market efficiency and the rationality of market participants.

Keywords: sustainability of economic, ESG-financing, sustainable development instruments, green bonds.

JEL: F01, B4, F3, Q5.

Введение

В России продолжает развиваться система финансирования устойчивого экономического развития. Она включает достаточно широкий набор инструментов, которые обращаются на фондовом, кредитном и страховом рынках. Важной особенностью таких инструментов является их участие в экономии ресурсов, ускорении экономического развития и повышении жизненного уровня населения, а также в решении экологических и социальных задач.

Выпуск устойчивых финансовых инструментов становится эффективным и всё более популярным способом финансирования различных проектов и предприятий. Наиболее зрелыми среди такого рода инструментов являются зеленые облигации, однако это не единственные инструменты финансирования устойчивого развития. Быстро развиваются и другие инновационные финансовые решения. Популярными становятся социальные облигации и облигации, связанные с устойчивостью, включая адаптационные и переходные, а также зеленые кредиты и кредиты, связанные с устойчивостью; получают развитие зеленые акции, а также методы и инструменты ESG-страхования (E — окружающая среда, S — социальная сфера, G — управление)¹. Рост рынка в абсолютном выражении и диверсификацию инструментов устойчивого финансирования следует рассматривать как свидетельства значительного увеличения рыночного спроса на соответствующие продукты.

С 2017 по 2022 год мировой рынок устойчивых облигаций вырос почти в 5 раз, российских — в 22 раза. За последнее десятилетие (2013–2022 годы) ESG-кредиты в мире выросли в 6,5 раза — с менее 40 млрд долл. до 265 млрд долл.; совокупная задолженность по ESG-кредитам достигла 1,3 трлн долл., что, по оценкам Института международных финансов, составляет более 30% общего объема ESG-задолженности. За последние пять лет доля страховых компаний, учитывающих ESG-принципы, выросла с 25 до 33%; тем не менее только 24% страховых компаний утверждают, что учитывают факторы устойчивости при определении инвестиционных возможностей. Общий объем финансовых обязательств, связанных с ESG, с 2000 по конец 2022 года увеличился с 1,5 трлн долл. до 4,5 трлн долл.²

¹ Набор принципов социологического, социального и корпоративного управления в страховании.

² Global Debt Monitor 2022. IMF. 2022. <https://www.iif.com/Key-Topics/Debt/Monitors>.

К устойчивым финансовым инструментам можно отнести и такие новые продукты, как углеродные единицы и производные устойчивых финансовых активов. По данным Международного партнерства по борьбе с выбросами парниковых газов ICAP, в мире функционирует 25 площадок для торговли углеродными кредитами. Согласно оценкам *McKinsey*, к 2030 году ежегодный спрос на углеродные единицы может достигнуть 50 млрд долл., а к 2050 году — 100 млрд долл. [Blaufelder et al., 2021].

ESG-принципы могут стать мощной движущей силой долгосрочного развития компаний за счет снижения затрат, повышения производительности, получения новых доходов и доступа к финансам. Одно из последних исследований ведущего разработчика индексов *MSCI* свидетельствует, что более высокие баллы ESG могут снизить стоимость привлеченного капитала для компании на 1,14% [Lodh, 2020], в то время как исследования *McKinsey* показали, что снижение может составить 10%.

Снижение затрат, связанных с привлечением капитала, происходит в результате прежде всего сокращения страховой премии, предоставления налоговых льгот, улучшения репутации, расширения доступа к рынкам капитала и кредита, снижения процентной ставки, стандартизации и упрощения эмиссионной и кредитной процедур. Инструменты устойчивого развития — не только чисто технический аппарат, позволяющий использовать перечисленные выше преимущества как для инвестора, так и для реципиента инвестиций (а также кредитора и должника, страховщика и застрахованного). Они становятся важной движущей силой развития финансового рынка и хозяйства, включаются в общую систему устойчивого экономического развития и инновационного обновления экономики, а также могут выступать в качестве важного условия разработки инвестиционной ESG-стратегии инвесторов и компаний [Ehlers et al., 2022].

Рынок устойчивых финансовых инструментов, несмотря на молодость, растет ускоренными темпами и получает значительное развитие. С методологической точки зрения становление устойчивых финансовых инструментов, по нашему мнению, опирается на гипотезу рыночной эффективности и рациональности агентов и теорию процесса финансиализации. Стремление к повышению рыночной эффективности и рациональности агентов стимулирует поиск инструментов, обеспечивающих устойчивое развитие. В свою очередь, эволюция финансовой монополизации хозяйства способствует переходу к учету природного и социального капитала в финансовой деятельности, для обеспечения которой требуется разработка специальных механизмов и инструментов.

Авторы выдвигают три исследовательские гипотезы: (1) субъекты экономики успешно адаптируются к новой концепции финансирования, ведущим звеном которой являются инструменты устойчивого развития; (2) повышенная сложность и трудоемкость подготовки новых инструментов частично компенсируется, с одной стороны, их стандартизацией, а с другой — упрощенной схемой обращения, обслуживания и надзора; (3) инструменты устойчивого развития способствуют переоценке системы рыночной эффективности и рациональности рыночных участников.

Целью статьи является систематизация представлений относительно устойчивых финансовых инструментов, а также их места в ESG-финансировании, что позволит дать общую картину и может служить основой для последующих концептуальных обоснований перехода к новому этапу финансирования хозяйства и рыночной эффективности. В рамках теоретического исследования рассматривается эволюция устойчивых финансовых инструментов в их связи с ESG-принципами, раскрывается механизм верификации этих инструментов, дается оценка перспектив их развития.

1. Нормативно-документарное обеспечение устойчивых финансовых инструментов

В последние годы инструменты устойчивого финансирования получили значительное развитие во многих странах, поскольку всё большее число институциональных инвесторов и фондов используют различные подходы к инвестированию в экологические, социальные и управленческие процессы. У этих инструментов много общих черт, однако имеются различия как в терминологии, так и в практике их выпуска, размещения и обращения, а также в решении ими задач социально-экономического развития России и тех, что определены Парижским соглашением 2015 года по климату.

Появление устойчивых финансовых инструментов было определено сдвигами спроса и предложения во всей финансовой системе, вызванными как поиском эффективных и отвечающих долгосрочной устойчивости финансовых решений, так и стремлением к более полному соответствию их современным задачам. В каждой стране свое документарное сопровождение, регистрация и регулирование этих инструментов, что накладывает отпечаток на их теоретическое обоснование и практическую организацию эмиссии и обращения.

Современный этап разработки устойчивых финансовых инструментов связан с ESG-принципами, которые были сформулированы

в 2004 году в обращении генерального секретаря ООН Кофи Аннана к руководителям крупнейших мировых компаний, в котором предлагалось пересмотреть стратегические приоритеты с учетом нового подхода к решению экологических (E), социальных (S) и управленческих (G) задач. В 2006 году были разработаны и представлены на Нью-Йоркской фондовой бирже Принципы ответственного инвестирования (PRI)¹ — инициатива Программы ООН по окружающей среде (United Nations Environment Programme). В следующем десятилетии эти Принципы были связаны с устойчивыми инвестициями и вошли в систему верификации устойчивых финансовых инструментов. В результате произошла трансформация социально ответственного инвестирования в системы устойчивого финансирования с соответствующими инструментами, в основе которых были прежде всего принципы ESG.

Московская биржа (далее — МБ) в 2019 году присоединилась к инициативе ООН «Биржи за устойчивое развитие», а также впервые подготовила отчет об устойчивом развитии и стала ежедневно рассчитывать индексы и вектор устойчивого развития. В 2020 году Банк России опубликовал рекомендации по ответственному инвестированию для институциональных инвесторов, а также управляющих активами компаний³. В 2021 году МБ разработала программу интеграции инициатив и проектов в сфере ESG в свою деятельность до 2024 года.

Первоначально зеленые облигации адаптировали под свои задачи Принципы ответственного инвестирования. В результате были подготовлены Принципы зеленых облигаций, обновленные в июне 2021 года с учетом более полного раскрытия информации, а в июне 2022 года их разграничили на два вида — с учетом стандартных необеспеченных и обеспеченных облигаций. Кроме того, в обновленные Принципы были включены рекомендации по вопросам секьюритизации исходных активов.

Вслед за зелеными облигациями ESG-факторы стали связывать с целым рядом других финансовых инструментов, нацеленных на устойчивое развитие. Выделяются четыре типа регуляторных документов и инициатив, которые учитывают и регулируют устойчивые финансовые инструменты:

- наднациональное регулирование (прежде всего Принципов зеленых облигаций, а также Принципов социальных облигаций, Принципов облигаций, связанных с устойчивостью, Принципов зеленых кредитов, Принципов социальных кре-

³ Информационное письмо участникам рынка ценных бумаг от 15.07.2020 № ИН-06-28/111 «Рекомендации по реализации принципов ответственного инвестирования». https://www.cbr.ru/statichhtml/file/59420/20200715_in_06_28-111.pdf.

