ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ИНСТИТУТ
МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ (УНИВЕРСИТЕТ) МИД РОССИИ

На правах рукописи

Бабазаде Амин Фурган оглы

Реализация принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике банков

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Специальность: 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Научный руководитель:
д.эк.н., профессор Панова Г. С.

Москва
2022

Оглавление

Введение 3

Глава 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОТВЕТСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ 16

1.1 Парадигма ответственного финансирования: сущность и принципы 16

1.2 Социально ответственное инвестирование: концепция, критерии, методы и подходы 28

1.3 Риски и финансовые показатели в контексте ответственного инвестирования 49

ГЛАВА 2 СОВРЕМЕННАЯ ПРАКТИКА ВНЕДРЕНИЯ ПРИНЦИПОВ ОТВЕТСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ПРОЦЕСС ПРИНЯТИЯ БАНКАМИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ 66

2.1 Развитие международных стандартов и практики ответственного финансирования в процессе реализации инвестиционной политики банками 66

2.2 Изменение климата как фактор реализации принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике банков 94

2.3 Внедрение принципов ответственного финансирования банками в процессе реализации инвестиционной политики 116

ГЛАВА 3 ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ ПРИНЦИПОВ ОТВЕТСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПОЛИТИКУ РОССИЙСКИХ БАНКОВ 134

3.1 Анализ трансмиссионного механизма реализации ESG рисков для инвестиционной деятельности российских банков 134

3.2 Модель оценки влияния ESG рисков и факторов на финансовые показатели компаний – получателей инвестиционного финансирования 158

3.3 Рекомендации по совершенствованию политики российских банков в части внедрения принципов ответственного финансирования 174

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 192

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 200

ПРИЛОЖЕНИЯ 212

Введение

Актуальность. Глобальная повестка в области устойчивого развития, смягчение последствий и адаптация к изменению климата, а также глобальный переход к низко углеродной экономике стали постоянным, значимым феноменом социально-экономических отношений в мире. Согласно Докладу о глобальных рисках Всемирного экономического форума, опубликованному в 2021 г., экологические и социальные риски по показателю «вероятность наступления» вошли в список пяти основных глобальных рисков (*экстремальные погодные условия; провал климатических действий и мер; антропогенный вред окружающей среде; угроза инфекционных заболеваний; потеря биологического разнообразия*).

В том же докладе 4 экологических и социальных риска (*угроза инфекционных заболеваний; провал климатических действий и мер; потеря биологического разнообразия; истощение природных ресурсов*) были отмечены в числе пяти главных глобальных рисков по степени «воздействия на жизни людей».

Социальные и экологические риски упоминаются экспертами Всемирного экономического форума как основные глобальные риски, угрожающие мировой экономике. В докладе 2020 года экологические риски (*экстремальные погодные условия; провал климатических действий и мер; природные катаклизмы; потеря биологического разнообразия; антропогенные экологические катастрофы*) рассматриваются как пять основных глобальных рисков по «вероятности наступления». Подобная ситуация осложняется глобальной пандемией, что кардинально меняет отношение регуляторов, рынков, инвесторов, банков и компаний к экологическим и социальным аспектам бизнеса, заставляя принимать их в расчет при разработке и реализации своих стратегий.

Например, согласно отчету Международного энергетического агентства (*Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector, 2021*) 44 страны мира, на долю которых в общей сложности приходится 70% мирового ВВП и

выбросов углекислого газа, стремятся достичь нулевого уровня выбросов в ближайшие 30-40 лет. Одно только это решение, даже растянутое на десятки лет, способно в ближайшее время изменить архитектуру многих отраслей и секторов экономики, таких как энергетика, транспорт, химическая промышленность и др.

Помимо этого, происходят существенные демографические сдвиги, когда каждое новое поколение стремится к более осознанному с экологической и социальной точки зрения выбору при принятии экономических решений.

Одновременно учет корпорациями социальных и экологических аспектов в своей бизнес модели становится фактором повышения эффективности и конкурентоспособности бизнеса. При получении крупного кредита, заключении крупных контрактов, оценке надежности партнера, проведении процедуры IPO и допуске к листингу на крупных международных биржах учитывается, следует ли компания социальным и экологическим стандартам. Провал компанией процедуры «due diligence» по экологическим и социальным параметрам может грозить ей отказом в финансировании, потерей партнера, подрядчика или выгодных условий кредитования.

В силу специфики своей деятельности банки активно взаимодействуют с компаниями реального сектора экономики в процессе кредитования и проведения операций с ценными бумагами. Они обязаны учитывать новые риски и вызовы в своих стратегиях и инвестиционных политиках. Надлежащий учет и понимание банками социальных и экологических факторов и рисков в инвестиционной политике может, с одной стороны, снизить для них и общества последствия реализации новых глобальных рисков, а, с другой стороны, увеличить долгосрочную отдачу от их инвестиций.

На актуальность учета влияния климатических рисков для российской экономики указывает, в частности, тот факт, что Банк России в «Обзоре финансовой стабильности» на 2-3-й квартал 2021 г. называет переходные

климатические риски среди «ключевых уязвимостей» финансового сектора страны.

По данным Carbon Disclosure Project (CDP) 500 самых крупных по рыночной капитализации компаний подвержены климатическим рискам в сумме около 1 трлн. долл., половина из которых, как ожидается, реализуется в ближайшие годы. Поэтому учитывая доминирующее положение банков на российском финансовом рынке, актуальность учета новых нефинансовых рисков в их деятельности будет возрастать.

Степень разработанности проблемы. Основные научные труды в области теоретического осмысления сути социально-ответственных инвестиций и внедрения принципов ответственного финансирования в процесс принятия инвестиционных решений принадлежат зарубежным авторам. Основополагающие положения концепции учета экологических и социальных факторов в контексте экономической деятельности заложены в работах А. Пигу, П. Эрлиха, Б. Коммонера, Э. Фримена, У. Нордхауса, М. Фридмана, Р. Солоу.

Исследованию экологических и социальных аспектов экономической и финансовой деятельности в современном контексте посвящены работы А. Динтона, Э. Дюфло, А. Банерджи, М. Кремера, Дж. Стиглица, Р. Шиллера, М. Карни, Н. Талеба, М. Портера, Н. Стерна, Д. Аджемоглу и др.

Систематизация существующих зарубежных академических подходов к оценке социальных и экологических аспектов деятельности коммерческих организаций позволяет выделить четыре основные группы:

1. публикации, посвященные раскрытию информации о социальных и экологических аспектах деятельности организаций для оценки вклада последних в устойчивое развитие;
2. публикации, анализирующие взаимосвязь между практикой ответственного финансирования и финансовыми показателями организаций;

3. публикации, анализирующие оценку фондовыми рынками социальной и экологической информации, которую сообщают и раскрывают организации;

4. публикации, посвященные изучению влияния климатических рисков на банковскую и финансовую систему.

Следует отметить, что академическая дискуссия данной проблематики находится еще в начальной фазе и нуждается в новых актуальных исследованиях. По данным SSRN[1] на 10 декабря 2021 г. опубликовано 1258 рабочих документов, которые подпадают под тематическую область «ESG», из которых почти 60% опубликованы только за последние два года. Данный факт еще раз подтверждает, что научная дискуссия вокруг проблематики настоящего исследования активно формируется и далека от завершения.

Степень разработанности темы социально ответственного инвестирования в контексте российских банков относительно низка. Несмотря на активизацию научного интереса к данной тематике со стороны российского академического и экспертного сообщества, в настоящее время отсутствует комплексный систематизированный подход к пониманию и реализации принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике российских банков.

Область исследования. Диссертационное исследование выполнено в рамках специальности 08.00.10. «Финансы, денежное обращение и кредит» (пп. 10.8 «Инвестиционная политика банка» и 10.12 «Совершенствование системы управления рисками российских банков») паспорта научных специальностей ВАК (экономические науки).

Объектом исследования являются российские и зарубежные кредитные организации (банки) в процессе разработки и реализации их инвестиционной политики.

[1] англоязычное хранилище препринтов по гуманитарным и социальным наукам

Предметом диссертационной работы являются принципы ответственного финансирования в инвестиционной политике банков.

Цель диссертации состоит в разработке комплексных теоретических положений реализации принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике банков, а также практических рекомендаций по интеграции экологических, социальных и управленческих факторов и связанных с ними рисков в процесс принятия банками инвестиционных решений.

Для достижения цели исследования поставлены и решены следующие **задачи**:

1. раскрыть базовые характеристики концепции ответственного финансирования как новой парадигмы экономических отношений; а также на основе анализа научной литературы уточнить понятие и генезис развития подходов к определению социально ответственного инвестирования, выделить основные характеристики, критерии, подходы и стратегии социально ответственного инвестирования;
2. выявить особенности базовых международных стандартов, определяющих реализацию на практике финансово-кредитными институтами принципов ответственного финансирования;
3. проанализировать международную практику реализации банками принципов ответственного финансирования в их инвестиционной политике;
4. оценить влияние ESG рисков и факторов на ключевые финансовые показатели российских компаний – получателей инвестиционного финансирования;
5. раскрыть сущность и механизм трансмиссии климатических рисков – новой категории финансовых рисков для банков, а также исследовать механизм реализации климатических рисков для российских банков;
6. предложить авторскую рамочную модель внедрения банками ESG факторов в процесс формирования их инвестиционной политики и принятия инвестиционных решений;

7. разработать рамочную модель оценки и учета климатических рисков в банковской деятельности.

Научная новизна диссертационной работы заключается в следующем:

1. Обосновано, что концепция ответственного финансирования формирует новую парадигму финансовых отношений банков и их клиентов и партнеров, которая помимо традиционных финансовых факторов учитывает также нефинансовые факторы (экологические, социальные, управленческие). Выявлена и теоретически обоснована экономическая существенность экологических, социальных, управленческих факторов в деятельности банков: a) для обеспечения их долгосрочной стабильности, b) снижения уровня совокупного риска, c) повышения их рыночной стоимости, d) улучшения финансовых результатов деятельности и бухгалтерских показателей.
2. Проанализированы основные международные стандарты по реализации финансово-кредитными институтами принципов ответственного финансирования на практике для выделения основных компонентов (блоков) ответственной инвестиционной политики банка.
3. Впервые проанализированы и исследованы внутренние ESG таксономии банков для выявления методов классификации «зеленых и социальных» инвестиций банков.
4. Детально раскрыта сущность климатических рисков, механизм их реализации и влияния на банковскую деятельность.
5. Выявлено воздействие экологических, социальных, управленческих рисков на ключевые финансовые показатели российских компаний – получателей инвестиционных кредитов.
6. Предложена рамочная модель интеграции банками ESG факторов в процесс формирования их инвестиционной политики и принятия инвестиционных решений.
7. Разработана рамочная модель оценки и учета климатических рисков в банковской деятельности.

Теоретическая значимость исследования состоит в том, что основные положения и выводы диссертации могут быть использованы для развития теории социально ответственного инвестирования, а также развития теории финансов и банковского дела, теории принятия инвестиционных решений.

Практическая значимость исследования заключается в том, что основные положения, выводы и рекомендации автора диссертации могут быть применены коммерческими банками и другими институциональными инвесторами в процессе разработки их инвестиционной политики и совершенствования системы управления рисками. Положения и выводы диссертации могут быть использованы финансовым регулятором - Банком России - для развития института социально ответственного инвестирования в Российской Федерации и снижения уязвимости российских банков перед лицом возрастающих климатических рисков. Результаты диссертации могут быть использованы в системе высшего образования, в том числе в процессе преподавания дисциплин «Финансы», «Деньги, кредит, банки», «Банковский бизнес», «Международные финансы» в МГИМО МИД России.

Методология и методы диссертационного исследования. Теоретическую и методологическую основу диссертации составляют актуальные научные работы зарубежных и российских ученых, а также материалы Банка международных расчётов, Международного Валютного Фонда (МВФ), ООН, Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Совета по финансовой стабильности (FSB), Рабочей группы по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD), Национального Бюро экономических исследований (NBER), Сообщества центральных банков и надзорных органов по повышению экологичности финансовой системы (NGFS).

В процессе работы над диссертацией были применены общенаучные ***методы***: анализ, синтез, сравнение, научная абстракция, аналитическая группировка, методы типологии и обобщения, количественный

статистический анализ, качественный текстовый анализ, эконометрический анализ, моделирование, дедукция и индукция.

Эмпирическую базу исследования составили данные Bloomberg, Yahoo Finance, Google Finance; материалы поставщиков ESG информации – Sustainalytics, Morgan Stanley Capital International (MSCI); материалы профильных и консалтинговых организаций (МВФ, ООН, Банк России, BCG, KPMG и др.), эмпирические исследования, годовые отчеты, отчеты устойчивого развития, отчеты о социально ответственных инвестициях, пресс релизы и данные официальных сайтов банков.

Положения, выносимые на защиту:

1. Раскрыта сущность парадигмы ответственного финансирования, определены и уточнены понятия «социально ответственное инвестирование» «ESG инвестирование», «ответственное финансирование». Предложены авторские определения, которые с одной стороны соответствуют международной практике и стандартам, а с другой стороны упрощают методологию применения ответственного финансирования на практике.

В диссертации ответственное финансирование трактуется как финансирование, которое (наряду с получением экономической выгоды) направлено на достижение Целей устойчивого развития ООН, а также положений Парижского климатического соглашения и других международных и национальных документов, затрагивающих устойчивое развитие экономики и общества. Социально ответственное инвестирование или ESG инвестирование рассматривается в диссертации как инвестирование, которое наряду с получением экономической выгоды направлено на учет экологических, социальных и управленческих факторов в инвестиционных решениях, чтобы лучше управлять рисками и генерировать устойчивую, долгосрочную отдачу.

2. Уточнены и определены основные подходы и стратегии (методы) ESG инвестирования. В процессе исследования были выявлены семь подходов ESG инвестирования: отрицательный (исключающий) скрининг; позитивный

/ «лучший в своем классе» скрининг; скрининг, основанный на нормах; устойчивое тематическое инвестирование; инвестиции социального воздействия; корпоративное участие и активное владение; интеграция ESG факторов. Кроме того, были выявлены семь ESG стратегий, которые классифицируются автором диссертации следующим образом: стратегия устойчивая альфа, стратегия смарт бета, стратегия активный инвестор, стратегия преобразования (воздействия); отборочная стратегия; стратегия хеджирования климатических рисков; инвестиции в Цели устойчивого развития ООН.

3. Проведен анализ методики применения, а также систематизированы и обоснованы базовые положения основных международных стандартов по реализации финансовыми институтами принципов ответственного финансирования на практике. Данная систематизация может служить основой для разработки банками собственной политики ответственного инвестирования и кредитования.

Структура политики ответственного инвестирования банка должна, по мнению автора диссертации, включать следующие компоненты:

a) вопросы имплементации ESG факторов в инвестиционную стратегию банка;

b) рекомендации по активному взаимодействию банка с заинтересованными сторонами инвестиционного процесса;

c) оценку неблагоприятных факторов воздействия и последствий;

d) меры и возможности минимизации влияния негативных рисков и воздействий;

e) вопросы эффективного управления и мониторинга реализации политики;

f) требования по обеспечению отчетности и прозрачности в реализации политики;

g) рекомендации по продвижению и поощрению ответственного ведения бизнеса.