дитов, Принципов устойчивого страхования и руководства по реализации этих принципов);

- инициативы по раскрытию информации в сфере ESG участников рынка (например, Стандарты глобальной инициативы по отчетности об устойчивом развитии GRI Standards, Стандарты совета по стандартам бухгалтерского учета в области устойчивого развития SASB Standards, Стандарты целевой группы по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом TCFD Standards);
- стандарты, разработанные биржами, ассоциациями и группами финансовых учреждений;
- индексы и рейтинги, характеризующие с позиции ESG состояние финансовых и нефинансовых организаций, регионов, городов, стран, а также ценных бумаг, кредитов, страхования (провайдером таких рейтингов и индексов являются S&P, FTSE Russell, MSCI, Sustainalytics, CDP, Bloomberg, JUST Capital, Refinitiv, RAEX-Europe и др.).

В той или иной степени вышеуказанные инициативы, нормы, стандарты, индексы и рейтинги применяются в процессе подготовки к обращению и при функционировании устойчивых финансовых инструментов. Продвижение ESG-принципов связано с появлением новых устойчивых финансовых инструментов, демонстрирующих связь с экологией, социальными целями и в целом с устойчивым развитием.

В 2015 году Генеральная Ассамблея ООН приняла повестку дня в области устойчивого развития на период до 2030 года как план преобразования мира, включающий 17 целей и 169 задач (цели устойчивого развития, далее — ЦУР). В 2020 году в Конституции РФ появилась статья 75.1, в которой были закреплены отдельные принципы концепции устойчивого развития.

В России цели и основные направления устойчивого (в том числе зеленого) развития определены Распоряжением Правительства РФ от 14.07.2021 № 1913-р «Стратегия развития аддитивных технологий в Российской Федерации на период до 2030 года». Важным документом является также Постановление Правительства РФ от 21.09.2021 № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации».

Минэкономразвития России приступило к общей координации работ, связанных с подготовкой выпуска новых инструментов (Распоряжение Правительства от 18.11.2020 № 3024-р «О разви-

тии инвестиционной деятельности и привлечении внебюджетных средств в проекты развития в РФ»). Разработка критериев зеленых проектов и требований к системе верификации зеленых инструментов была поручена государственной корпорации развития ВЭБ.РФ, которая занялась этой деятельностью вместе с Банком России. В результате ВЭБ.РФ разработала целый ряд методологических документов, которые определяли цели и основные направления реализации зеленых и переходных проектов, включая их таксономию, а также методические рекомендации по проведению верификации зеленых и переходных финансовых инструментов, их отнесению к финансовым инструментам, направленным на финансирование проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития, и ведению перечня верификаторов.

Первоначально при выпуске зеленых ценных бумаг российские эмитенты руководствовались только международными принципами и нормами, но с 2021 года они стали учитывать российскую таксономию (указание ЦБ РФ от 01.10.2021 № 5959-У). Тем самым создавалась отечественная нормативно-правовая и институциональная основа функционирования устойчивых финансовых инструментов. При ее разработке использовались документы и опыт прежде всего Международной ассоциации рынков капитала ICMA, Инициативы климатических облигаций CBI и Международного клуба финансирования развития IDFC, а также зарубежный опыт построения систем зеленого финансирования и организации выпуска и обращения соответствующих документов, включая руководство Всемирного банка по разработке национальной зеленой таксономии⁴ и обзор и рекомендации для таксономии устойчивого финансирования, подготовленные ICMA⁵.

Таким образом, складывалась социально-экономическая основа и организационно-нормативное обеспечение для инструментов финансового рынка и финансового обслуживания хозяйства в соответствии с ESG-принципами. Они направлены на повышение эффективности обслуживания устойчивого развития и базируются на новой рыночной архитектуре и нормативной

⁴ Developing a National Green Taxonomy. A World Bank Guide. World Bank Group. 2020. June. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/953011593410423487/pdf/Developing-a-National-Green-Taxonomy-A-World-Bank-Guide.pdf>.

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

базе, необходимой для эффективной мобилизации и привлечения ресурсов для инновационного обновления хозяйства с учетом решения не только экономических, но и экологических, социальных и управленческих задач, стоящих перед современным обществом.

Различные варианты устойчивых финансовых инструментов существуют во многих странах (обзор зарубежной практики и инструментов устойчивого экономического развития можно найти, например, на сайтах OECD⁶, European Commission⁷ и International Platform on Sustainable Finance⁸, а также в «Отчетах о глобальной финансовой стабильности»⁹ и рабочих документах «Устойчивое финансирование на развивающихся рынках: эволюция, проблемы и приоритеты политики» Международного валютного фонда [Goel et al., 2022], материалах G20 «Отчет об устойчивом финансировании»¹⁰ и др.). Растущее международное влияние устойчивого финансирования сделало его одним из самых передовых и изучаемых направлений в финансовой сфере, что подтверждает одно из последних библиографических исследований этой темы (проанализирована эволюция работ, посвященных устойчивому финансированию и его взаимодействию с корпоративной социальной ответственностью, социально ответственным финансированием, зелеными финансами и экологическим финансированием в 3786 статьях за период с 2000 по 2021 год) [Luo et al., 2022].

В конце 2016 года Европейская комиссия сформировала группу экспертов по устойчивому финансированию, в 2017 году была принята соответствующая стратегия, а в 2018 году ее обновили и приняли план действий. В 2020 году был опубликован инвестиционный план европейского зеленого курса и механизм перехода к нему, согласно которому предполагалось в течение следующего десятилетия мобилизовать устойчивые инвестиции в размере не менее 1 трлн евро. В 2021 году была подготовлена законодательная база, регламентирующая переход на устойчивую финансовую

⁶ Environmental Social and Governance (ESG) Investing. OESD. 2023. <https://www.oecd.org/finance/esg-investing.htm>.

⁷ Overview of Sustainable Finance. European Commission. 2023. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en.

⁸ International Platform on Sustainable Finance. European Commission. 2023. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance_en.

⁹ Global Financial Stability Report. Navigating the High-Inflation Environment. IMF. 2022. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>.

¹⁰ Sustainable Finance Report 2022 G20. WEF. 2022. <https://g20sfwg.org/wp-content/uploads/2022/10/2022-G20-Sustainable-Finance-Report-2.pdf>.

деятельность и механизм интеграции факторов ESG в банковскую пруденциальную структуру ЕС.

Значительный опыт в сфере разработки руководящих документов устойчивого финансирования наработан в ЕС (доля в глобальной эмиссии парниковых газов — 7,8%) и Китае (26,9%).

13 июня 2023 года Еврокомиссия опубликовала пакет мер по устойчивому финансированию, включая регулирование, таксономию и рекомендации по добровольному использованию инструментов устойчивого развития¹¹.

Таксономия ЕС представляет собой систему классификации в виде списка экологически чистых видов экономической деятельности (включает в себя технические критерии, относящиеся к устойчивым видам). Такая система позволяет финансовым и нефинансовым компаниям совместно использовать общее определение экономической деятельности, которую можно считать экологически устойчивой, что необходимо для расширения устойчивых инвестиций и реализации европейского зеленого соглашения. Основные параметры таксономии ЕС изложены в регламенте ЕС (2020/852). С 1 января 2023 года все крупные компании ЕС обязаны сообщать о согласовании таксономии вместе с информацией, которая может помочь инвесторам оценить свои показатели ESG.

После десятилетий ускоренного экономического роста Китай сделал приоритетом развитие зеленой, низкоуглеродной и циркулярной экономики. Для достижения этих целей разработаны новый зеленый механизм (включая инструменты поддержки сокращения выбросов углерода), план оценки зеленого финансирования для банков, направленный на стимулирование выпуска зеленых кредитов и облигаций, и таксономия переходного периода (каталог проектов, соответствующих требованиям, предъявляемых к зеленым облигациям).

В настоящее время Китай по многим параметрам считается пионером в области зеленого и устойчивого финансирования. В 2007 году 17-й национальный съезд коммунистической партии Китая предложил построить «экоцивилизацию». С тех пор ведется разработка механизма и инструментов сначала экологического, а в дальнейшем зеленого и устойчивого развития. С 2012 года в Китае действуют руководящие принципы зеленого кредитования. В 2017 году Китай приступил к созданию пилотных зон для зеленой финансовой реформы и зеленых инноваций.

Разработку устойчивых финансовых инструментов, включая таксономию, ведут также другие страны и регионы. В марте

¹¹ Sustainable Finance Package. European Commission. 2023. https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package-2023_en.

2021 года был создан Совет по таксономии АСЕАН (АТВ), который приступил к разработке, поддержанию и продвижению таксономии АСЕАН как научно обоснованного инклюзивного метода классификации деятельности. В марте 2023 года Совет по таксономии АСЕАН выпустил вторую версию таксономии устойчивого финансирования (с расширенными концептуальными основами и более полной совместимостью с таксономией ЕС и другими национальными таксономиями).

В 2021 году в Монголии в рамках амбициозного проекта «Политика нового возрождения» была введена зеленая таксономия. Главной целью проекта является создание условий экологической устойчивости для будущих поколений.

Активно разрабатывают документацию по устойчивому финансированию также Бангладеш, Великобритания, Грузия, Казахстан, Малайзия, Мексика, Сингапур, Чили, Южно-Африканская Республика и другие страны.

Основная цель таксономии заключается в перенаправлении потоков капитала на более устойчивую предпринимательскую деятельность. Таксономия призвана играть важную роль в переходе к низкоуглеродной экономике.

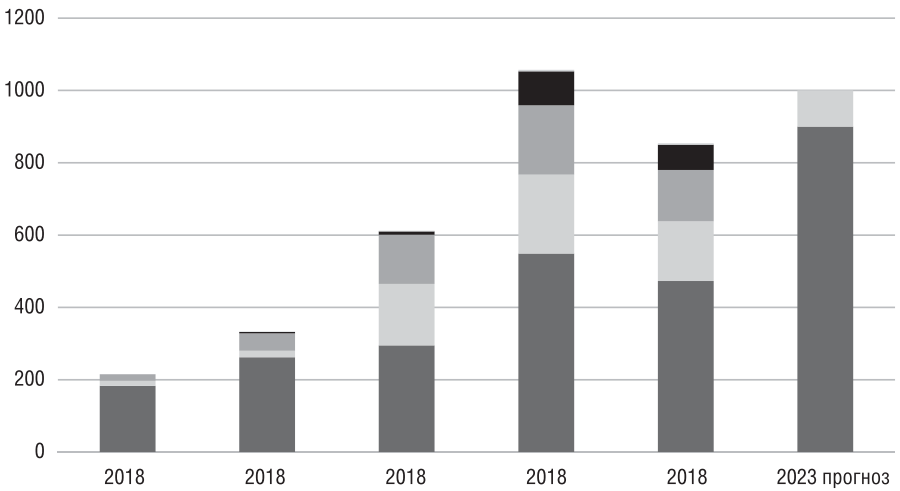
В настоящей работе анализ инструментов устойчивого финансирования проведен с учетом предложений группы отечественных исследователей [Довбий и др., 2022; Яковлев, Кабир, 2018], а также зарубежной и отечественной практики.

2. Масштабы развития рынка устойчивого финансирования

В 2021 году на мировой рынок было выпущено облигаций, отвечающих условиям устойчивости, на сумму более 1,1 трлн долл. (рис. 1). Кроме того, сотни миллиардов долларов были вложены в биржевые фонды акций и долговых обязательств, ориентированных на ESG (рис. 2).

Устойчивое финансирование является быстрорастущим рынком, по крайней мере так было до 2022 года. В 2022 году выпуск устойчивых долговых обязательств составил около 1,2 трлн долл., что на 20% ниже уровня 2021 года. Произошло также сокращение на 11,8% кредитования, связанного с устойчивостью [Billard, 2022]. Инвестиционные банки *Morgan Stanley* и *Barclays Plc* прогнозируют продолжение сокращения выпуска ESG-инструментов в 2023 году. Предполагается, что объем эмиссии ESG-облигаций будет чуть менее 1 трлн долл. [Rocha et al., 2022].

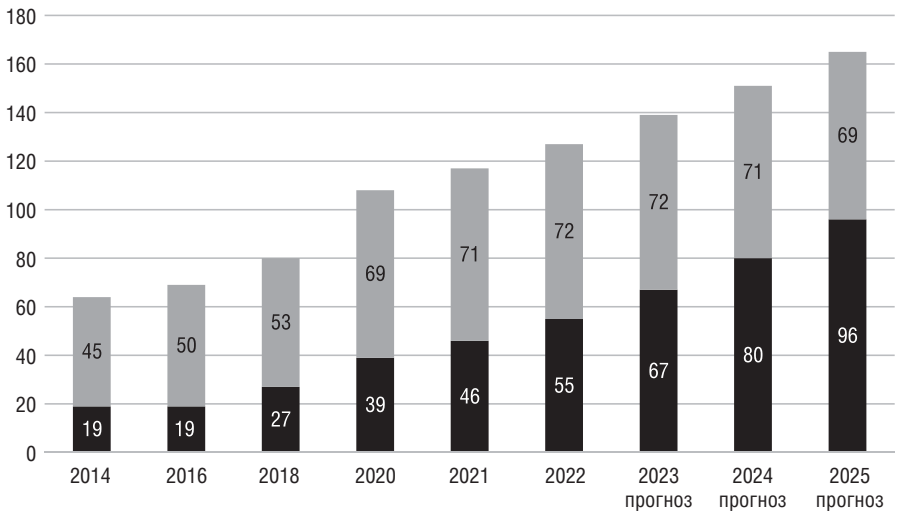
Разница между 2022 и 2023 годами, а также возможное сокращение предложения устойчивых инструментов в ближайшем бу-



Источник: Sustainable Bond Issuance Will Return to Growth in 2023, S&P Global, 2023, P. 4.
<https://www.spglobal.com/esg/insights/featured/special-editorial/sustainable-bond-issuance-will-return-to-growth-in-2023>.

Рис. 1. Устойчивые облигации: зеленые, социальные, связанные с показателями устойчивого развития и транзитные (GSS+), 2015-2023 годы (млрд долл.)

Fig. 1. Sustainable Bonds: Green, Social, Sustainability and Transitional (GSS+), 2015-2023 (bln USD)



Источник: [Taylor, Collins, 2022].

Рис. 2. Инвестиционные фонды: ESG-фонды и традиционные фонды, 2014-2025 годы (млрд долл.)

Fig. 2. Investment Funds: ESG Funds and Traditional Funds, 2014-2025 (bln USD)

дущем связаны с различными обстоятельствами [Billard, 2022]. С краткосрочных позиций рынок столкнулся с целой серией препятствий, в основе которых лежали неблагоприятные макроэкономические условия на долговом рынке, спровоцированные геоэкономическими потрясениями, пандемией коронавируса и структурной перестройкой основных финансовых потоков¹². С 2021 года возникла общая тенденция, связанная со снижением корпоративного долга (в странах с развитой экономикой за 2021–2022 годы — более чем на 10% ВВП)¹³. Доля заемных средств сокращалась в ходе пандемии коронавируса, а также по мере роста номинального ВВП. Инфляция также оказала давление на задолженность и способствовала ее падению. Кроме того, в США, Великобритании и Европейском союзе на рынок инструментов устойчивого развития воздействовали изменение позиций регулирующих органов и ужесточение нормативных требований. Так, вступили в действие новые требования регистрации ESG-инструментов [Balp, Strampelli, 2022] и учета инвестиционных фондов [Likos, 2022], которые выбрали профиль устойчивого финансирования; в частности, регулирующими органами ЕС и США были введены маркировки уровня «зелености». Кроме того, рейтинговые агентства приступили к рейтингованию фондов от C — низкого уровня ESG (светло-зеленые фонды) до AAA — высокого уровня (темно-зеленые фонды — полностью соответствующие принципам ESG).

В среднесрочной перспективе Институт международных финансов прогнозирует существенный рост ESG-облигаций — до 3,8–7 трлн долл. в 2025 году¹⁴. Дело в том, что в следующие три десятилетия только для декарбонизации глобальной энергетической системы потребуется инвестиций от 120 до 194 трлн долл. [Billard, 2022]. По данным *McKinsey*, общие затраты на декорбанизацию производственной базы могут составить 275 трлн долл.¹⁵ Сложно найти дополнительные источники финансирования для таких преобразований. Новые инструменты способны заинтересовать более широкие слои населения в инвестиционной деятельности, что позволит мобилизовать необходимые для зеленых преобразований ресурсы. Содействовать этому процессу может развитие теоретических изысканий и углубление концеп-

¹² Sustainable Debt Monitor: Financing the Transition. IIF. 2022. 3 November. https://www.iif.com/portals/0/Files/content/SDM_November2022_vf.pdf.

¹³ Global Debt Monitor 2022. IMF. 2022. <https://www.iif.com/Key-Topics/Debt/Monitors>.

¹⁴ Sustainable Debt Monitor: Boom Time! IIF. 2022. 27 January. <https://www.iif.com/Publications/ID/4762/Sustainable-Debt-Monitor-Boom-time>.

¹⁵ The Net-Zero Transitions: What It Would Cost, What It Could Bring. McKinsey Global Institute. 2022. 25 January. <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/the-net-zero-transition-what-it-would-cost-what-it-could-bring>.

туального обоснования места и роли этих инструментов в системе устойчивого развития, создание надежной нормативно-правовой базы их выпуска и обращения и популяризация этих инструментов. Уже в 2023 году ожидается рост рынка зеленых облигаций и превышение максимума 2021 года на 13% с объемом в 1,7 трлн долл.¹⁶

Несмотря на быстрый рост рынка устойчивых облигаций, в 2021 году на них приходилось только около 11% выпуска всех облигаций¹⁷, а в общем обращении они составляли менее 2%¹⁸. Относительно скромные размеры рынка этого вида облигаций не мешают им занимать важную нишу на финансовом рынке и во многих хозяйственных процессах. Они активно участвуют в инновационном обновлении производственной и инфраструктурной базы многих стран, а также в реализации ЦУР ООН и Парижского соглашения по сокращению выбросов углекислого газа.