4. Предложена рамочная модель интеграции ESG факторов в процесс принятия банками инвестиционных решений. Она фокусируется на потенциальном влиянии ESG факторов на финансовые результаты компании, что, в свою очередь, может повлиять на инвестиционное решение. Данный подход определенно отличается от других ESG подходов и подразумевает использование ESG информации на всех этапах инвестиционного процесса. Поскольку ESG анализ и инвестиционный анализ имеют разные целевые установки, чтобы их объединить в рамках комплексного подхода необходимо применить *концепцию существенности*, которая подразумевает, что банк оценивает и отбирает те ESG факторы, которые оказывают существенное влияние на компоненты стоимости. Так как для отдельных секторов и компаний разные ESG факторы имеют разную степень актуальности, то оценивать и отбирать самые существенные ESG факторы банкам нужно индивидуально, исходя из специфики компании или отрасли. Одним из эффективных способов может служить разработка банком (возможно с привлечением консультантов - внешних специалистов) *«тепловых карт существенности»* для основных секторов экономики. Далее банк оценивает влияние существенных финансовых факторов и факторов ESG на корпоративные и инвестиционные показатели компании, сектора, страны и/или портфеля. Это может привести к корректировке их прогнозируемых финансовых показателей, переменных моделей оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозируемых финансовых коэффициентов, внутренних кредитных оценок и / или весов портфеля. Причем сначала банк проводит качественный анализ (например, между двумя идентичными компаниями выбор подпадает на компанию с более благоприятной и продвинутой ESG стратегией). Но если результаты качественного анализа будут неоднозначны, то необходимо применить количественный анализ. Статистические методы используются для определения взаимосвязи между факторами ESG и будущими движениями цен на активы и/или фундаментальными показателями деятельности компании. Это позволит

определить основные правила и рекомендации по весам портфеля. Результаты конечного анализа далее транслируются на инвестиционное решение.

5. Определено влияние ESG рисков и факторов на ключевые финансовые показатели российских компаний – получателей инвестиционного финансирования. А именно:

a) В настоящее время экологические, социальные и управленческие риски не значимо влияют на финансовые результаты – показатели P/E (соотношение рыночная цена / прибыль); Payout Ratio (коэффициент выплаты дивидендов); EV/EBITDA (соотношение стоимость компании / прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации активов); P/B (соотношение цена / балансовая стоимость); Profit Margin (маржа прибыли); ROA (рентабельность активов); ROE (рентабельность собственного капитала); Current Ratio (коэффициент текущей ликвидности); Beta (коэффициент рыночного риска);

b) Совместное влияние ESG рисков на показатель текущей ликвидности российских компаний оказалось «в целом» значимо отрицательным. Выявлена сильная отрицательная корреляция между показателем текущей ликвидности и рисками корпоративного управления (G – риск);

c) В краткосрочной перспективе (1 год) компании с высоким ESG рейтингом (низким ESG риском) не превосходят по темпам роста рыночной капитализации компании с низким ESG рейтингом (высоким ESG риском).

d) В долгосрочной перспективе (5 лет и более) компании с высоким ESG рейтингом (низким ESG риском) значительно превосходят по темпам роста рыночной капитализации компании с низким ESG рейтингом (высоким ESG риском). Выводы *5c* и *5d* верны и для компаний из других развивающихся рынков.

e) Российский фондовый рынок игнорирует (не оценивает) ESG риски, то есть на российском фондовом рынке отсутствует премия за ESG риск. Данный вывод еще раз косвенно подтверждает вывод *5a*. С нашей точки

зрения, отсутствие премии за ESG риск на российском фондовом рынке отчасти является следствием вывода *5а*, отчасти следствием отсутствия единых стандартов и практики раскрытия ESG информации и отчасти следствием того, что реализация ESG рисков выходит за рамки рыночного горизонта планирования (трагедия горизонта). Такая ситуация создает угрозу для стабильности финансовых рынков и банков, так как неожиданная и резкая реализация ESG рисков (особенно климатических) предполагает резкую переоценку стоимости активов финансовых посредников.

6. Обоснована и раскрыта сущность концепции климатических рисков, их трансмиссионный механизм и влияние на банки.

7. Разработана рамочная модель оценки и учета климатических рисков в банковской деятельности.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования докладывались и апробировались на следующих научных конференциях:

– Международная конференция «Ломоносов – 2021», секция «Инновационная экономика и эконометрика», МГУ, 22 апреля 2021 г.

– XIII Конвент РАМИ, секция кафедры международных финансов «Финансовые аспекты устойчивого развития», МГИМО (У) МИД РФ, 16 октября 2021 г.

– XVIII Международная конференция «Государственное управление: Современные вызовы», секция «Мировая экономика и международные финансы: регуляторно - структурные трансформации», МГУ 8 декабря 2021 г.

Предложенные автором понятийно-методологический аппарат «ответственного финансирования» и рамочная модель интеграции ESG факторов в процесс принятия инвестиционных решений были использованы в оценке результатов управления капиталом Эндаумент-фонда МГИМО в 2021 г. и составлении инвестиционной стратегии на 2022 г., что подтверждается справкой о внедрении. Материалы диссертации также были использованы для подготовки семинаров и круглых столов для

профессионального сообщества эндаументов. Кроме того результаты диссертационного исследования были приняты к использованию в работе Торгового Представительства Азербайджанской Республики в Российской Федерации.

Публикации. По теме диссертации опубликованы 4 научные работы (общим объемом 2,1 п.л.): 1 работа в издании, индексируемом в базе Springer, 3 статьи в журналах, рекомендованных ВАК.

Список публикаций по теме диссертации:

– Babazade A. Sustainability Trend in Russian Banking Sector // A. Babazade // Financial Markets Evolution. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. Palgrave Macmillan, Cham. – 2021. – Pp. 235 – 247.

– Бабазаде А.Ф. Концепция социально ответственного инвестирования: подходы и критерии / А. Ф. Бабазаде // Управленческий учет. – 2021. – № 11-3. – С. 803 - 811.

– Бабазаде А.Ф. Изменение климата как источник финансового риска / А. Ф. Бабазаде // Финансовая экономика. – 2022. – №. 1. – С. 14-17.

– Бабазаде А.Ф. Как ESG принципы меняют банковский бизнес и долговое финансирование / А. Ф. Бабазаде // Финансовая экономика. – 2022. – № 2. – С. 252-255.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений и изложена на 217 страницах текста.

Глава 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОТВЕТСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

1.1 Парадигма ответственного финансирования: сущность и принципы

В докладе ООН *"Примирение с природой"*[2], опубликованном в начале 2021 года отмечается, что в случае непринятия необходимых мер перехода к устойчивому развитию, последующие поколения унаследуют будущее экстремальных погодных условий, резкого снижения биоразнообразия, повышения уровня моря, ухудшения водной и продовольственной безопасности, а также нарастания риска будущих пандемий. Авторы доклада выступают с пятью основополагающими тезисами – результатами исследования:

1. Изменения окружающей среды в настоящее время приводят к экономическим издержкам и миллионам преждевременных смертей ежегодно, что подрывает прогресс в области обеспечения мирного и инклюзивного развития, устойчивого экономического роста, а также снижения социального неравенства и искоренения нищеты и голода.
2. Благосостояние молодого поколения и будущих поколений напрямую зависит от срочных действий, предпринятых для решения текущих проблем окружающей среды. Особое значение будут иметь меры, предпринятые в 2020 – 2030 гг. Главным шагом в данном направлении является сокращение выбросов углекислого газа на 45 % к 2030 г. по сравнению с показателями 2010 г., а также обеспечение нулевого уровня выбросов к 2050 г. Выполнение данных нормативов сохранит температурный режим в пределах целевого диапазона Парижского соглашения в 1,5 ºС. Одновременно с действиями по сокращению выбросов углекислого газа, обществу также необходимо принять меры по сохранению биоразнообразия и снижения других отходов.

[2] Доклад ООН «Примирение с природой: научный план действий в чрезвычайных ситуациях, связанных с изменением климата, утратой биоразнообразия и загрязнением окружающей среды», 2021, URL: https://wedocs.unep.org/xmlui/bitstream/handle/20.500.11822/34949/MPN_ESRU.pdf (дата обращения: 15.03.21)

3. Решать проблему загрязнения окружающей среды и будущего благополучия человечества необходимо вместе, тесно сотрудничая и координируя действия в разработке целей, задач и механизмов достижения.

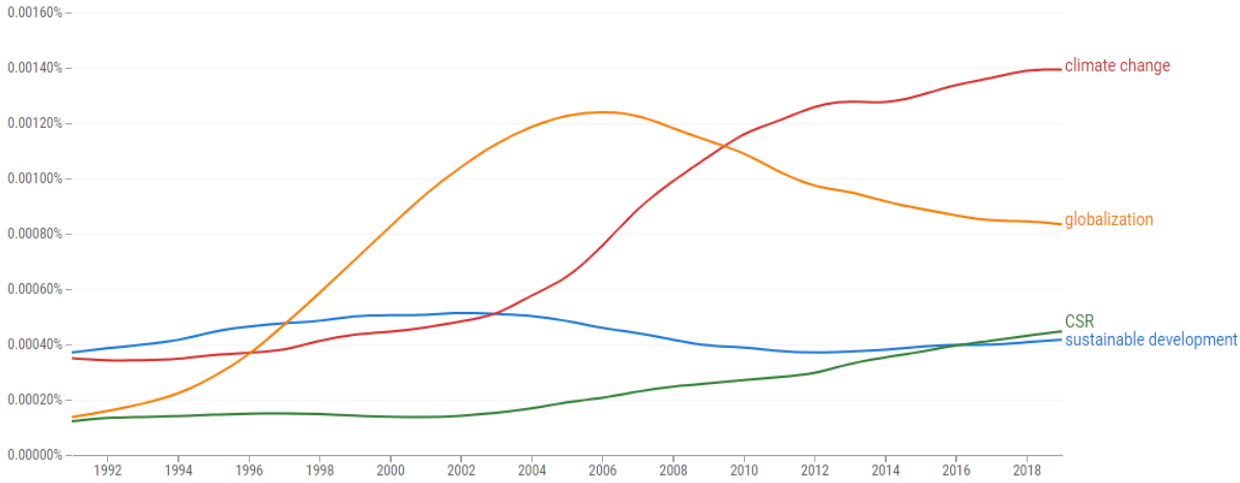
4. Необходимо трансформировать производственные, экономические и финансовые системы, чтобы стимулировать переход к устойчивому развитию. Обществу следует в процессе принятия решений учитывать природный капитал, устранить экологически вредное субсидирование и инвестировать в устойчивое развитие.

5. Каждый член общества должен внести свой вклад в обеспечение устойчивого развития и действовать экологически и социально ответственно.

На начало 2021 года доклад ООН *"Примирение с природой"*, является наиболее актуальным и проработанным международным научно-обоснованным документом, связанным с изменением климата, загрязнением окружающей среды и политикой противодействия их негативным последствиям. Следует также отметить то, что доклад был опубликован на фоне глобальной пандемии с призывом к мировому сообществу относиться к проблеме изменения климата и устойчивого развития более серьезно. В отличие от пандемии, которую рано или поздно можно контролировать и нивелировать с помощью науки и развития новых технологий, катастрофические последствия изменения климата после перехода *точки не возврата* (+2 ºС) контролировать человечество не сможет. Одним из основных выводов доклада является преобразование текущих экономических и финансовых систем для полного и эффективного обеспечения перехода к устойчивому и инклюзивному развитию. Финансовые рынки и институты наиболее чувствительны и быстро меняются под влиянием новой парадигмы ответственного финансирования. Например, ФРС США в 2021 г. заявила о своем намерении внедрить анализ и оценку климатических рисков в свою надзорную деятельность и создала специальный комитет по климатическому надзору (Supervision Climate

Committee, SCC).[3] Задачей комитета SCC является изучение влияния изменения климата на банки и финансовую систему в целом. Еще одним подтверждением значимости оценки климатических рисков является рынок страхования. Так застрахованные потери, связанные с погодными условиями (с поправкой на инфляцию) увеличились со среднегодового уровня примерно в 10 млрд. долл. ежегодно в 1980-ые годы до примерно 50 млрд. долл. в год в 2010-е.[4] В 2020 г. застрахованные потери от стихийных бедствий составили 97 млрд. долл., что на 40% выше среднего показателя за текущее столетие[5]. Несмотря на существующие в научном сообществе определенные разногласия по поводу изменения климата, приведенные выше, факты свидетельствуют о необходимости учета климатических факторов в экономической и финансовой деятельности. Появление новой парадигмы (нового мега-тренда) подтверждает *наративный экономический анализ*, предложенный американским экономистом, лауреатом Нобелевской премии Робертом Шиллером[6] (График 1).

График 1 Языковые единицы в печатных источниках за 1991-2019 гг.



Источник: Google Books Ngram Viewer

[3]Fed to weave 'inescapable' climate change risk into bank oversight // Reuters. February 8, 2021. URL: https://www.reuters.com/article/us-usa-fed-climate-idUSKBN2A828A (дата обращения: 15.03.21)

[4] Re M. NatCatSERVICE: Loss events worldwide 1980–2014 // Munich Re, Munich, 2015.

[5]Natural catastrophes cause above-average $100 billion in insurance losses in 2020: Aon // Reuters. January 25, 2021 URL: https://www.reuters.com/article/us-insurance-catastrophes-report-idUSKBN29U003 (дата обращения: 15.03.21)

[6] Shiller R. J. Narrative Economics // American Economic Review. – 2017. – Т. 107. – №. 4. – С. 967-1004.

Анализ был произведен с помощью поискового онлайн сервиса *Google Books Ngram Viewer*. В настоящее время этот сервис создает графики частотности заданных языковых единиц на основе большой массы печатных источников, опубликованных с 16 века до 2019 г. В нашем случае в данный сервис были встроены следующие языковые единицы: *«climate change»* (изменение климата – красная линия); *«globalization»* (глобализация – оранжевая линия); *«CSR»* (корпоративная социальная ответственность – зеленая линия); *«sustainable development»* (устойчивое развитие – синяя линия). Языком поиска был выбран английский для охвата как можно большего объема опубликованных источников. Как показывает График 1, за последние 30 лет резко увеличилось количество упоминаний изменения климата в опубликованных печатных источниках. И если сравнить динамику упоминаний термина «изменение климата» с термином «глобализация», то можно заметить, что, начиная примерно с 2010 г., частота упоминаний первого превышает упоминания второго и разрыв расширяется. Данную тенденцию можно связать с тем фактом, что после глобального финансово-банковского кризиса 2008-2009 гг. мировое сообщество «разочаровалось» в глобализации и одновременно начало задумываться об актуальности изменения климата. Со временем интерес мирового сообщества к изменению климата непрерывно рос и продолжает расти, что объясняется ростом научных фактов подтверждающих данный феномен. Одновременно интерес к феномену глобализации снижается, что объясняется ростом протекционизма, экономического национализма и миграционным кризисом. Для оценки реакции бизнес сообщества на новые мега-тренды можно использовать дефиницию «корпоративная социальная ответственность» (CSR). Как показывает График 1, число упоминаний термина «корпоративная социальная ответственность» в печатных источниках непрерывно растет. Причем это происходит синхронно с понятиями «изменение климата» и в последние годы «устойчивое развитие». Исходя из этого, можно сделать вывод о том, что бизнес сообщество реагирует на происходящие изменения,

повышая свою корпоративную социальную ответственность и учитывая новые тренды в своей деятельности.

Итак, анализ огромного массива текстовых данных опубликованных за 1991-2019 гг. показывает увеличивающуюся роль фактора «изменение климата» в мире. Наряду с приходом нового глобального мега тренда, также происходят сдвиги онтологического характера. Центральный вопрос в данном контексте – каково влияние мер по смягчению последствий изменения климата на экономический рост? Ответ на этот вопрос будет в некоторой степени определять поведение и политику субъектов экономической деятельности в сфере адаптации и трансформации к новым реалиям.