3. Диверсификация инструментов

По мере выхода мировой экономики из кризиса объемы размещения выпусков более молодых финансовых инструментов — облигаций, связанных с показателями устойчивого развития, а также транзитных облигаций, — вероятно, будут расти ускоренными темпами. Финансовые инженеры продолжают диверсифицировать продуктовые предложения. Появляются финансовые продукты, которые объединяют факторы устойчивости и количественно оценивают влияние инвестиций на отдельные сферы (экологическую, социальную и управленческую). Так, в 2021 году наибольший интерес у институциональных инвесторов вызвали климатические облигации (27% спроса ESG-фондов на новые активы приходилось на такого рода облигации) [Tomkiw, 2021]. Инструменты, отражающие новые финансовые продукты, полнее отвечают интересам клиентов — более точно акцентируют выбранный клиентом фактор. В результате инструменты с разными целями устойчивости привлекают определенные потоки средств и начинают входить в стандарт процесса принятия инвестиционных решений.

Несмотря на развитие новых инструментов устойчивого развития, на рынке продолжают преобладать зеленые облигации, что происходит по трем основным причинам: они доминировали

¹⁶ The Green Bond. Your Insight Into Sustainable Finance. SEB. 2022. 23 December. P. 15. <https://mb.cision.com/Main/4324/3689409/1755583.pdf>.

¹⁷ Sustainable Bonds to Hit Record \$ 1.35 Trillion in 2022. Moody's Investors Service. 2022. 31 January. P. 3. <https://dkf1ato8y5dsg.cloudfront.net/uploads/52/504/esg.pdf>.

¹⁸ Global Debt Monitor and Global Sustainable Debt Monitor. IIF. 2022. 1 December. P. 5. <https://www.iif.com/Key-Topics/Debt/Monitors#Sustainable>.

на рынке устойчивого долга; нормативно-правовая среда для них является более развитой по сравнению с другими; их устойчивые эффекты легче проверить, чем у социальных и устойчивых облигаций, а также устойчивых кредитов [Poh, 2022].

Зеленые облигации являются инновационными инструментами, что определяется целым рядом обстоятельств, среди которых можно выделить следующие: новаторский порядок реинвестирования дохода и участие в формировании зеленого финансового кластера, который становится катализатором изменений финансового сектора и широкого распространения ESG-принципов. Одним из основных условий их распространения на все финансовые инструменты и на весь рынок является теоретическое обоснование вышеуказанных процессов, развитая нормативно-правовая среда и наработка рыночных правил и практики.

Первую эмиссию зеленых облигаций провел Всемирный банк в 2007 году, в то время как первая облигация устойчивого развития была выпущена только в 2014 году, первая социальная облигация — в 2015-м, первый зеленый кредит — в 2016-м, а кредит, связанный с устойчивым развитием, — в 2017-м. Как следствие, регуляторный аппарат, а также документарное обеспечение для зеленых облигаций, такое как руководящие принципы и таксономии, получили значительное развитие.

Выпуск устойчивых облигаций сопряжен с дополнительными транзакционными издержками, поскольку эмитенты должны отслеживать, контролировать и сообщать об использовании доходов. К тому же эмиссия облигаций требует повышенных расходов на регистрацию, включая затраты на рейтинговые процедуры в специализированных ESG-рейтинговых агентствах *MSCI*, *ISS ESG*, *Sustainalytics*, *Refinitiv*, *FTSE Russell*. Рейтингом кредитных продуктов занимается компания *Moody's Investors Service*, которая оценивает риски ES, что помогает определять кредитоспособность клиентов и ESG-портфель кредитного учреждения.

Тем не менее многие эмитенты, особенно крупные, компенсируют эти первоначальные затраты как экономическими методами, включая налоговые льготы, инвестиционные и процентные преференции и скидки, так и неэкономическими.

В целом устойчивые облигации обладают своеобразной бонусной функцией для эмитента, инвестора и рынка, а также для регулятора, поскольку такие облигации предполагают особо благоприятное отношение со стороны надзорных и законодательных органов и различных инициатив. Дополнительные преимущества эмитента и инвестора вполне понятны и экономически оправданы. Что же касается рынка, то благодаря обращению на нем устой-

чивых инструментов он становится притягательным для новых выпусков и вторичных предложений. В 2023 году и в дальнейшем ESG-инструменты во многом будут определять выбор портфеля и стратегию институциональных инвесторов [Romito, 2022], что должно обеспечить стабильный высокий спрос на инструменты устойчивого развития.

Различия между разными устойчивыми долговыми инструментами (в частности, облигациями и кредитами) заключаются в способе привлечения ресурсов, ценообразовании и виде платежа, а также регулировании и использовании ресурсов. Кредитные линии в большей степени ориентированы на эффективность ESG-функций самого заемщика. Такие кредиты используются для поддержки и стимулирования экологической, социальной и управленческой устойчивой активности должника.

Для большинства рынков, эмитентов и инвесторов существует зеленая премия, выступающая результатом более высокого спроса на зеленые облигации, чем на традиционные. Эта тенденция наиболее отчетливо проявляется на вторичных рынках [Avramov et al., 2022]. Дополнительные преимущества включают в себя повышенную прозрачность и внимание к учетным данным эмитента в области устойчивого развития.

Зеленые облигации и традиционные эквиваленты подвержены одной и той же рыночной динамике. Их курс и ликвидность находятся в зависимости от соотношения предложения и спроса и процентных ставок. Тем не менее зеленые облигации в большинстве случаев имеют зеленую премию¹⁹. Премия за новый выпуск является стандартной характеристикой рынка облигаций. Иногда облигация может быть выпущена по более высокой цене и, таким образом, иметь более низкую текущую доходность. Цена облигации будет находиться внутри ее собственной кривой доходности. Более высокая начальная цена на зеленые облигации означает, что эмитент платит меньше за текущее финансирование по сравнению с обычным долгом.

В последнее время получают развитие производные финансовые инструменты, в основе которых — первичные активы и инструменты устойчивого развития. К ним относятся зеленые векселя и среднесрочные и долгосрочные долговые обязательства, не являющиеся облигациями, связанными с ESG-решениями. По назначению и форме обращения они похожи на облигации, но не соответствуют биржевым продуктам. Такие производные инструменты обращаются на централизованных и децентрализованных

¹⁹ Green Bond Pricing in the Primary Market: H1 (Q1–Q2) 2022. January — July. Report Highlights. Climate Bonds. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf.

интернет-площадках, привлекают ресурсы в ходе краудфандинга. Они решают прежде всего задачи, связанные с повышением устойчивости базовых активов посредством арбитража сделок и повышения ликвидности первичных инструментов, а также секьюритизации проблемных активов. Кроме того, производные инструменты помогают включать в рыночный оборот замороженные активы, экологические расходы и затраты на восстановление природных ресурсов.

4. Российский рынок устойчивых финансовых инструментов

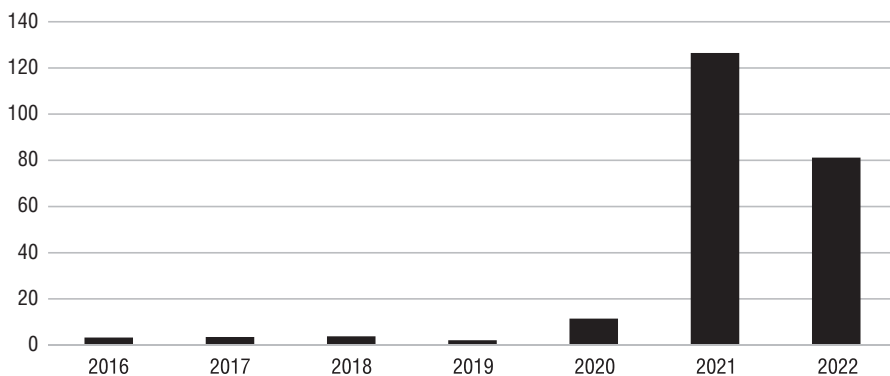
В 2022 году Банк России поставил задачу (задача 4 в национальной повестке устойчивого развития) по расширению «вклада финансового рынка в достижение целей устойчивого развития и ESG-трансформации российского бизнеса»²⁰. В связи с этим планируется переход к стимулированию рынка устойчивого финансирования и повышению заинтересованности участников на этапе его запуска. Для этого предлагаются налоговые льготы при выпуске устойчивых финансовых инструментов, субсидирование и государственные гарантии. При этом ожидаются варьирование и оперативная коррекция направлений, сроков и масштабов реализации ESG-повестки, что предполагает учет меняющихся мировых подходов к устойчивым финансовым инструментам и возможная дальнейшая ускоренная их дифференциация. В основном это касается краткосрочных и среднесрочных изменений в масштабах, направлениях и инструментах финансового обеспечения энергоперехода.