Исследование[7], опубликованное в научном журнале *Nature Climate Change* авторитетного издания *Nature,* проанализировало эволюцию экономической мысли и подходов экономической политики к изменению климата за 1990-2017 годы. Для этого его авторы провели качественный текстовый анализ основных докладов, опубликованных ведущими международными организациями (Группа 7, ОЭСР, Всемирный Банк, Программа развития ООН, Программа ООН по окружающей среде, Рамочная конвенция ООН об изменении климата) за 1990-2017 гг. В ходе исследования были выявлены три экономические концепции о взаимоотношении экономического роста и политики защиты окружающей среды: неоклассическая концепция, кейнсианско-шумпетерианская[8] концепция и концепция «пределов роста». Согласно неоклассической концепции защита окружающей среды и экономический рост находятся в состоянии «слабой взаимодополняемости»: окружающая среда (природный капитал) – важный фактор экономического роста; следовательно, сохранение природного капитала необходимо, чтобы избежать снижения темпов экономического роста в будущем. Решить проблему защиты окружающей среды в неоклассической парадигме означает использование рыночных механизмов таких как: углеродное

[7] Meckling J., Allan B. B. The evolution of ideas in global climate policy // Nature Climate Change. – 2020. – Т. 10. – №. 5. – С. 434-438.

[8] По именам английского экономиста Д. М. Кейнса и австрийского экономиста Й. Шумпетера

ценообразование и создание рынка квот на выбросы парниковых газов. Как показывает исследование, неоклассическая концепция доминировала в период с 1990 по 2006 годы, например, положения неоклассической концепции нашли отражение в Киотском протоколе[9] в части создания мирового рынка квот на выбросы парниковых газов в атмосферу. Как следует из выше сказанного, неоклассическая концепция воспринимает окружающую среду как важный фактор (такой же, как труд или капитал[10]) обеспечения экономического роста и этим обосновывает необходимость рыночных мер по защите окружающей среды. При этом неоклассическая концепция признает меры по защите окружающей среды достаточно затратными. Теоретическую базу неоклассической парадигмы составляют научные работы таких ученых как Дж. Хартвик (см. Hartwick, J. M. Intergenerational equity and the investing of rents from exhaustible resources, 1977), А. Пигу (см. Pigou, A. C. The Economics of Welfare, 1920), лауреатов Нобелевской премии Р. Солоу (см. Solow, R. M. The economics of resources or the resources of economics, 1974), У. Нордхауса (см. Nordhaus, W. D. Resources as a constraint on growth, 1974).

Согласно другой парадигме, концепции «пределов роста», экономический рост и политика по защите окружающей среды находятся в противоречии друг с другом (см. Commoner B. The environmental cost of economic growth, 1972; Commoner B. The Closing Circle: Nature, Man, and Technology, 1971; Ehrlich, P. & J. Holdren. Impact of population growth, 1971, 1972). То есть активный экономический рост приводит к ухудшению состояния окружающей среды, а эффективным способом защиты окружающей среды является ограничение экономического роста и потребления. Данная парадигма получила известность в начале 1970-х годов после публикации доклада «Пределы роста»[11] Римскому Клубу. Однако следует отметить, что концепция «пределов роста» по большей части отсутствует в основных

[9] Киотский протокол – международное соглашение, принятое в 1997 году, с целью сокращения выбросов парниковых газов в атмосферу. URL: https://unfccc.int/ru/kyoto_protocol

[10] труд (L) и капитал (K) – основные факторы производства в функции Кобба — Дугласа

[11] The Limits to Growth (1972) URL: https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/

докладах международных организаций за рассматриваемый период (1990-2017 гг.). Результаты проведенного исследования показывают, что на смену господствующей в 1990 – 2006 гг. неоклассической концепции, начиная с 2007 года, приходит так называемая кейнсианско-шумпетерианская концепция, согласно которой защита окружающей среды и экономический рост находятся в состоянии «сильной взаимодополняемости». Политика по защите окружающей среды и смягчению последствий изменений климата могут стать драйвером современного экономического роста. Шумпетерианский подход акцентирует внимание на технологических инновациях – *«низко-углеродной промышленной революции»*, которая станет результатом активных государственных субсидий и инвестиций в исследования и разработку «чистых технологий». Активная государственная политика по субсидированию исследований и разработок «новых чистых технологий» непременно приведет к устойчивому и сильному экономическому росту, считают сторонники Шумпетерианского подхода. Кейнсианский подход, в свою очередь, делает акцент на увеличение совокупного спроса посредством стимулирования спроса на зеленые товары и услуги, бюджетных вложений в «зеленую» инфраструктуру и фискальных мер по поддержке «зеленых технологий», чистой энергетики, технологий энергосбережения и других «зеленых» отраслей. Таким образом, доминирующая климатическая политика в мире предполагает защиту окружающей среды и смягчение последствий изменения климата, что не только необходимо, но и выгодно экономически.

Положения кейнсианско-шумпетерианской концепции активно реализуют в США и ЕС. В ЕС в 2019 году был одобрен амбициозный план «Новый Зеленый Курс» (New Green Deal) по переходу стран членов к низко-углеродной экономике. Президент США Джозеф Байден делал заявления о намерении направить 2 трлн. долл. на чистую энергетику, зеленую

инфраструктуру и создание «чистых» высокооплачиваемых рабочих мест[12]. Теоретическую базу кейнсианско-шумпетерианской концепции составляют научные труды таких ученых как Н. Стерн, А. Боуен (см. Bowen, A. & Stern, N. Environmental policy and the economic downturn, 2010), Д. Аджемоглу (см. Acemoglu, D., et. al. The environment and directed technical change, 2012; Acemoglu, D., et. al. Transition to clean technology, 2016). Итак, согласно выводу проведенного масштабного лонгитюдного исследования, доминирующая парадигма климатической политики в настоящее время сдвинулась с логики *«затратной и экономически дорогостоящей»* к логике *«экономически выгодной и полезной»*. Другими словами, произошел переход от логики «выигрыш – проигрыш» к логике «выигрыш – выигрыш». Понимание такого сдвига экономической мысли и логики представляется очень важным аспектом адаптации и трансформации к новым реалиям.

Хотя приведенное выше исследование указывает на наступление новой парадигмы «экономически выгодной и полезной» климатической повестки, на практике трансформация и реализация конкретной политики сталкивается с проблемой *«трагедии горизонта»*. Термин «трагедия горизонта»[13] ввел в научный оборот Марк Карни[14] в 2015 г. В своем выступлении «Объяснение трагедии горизонта – изменение климата и финансовая стабильность» Марк Карни отметил, что в традиционной экономической мысли взаимодействие экономической деятельности человека и окружающей среды наталкивается на проблему *«трагедии общин»*[15], которая решается с помощью спецификации прав собственности и эффективного управления. Однако, как отмечает Карни, случай с глобальным изменением климата – это «трагедия

---

[12] Biden promises $2tn green energy and infrastructure plan // Financial Times. July 14, 2020. URL: https://www.ft.com/content/8cae665f-4910-4cdd-91ea-f58c4ce5afbf (дата обращения 20.03.21)

[13] BoE. Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability. Speech given by Mark Carney, Governor of the Bank of England (BoE) to Lloyd's of London, UK. 2015, URL: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A (дата обращения 21.03.21)

[14] Канадский и британский экономист, управляющий Банка Англии (2013-2020) и Банка Канады (2008-2013)

[15] Данный термин ввел в науку американский эколог Г. Хардин, написав одноименное эссе в журнале *Science*. Hardin G. The tragedy of the commons // Journal of Natural Resources Policy Research. – 2009. – Т. 1. – №. 3. – С. 243-253.

горизонта», поскольку негативные последствия и издержки глобального изменения климата будут ощущаться за пределами традиционных горизонтов большинства участников, следовательно, у нынешнего поколения не будет прямого стимула исправить ситуацию. Горизонт планирования бизнес сообщества обычно ограничен бизнес циклом, у политических органов власти политическим циклом (4-5 лет), у центральных банков горизонт планирования составляет в среднем 2-3 года. Так как негативные последствия и издержки изменения климата находятся за пределами традиционных горизонтов планирования (бизнеса, политиков, финансовых регуляторов), следовательно, прямого стимула учитывать эти риски у нынешнего поколения нет. А в момент, когда издержки изменения климата станут «осязаемыми» для большинства участников, возможно уже будет поздно предпринимать какие-либо действия. Как отмечает Карни, начинать реагировать (трансформироваться) в настоящее время, возможно, сделает это процесс намного менее затратным чем потом. Понимание феномена «трагедии горизонта» получает широкое признание и распространение во всем мире: правительства присоединяются к Парижскому соглашению по изменению климата, всё больше стран (в основном развитых) принимают законодательные и регуляторные меры и всё больше компаний учитывают изменение климата в своей деятельности.

Исследуя новую парадигму ответственного финансирования, следует также обратить внимание на онтологический сдвиг, происходящий на микро-уровне. Традиционно на протяжении многих десятков лет в экономической теории доминировала идея, что единственной и главной задачей компании (бизнеса) является максимизация прибыли. Следовательно, руководство компании должно принимать те решения, которые непосредственно ведут к максимизации прибыли (акционерной стоимости) и воздерживаться от тех решений, которые не способствуют этому. Основоположником и главным идеологом данного подхода является американский экономист, лауреат Нобелевской премии по экономике М. Фридман, который изложил свои

взгляды в 1970 г. в статье «Доктрина Фридмана: социальная ответственность бизнеса заключается в увеличении прибыли»[16]. Доктрина Фридмана, отвергающая принцип корпоративной социальной ответственности, впоследствии стала базисом для других теорий науки о финансах и финансовом управлении. Однако со временем в академической среде доктрина Фридмана начала подвергаться критике, указывая на стагнацию доходов среднего класса, рост социального неравенства и экономические кризисы. Особенно сильно позиции этой доктрины пошатнулись после финансового кризиса 2008-2009 гг., когда крупным банкам пришлось пересмотреть свою политику социальной ответственности. С приходом новой повестки «изменения климата», о которой речь шла выше, в развитых странах участники экономической деятельности начали отходить от доктрины Фридмана. Компании начали переходить от однозадачности (максимизация акционерной стоимости) к многозадачности (максимизация акционерного капитала, социального капитала и экологического капитала).

График 2 Модель максимизации прибыли без ограничений, у.е.



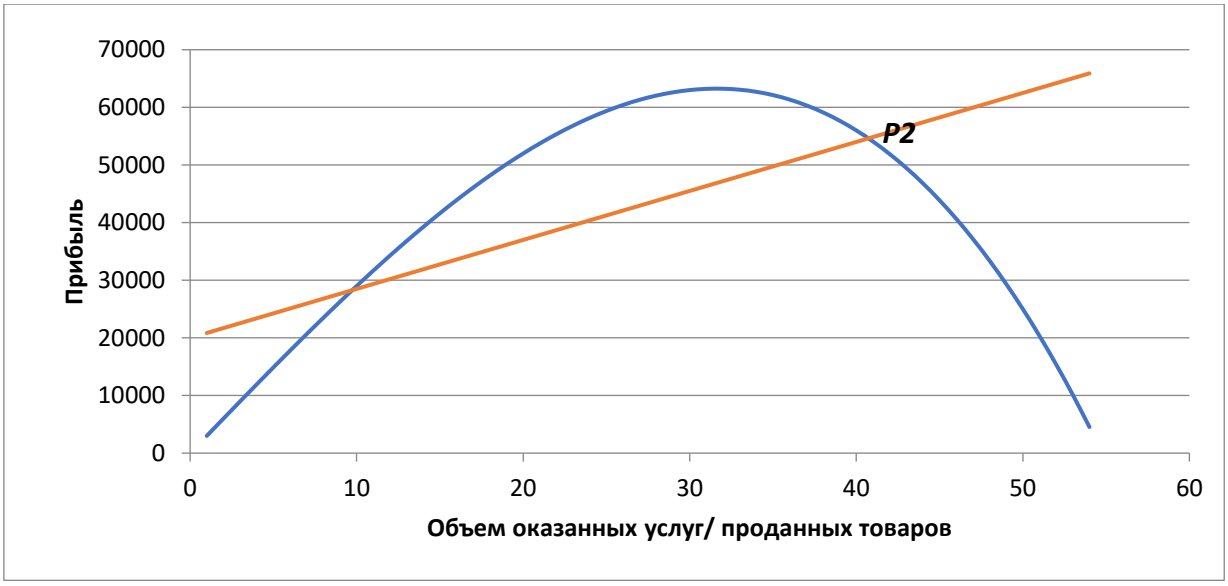
Источник: составлено автором на основе Fatemi A. M., Fooladi I. J. Sustainable finance: A new paradigm // Global Finance Journal. – 2013. – Т. 24. – №. 2. – С. 101-113.

[16] Friedman, M. A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits // N. Y. Times Mag. – 1970 – № 13. – С. 32–33.

К причинам здесь еще добавились риски продуктовых бойкотов, судебные иски и риски репутации. Однако дело не только в них, дело еще в тренде, о котором мы говорили выше. В экономической литературе данный феномен определяется как изменения неценового характера, сдвигающие кривую спроса. Научное обоснование этого процесса выглядит следующим образом (см. Графики 2, 3, 4).

На Графике 2 представлена модель максимизации прибыли компании без ограничений. То есть компания не ограничена социальной или экологической ответственностью. Другими словами компания действует согласно «доктрине Фридмана». В таком случае компания максимизирует свою прибыль в точке *P1*.

График 3 Модель максимизации прибыли с ограничениями, у.е.

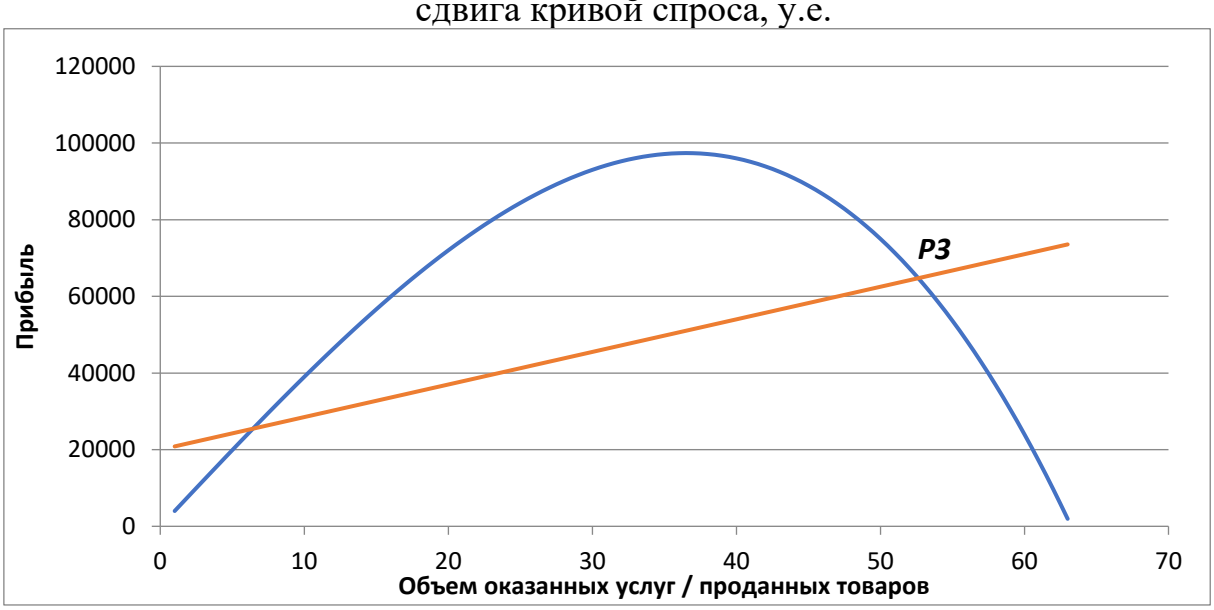


Источник: составлено автором на основе Fatemi A. M., Fooladi I. J. Sustainable finance: A new paradigm // Global Finance Journal. – 2013. – Т. 24. – №. 2. – С. 101-113.