В 2019 году МБ присоединилась к инициативе устойчивой фондовой биржи SSE ООН и создала сектор устойчивого развития. Он предназначался для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально значимых. Сектор устойчивого развития включает четыре самостоятельных сегмента: зеленые облигации, социальные облигации, облигации устойчивого развития и облигации национальных и адаптационных проектов.

В секторе устойчивого развития МБ котируются ценные бумаги, отвечающие требованиям, изложенным в принципах зеленых облигаций Международной ассоциации рынков капитала и/или стандартах инициативы по климатическим облигациям. В 2021 году в секторе устойчивого развития были размещены об-

²⁰ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов. Банк России. 2022. С. 28. https://www.cbr.ru/about_br/publ/onfinmarket/.

лигации семи эмитентов на сумму 126,5 млрд руб., в 2022 году объем размещения сократился на 35% — до 81,2 млрд руб. (рис. 3). Согласно данным Реестра ИНФРАГРИН, с 2018 по 2022 год состоялось 39 выпусков зеленых, социальных и иных облигаций в формате устойчивого развития суммарным объемом 515 млрд руб. Кроме того, во внебиржевом обороте были облигации, которые учитывали ESG-показатели, — СОПФ «Инфраструктурные облигации» на 20 млрд руб., социальные облигации *SovCom Capital* на 300 млн долл., коммерческие облигации ООО «ЭкоЛайн-ВторПласт» на 2 млрд руб.



Источник: Московская биржа, прогноз АКРА (14 декабря 2022 года). <https://www.acra-ratings.ru/research/2711/>.

Рис. 3. Объем размещения облигаций в секторе устойчивого развития Московской биржи, 2016–2022 годы (млрд руб.)

Fig. 3. Trade Volume of Bonds in the Sustainability Sector of the Moscow Exchange, 2016–2022 (bln RUB)

В 2022 году Банк России изменил стандарты эмиссии ценных бумаг (положение Банка России от 19.12.2019 № 706-П, ред. от 04.07.2022), что позволило расширить линейку инструментов финансирования устойчивого развития. В результате российские компании получили возможность выпускать новые виды облигаций: адаптационные облигации, облигации, связанные с целями устойчивого развития, и облигации климатического перехода.

Адаптационные облигации являются целевыми. Они позволяют компаниям привлекать средства для трансформации своего бизнеса при переходе к экономике с низким уровнем выбросов углерода. Полученные финансовые ресурсы направлялись на конкретные проекты с критериями, которые утвердило правительство.

Россия планирует к 2030 году сократить выбросы парниковых газов на 25–30%. С учетом высокой капиталоемкости проектов,

направленных на достижение экологической цели, понятно, что эту задачу можно решить путем привлечения к финансированию проектов частного сектора.

ВЭБ.РФ разработала концепцию зеленых облигаций, методологию и принципы установления их соответствия заявленному статусу устойчивых финансовых инструментов (зеленых, социальных и адаптивных облигаций), а также наделила соответствующими полномочиями организации «Эксперт РА» и Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА). Верификация устойчивых финансовых инструментов проводится в соответствии с принципами ISMA, стандартами Банка России и нормами ВЭБ.РФ путем процедур биржевого листинга. Инструменты проверяются на предмет соблюдения таких основных принципов, как использование средств, оценка и отбор проектов в соответствии с критериями ESG, обособление учета и раскрытие информации.

В 2022 году МБ включила в листинг углеродные единицы. Расширение линейки устойчивых инструментов способствует развитию климатических проектов. Оператором реестра углеродных единиц является компания «Контур». Реестродержатель действует в соответствии с требованиями Правил создания и ведения реестра углеродных единиц (Постановление Правительства РФ от 30.04.2022 № 790 «Об утверждении Правил создания и ведения реестра углеродных единиц, а также проведения операций с углеродными единицами в реестре углеродных единиц»). Верификация углеродной единицы позволяет подтвердить, что реализация климатических проектов приводит к сокращению выбросов углерода и/или изъятию его из атмосферы. Таким образом, действует система, стимулирующая сокращение выбросов углекислого газа в атмосферу и его абсорбирование.

Новая система по структуре и назначению соответствует зарубежным аналогам, что позволяет подключать ее к международному обороту, а предприятия, купившие на МБ углеродные единицы, могут их использовать в экспортной деятельности. Торговля полностью оцифрована. За рубежом она проходит как на централизованных, так и децентрализованных онлайн-рынках. Стандартизация позволяет подключать отечественную площадку к международным системам, что открывает перспективы продаж за рубеж углеродных единиц.

В России драйверами роста рынка зеленого финансирования выступают банки. ESG-кредиты в нашей стране только набирают обороты. Банк России разрабатывает программу стимулирования и регулирования внедрения банковских ESG-продуктов, что позволяет воздействовать на экономику в соответствующем на-

правлении. В настоящее время треть крупнейших банков внедрила в кредитный процесс ESG-оценку заемщиков [Васюкова, 2021].

Банки выполняют важную роль в ESG-трансформации экономики, поскольку они являются главными центрами регулирования ESG-рисков, а также через банковские продукты и услуги способствуют устойчивому экономическому развитию. Банк России, осуществляя надзор над финансовыми учреждениями, имеет возможность через них оказывать свое воздействие на экономику. Поэтому инициативы внедрения ESG-принципов часто проходят через банки, которым проще поставить подобную задачу и передать ее на всю цепочку движения стоимости вплоть до конечного потребителя.

По данным «Эксперт РА», портфель ESG-кредитов у российских банков за один год увеличился втрое, составив в июне 2022 года 1,2 трлн руб. В 2021 году на рост ESG-продуктов для экспортно ориентированных клиентов повлияла угроза введения углеродных налогов. Однако в 2022 году это влияние значительно ослабло. Тем не менее, вероятно, в будущем по мере внедрения в практику азиатских и латиноамериканских стран углеродного налога отечественные корпоративные клиенты будут также переходить на банковские ESG-продукты. Банки всё чаще мотивируют корпоративных клиентов к переходу на ESG-продукты посредством включения в кредитный договор ESG-ковенантов, что позволяет снижать риски, повышать лояльность клиентов, формировать положительное отношение к банкам и их клиентам.

Структура ESG-портфеля российских кредитных учреждений следующая: около трети ESG-портфеля кредитных учреждений приходится на энергетику и почти четверть — на транспорт (электрический и на газомоторном топливе); сбор, обработка и утилизация отходов, а также металлургическая и горнодобывающая промышленность (кредиты с привязкой к ESG-ковенантам) составляют примерно равные доли — каждая менее 13%. На две крупнейшие отрасли (энергетику и транспорт) приходится 89% портфеля [Советкина и др., 2022].

В рамках инициативы «Зеленый кредит» крупнейшие банки переходят к кредитованию строительства и реновации домов с энергоэффективностью классов A++, A+ и A. После завершения строительного проекта и проверки его энергоэффективности сторонними контролерами банки предоставляют кредит компаниям на строительство и реновацию. В настоящее время прорабатывается возможность погашения ссуды за счет средств, которые в противном случае были бы потрачены на отопление, охлаждение и электроэнергию с использованием обычного, менее эффек-

тивного оборудования и материалов. Такой подход позволяет повышать эффективность данного кредитования и для банка, и для строительной компании, а также покупателя недвижимости (при условии совмещения условий зеленого кредита с зеленой ипотекой) и в целом оказывает положительное воздействие на энергоэффективность зданий.

Практически все ведущие банки ввели ключевые показатели эффективности (KPI) ESG-метрик в свои кредитные и инвестиционные процессы. В настоящее время включение ESG-принципов в стратегию устойчивого развития распространилось на средние и небольшие кредитные учреждения [Rumyantseva, Tarutko, 2022]. Примерами такой интеграции могут служить кредитные линии для клиентов с привязкой процентов к ESG-критериям, применяемые, например, Сбербанком при кредитовании АФК «Система», Совкомбанком — Аэрофлота, «Центр-Инвестом» (Ростов-на-Дону) — местных фермеров и сельскохозяйственных предприятий. Тем самым повышается мотивация клиентов к ESG-трансформации.

Перспективным направлением является проектное финансирование крупных инфраструктурных ESG-проектов в таких секторах, как телекоммуникация, нефтедобыча и нефтехимия и природные ресурсы, а также возобновляемая энергетика, транспорт. Привлеченные кредиты возвращаются банку за счет полученного дохода от проекта с учетом ESG-эффекта. В рамках соглашения о проектном финансировании 30–40% необходимых средств обычно финансируются за счет взносов в акционерный капитал, а остальные 60–70% — за счет банковских кредитов, которые в дальнейшем могут замещаться зелеными облигациями.

Зеленая (энергоэффективная) ипотека предоставляет розничным клиентам более низкие процентные ставки, чем рыночные. Выделенные кредиты направляются на покупку новых энергоэффективных домов и/или инвестиции в модернизацию, энергоэффективную технику или экологически чистую энергию. В настоящее время зеленые аспекты учитывает большинство крупных банков, предоставляющих ипотеку и кредитующих строительство. После утверждения стандартов зеленого строительства (ГОСТ Р 70346–2022 от 01.11.2022) Банк России поддерживает развитие зеленой ипотеки. Банки предлагают такую ипотеку на полпункта дешевле ставки. Для финансового обеспечения зеленой ипотеки компания «Дом.РФ» разместила дебютный выпуск зеленых ипотечных облигаций объемом 5,5 млрд руб. Для обеспечения выпуска был сформирован пул выданных банком кредитов в рамках льготных госпрограмм «Семейная ипотека» и «Льготная ипоте-

ка». Зеленая ипотека и зеленые ипотечные облигации направлены на организацию финансирования строительства экологических многоквартирных домов в России.

Зеленый лизинг является одной из разновидностей банковских продуктов, учитывающих ESG-показатели. Для повышения его привлекательности необходима проработка налогового законодательства, с тем чтобы оно стимулировало приобретение в лизинг экологически чистого коммерческого транспорта.

С институционально-нормативных позиций выпуск инструментов устойчивого развития является результатом заключения устойчивых контрактов (финансовых контрактов, включающих ссылку к ESG-принципам) [Мажорина, 2021]. Выделяются следующие этапы разработки контракта:

1) преддоговорная оценка реципиента финансовых ресурсов с ESG-позиций²¹. На этой стадии определяется состояние реципиента и его воздействие на окружающую среду и социальную сферу до и после возможных преобразований в результате потребления привлеченных ресурсов. Экспертная оценка строится на основе как финансовой, так и нефинансовой информации. Верификацией этих оценок занимаются организации, которые для рынка облигаций отбирает ВЭБ.РФ;

2) согласование экономических и неэкономических интересов, а также прав и обязанностей сторон сделки с позиций ESG-принципов и с учетом интересов общества (клиентов, партнеров и покупателей продукции реципиента инвестиций, а также региона и т. д.). Для учета интересов общества требуется переосмыслить задачи организации. В качестве основы можно использовать теорию фирмы с позиции концепции устойчивого развития и более полного набора стейкхолдеров [Pazienza et al., 2022];

3) определение перечня организаций, участвующих в подготовке и реализации ESG-проектов и выпуске финансового инструмента [Boffo, Patano, 2020]; выстраивание всей цепочки контрагентов и причинно-следственных связей, необходимых для выпуска, размещения, обращения и погашения облигаций. Растущее число участников договорных отношений требует новых способов координации их деятельности для ускорения и удешевления процедуры согласования и реализации договорных отношений [Newsholme et al., 2022]. Для этого требуется определить условия и задачи как надзора и контроля, так и стимулирования интересов, а также ответственности за нарушения. Кроме того,

²¹ S&P Global ESG Score. Methodology. Report. S&P Global. 2022. <https://www.spglobal.com/esg/documents/sp-global-esg-scores-methodology-2022.pdf>.

устанавливаются условия регулирования, аудита и оценок и пост-продажного обслуживания инструментов;

4) разработка мер, обеспечивающих информационную прозрачность [Peterson, 2022], условия и объемы раскрытия нефинансовой информации²², а также оценка арбитрабельности споров [Roderick, 2022], правоприменительной практики [MacKinnon, Vainstein, 2022], выбор несудебных и судебных/арбитражных способов разрешения споров [Botsford, 2021].

Новым направлением в подготовке инструментов является переход на смарт-контракты, которые могут стать важным этапом повышения устойчивости, прозрачности и неотвратимости исполнения договоров и соблюдения ESG-принципов. Кроме того, смарт-контракт позволит усилить контроль и сцепку всех заинтересованных сторон [McNew, 2022]. Вероятно, самым главным достоинством такого контракта является акцент на доверии не только участников контракта, но и всех заинтересованных в его реализации сторон.

В целом в мире ситуация с задолженностью, учитываемой в соответствии с ESG-показателями, стала более сложной из-за увеличения разнообразия инструментов и участников, а также развития ESG-регулирования [Suarez et al., 2021]. Отчетность далеко не всегда раскрывает структуру долга и сопутствующих нефинансовых рисков, связанных с движением финансовых инструментов [Suarez et al., 2021]. Всё большее число финансовых и нефинансовых учреждений принимают обязательства придерживаться принципов ESG. Согласно независимому кредитному агентству *RAEX-Europe*, в России 190 компаний приняли к руководству ESG-принципы и всё большее число регионов повышают свой ESG-рейтинг. В целом это становится благоприятной основой для выпуска и обращения инструментов устойчивого экономического развития.

В рамках повестки устойчивого развития не только формируется кластер соответствующих инструментов, но и происходит быстрое их освоение в финансовых и хозяйственных сферах [Ключников, 2016]. В этом плане расширение биржевого листинга и оборота инструментов устойчивого развития, подключение к этому процессу кредитного и страхового рынков направлены на изменение поведенческих практик и формирование целенаправленных мотивов и интересов, сконцентрированных в ESG-принципах.

²² ESG Implementation Guide: Getting Started. Perspectives, Guidelines, and Practical Tools to Help Companies Launch Environmental, Social, and Governance (ESG) Programs and Develop Disclosures. Society for Corporate Governance. 2020. July. https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2021/06/enhancing-disclosure-controls-and-procedures/fn17_scghow-to-guide.pdf.

Заключение

В России, как и во всем мире, распространяются устойчивые финансовые инструменты. Появляется возможность наблюдать, как рыночное и институциональное пространство видоизменяется в целях реализации концепции устойчивого развития и ESG-принципов.

В результате проведенного исследования можно сделать следующие выводы.

1. Влияние инструментов устойчивого развития на рынок и хозяйство, несмотря на их скромную долю в общем объеме финансирования, существенно. Они формируют новый кластер на финансовом рынке и в механизме финансирования хозяйства, а также оказывают значимое воздействие на макроэкономическую динамику, которая различается по странам, что отражает институциональную специфику и подходы к решению задач в каждой стране, уровень развития и эволюцию финансового рынка.

2. В последние годы понятие «устойчивые инструменты развития» всё шире используется в литературе в контексте формирования условий для устойчивых финансов и перехода на новый этап развития хозяйства и всего общества.

3. Прикладной характер разработки концепции устойчивого финансирования predetermined подход к рассмотрению конкретных инструментов устойчивого развития как средств решения задач на макро- и микроуровнях.

4. Субъекты экономики успешно адаптируются к новой концепции финансирования, основой которой становятся инструменты устойчивого развития.

5. Государство играет наиболее значимую роль в создании условий, способствующих более быстрому распространению новых инструментов устойчивого развития. При этом биржевое сообщество поддерживает распространение новых финансовых инструментов посредством привлечения инвесторов.

6. Инструменты устойчивого развития, как и многие другие финансовые инновации, обладают свойством быстрого расширения сферы их применения. Тем самым всё большая часть хозяйства получает необходимый эффект практически с нулевыми издержками. Возрастающая отдача использования инструментов устойчивого развития способствует их масштабированию и распространению на новые сферы. При этом в перспективе можно добиться значительного ускорения развития зеленой экономики.

7. Инструменты устойчивого развития воздействуют не только на хозяйство, но и на социальную сферу и природу, они способны

оказать влияние на переоценку системы рыночной эффективности и рациональности участников рынка. В этой сфере происходят изменения: в систему «затраты — доход — риск» включаются экологические затраты и доход от сохранения, восстановления и приумножении природного и социального капитала, также намечается переход к учету неэкономических рисков. В результате возрастает сложность и потенциальная эффективность инструментов устойчивого развития. От четкой направленности таких инструментов зависят перспективы их дальнейшего распространения.

На основании проведенного исследования можно сделать вывод о повышении эффективности устойчивых инструментов развития в решении современных экологических, хозяйственных и социальных проблем. Сущность и инструменты финансирования остаются неизменными, в то время как их формы эволюционируют, меняются под воздействием множества факторов.

Несмотря на то что инструменты устойчивого развития становятся важным фактором воздействия финансового сектора на реальный сектор экономики, они чаще рассматриваются с позиции финансового рынка. В перспективе необходимо перейти к исследованию этих инструментов с позиции реального сектора экономики.