На Графике 3 представлена модель максимизации прибыли компании с ограничениями. В данном случае компания принимает на себя ограничения (обязательства) социального или экологического характера. Следовательно, максимизация прибыли у компании происходит в точке *P2*. Как видно, при сравнении двух моделей (Графике 2 и График 3), компания, принявшая на

себя ограничения социального или экологического характера, получает меньше прибыли (*P2* < *P1*). Однако, как утверждает исследование[17], приведенные старые модели (Графике 2 и График 3) более не актуальны в современных условиях меняющейся парадигмы (моды, вкусов и предпочтений). Как отмечают авторы исследования «Ответственные финансы: новая парадигма» решение компании о введении социальных и экологических ограничений может одновременно сместить кривую спроса (График 4) так, что новый достижимый максимум будет преобладать над старым (*P3* > *P2*).

График 4 Модель максимизации прибыли с ограничениями в условиях сдвига кривой спроса, у.е.



Источник: составлено автором на основе Fatemi A. M., Fooladi I. J. Sustainable finance: A new paradigm // Global Finance Journal. – 2013. – Т. 24. – №. 2. – С. 101-113.

Как показано на Графике 4 компании, принявшие на себя экологические и социальные ограничения, получат выигрыш от благоприятного сдвига кривой спроса. В тоже время компании, следующие старой модели максимизации прибыли без ограничений, испытают на себе издержки негативного сдвига кривой спроса. В качестве дополнительного аргумента

[17] Fatemi A. M., Fooladi I. J. Sustainable finance: A new paradigm // Global Finance Journal. – 2013. – Т. 24. – №. 2. – С. 101-113.

можно привести расчеты[18] Финансовой Инициативы Программы ООН по окружающей среде (UNEP-FI). Согласно данным расчетам только лишь экологическим рискам подвержены более 50% доходов компаний, входящих в индекс MSCI ACWI[19]. Наглядным примером здесь может послужить тот факт, что после разлива нефти компанией BP в 2010 г. Норвежский государственный пенсионный фонд, владеющий на тот момент 1,75% акций компании BP, потерял более 1,4 млрд. долларов[20] из-за инцидента.

Таким образом, новая парадигма ответственного финансирования это новая реальность, которую бизнесу, в частности банкам, необходимо учитывать и к чему адаптироваться. И чем раньше банки начтут адаптироваться и трансформировать свою деятельность, тем менее затратным, менее рискованным и более выгодным будет это процесс для них, их партнеров и общества в целом.

1.2 Социально ответственное инвестирование: концепция, критерии, методы и подходы

В последние годы новая парадигма была институционализирована на международном уровне благодаря принятию трех основных документов: «Будущее, которое мы хотим» (ООН, 2012); «Повестка 2030 Цели устойчивого развития» (ООН, 2015 г.); «Парижское соглашение по изменению климата» (ООН, 2015). В первом документе заявлено, что будущее человечества связано с формированием *устойчивого развития*. Сам термин устойчивое развитие впервые официально появился в докладе «Наше общее будущее»[21] Международной комиссии по окружающей среде и развитию в 1987 г. В докладе нашло отражение общепринятое определение

[18] United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP- FI). Why environmental externalities matter to institutional investors. – 2011. URL: https://unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf (дата обращения 26.03,21)

[19] Morgan Stanley Capital International All Country World Index

[20] Fatemi A. M., Fooladi I. J. Sustainable finance: A new paradigm // Global Finance Journal. – 2013. – Т. 24. – №. 2. – С. 101-113.

[21] Наше общее будущее: Доклад Международной комиссии по окружающей среде и развитию. – 1987. URL: https://www.un.org/ru/ga/pdf/brundtland.pdf (дата обращения 30.03.21)

устойчивого развития – «развитие, при котором удовлетворение потребностей нынешних поколений осуществляется без ущерба для возможностей будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности». В 2015 году с принятием документа «Цели устойчивого развития» была проведена детализация и количественная интерпретация, понятия «устойчивое развитие». В документе, также именуемом как «Повестка 2030», определены 17 целей, 169 задач и свыше 230 индикаторов, что позволяет внедрить и количественно измерить устойчивое развитие.

Таблица 1 Цели устойчивого развития (ЦУР) как совокупность социальных, экологических и экономических отношений

Цели устойчивого развития	***Количество задач***	***Фактор***
1. Ликвидация нищеты	7	Социальный
2. Ликвидация голода	8	Социальный
3. Хорошее здоровье и благополучие	13	Социальный
4. Качественное образование	10	Социальный
5. Гендерное равенство	9	Социальный
6. Чистая вода и санитария	8	Социальный / Экологический
7. Недорогостоящая и чистая энергия	5	Экологический
8. Достойная работа и экономический рост	12	Экономический
9. Индустриализация, инновации и инфраструктура	8	Экономический
10. Уменьшение неравенства	10	Социальный
11. Устойчивые города и населенные пункты	10	Социальный
12. Ответственное потребление и производство	11	Экологический
13. Борьба с изменением климата	5	Социальный / Экологический
14. Сохранение морских экосистем	10	Экологический
15. Сохранение экосистем суши	12	Экологический
16. Мир, правосудие и эффективные институты	12	Социальный
17. Партнерство в интересах устойчивого развития	19	Социальный

Источник: составлено автором на основе Бобылёв С. Н., Соловьёва С. В. Цели устойчивого развития для будущего России // Проблемы прогнозирования. – 2017. – №. 3. – С. 26-33.

Итак, система Целей устойчивого развития (ЦУР) имеет трех уровневую конфигурацию «цель – задача – индикатор» и охватывает три составляющих аспекта устойчивого развития – экономический, экологический и социальный (Таблица 1). Каждая из целей имеет экономическую, экологическую и социальную компоненты. Например, *Цель 13* (борьба с изменением климата)

имеет одновременно экономические, экологические и социальные компоненты. Данный подход подразумевает переход от однокомпонентной политики к многокомпонентной.

В Парижском соглашение по изменению климата подчеркивается первостепенная важность устойчивого низко-углеродного развития. Поскольку вышеназванные три документа были приняты всеми странами мира под эгидой ООН, то речь идет о консенсусной парадигме. Процесс разработки всех документов включал в себя широкие консультации и участие государств-членов ООН и международного гражданского общества, включая ведущие мировые корпорации.

Инвестирование в ЦУР. С появлением институциональных рамок новой парадигмы появляются и новые возможности / вызовы инвестирования в устойчивое развитие. Традиционно выделяют две основные причины, почему следует инвестировать в устойчивое развитие. Первая причина – способствовать благоприятным изменениям в обществе, например: искоренять нищету и голод, развивать инфраструктуру, снижать уровень неравенства и обеспечивать достойную работу в обществе. Несмотря на широкое применение количественных методов инвестирования, в теории финансов появляются все больше утверждений о неотъемлемой социальной функции бизнеса и финансов. По данной тематике опубликованы научные труды ведущих ученых-экономистов: Р. Шиллер – лауреат Нобелевской премии 2013 года (Shiller R. J. Finance and the good society, 2013), Дж. Стиглиц – лауреат Нобелевской премии 2001 года (Stiglitz J. People, power, and profits: Progressive capitalism for an age of discontent, 2019), А. Дитон – лауреат Нобелевской премии 2015 года (Deaton A. The Great Escape: Health, Wealth, and the Origins of Inequality, 2013), Э. Дюфло и А. Банерджи – лауреаты Нобелевской премии 2019 года (Banerjee A. V., Duflo E. Good economics for hard times, 2019).

Вторая причина, по которой организациям следует инвестировать в устойчивое развитие – это финансовая выгода и прибыльность этого

процесса. Такие компании лучше подготовлены к будущим трансформациям, менее подвержены регуляторным рискам и затратным непредвиденным сбоям в своей деятельности. Следовательно, такие компании более конкурентоспособные в долгосрочной перспективе. Недавнее исследование[22], опубликованное в журнале *Strategic Management Journal*, подтверждает выше приведенные тезисы. Согласно результатам данного исследования компании, придерживающиеся принципов устойчивого развития (социальной ответственности) в своей бизнес практике демонстрируют более низкую финансовую волатильность, растущий спрос, повышенную жизнеспособность на рынке и способность успешнее справляться с непредвиденными кризисами. Исследование проводилось на основе анализа данных 242-х (двойная контролируема выборка 121+121) американских компаний за 15 летний период, что позволяет оценить результаты исследования как статистически значимые и достаточно точные. Практикующие специалисты солидарны с таким выводом. Например, глава совета по внедрению принципов устойчивого развития Газпромбанка А. Матвеев считает, что компании, придерживающиеся принципам устойчивого развития, демонстрируют большую стойкость к кризисам любого характера[23]. Инвестирование в ЦУР банками и компаниями может также благоприятно сказаться на репутации, привлечь клиентов и партнеров с активной повесткой устойчивого развития. Возможности и инструменты инвестирования в Цели устойчивого развития различаются (Таблица 2) в зависимости от цели инвесторов и класса активов.

[22] Ortiz-de-Mandojana N., Bansal P. The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices // Strategic Management Journal. – 2016. – Т. 37. – №. 8. – С. 1615-1631.
[23] Компании, соблюдающие ESG-принципы, показали большую устойчивость к кризисам // Коммерсант. 26.11. 20. URL: https://www.kommersant.ru/doc/4566604 (дата обращения 01.04.21)

Таблица 2 Анализ инвестиционных возможностей по 17 Целям Устойчивого Развития ООН

Цели устойчивого развития	**Объем инвестиционных возможностей**		
	высокий	***средний***	***низкий***
1) Ликвидация нищеты			*
2) Ликвидация голода			*
3) Хорошее здоровье и благополучие	*		
4) Качественное образование			*
5) Гендерное равенство		*	
6) Чистая вода и санитария		*	
7) Недорогостоящая и чистая энергия	*		
8) Достойная работа и экономический рост	*		
9) Индустриализация, инновации и инфраструктура	*		
10) Уменьшение неравенства		*	
11) Устойчивые города и населенные пункты		*	
12) Ответственное потребление и производство	*		
13) Борьба с изменением климата			*
14) Сохранение морских экосистем			*
15) Сохранение экосистем суши			*
16) Мир, правосудие и эффективные институты		*	
17) Партнерство в интересах устойчивого развития		*	

Источник: составлено автором на основе Schramade W. Investing in the UN sustainable development goals: opportunities for companies and investors // Journal of Applied Corporate Finance. – 2017. – Т. 29. – №. 2. – С. 87-99.

Не все Цели устойчивого развития предоставляют одинаковую возможность для инвестирования. В *Таблице 2* представлен матричный анализ инвестиционных возможностей (с использованием котируемых ценных бумаг) по каждому из 17-и ЦУР. Возможности инвестирования на цели ликвидации нищеты (*Цель 1*) и голода (*Цель 2*) посредством рынка ценных бумаг во многом ограничена из-за специфики указанных целей. Однако для инвестирования в указанные цели можно использовать программы финансирования банков развития и микро финансирование, а также отдельные инвестиции на повышение производительности аграрного сектора. Широкие инвестиционные возможности посредством рынка ценных бумаг имеет финансирование Цели 3, так как активно растет количество компаний специализирующихся в здравоохранении и смежных с ним отраслях. Большие инвестиционные возможности посредством рынка ценных бумаг

также представляют Цель 7 (недорогостоящая и чистая энергия), Цель 8 (достойная работа и экономический рост), Цель 9 (индустриализация, инновации и инфраструктура), Цель 12 (ответственное потребление и производство). Способствовать достижению указанных целей можно посредством инвестирования в возобновляемую энергетику, энергосберегающие и низко-углеродные технологии, компании – производители зеленой продукции, устойчивые инфраструктурные проекты. Следует заметить, что Цели устойчивого развития взаимосвязаны между собой, и инвестирование в одну цель несет в себе положительный синергетический эффект для других целей. Например, инвестирование в Цель 7 (недорогостоящая и чистая энергия) также способствует достижению Цели 13 (борьба с изменением климата). Возможности инвестирования в борьбу с изменением климата со стороны компаний, используя рынок ценных бумаг, ограничены в настоящее время, но сохраняется возможность инвестировать посредством покупки акций (или облигации) компаний производящих низко-углеродные технологии, чистую энергию, «зеленые» материалы.

Социально ответственное инвестирование: концепция ESG. В силу выше названных причин за последние годы объем социально ответственного инвестирования экспоненциально вырос и продолжает расти. На 2018 г. сумма активов, находящихся в управлении участников-подписантов Принципов ответственного инвестирования ООН (UN PRI), составила 80 трлн. долл. США[24]. В 2020 г. продолжилась тенденция роста интереса к социально ответственным инвестициям со стороны инвесторов: в несколько раз увеличился чистый приток в социально ответственные фонды по сравнению с 2019 годом. По данным Bloomberg в 2020 г. посредством социальных и экологических облигации (*ESG bonds*) были привлечены

[24]URL: https://www.unpri.org/

рекордные 490 млрд. долл., еще рекордные 347 млрд. долл. были вложены в социально ответственные инвестиционные фонды (*ESG funds*).[25]

Появление новой парадигмы, ее институциональное закрепление на международном уровне не могло не затронуть инвестиционную политику финансовых институтов. Отражение новой парадигмы ответственного финансирования / устойчивого развития нашло свое отображение в критериях ESG[26]. В настоящее время концепция ESG является главным критерием социально ответственного инвестирования и вклада организаций в устойчивое развитие. Согласно Принципам ответственного инвестирования ООН (UN PRI) *ответственное инвестирование* – это «подход к инвестированию, который направлен на учет экологических, социальных и управленческих (ESG) факторов в инвестиционных решениях, чтобы лучше управлять рисками и генерировать устойчивую, долгосрочную отдачу».[27] Компания Morgan Stanley Capital International определяет ESG инвестирование как «учет экологических, социальных и управленческих факторов наряду с финансовыми факторами в процессе принятия инвестиционных решений»[28]. Другими словами понятия «социально ответственное инвестирование» и «ESG инвестирование» с нашей точки зрения равнозначны и идентичны. Отличается «социально ответственное инвестирование» от традиционного инвестирования учетом наряду с финансовыми факторами (отдача, прибыль, будущий денежный поток) экологических (эмиссия CO_2), социальных (права человека) и управленческих факторов (гендерный баланс в совете директоров).