Литература

1. Васюкова Л. Стратегии крупнейших российских компаний в концепции устойчивого развития // Росконгресс. 2021. 29 декабря. <https://roscongress.org/materials/strategii-krupneyshikh-rossiyskikh-kompaniy-v-kontseptsii-ustoychivogo-razvitiya/>.
2. Довбий И. П., Кобылякова В. В., Минкин А. А. ESG-переход как новая парадигма глобальной экономики и устойчивых финансов // Вестник ЮУрГУ. Сер. «Экономика и менеджмент». 2022. Т. 16. № 1. С. 77–86. DOI: 10.24412/2311-1313-33-21-33. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=48219504>.
3. Ключников О. И. Современные особенности финансовой стабильности и финансовой безопасности // Ученые записки Международного банковского института. 2016. № 18. С. 29–39. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=28393287>.
4. Ключников И. К., Затевахина А. В. Финансовая стабильность в эпоху цифровых технологий: концептуальные подходы и направления регулирования // Ученые записки Международного банковского института. 2017. № 20. С. 7–30. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=30458902>.
5. Мажорина М. В. ESG-принципы в международном бизнесе и «устойчивые контракты» // Актуальные проблемы российского права. 2021. Т. 16. № 12. С. 185–198. <https://doi.org/10.17803/1994-1471.2021.133.12.185-198>.
6. Советкина З., Коршунов Р., Сараев Ф. Обзор ESG-банкинга за 1-е полугодие 2022 года: повестка остается, меняются акценты // Эксперт. 2022. 12 сентября. https://www.raexpert.ru/researches/banks/esg_1h2022/.

7. Яковлев И. А., Кабир Л. С. Механизм финансирования «зеленых» инвестиций как элемент национальной стратегии финансирования устойчивого развития // Финансовый журнал. 2018. № 3(43). С. 9–20. DOI: 10.31107/2075-1990-2018-3-9-20.
8. Avramov D., Cheng S., Lioui A., Tarelli A. Sustainable Investing With ESG Rating Uncertainty // Journal of Financial Economics. 2022. Vol. 145. No 2. P. 642–664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>.
9. Balp G., Strampelli G. Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience // European Business Organization Law Review. 2022. 20 December. P. 1–36. DOI: <https://doi.org/10.1007/s40804-022-00266-y>.
10. Billard N. Sustainable Debt, ESG Markets Turn Frosty in 2022 // Bloomberg. 2022. 15 December. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-15/sustainable-debt-esg-markets-turn-frosty-in-2022>.
11. Blaufelder C., Levy C., Mannion P., Pinner D. A Blueprint for Scaling Voluntary Carbon Markets to Meet the Climate Challenge Report // McKinsey Sustainability. 2021. 29 January. https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/a-blueprint-for-scaling-voluntary-carbon-markets-to-meet-the-climate-challenge#.
12. Boffo R., Patano R. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD. 2020. <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>.
13. Botsford P. The Rising Tide of Climate Litigation // International Bar Association. 2021. 12 July. <https://www.ibanet.org/The-rising-tide-of-climate-litigation>.
14. Ehlers T., Elsenhuber U., Jegarasasingam A., Jondeau E. Deconstructing ESG Scores: How to Invest With Your Own Criteria. BIS Working Papers. No 1008. 2022. <https://www.bis.org/publ/work1008.pdf>.
15. Goel R., Gaulam D., Natalucci F. Sustainable Finance in Emerging Markets: Evolution, Challenges, and Policy Priorities. IMF Working Papers. No 2022/182. 2022. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/09/09/Sustainable-Finance-in-Emerging-Markets-Evolution-Challenges-and-Policy-Priorities-521689>.
16. Kuchtyak M., Bruce E. Sustainable Bonds to Hit Record \$ 1.35 Trillion in 2022 // Moody's Investors Service. 2022. 31 January. <https://dkf1ato8y5dsg.cloudfront.net/uploads/52/504/esg.pdf>.
17. Likos P. ESG-Investing 101%. What Is an ESG Score? // US News. 2022. 18 February. <https://money.usnews.com/investing/news/articles/what-is-an-esg-score#:~:text=An%20ESG%20score%20is%20a,a%20company%20is%20conducting%20business>.
18. Lodh A. ESG and the Cost of Capital // MSCI. 2020. 25 February. <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>.
19. Luo W., Tian Z., Zhong S., Lyu Q., Deng M. Global Evolution of Research on Sustainable Finance From 2000 to 2021: A Bibliometric Analysis on WoS Database // Sustainability. 2022. Vol. 14(15). No 9435. P. 1–23. <https://doi.org/10.3390/su14159435>.
20. MacKinnon A.D., Vainstein M. The Rise of ESG Disputes and the Role of Arbitration in Resolving Them // Financier Worldwide Magazine. 2022. December. <https://www.financierworldwide.com/the-rise-of-esg-disputes-and-the-role-of-arbitration-in-resolving-them#.ZAH-XnZBwuU>.
21. MacNeil I., Esser I.-M. From a Financial to an Entity Model of ESG // European Business Organization Law Review. 2022. Vol. 23. P. 9–45. <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00234-y>.
22. McNew S. How Blockchain Can Help Measure and Prove ESG Milestones // Forbes. 2022. 8 November. <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinessdevelopmentcouncil/2022/11/08/how-blockchain-can-help-measure-and-prove-esg-milestones/?sh=1afb1a144444>.
23. Newsholme A., Deutz P., Affolderbach J., Baumgartner R. J. Negotiating Stakeholder Relationships in a Regional Circular Economy: Discourse Analysis of Multi-Scalar Policies and Company Statements From the North of England // Circular Economy and Sustainability. 2022. Vol. 2(2). P. 783–809. DOI: 10.1007/s43615-021-00143-9.

24. Papienza M., De Jong M., Schoenmaker D. Clarifying the Concept of Corporate Sustainability and Providing Convergence for Its Definition // *Sustainability*. 2022. Vol. 14(13). No 7838. P. 1–21. <https://doi.org/10.3390/su14137838>.
25. Peterson D. L. Transparency and Impact: The Essential Principles of ESG // S&P Global. 2022. 21 March. <https://www.spglobal.com/esg/insights/transparency-and-impact>.
26. Poh J. Global Debt Market Lost at Least \$ 75 Billion of Business in 2022 // Bloomberg. 2022. 13 December. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-13/global-debt-market-lost-at-least-75-billion-of-business-in-2022>.
27. Rocha P. A., Tomisawa A., Mutua D. C., Ritchie C. The Boom Times for ESG Debt Looks Over as Scrutiny to Cap 2023 Sales Recovery // Bloomberg. 2022. 21 December. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-21/boom-time-for-esg-debt-looks-over-as-scrutiny-to-cap-2023-sales-recovery>.
28. Roderick R. C. S. The Arbitrability of Environmental, Social and Governance (ESG) Issues // *Fortune Narvasa & Salazar*. 2022. <https://www.fnslaw.com.ph/the-arbitrability-of-environmental-social-and-governance-esg-issues>.
29. Romito D. The Top 15 Anticipated ESG-Related Considerations That Will Influence Strategy in 2023 // Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 2022. 31 December. P. 1–17. <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/31/the-top-15-anticipated-esg-related-considerations-that-will-influence-strategy-in-2023>.
30. Rumyantseva A., Tarutko O. Impact of the ESG Principles on the Corporate Financial Strategy // Challenges and Solutions in the Digital Economy and Finance, Proceedings of the 5th International Scientific Conference on Digital Economy and Finances (DEFIN 2022). St. Petersburg, 2022. P. 309–318. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-14410-3>.
31. Suarez K. V., Alex-Okoh K., Pardo G. L. Legal Foundations of Public Debt Transparency: Aligning the Law With Good Practices // IMF PFM Blog. 2021. 23 December. <https://blog-pfm.imf.org/en/pfmblog/2021/12/legal-foundations-of-public-debt-transparency-aligning-the-law-with-good-practic>.
32. Sugrue D., Popoola B. Sustainable Bond Issuance Will Return to Growth in 2023 // S&P Global. 2023. <https://www.spglobal.com/esg/insights/featured/special-editorial/sustainable-bond-issuance-will-return-to-growth-in-2023>.
33. Taylor T. L., Collins S. Ingraining Sustainability in the Next Era of ESG Investing. Deloitte. 2022. 5 April.
34. Tomkiw L. Hedge Funds Aim New ESG Funds at Climate, Energy Transition // FundFire. 2021. 9 June. https://www.fundfire.com/c/3206294/399404/hedge_funds_funds_climate_energy_transition?referrer_module=emailffalts&module_order=2&code=VTJReU16SXpRRzU1ZFM1bFpIVXNJREV6TmPFNU56Z3pMQ0F4TVRNME5qZzBORGc1.

References

1. Vasyukova L. Strategii krupneyshikh rossiyskikh kompaniy v kontseptsii ustoychivogo razvitiya [Strategies of the Largest Russian Companies Under Sustainable Development]. *Roskongress [Roscongress]*, 29 December 2021. <https://roscongress.org/materials/strategii-krupneyshikh-rossiyskikh-kompaniy-v-kontseptsii-ustoychivogo-razvitiya/>. (In Russ.)
2. Dovbiy I. P., Kobylakova V. V., Minkin A. A. ESG-perekhod kak novaya paradigma global'noy ekonomiki i ustoychivyykh finansov [ESG Transition as a New Paradigm of the Global Economy and Sustainable Finance]. *Vestnik YUUrGU. Ser. «Ekonomika i menedzhment» [Bulletin of SUSU. Economics and Management Series]*, 2022, vol. 16, no. 1, pp. 77–86. DOI: 10.24412/2311-1313-33-21-33. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=48219504>. (In Russ.)
3. Klyuchnikov O. I. Sovremennye osobennosti finansovoy stabil'nosti i finansovoy bezopasnosti [Modern Aspects of Financial Stability and Financial Security]. *Uchenye zapiski*

- Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta [Proceedings of the International Banking Institute]*, 2016, no. 18, pp. 29-39. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=28393287/>. (In Russ.)
4. Klyuchnikov I. K., Zatevakhina A. V. Finansovaya stabil'nost' v epokhu tsifrovyykh tekhnologiy: kontseptual'nye podkhody i napravleniya regulirovaniya [Financial Stability in the Era of Digital Technologies: Conceptual Approaches and Kinds of Regulation]. *Uchenye zapiski Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta [Proceedings of the International Banking Institute]*, 2017, no. 20, pp. 7-30. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=30458902>. (In Russ.)
 5. Mayorina M. V. ESG-printsipy v mezhdunarodnom biznese i «ustoychivye kontrakty» [ESG-Principles in International Business and “Sustainable Contracts”]. *Aktual'nye problemy rossiyskogo prava [Actual Problems of Russian law]*. 2021, vol. 16, no. 12, pp. 185-198. <https://doi.org/10.17803/1994-1471.2021.133.12.185-198>. (In Russ.)
 6. Sovetkina Z., Korshunov R., Saraev F. Obzor ESG-bankinga za 1-e polugodie 2022 goda: povestka ostaetsya, menyayutsya aktsenty [Overview of ESG Banking For the First Half of 2022: The Agenda Remains, the Accents Change]. *Ekspert [Expert]*, 12 September 2022. https://www.raexpert.ru/researches/banks/esg_1h2022/. (In Russ.)
 7. Yakovlev I. A., Kabir L. S. Mekhanizm finansirovaniya «zelenykh» investitsiy kak element natsional'noy strategii finansirovaniya ustoychivogo razvitiya [Mechanism For Financing “Green” Investments as an Element of the National Strategy For Financing Sustainable Development]. *Finansovyy zhurnal [Financial Magazine]*, 2018, no. 3(43), pp. 9-20. DOI: 10.31107/2075-1990-2018-3-9-20. (In Russ.)
 8. Avramov D., Cheng S., Lioui A., Tarelli A. Sustainable Investing With ESG Rating Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 2022, vol. 145, no. 2. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>.
 9. Balp G., Strampelli G. Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience. *European Business Organization Law Review*, 20 December 2022, pp. 1-36. <https://doi.org/10.1007/s40804-022-00266-y>.
 10. Billard N. Sustainable Debt, ESG Markets Turn Frosty in 2022. *Bloomberg*, 2022, 15 December. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-15/sustainable-debt-esg-markets-turn-frosty-in-2022>.
 11. Blaufelder C., Levy C., Mannion P., Pinner D. A Blueprint For Scaling Voluntary Carbon Markets to Meet the Climate Challenge Report. *McKinsey Sustainability*, 29 January 2021. https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/a-blueprint-for-scaling-voluntary-carbon-markets-to-meet-the-climate-challenge#/.
 12. Boffo R., Patano R. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. *OECD*, 2020. <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>.
 13. Botsford P. The Rising Tide of Climate Litigation. *International Bar Association*, 12 July 2021. <https://www.ibanet.org/The-rising-tide-of-climate-litigation>.
 14. Ehlers T., Elsenhuber U., Jegarasasingam A., Jondeau E. Deconstructing ESG Scores: How to Invest With Your Own Criteria. *BIS Working Papers*, 2022, no. 1008. <https://www.bis.org/publ/work1008.pdf>.
 15. Goel R., Gaulam D., Natalucci F. Sustainable Finance in Emerging Markets: Evolution, Challenges, and Policy Priorities. *IMF, Working Paper no. 2022/182*, 2022, September. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/09/09/Sustainable-Finance-in-Emerging-Markets-Evolution-Challenges-and-Policy-Priorities-521689>.
 16. Kuchtyak M., Bruce E. Sustainable Bonds to Hit Record \$1.35 trillion in 2022. *Moody's Investors Service*. 31 January 2022. <https://dkf1ato8y5dsg.cloudfront.net/uploads/52/504/esg.pdf>.
 17. Likos P. ESG-Investing 101% What Is an ESG Score? *US News*, 18 February 2022. <https://money.usnews.com/investing/news/articles/what-is-an-esg-score#:~:text=An%20ESG%20score%20is%20a,a%20company%20is%20conducting%20business>.

18. Lodh A. ESG and the Cost of Capital. *MSCI*, 25 February 2020. <https://www.msci.com/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>.
19. Luo W., Tian Z., Zhong S., Lyu Q., Den M. Global Evolution of Research on Sustainable Finance From 2000 to 2021: A Bibliometric Analysis on WoS Database. *Sustainability*, 2022, vol. 14(15), pp. 1-23. <https://doi.org/10.3390/su14159435>.
20. MacKinnon A.D., Vainstein M. The Rise of ESG Disputes and the Role of Arbitration in Resolving Them. *Financier Worldwide Magazine*, December 2022. <https://www.financier-worldwide.com/the-rise-of-esg-disputes-and-the-role-of-arbitration-in-resolving-them#.ZAH-XnZBwuU>.
21. MacNeil I., Esser I M. From a Financial to an Entity Model of ESG. *European Business Organization Law Review*, 2022, vol. 23, pp. 9-45. <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00234-y>.
22. McNew S. How Blockchain Can Help Measure and Prove ESG Milestones. *Forbes*, 8 November 2022. <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinessdevelopmentcouncil/2022/11/08/how-blockchain-can-help-measure-and-prove-esg-milestones/?sh=1afb1a144444>.
23. Newsholme A., Deutz P., Affolderbach J., Baumgartner R.J., Negotiating Stakeholder Relationships in a Regional Circular Economy: Discourse Analysis of Multi-Scalar Policies and Company Statements From the North of England. *Circular Economy and Sustainability*, 2022, vol. 2(2), pp. 783-809. DOI: 10.1007/s43615-021-00143-9.
24. Pазienza M., De Jong M., Schoenmaker D. Clarifying the Concept of Corporate Sustainability and Providing Convergence for Its Definition. *Sustainability*, 2022, vol. 14(13). <https://doi.org/10.3390/su14137838>.
25. Peterson D.L. Transparency and Impact: The Essential Principles of ESG. *S&P Global*, 21 March 2022. <https://www.spglobal.com/esg/insights/transparency-and-impact>.
26. Poh J. Global Debt Market Lost at Least \$75 Billion of Business in 2022. *Bloomberg*, 13 December 2022. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-13/global-debt-market-lost-at-least-75-billion-of-business-in-2022>.
27. Rocha P. A., Tomisawa A., Mutua D. C., Ritchie C. The Boom Times for ESG Debt Looks Over as Scrutiny to Cap 2023 Sales Recovery. *Bloomberg*, 21 December 2022. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-21/boom-time-for-esg-debt-looks-over-as-scrutiny-to-cap-2023-sales-recovery>.
28. Roderick R. C. S. The Arbitrability of Environmental, Social and Governance (ESG) Issues. *Fortune Narvasa & Salazar*, 2022. <https://www.fnslaw.com.ph/the-arbitrability-of-environmental-social-and-governance-esg-issues>.
29. Romito D. The Top 15 Anticipated ESG-Related Considerations That Will Influence Strategy in 2023. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 13 December 2022, pp. 1-17. <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/31/the-top-15-anticipated-esg-related-considerations-that-will-influence-strategy-in-2023>.
30. Romyantaeva A., Tarutko O. Impact of the ESG Principles on the Corporate Financial Strategy. *Challenges and Solutions in the Digital Economy and Finance, Proceedings of the 5th International Scientific Conference on Digital Economy and Finances (DEFIN 2022)*, St. Petersburg, 2022, pp. 309-318. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-14410-3>.
31. Suarez K. V., Alex-Okoh K., Pardo G. L. Legal Foundations of Public Debt Transparency: Aligning the Law With Good Practices. *IMF PFM Blog*, 23 December 2021. <https://blog-pfm.imf.org/en/pfmblog/2021/12/legal-foundations-of-public-debt-transparency-aligning-the-law-with-good-practic>.
32. Sugrue D., Popoola B. Sustainable Bond Issuance Will Return to Growth in 2023. *S&P Global*, 2023. <https://www.spglobal.com/esg/insights/featured/special-editorial/sustainable-bond-issuance-will-return-to-growth-in-2023>.
33. Taylor T. L., Collins S. Ingraining Sustainability in the Next Era of ESG Investing. *Deloitte*, 5 April 2022.

34. Tomkiw L. Hedge Funds Aim New ESG Funds at Climate, Energy Transition. *FundFire*, 9 June 2021. https://www.fundfire.com/c/3206294/399404/hedge_funds_funds_climate_energy_transition?referrer_module=emailffalts&module_order=2&code=VTJReU16SXpRRzU1ZFM1bFpIVXNJREV6TmpFNU56Z3pMQ0F4TVRNME5qZzBORGc1.