[25]URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-10/the-490-billion-boom-in-esg-shows-no-signs-of-slowing-green-insight

[26] ESG – это аббревиатура из первых букв английских слов «**e**nvironmental» (экологическое), «**s**ocial» (социальное), «**g**overnance» (корпоративное управление)

[27] Принципы ответственного инвестирования ООН (UN PRI) URL: https://www.unpri.org/

[28] URL: https://www.msci.com/

Таблица 3 Примеры ESG факторов и их взаимосвязь с ЦУР ООН

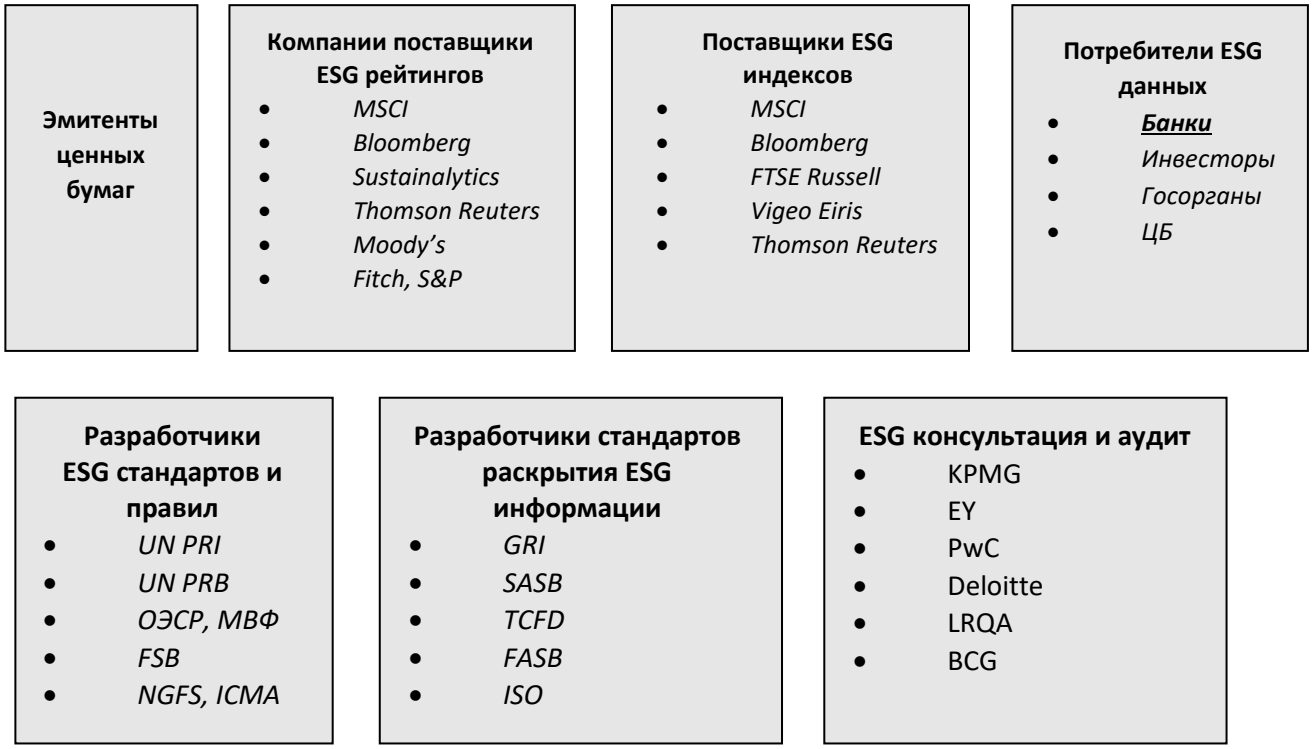
ESG	*Примеры ESG факторов*	**Цели устойчивого развития ООН**
Экологические факторы	Изменение климата	Цель 13
	Истощение ресурсов	Цель 12
	Отходы и загрязнение	Цели 6, 13, 14, 15
	Вырубка лесов	Цель 15
Социальные факторы	Права человека	Цель 3, 5
	Рабский труд	Цели 3, 8
	Детский труд	
	Условия работы	Цель 8
	Отношения с сотрудниками	Цели 4, 8
Управленческие факторы	Коррупция и взяточничество	Цель 16
	Структура совета директоров	Цель 5
	Политический лоббизм	Цель 17
	Стратегия выплаты налогов	Цель 16

Источник: составлено автором

В Таблице 3 представлены примеры ESG факторов, которые учитываются при проведении социально ответственной инвестиционной политики. Как показано в таблице, существует определенная устойчивая корреляция между ESG факторами и ЦУР ООН. В настоящее время в мире не существует унифицированных, единых стандартов ESG факторов и способов их оценки, как например Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). Однако международные регулирующие организации принимают активное участие в работе по выработке общих стандартов ESG практики. На сегодняшний день этим в основном занимаются три международные организации: Совет по стандартам финансового учёта (FASB), Глобальная инициатива по отчётности (GRI), Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD). Также активно в данном направлении работают такие структуры как Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA), Европейская служба банковского надзора (EBA), Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC). Большую роль в продвижении ESG инвестирования и внедрении факторов ESG в инвестиционную политику также играют глобальные поставщики данных финансовых рынков (Refinitiv, Bloomberg,

MSCI). Отдельно следует выделить понятие экосистема ESG инвестирования (представлена ниже), которая позволяет понять, как институционально организовано ESG инвестирование.

Схема 1 Экосистема ESG инвестирования



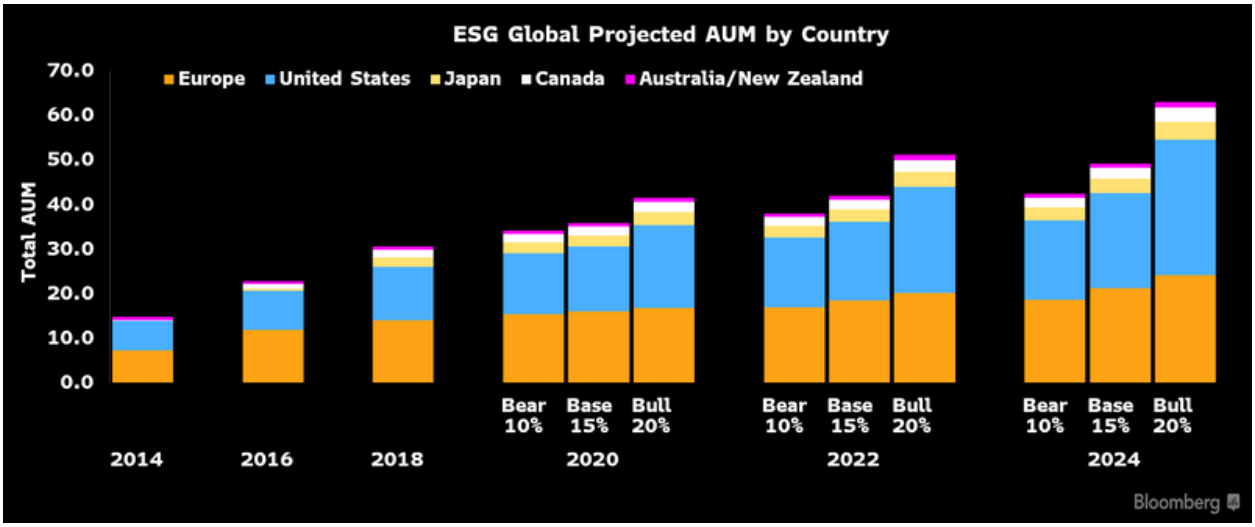
Источник: составлено автором

Как было показано в Таблице 3, принципы ESG основаны на концепции «тройного критерия» (прибыль-планета-люди), которая предполагает учет не только финансовых, но и экологических и социальных результатов деятельности организации. Экологический ***(E)*** параметр определяет и измеряет влияние организации на природную экосистему, которое включает ее выбросы парниковых газов, эффективное использование природных ресурсов энергии, воды или материалов), загрязнение и управление отходами, а также инновационные усилия по экологической модификации своей продукции (услуг). Социальный ***(S)*** параметр охватывает отношения организации со своими сотрудниками, клиентами и обществом. Он включает усилия по поддержке работников (занятость, здоровье и безопасность, обучение и развитие), удовлетворение потребностей клиентов (производство

качественных товаров и услуг, обеспечивающих безопасность клиентов), а также активную гражданскую позицию в тех сообществах, где работает компания. Параметр корпоративного управления ***(G)*** охватывает систему управления организации для обеспечения долгосрочных интересов акционеров, включая защиту прав акционеров, наличие функционирующего независимого совета директоров, политику гендерного баланса в руководстве, прозрачную политику вознаграждения руководителей, недопущение незаконных действий (мошенничество, взяточничество), а также добросовестную политику по уплате налогов.

Динамика роста мировых ESG активов (активов в управлении) за последние несколько лет свидетельствует об экспоненциально растущем интересе к ESG инвестированию и превращение ответственного инвестирования в новый ***"mainstream"***. Согласно прогнозам компании Bloomberg (Диаграмма 1) к 2025 г. на долю ESG активов будет приходиться более трети (53 трлн. долл.) всех глобальных активов, находящихся в управлении[29].

Диаграмма 1 Прогнозная динамика роста ESG активов по странам, (трлн. долл., %)



Источник: Bloomberg (02.04.21)

[29]ESG assets may hit $53 trillion by 2025, a third of global AUM // Bloomberg. February 23, 2021. URL: https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/ (дата обращения 02.04.21)

Абсолютными лидерами по объемам рынка ESG выступают Европа и США, за ними следует Япония, Канада, Австралия и Новая Зеландия. Согласно базовому сценарию аналитиков Bloomberg мировой рынок ESG активов будет расти на 15% в год с 2020 по 2025 гг. На 10% при «медвежьих» (*bear market*) настроениях и на 20% при «бычьих» (*bull market*) настроениях. Дополнительными стимулами для бума социально ответственных инвестиций в мире также могут служить: шок от пандемии коронавируса, растущий интерес со стороны Китая в данный сегмент, политика беспрецедентных денежных вливаний из-за экономического кризиса – пандемии и политика «Нового зеленого курса» в США и ЕС.

Несмотря на возросший интерес к социально ответственным инвестициям в последнее время, концепция ответственного инвестирования имеет давнюю историю. Ответственное (оно же этическое) инвестирование имеет древние корни в еврейских, христианских и исламских традициях. В иудаизме есть множество учений о том, как распоряжаться деньгами этично. Во времена средневековья существовали этические церковные ограничения в отношении займов и инвестиций. Во многих мусульманских странах и в настоящее время действуют этические ограничения по поводу инвестирования и кредитования. В 17 веке некоторые протестантские христианские движения в Северной Америке отказывались получать прибыль от торговли оружием и рабами. В 20-х годах прошлого века методистская церковь в Великобритании избегала инвестиций в «греховные» компании, занимающиеся производством табака, алкоголя, оружия и азартных игр. В настоящее время в мире достаточно компаний, которые, например, находят инвестиции в производство оружия недопустимым для себя. В отличие от древнего этического инвестирования, основанного на религиозных традициях (парадигме того времени), современное социально ответственное инвестирование в большей степени основано на этических и социальных убеждениях общества. Краткий исторический экскурс позволяет раскрыть природу и сущность современного социально ответственного (ESG)

инвестирования, которое может проявляться в разных формах в зависимости от мотиваций и подходов инвестора.

В настоящее время понятие «ESG инвестирование» включает в себя широкий спектр определений. С одной стороны спектра альтруистическое инвестирование (например, благотворительность), которое стремится только к социальной отдаче. С другой стороны коммерческое инвестирование, предполагающее максимизацию финансовой отдачи с учетом рисков, ограничений и возможностей.

Анализ научной литературы[30] позволяет выделить несколько типов социальных инвесторов в зависимости от их мотивационных факторов. В частности, выделяют 4 категории социально ответственных инвестиций: социальные, экологические, социально-экологические и устойчивые. Социальные инвестиции фокусируются в основном на решении социальных проблем (бедность, здравоохранение, благосостояние и др.). В эту категорию могут входить три типа инвесторов: инвесторы – идеалисты (*idealistic investors*), инвесторы – оппортунисты (*socially opportunistic investors*) и пруденциальные инвесторы (*prudent investors*).[31] Инвесторы – идеалисты это те инвесторы, которые исключают из своих инвестиционных портфелей потенциально прибыльные проекты и бумаги, которые противоречат их этическим или ценностным соображениям. Например, отказ от инвестиций в производство оружия, компании, нарушающие права потребителей, сотрудников. Инвесторы – оппортунисты предпочитают инвестировать в прибыльные социальные проекты, с целью одновременно принести пользу обществу и получить финансовую отдачу в новой нише. Пруденциальные инвесторы – это инвесторы, которые стремятся избежать в будущем возможных социальных рисков (например, репутационных риков) и поэтому стремятся проводить политику социально ответственного инвестирования, нивелируя тем самым социальные риски. Категория экологических

[30] Chatzitheodorou K. et al. Exploring socially responsible investment perspectives: A literature mapping and an investor classification // Sustainable production and consumption. – 2019. – Т. 19. – С. 117-129.
[31] *Ibid*

инвестиций также включает три типа инвесторов: инвесторы – активные акционеры (*shareholder activist*), инвесторы – оппортунисты (*environmentally opportunistic*), инвесторы, избегающие экологического риска (*environmental risk avoider*).[32] Инвесторы – активные акционеры используют полномочия акционеров для влияния на решения корпоративного менеджмента в сфере учета экологических факторов в политике и действиях организации. Инвесторы – оппортунисты стремятся использовать новые финансовые возможности, связанные с решением экологических проблем (инвестиции в возобновляемую энергию, технологию переработки отходов). Инвесторы, избегающие экологических рисков, стремятся защитить свои инвестиции от потенциальных экологических рисков (нормативные, репутационные, физические и судебные риски). Третья категория – социально-экологические инвестиции также включает в себя три типа инвесторов: инвестирующие на основе сотрудничества с некоммерческими организациями (*collaborative investors*), социальные и экологические краудфандеры (*socio-green crowdfunders*) и благотворительные венчурные капиталисты (*philanthropic venture capitalists*).[33] Инвестирование на основе сотрудничества со специализированными некоммерческими организациями – это альянс инвесторов с НКО для решения определенных социальных и экологических проблем. Причем инвесторы в данном в случае преследуют цель максимизации прибыли за счет улучшения своей репутации. НКО же посредством такой кооперации реализуют свои социально значимые эко-проекты. Социальные и экологические краудфандеры используют краудфандинговые платформы для финансирования экологических решений и инноваций. Мотивация данной категории инвесторов скорее не финансовая, а желание способствовать решению проблем окружающей среды. Благотворительные венчурные капиталисты (эко ангелы) включает инвесторов, которые стремятся получить прибыль за счет новых

[32] *Ibid*
[33] *Ibid*

возможностей в контексте социально-ориентированной зеленой экономики. Последний тип – устойчивые инвесторы – стремятся инвестировать в компании, которые наилучшим образом способствуют устойчивому развитию. Основным объектом инвестирования данных инвесторов выступают биржи и облигации устойчивого развития, такие как Nasdaq Sustainable Bonds (Облигации устойчивого развития Насдак), Dow Jones Sustainability Index (Индекс устойчивости Доу-Джонса).

Таблица 4 Типы социально ответственных инвесторов (теоретическая типология)

Тип инвестора	**Мотивация**			**Основной фокус инвестиций**
	Социальный альтруизм	***Прибыль***	***Минимизация риска***	
Инвесторы идеалисты	✓			социальный
Инвесторы оппортунисты		✓		социальный
Пруденциальные инвесторы		✓	✓	социальный
Инвесторы активные акционеры	✓			экология
Инвесторы оппортунисты		✓		экология
Инвесторы, избегающие экологического риска		✓	✓	экология
Инвестирующие на основе сотрудничества НКО		✓		социальный, экология
Социальные и экологические краудфандеры	✓			социальный, экология
Благотворительные венчурные капиталисты	✓	✓		социальный, экология
Устойчивые инвесторы	✓	✓		социальный, экология, финансовый

Источник: составлено автором на основе Chatzitheodorou K. et al. Exploring socially responsible investment perspectives: A literature mapping and an investor classification // Sustainable production and consumption. – 2019. – Т. 19. – С. 117-129.

В *Таблице 4* приведена классификация социально ответственных инвесторов, которая является теоретической типологией, так как разработана на основе обзора академической литературы. Как следует из *Таблицы 4*, социально

ответственные инвесторы имеют три вида мотиваций: получение прибыли, социальный альтруизм и минимизация риска. Получение финансовой отдачи в виде прибыли является ключевой мотивацией для 7 из 10 типов социально ответственных инвесторов, социальный альтруизм для 5 типов, минимизация риска для 2 типов.

ОЭСР выделяет 6 видов инвестиционной деятельности в зависимости от ожидаемой отдачи от инвестиций (ROI): благотворительность (Б), венчурная благотворительность (ВБ), социальное инвестирование (СИ), инвестиции социального воздействия (ИСВ), ESG инвестирование и коммерческое инвестирование (КИ). Последовательность (Таблица 5) видов инвестирования расположена в порядке уменьшения ожидаемой социальной отдачи и увеличения ожидаемой финансовой отдачи. Так что для благотворительности ожидаемая отдача только социальная, в то время как для коммерческого инвестирования она только финансовая. Остальные виды инвестиционной деятельности сочетают социальную и финансовую отдачи с перевесом в одну или другую сторону.

Таблица 5 Виды инвестиционной деятельности в зависимости от ожидаемой ROI (рентабельности инвестиций)

		ESG критерии и методы			
Б	ВБ	СИ	ИСВ	ESG	КИ
только социальная отдача		**Социальна и финансовая отдача**			**только финансовая отдача**
(1:0)		**(0,5:0,5)**			**(0:1)**

Источник: составлено автором на основе классификации ОЭСР

В данном контексте ESG инвестирование характеризуется ожиданиями *долгосрочной и устойчивой финансовой* отдачи. Достижение долгосрочной и устойчивой финансовой отдачи происходит путем снижения рисков (финансовых и нефинансовых) и определения новых возможностей для роста. ESG инвестирование в широком смысле также включает социальное инвестирование и инвестиции социального воздействия. Социальное инвестирование и инвестиции социального воздействия направлены на

получение положительной социальной отдачи наряду с получением финансовой отдачи. Исследовательский опрос[34] среди не рандомизированной выборки из 582 институциональных инвесторов выявил, что основные преимущества ESG инвестирования следующие: 1) «формирование долгосрочного инвестиционного мышления» (62%[35] респондентов); 2) «культивирование лучших инвестиционных практик» (48%). Среди других причин, почему институциональные инвесторы прибегают к ESG инвестированию также называли: требование со стороны доверителей (38%), личные убеждения высшего руководства (35%), требования законодательства (18%) и давление со стороны конкурентов (10%). Хотя и выборка, на основе которой проводилось исследование, не является высоко репрезентативной, но она эмпирически подтверждает наши теоретические выводы.

ESG инвестирование обеспечивает достижение долгосрочной финансовой устойчивости и способствует привязке экологических и социальных задач к данной цели. Таким образом, преодолевается проблема «трагедии горизонта», описанная в предыдущем параграфе. В том же исследовании 62% владельцев активов отмечают, что их горизонт инвестиционного планирования составляет 5 и более лет. Хотя у большинства (60%) управляющих активами горизонт инвестиционного планирования составляет от 1 до 5 лет. Возможно, такая разница в горизонте планирования между двумя группами институциональных инвесторов объясняется «эффектом владения» из поведенческой экономики. В любом случае тот факт, что у большинства владельцев активов горизонт инвестиционного планирования (5+ лет) превышает политический цикл (4-5 лет) и цикл планирования центральных банков (2-3 года), говорит о том, что данная категория

[34] Eccles R. G., Kastrapeli M. D., Potter S. J. How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors // Journal of Applied Corporate Finance. – 2017. – Т. 29. – №. 4. – С. 125-133.

[35] Так как респонденты исследования могли выбрать сразу несколько вариантов ответов, то проценты не складываются в 100%

институциональных инвесторов преодолевает «трагедию горизонта» с помощью ESG инвестирования.

Подходы и стратегии ESG инвестирования. Уточнив определение и основные характеристики, рассмотрим основные подходы ESG инвестирования. Выделяются следующие общепринятые подходы ESG инвестирования.

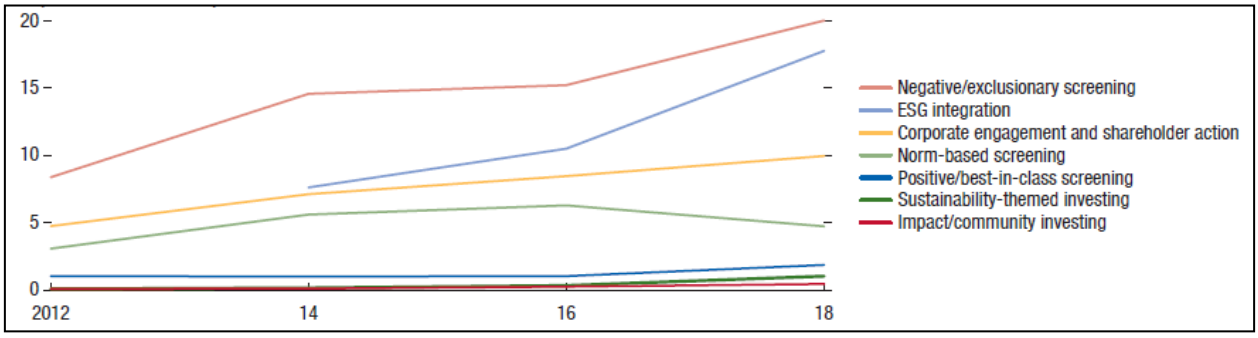
- Отрицательный / исключающий скрининг (negative/exclusionary screening) – исключение из инвестиционного портфеля определенных секторов, компаний, государств, действия которых не соответствуют базовым общественным ценностям, стандартам ESG или другим этическим нормам. Среди причин, по которым принимаются решения по исключению, могут быть: производство оружия; деятельность, не соответствующая этическим стандартам и нормам (например, производство табака, алкоголя и организация казино); нарушение принципов Глобального договора ООН и другие.
- Позитивный / «лучший в своем классе» скрининг (positive / best-in-class screening) предполагает инвестиции в компании или проекты с положительными или наилучшими показателями ESG по сравнению с компаниями аналогами.
- Скрининг, основанный на нормах (norms-based screening) предполагает отбор и включение в инвестиционный портфель проектов и ценных бумаг тех эмитентов и институтов деятельность, которых соответствуют международным нормам, таким как нормы ОЭСР и ООН.
- Устойчивое тематическое инвестирование (sustainability-themed investing) – инвестирование в активы, непосредственно связанные с устойчивым развитием или, по крайней мер, с одним из направлений ESG (экология, социальная сфера, корпоративное управление). Как следует из названия, инвесторы фокусируют свое внимание на определенном аспекте (теме) ESG (например, на экологии) или на нескольких темах ESG одновременно. Чтобы компания могла считаться приемлемой для

устойчивого тематического инвестирования, ее основная деятельность должна фокусироваться на разработке продуктов и услуг, которые направлены непосредственно на снижение нагрузки на мировые природные ресурсы или помощи в преодолении социальных проблем

- Инвестиции социального воздействия (impact investing) – целевые инвестиции, направленные на решение социальных (экологических) проблем и на благоприятные социальные преобразования. В отличие от традиционного альтруистического инвестирования данный подход ESG инвестирования имеет целью наряду с решение социальных (экологических) проблем и получение определенной финансовой отдачи. Например, инвестиции в высокодоходные зеленые облигации способствуют одновременно позитивной финансовой и экологической отдаче. Инвестиции в компании с низкими ESG показателями но, которые демонстрируют некоторую склонность к переходу на более высокий ESG уровень, также относятся к категории инвестиций социального воздействия.
- Корпоративное участие и действия акционеров (corporate engagement and shareholder action) – инвесторы используют свои полномочия акционеров (голосование акциями), чтобы изменить поведение и практику ведения бизнеса компании в направлении принципов ESG.
- Интеграция ESG факторов (ESG integration) – систематическое и явное включение факторов ESG во все ключевые аспекты инвестиционного процесса (выбор активов, диверсификация портфеля, управления рисками).

Следует отметить, что представленные выше подходы ESG инвестирования не являются взаимоисключающими и могут применяться одновременно и сочетаться друг с другом. С одной стороны метод «исключающего скрининга» прост в исполнении не требует больших ресурсов для применения инвесторами. С другой стороны метод «интеграции ESG факторов» позволяет эффективно внедрить ESG инвестирование в общую инвестиционную стратегию организации, требуя одновременно большие ресурсы и затраты (анализ данных, количественные исследования).

График 5 Подходы ESG инвестирование, трлн. долл., (2012-2018)



Источник: Международный Валютный Фонд (Global financial stability report: lower for longer // IMF. – 2019)

На *Графике 5* показана динамика объемов осуществляемых инвестиций по разным ESG подходам. Самым популярным среди социально ответственных инвесторов подходом, используемым при инвестировании, на 2018 г. был отрицательный (исключающий) скрининг. Исключающий скрининг, основанный на этических и других критериях, составляет самую большую часть инвестиций в ESG - около 20 трлн. долл. во всем мире в 2018 г. На втором месте по объему приходящих на него инвестиций находится подход «интеграция ESG факторов» - 17 трлн. долл. во всем мире в 2018 г. Как следует из графика подход «интеграция ESG факторов» стал применяться инвесторами относительно недавно. Несмотря на это объем инвестиций в ESG с использованием данного подхода за период с 2014 по 2018 гг. вырос почти в 3 раза. Описанный тренд говорит о растущей заинтересованности инвесторов в глубокой интеграции ESG в инвестиционную стратегию. На третьем месте – подход «корпоративное участие и действия акционеров». Эта практика ESG инвестирования применяется к активам примерно на 10 трлн. долл. Подход скрининга, основанного на нормах, применяется к активам почти на 5 трлн. долл. Широкая популярность подхода отрицательного (исключающего) скрининга может быть объяснена относительной простотой данного метода и возможностью исключить риски на этапе выбора активов. Подходы могут также различаться в зависимости от типов инвесторов, например, банки развития, скорее, выберут устойчивое тематическое

инвестирование или инвестиции социального воздействия. Крупные инвестиционные банки с опытом количественного анализа и исследования ESG могут избрать подход интеграции ESG факторов.

Представленные выше подходы можно использовать для реализации определенных ESG стратегий. Виды ESG стратегий различаются также широко, как и виды традиционного инвертирования. В научной литературе выделяют 5 основных видов ESG стратегий (Таблица 6). Также в последнее время становится популярной новая стратегия хеджирования климатических рисков. Некоторые исследования[36] отдельно выделяют инвестиции в Цели устойчивого развития (ЦУР) как отдельную ESG стратегию. Стратегия инвестирования в ЦУР базируется на трех принципах:

1. Снизить негативное воздействие – не инвестировать в проекты, компании, деятельность которых, несовместимы с достижением ЦУР.
2. Увеличить положительное воздействие – направлять денежные потоки в те бизнесы, которые способствуют достижению ЦУР.
3. Способствовать улучшению – поощрять позитивные намерения компаний, которые приводят свою деятельность и стратегию в соответствие с принципами ESG.

Целесообразность последней стратегии обуславливается и тем, что система ЦУР имеет готовую и единую трех уровневую конфигурацию «цель – задача – индикатор», что упрощает и делает понятной ее применение в качестве ориентира для инвестирования.

[36] Institutional investing for SDGs: A Joint Discussion Paper from MSCI and the OECD // OECD, MSCI – 2018. URL: https://www.msci.com/documents/10199/239004/Institutional_Investing_for_the_SDGs.pdf (дата обращения 05.04.21)

Таблица 6 Стратегии ESG

Стратегии ESG (названия на английском)	*(названия на русском)*	**Характеристика**
1. Sustainable alpha investors	Стратегия устойчивая альфа	Эти инвесторы стремятся к более высокой доходности на рынке за счет лидерства в области устойчивого развития и ESG инвестирования в «зеленые фишки».
2. Smart beta investors	Стратегия смарт бета	Эти инвесторы стремятся к стабильной доходности, за счет снижения волатильности и инвестирования в компании с эффективным управлением ESG рисков.
3. Activist investors	Стратегия активный инвестор	Эти инвесторы стремятся использовать свой статус акционера, чтобы подтолкнуть компании к более устойчивой деловой практике.
4. Impact investors	Стратегия преобразования	Эти инвесторы стремятся вложиться в те активы, проекты, которые имеют потенциал оказать положительное воздействие на окружающую среду или общество.
5. Screening investors	Отборочная стратегия	Эти инвесторы отбирают объекты своих инвестиций на основе определенных ESG критериев.
***Hedging climate risk[37]**	Стратегия хеджирования климатических рисков	Эти инвесторы стремятся хеджировать климатические риски без ущерба финансовой отдаче путем включения в портфель инвестора компаний, у которых углеродный след на 50% меньше рыночного показателя.
**** Sustainable development goals (SDG) investing***	Инвестиции в Цели устойчивого развития	• снизить негативное воздействие, • увеличить положительное воздействие, • способствовать улучшению

Источник: составлено автором на основе Cort T., Esty D. ESG standards: Looming challenges and pathways forward // Organization & Environment. – 2020. – Т. 33. – №. 4. – С. 491-510., [36], [37].

[37] Andersson M., Bolton P., Samama F. Hedging climate risk // Financial Analysts Journal. – 2016. – Т. 72. – №. 3. – С. 13-32.

В итоге, выбор той или иной ESG стратегии или подхода определяется рядом факторов: мотивацией инвестора (банка), спецификой бизнеса и сектора, наличием необходимых данных для анализа и принятия решения, влиянием ESG факторов и рисков на финансовые показатели.

1.3 Риски и финансовые показатели в контексте ответственного инвестирования

Одним из главных драйверов социально ответственного инвестирования, как было показано в *п. 1.2,* является мотивация инвесторов минимизировать риски, наряду с социальным альтруизмом и желанием получить финансовую отдачу. Несоответствие принципам ESG может иметь существенное влияние на корпоративные показатели и структуру рисков компании, а также на стабильность финансовой системы в целом. Таким образом, целесообразно сгруппировать риски в соответствии с парадигмой ответственного финансирования: риски управленческого характера, риски социального характера и риски экологического характера (климатические риски).

Риски управленческого характера активно прослеживаются при анализе финансовых кризисов (мировой финансово-банковский кризис 2008-2009 гг., азиатский кризис 1997-1998 гг.). Согласно «Докладу по вопросам глобальной финансовой стабильности 2014»[38] неэффективное управление в банках ведет к чрезмерному принятию рисков, что, в свою очередь, способствовало возникновению мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. Результаты исследования показывают, что на чрезмерное принятие рисков (которое ведет к негативным последствиям для общества) влияют такие факторы как особенности управления и риск менеджмента, политика вознаграждения руководства и структура собственности. Один из эффективных способов защиты банков от чрезмерного риска является наличие независимого совета директоров и создание комитетов по риску. Система вознаграждения руководства, зависящая от долгосрочных результатов работы, согласованная

[38] «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» // МВФ. – 2014.

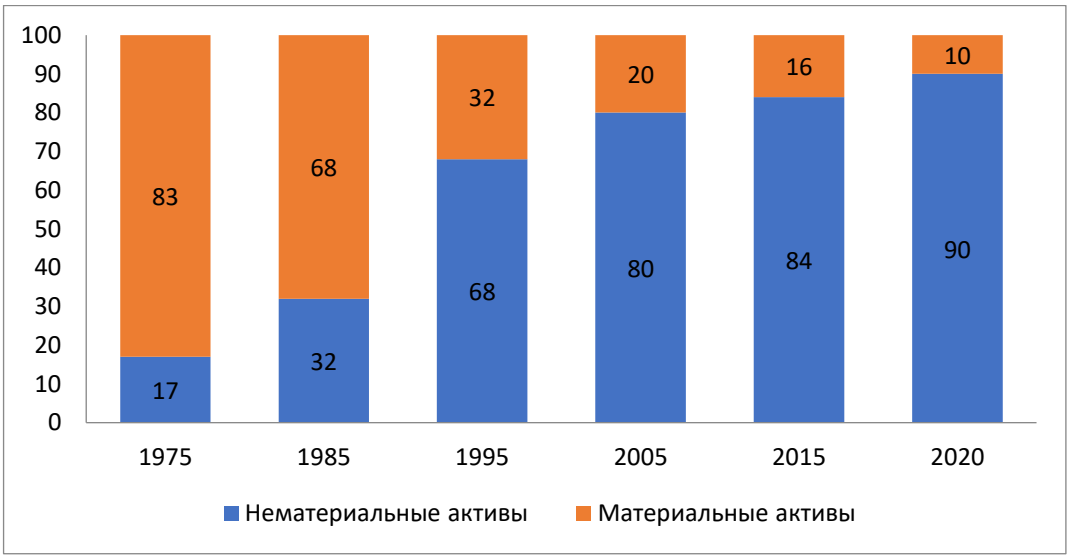
с рисками и предполагающая последующие вычеты в связи с убытками, ведут к снижению чрезмерного риска. К существенному снижению принятия рисков также способствует высокая доля институциональных инвесторов в структуре собственности. Учет описанных выше факторов не финансовой природы является существенным при принятии инвестиционных решений с точки зрения генерации долгосрочной финансовой отдачи. Поэтому управленческая компонента ESG включает: независимость и прозрачность совета директоров, разделение полномочий внутри совета директоров, эффективность вознаграждения руководства. В долгосрочной перспективе данные факторы имеют существенное воздействие на операционную и финансовую деятельность компаний.

Риски социального характера включают репутационные риски, риски судебных исков, бойкотов со стороны клиентов и партнеров, критики со стороны некоммерческих организаций и смены общественных предпочтений и моды. Причем последнее может способствовать сдвигу кривой спроса для той или иной компании (банка) в неблагоприятном для нее направлении. Риски социального характера напрямую связаны со сменой общей парадигмы. Существуют научно обоснованные теории (теория заинтересованных сторон), которые утверждают, что успех и жизнеспособность любой организации определяется учетом интересов всех заинтересованных сторон, а не только акционеров. В круг заинтересованных сторон компании (в том числе банка) входят работники, клиенты, партнеры, поставщики, кредиторы, инвесторы, акционеры и общество. Данная концепция[39], сформулированная в современном виде в 1984 году, в настоящее время приобрела особую актуальность. Как считают сторонники этой теории, легитимность фирмы с позиции всех заинтересованных сторон обеспечивает ей финансово экономический успех и конкурентное преимущество. Упомянутые тезисы за последнее время находят свое подтверждение на практике. Согласно *«Отчету о рыночной стоимости*

[39] Freeman R. E. Strategic management: A stakeholder approach. – Cambridge university press, 2010.

нематериальных активов за 2015 год» американского банка Ocean Tomo, только 16% рыночной стоимости всех компаний, входящих в S&P 500, можно отнести к физическим и финансовым активам. Остальные 84% рыночной стоимости S&P 500 составляют нематериальные активы – человеческий капитал, интеллектуальный капитал, бренд и репутация, а также отношения с поставщиками, клиентами и другими заинтересованными сторонами[40]. В 2020 году банк обновил свои подсчеты с тем, чтобы выявить влияние пандемии на структуру рыночной капитализации S&P 500. Согласно новым подсчетам доля нематериальных активов в общей рыночной стоимости всех компаний S&P 500 составила 90%[41]. Следовательно, доля материальных активов составило всего лишь 10%. На Диаграмме 2 показана динамика, как менялись компоненты рыночной стоимости S&P 500 в течение последних 45лет.

Диаграмма 2 Структура рыночной капитализации (компоненты стоимости) S&P 500, %



Источник: составлено автором на основе *Intangible Asset Market Value Study* // Ocean Tomo. – 2020.

[40] Brendan LeBlanc CPA C. I. A., Kislevitz J. Integrating sustainability into enterprise risk management // The CPA Journal. – 2016. – Т. 86. – №. 6. – С. 12.
[41] *Intangible Asset Market Value Study* // Ocean Tomo. – 2020.

Как следует из общего тренда стоимостной компоненты капитализации 500 крупнейших компаний США, нематериальные активы (репутация, человеческий капитал и др.) стали основным фактором стоимости для американских компаний. Следовательно, такие факторы как корпоративная репутация, взаимоотношение с сотрудниками, взаимоотношения с клиентами и партнерами имеют существенное значение при оценке рисков. Интеграция ESG в инвестиционную стратегию компании (банка), в свою очередь, может значительно снизить риски нематериального характера. С другой стороны, недооценка рисков управленческого и социального характера может негативно отразиться на долгосрочной стоимости инвестиций и активов.

Климатические риски являются одними из основных и, возможно, самыми масштабными в контексте новой парадигмы. Климатические риски могут проявляться и влиять на инвестиционные портфели в различных формах. Некоторые компании несут прямые расходы, связанные с изменениями климата, вызванными экстремальными погодными условиями (засуха, наводнения, пожары) или общим повышением уровня моря. Такого рода климатические риски называются – *физическими рисками*. По определению МВФ физические риски, возникают в результате повреждения собственности, земли и инфраструктуры в результате катастрофических погодных явлений и других климатических изменений. Физические риски могут нанести как прямой ущерб активам организаций, так и косвенный финансовый ущерб в результате нарушения цепочек поставок. Выделяются два вида физических рисков: экстренный физический риск (acute risk) и систематический физические риск (chronic risk).[42] К экстренным физическим рискам относятся риски, вызванные суровыми природными катаклизмами, включая экстремальные погодные явления, такие как наводнения, циклоны, ураганы. К систематическим физическим рискам относят долгосрочные изменения характеристик климата, например, непрерывное повышение

[42] «*Влияние климатических рисков и устойчивое развитие финансового сектора Российской Федерации*» // Аналитический доклад ЦБ РФ. – 2020.

температуры, что может вызвать постепенное повышение уровня моря и периодически повторяющиеся тепловые волны.

Таблица 7 Трансмиссионный механизм физического климатического риска

Физический риск	*Экономика*	*Каналы трансмиссии*	*Финансовая система*
• Экстренный физический риск • Систематический физический риск	• Нарушение деловой активности • Списание основных средств • Реконструкция и замена • Рост цен на сырьевые товары • Миграция	• Снижение стоимости жилой и коммерческой недвижимости • Снижение богатства населения • Снижение корпоративной прибыльности и рост числа судебных разбирательств	• Убытки на финансовых рынках (акции, облигации и товары) • Убытки на кредитном рынке (ипотечные и корпоративные ссуды) • Убытки от андеррайтинга • Операционный риск

Источник: составлено автором на основе доклада *"A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk."//* NGFS. – 2019.

Изменения характеристик климата оказывают прямое воздействие на урожайность, частоту пожаров, обеспеченность водными ресурсами, засуху. В Таблице 7 представлено, как физический риск превращается в финансовый риск.

Физическим климатическим рискам особенно подвержены страховые компании, которые уже в настоящее время несут намного больше расходов, связанных с природными катаклизмами, чем несколько десятилетий назад.

Вторая категория климатических рисков это *риски перехода* (transition risks). Переход к низко углеродной экономике влечет за собой обширные регуляторные, правовые, технологические и рыночные изменения для адаптации и смягчения последствий изменения климата. Эти изменения (риски перехода) могут представлять разного рода финансовые и репутационные риски для организаций. Для понимания сущности рисков перехода введем термин ***убыточные активы*** (stranded assets). Убыточные активы – это «активы, подверженные девальвациям или преобразованию в пассивы из-за непредвиденных изменений в их первоначально ожидаемой

доходности в связи с инновациями и/или изменениями условий ведения бизнеса, включая изменения в государственном регулировании на национальном и международном уровнях».[43] Другими словами, риск перехода – это риск превращения финансового или иного актива в убыточный актив. Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата, (TCFD) выделяет 4 вида риска перехода:

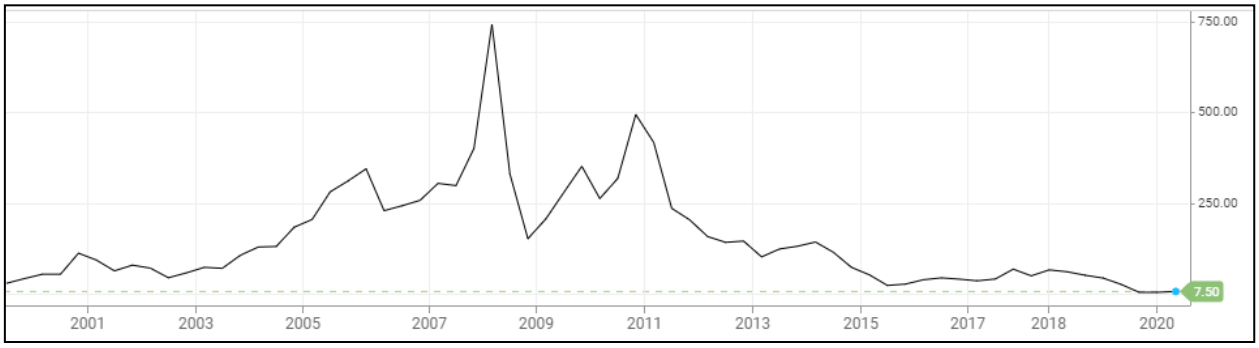
1. регуляторные и правовые риски
2. технологические риски
3. рыночные риски
4. репутационные риски.

Регуляторные риски возникают из-за введения новых нормативных и регуляторных положений, направленных на ограничение действий, способствующих изменению климата. Например, на компании, занимающиеся производством ископаемого топлива, могут отрицательно повлиять ограничения на выбросы углерода или введение практики ценообразования на углерод. Отдельным видом рисков перехода являются также *риски ответственности* (liability risks) или как их еще называют *правовые риски*. Риски ответственности подразумевают, что те субъекты, которые понесли значительные потери в связи с изменением климата, могут потребовать компенсации у тех, кто несет ответственность за негативные последствия изменения климата (например, у крупных эмитентов CO_2). А так же инициировать судебные разбирательства за неспособность адаптироваться к изменению климата или за недостаточное раскрытие информации о существенных финансовых рисках, связанных с изменением климата. Сочетание регуляторных рисков с желанием инвесторов избежать рисков ответственности в будущем может способствовать массовому уходу инвесторов из рискованных секторов. Это, в свою очередь, может привести к

[43]Глобальное потепление на 1,5 °C. Приложение I: Глоссарий. // Межправительственная группа экспертов по изменению климата (МГЭИК). – 2018. URL: https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/10/SR15_Glossary_russian.pdf (дата обращения 10.04.21)

резкой переоценке стоимости определенных активов и более жестким финансовым условиям – к климатическому *моменту Мински*.

График 6 Индекс угля Доу-Джонса



Источник: CNBC

На Графике 6 показана динамика индекса угля Доу-Джонса за последние 20 лет. Данный график демонстрирует то, как под действием регуляторного давления во многом произошла потеря капитализации индекса. Начиная с 2011 года индекс начал устойчивое падение, которое было спровоцировано серией регуляторных и административных решений: принятие политики снижения выбросов в Китае (2011 г.), введение новых стандартов на выброс токсичных элементов «MATS» в США (2011 г.) и другие. Хотя большая часть исследований посвящена влиянию рисков перехода на энергетический сектор, исследования отмечают, что мировая экономика в целом потеряет до 20 трлн.[44] долл. США из-за рисков перехода.

Технологические инновации, связанные с изменением климата, представляют технологические риски бизнес моделям портфельных компаний, работающих в традиционных отраслях. Например, электромобили, автомобили, работающие на топливных элементах, могут подорвать бизнес модель традиционных производителей автомобилей. Процесс «созидательного разрушения», вызванный сдвигом технологической парадигмы, породит «проигравших» и «выигравших».

[44] A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk. // NGFS. – 2019.

Рыночные риски связаны, прежде всего, с существенным изменением спроса и предложения на определенные товары, услуги и материалы под воздействием изменения климата.

Таблица 8 Трансмиссионный механизм риска перехода

Риски перехода	*Экономика*	*Каналы трансмиссии*	*Финансовая система*
• Регуляторные и правовые риски • Технологические риски • Рыночные риски • Репутационные риски.	• Убыточные активы (ископаемое топливо, недвижимость, инфраструктура, автомобили) • Реинвестирование и замена • Рост цен на энергию	• Девальвация корпоративных активов • Снижение корпоративной прибыльности и рост числа судебных разбирательств • Снижение стоимости жилой недвижимости • Снижение благосостояния населения	• Убытки на финансовых рынках (акции, облигации и товары) • Убытки на кредитном рынке (ипотечные и корпоративные ссуды)

Источник: составлено автором на основе доклада *"A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk."//* NGFS. – 2019.

Репутационные риски являются отображением восприятия потребителей и общества того, как организация способствует переходу к низко углеродной экономике. В Таблице 8 показано, как риск перехода превращается в финансовый риск.

Потенциальное влияние климатических рисков велико, нелинейно и трудно поддается оценке. Убытки от рисков, связанных с климатом, влияют на финансовую систему напрямую, через снижение цен, снижение стоимости обеспечения и убытки от андеррайтинга, и косвенно, через замедление экономического роста и более жесткие финансовые условия.[45] Следует также отметить, что изменение климата и переход к низко углеродной экономике влекут за собой не только новые риски, но и новые возможности. В качестве теоретического обоснования данного утверждения приводятся теория «созидательного разрушения» Шумпетера (о которой речь шла в п. 1.1) и

[45] *Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности* // МВФ. – 2019

гипотеза Портера. Последняя гласит, что экономические издержки перехода к низко углеродной экономике будут компенсированы положительным эффектом «зеленого роста».[46] Согласно данной гипотезе амбициозные планы правительств по переходу к низко углеродной экономике будут способствовать росту инноваций, появлению новых рабочих мест, снижению издержек производства, что компенсирует экономические потери. Хотя эмпирические исследования не дают однозначного подтверждения данной гипотезы.[47] Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD) выделяет несколько направлений новых возможностей, вызванных переходом к низко углеродной экономике: повышение эффективности использования ресурсов, инновации в области энергетики, появление новых видов товаров и услуг, появление новых рынков и активов и повышение устойчивости к новым вызовам.

Банкам, страховым компаниям, управляющим активами и финансовым регуляторам необходимо лучше понимать и учитывать финансовые риски и возможности, связанными с климатом. Изменения в климатической повестке, новые технологии и растущие физические риски вызовут переоценку стоимости практически всех финансовых активов.[48] Фирмы, которые эффективно адаптируют свои модели бизнеса к новой парадигме, получат высокое вознаграждение и преимущества. Те же компании, которые не смогут адаптироваться, уйдут с рынка[49]. И чем дольше будет откладываться корректировка (действий, стратегий, политики), тем значительней будут издержки.

Влияния факторов ESG на финансовые показатели. Вопрос влияния факторов ESG (корпоративной социальной ответственности) на финансовые показатели организации – один из центральных в контексте ответственного инвестирования. Целью ESG инвестирования, как было установлено в *п.1.2*,

[46] Porter M. E., Van der Linde C. Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship //Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Т. 9. – №. 4. – С. 97-118.
[47] A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk."// NGFS. – 2019.
[48] Carney M. Fifty shades of green // Finance and Development. – 2019. – Т. 56. – №. 4. – С. 12-15.
[49] *Ibid*

является генерация долгосрочной устойчивой финансовой отдачи. А мотив получения прибыли, в свою очередь, является одним из ключевых мотивов социально ответственных инвесторов (см. *Таблица 4*). Следовательно, взаимодействие ESG показателей и финансовых показателей компаний находится в центре внимания ученых и практиков. Исследования по данной теме можно условно разделить на три группы:

1. академические исследования;
2. исследования, проводимые профессиональным сообществом финансовой отрасли;
3. мега исследования (мета анализ) – исследования, анализирующие и оценивающие различные предшествующие исследования по данной тематике.

Также существующие исследования о влиянии корпоративной социальной ответственности на ключевые финансовые показатели можно разделить на две условные группы:

- исследующие влияние корпоративной социальной ответственности на показатели финансовой отчетности.
- исследующие влияние корпоративной социальной ответственности на рыночные финансовые показатели.

Обзорное исследование[50], опубликованное в 2018 г., о влиянии практики корпоративной ответственности на корпоративные финансовые показатели различных организаций выявило, что 78% научных работ, проанализированных в ходе исследования, отмечают положительную корреляцию между корпоративной ответственностью и финансовыми показателями. 6% работ выявили негативную корреляцию, а 7% работ констатировали отсутствие статистически значимой корреляции. Еще 9% отметили смешанную корреляцию (на отдельные финансовые показатели практика корпоративной ответственности влияет положительно, а на другие

[50] Alshehhi A., Nobanee H., Khare N. The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential // Sustainability. – 2018. – Т. 10. – №. 2. – С. 494.

негативно). В ходе исследования авторами были проанализированы 132 академических эмпирических исследования из высококлассных журналов из 7 ключевых баз данных (ProQuest, EBSCO, Science Direct, Emerald, JSTOR, Springer Link, Scopus).

В другом исследовании[51], проведенном совместно с Национальным бюро экономических исследований США (NBER), авторы сообщили, что компании с «высокой ориентацией на устойчивое развитие» *существенно* превосходят компании с «низкой ориентацией на устойчивое развитие» в долгосрочной перспективе как с точки зрения рыночных финансовых показателей, так и с точки зрения бухгалтерских показателей.

Три различных исследования в 2003[52], 2009[53] и 2016[54] годах были выполнены, чтобы обеспечить исчерпывающий мета-анализ – анализ взаимосвязи между корпоративной социальной ответственностью и корпоративными финансовыми показателями. В каждом из трех исследований анализируются более 40 исследований, чтобы понять, присутствует ли связь. Все три исследования указывают на положительную связь между корпоративной социальной ответственностью и корпоративными финансовыми показателями. Самое масштабное мета исследование[55] связи между корпоративной социальной ответственностью и корпоративными финансовыми показателями на настоящий момент было опубликовано в 2015 году. Авторы исследования приводят систематический обзор и анализ более 2000 академических и профессиональных исследований по заданной теме, опубликованных начиная с 1970-х годов. Как отмечают авторы, среди изученных работ примерно 90% исследований указывают на

[51] Eccles R. G., Ioannou I., Serafeim G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance // Management Science. – 2014. – Т. 60. – №. 11. – С. 2835-2857.

[52] Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes S. L. Corporate social and financial performance: A meta-analysis // Organization Studies. – 2003. – Т. 24. – №. 3. – С. 403-441.

[53] Margolis, Joshua D. and Elfenbein, Hillary Anger and Walsh, James P., Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance (March 1, 2009).

[54] Wang Q., Dou J., Jia S. A meta-analytic review of corporate social responsibility and corporate financial performance: The moderating effect of contextual factors // Business & Society. – 2016. – Т. 55. – №. 8. – С. 1083-1121.

[55] Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2015. – Т. 5. – №. 4. – С. 210-233.

неотрицательную связь между корпоративной социальной ответственностью и корпоративными финансовыми показателями. При этом в подавляющем большинстве исследований утверждается о положительной корреляции. Причем положительная взаимосвязь между корпоративной социальной ответственностью и корпоративными финансовыми показателями остается стабильной (робастной) во времени. На положительное влияние корпоративной социальной ответственности на корпоративные финансовые показатели также указывают исследования, проведенные профессиональными участниками финансового рынка. Совместное исследование[56] инвестиционной компании Arabesque Asset Management и Оксфордского Университета на основе анализа более 200 тематических исследований выявило: 88% исследований утверждают, что компании с надежной практикой устойчивого развития (ESG практикой) демонстрируют более высокие операционные показатели, что в конечном итоге благоприятно сказывается на их *денежных потоках*. А еще 80% рассмотренных исследований показывают, что разумная практика устойчивого развития положительно влияет на эффективность инвестиций. Результаты исследования, в конечном счете, демонстрируют, что корпоративная ответственность и прибыльность не несовместимы, а фактически полностью дополняют друг друга. Как показывают приведенные выше исследования, между следованием компанией принципам ESG и ее корпоративными финансовыми показателями с высокой долей вероятности существует положительная связь. Хотя и существуют исследования утверждающее обратное, таких исследований намного меньше. В среднем примерно 70-80% академических и практических исследований по заданной теме указывают на положительную корреляцию (ESG – финансовый результат). Остальная литература сообщает об отрицательной либо отсутствующей корреляции между ESG и финансовыми показателями. Среди причин таких

[56] Clark G. L., Feiner A., Viehs M. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. – 2015.

неокончательных результатов исследований можно выделить различия в используемых ESG данных, применяемых методологий, а также различные стратегии внедрения ESG разными инвесторами. ОЭСР рекомендует инвесторам тщательно изучать ESG данные и индикаторы, поставляемые третьими сторонами, чтобы обеспечить их соответствие потребностям инвесторов, связанным с целями и приемлемым риском.

Исследователи, обнаружившие положительную корреляцию между ESG и финансовыми показателями, часто не могут объяснить экономический механизм, который привел к лучшим финансовым результатам, поскольку они обычно сосредотачиваются на анализе исторических данных. Во многих исследованиях использовались такие бухгалтерские показатели, как рентабельность инвестиций (*ROI*) или рентабельность собственного капитала (*ROE*), и, хотя такие показатели сохраняют свое применение, они являются ретроспективными, а их объективность и информационная ценность могут быть подвергнуты сомнению. Показатели фондового рынка (например, рыночная стоимость), напротив, ориентированы на будущее с учетом ожиданий будущих денежных потоков, заложенных в цену акций, и они более актуальны для рассмотрения последствий ESG для инвесторов. Чтобы добиться лучшего понимания экономического механизма влияния ESG на фундаментальные финансовые показатели необходимо понять не только направление корреляции ESG профиля компании с финансовыми показателями, но и глубоко изучить трансмиссионный механизм влияния[57]. Для этого необходимо использовать существующие концепции корпоративных финансов для моделирования трансмиссионного механизма влияния ESG на финансовый результат. Исследование[58], опубликованное в 2014 году, показывает, что модель *дисконтированных денежных потоков* (DCF) оптимально подходит для объяснения влияния ESG на рыночную

[57] Giese G. et al. Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance // The Journal of Portfolio Management. – 2019. – Т. 45. – №. 5. – С. 69-83.

[58] Gregory A., Tharyan R., Whittaker J. Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth // Journal of Business Ethics. – 2014. – Т. 124. – №. 4. – С. 633-657.

оценку, денежный поток, риск и стоимость капитала. Модель дисконтированных денежных потоков (DCF) определяет стоимость любой компании как сумму ее будущих денежных потоков, дисконтированных по соответствующей стоимости капитала:

$$\boldsymbol{V} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCF_t}{(1 + r_e)^t} \quad (1)$$

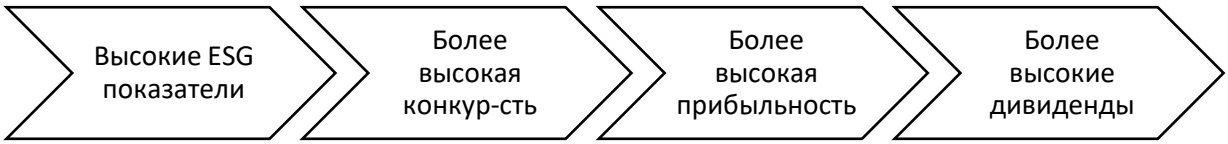
Где V – приведенная стоимость компании, FCF_t – будущий денежный поток в году t, r_e - стоимость капитала. Авторы исследования подчеркивают важность того, чтобы отличать *систематический риск* от *несистематического риска* в модели DCF для понимания влияния ESG на стоимость компании. Систематический риск (также именуемый как рыночный риск) обычно носит макроэкономический характер. Примеры включают шоки темпов экономического роста, шоки цен на нефть, шоки процентных ставок и шоки инфляции, все из которых затрагивают большинство акций, хотя некоторые компании более подвержены этому типу риска, чем другие. Систематический риск невозможно снизить с помощью диверсификации или полностью избежать. Помимо выше перечисленного систематический риск также включает новые отраслевые регуляторные изменения, технологические инновации, риск превращения активов в «убыточные активы». Несистематический риск, в отличие от систематического риска, присущ отдельной компании или ценной бумаге. Нивелировать несистематический риск возможно путем эффективной диверсификации. Примерами несистематического риска можно назвать разлив нефти на платформе компании BP или скандал с утечкой персональный данных миллионов пользователей компании Facebook. В результате компания BP (была вынуждена выплатить более 50 млрд. долл. штрафа) и компания Facebook потеряли миллиарды долларов рыночной стоимости. Значительно уменьшить свои потери или вовсе избежать их

инвесторы могли, имея диверсифицированный портфель. Другая ситуация обстоит с банкротством банка *Lehman Brothers,* который стал триггером экономического кризиса. В данном случае инвесторы сталкиваются с систематическим риском, которого невозможно избежать.

Итак, так как несистематический риск можно нивелировать с помощью диверсификации, то стоимость капитала (r_e) будет определяться только систематическим риском[59]. Следовательно, систематический риск в модели DFC учитывается через параметр «стоимость капитала» (r_e), тогда как несистематический риск связан с числителем модели DCF, то есть с будущими денежными потоками (*FCF*).

С позиций инвестора выделяются 3 канала трансмиссии влияния ESG на финансовые показатели компании: канал денежного потока, канал специфического риска и канал оценки[60]. Механизм действия канала денежного потока показан в Схеме 2.

Схема 2 Трансмиссионный канал денежного потока



Компании с высокими ESG показателями более конкурентоспособны, чем их конкуренты. Например, это конкурентное преимущество может быть связано с более эффективным использованием ресурсов, лучшим развитием человеческого капитала или лучшим управлением инновациями. В дополнение к этому компании с высокими ESG показателями обычно лучше разрабатывают долгосрочные бизнес-планы и долгосрочные планы вознаграждения высшего руководства. Благодаря своим конкурентным преимуществам такие компании лучше генерируют денежные потоки, что в

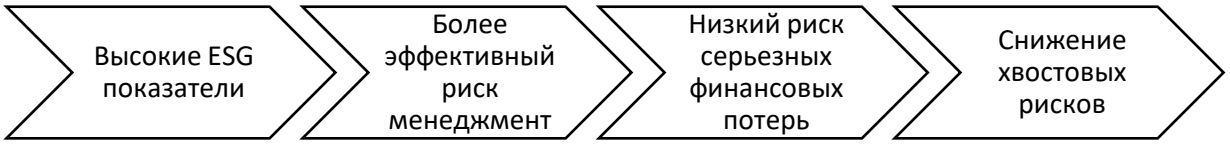
[59] *Ibid*

[60] Giese G. et al. Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance // The Journal of Portfolio Management. – 2019. – Т. 45. – №. 5. – С. 69-83.

конечном итоге приводит к более высокой прибыльности. Более высокая прибыльность, в свою очередь, приводит к более высоким дивидендам. Более высокие дивиденды, как раз, способствуют расширению инвестиционного горизонта инвесторов.

Следующий канал трансмиссии – это канал специфического риска (Схема 3).

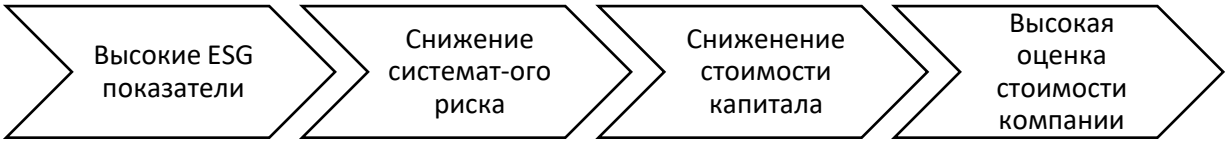
Схема 3 Трансмиссионный канал специфического риска



У компаний с высокими ESG показателями стандарты контроля и мониторинга рисков обычно выше, чем у компаний-конкурентов. Благодаря более строгим стандартам контроля рисков компании с высокими ESG показателями реже сталкиваются с серьёзными негативными инцидентами. И как результат этого, такие компании менее подвержены рыночной волатильности. Трансмиссионный канал специфического риска и канал денежного потока характеризуют несистематический риск для компании. Посредством этих каналов социально ответственная компания снижает вероятность несистематического риска для себя.

Третий трансмиссионный канал - канал оценки характеризует систематический риск для компании (Схема 4).

Схема 4 Трансмиссионный канал риска оценки



Компании с высокими ESG показателями менее уязвимы для систематических рыночных потрясений и, следовательно, демонстрируют

более низкий систематический риск. Например, такие компании менее подвержены резким регуляторным сдвигам (рискам перехода) на рынке. Снижение систематического риска, в свою очередь ведет к снижению требуемой нормы прибыли (премии за риск), то есть к снижению стоимости капитала. Как было отмечено выше, стоимость капитала является отражением систематического риска в модели DCF. Следовательно, снижение стоимости капитала (знаменатель в модели DCF) ведет к повышению стоимости компании (*V*).

Представленные каналы трансмиссии показали, как практика ESG влияет на оценку и эффективность компаний как через их систематический профиль риска (более низкая стоимость капитала *(WACC)* и более высокая оценка *(value)*), так и через их несистематический профиль риска (более высокая прибыльность и меньшая подверженность хвостовому риску).

Следовательно, рынок в целом оценивает компании с высоким ESG профилем выше по трем фундаментальным причинам:

1. более высокие темпы роста денежных потоков;
2. более низкая стоимость капитала;
3. более низкая подверженность к специфическим рискам.

Таким образом, согласно нашему теоретическому анализу инвестирование в компании с высоким ESG рейтингом в долгосрочной перспективе более выгодно и целесообразно.

ГЛАВА 2 СОВРЕМЕННАЯ ПРАКТИКА ВНЕДРЕНИЯ ПРИНЦИПОВ ОТВЕТСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ПРОЦЕСС ПРИНЯТИЯ БАНКАМИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ

2.1 Развитие международных стандартов и практики ответственного финансирования в процессе реализации инвестиционной политики банками

В силу новых вызовов и приобретенных знаний имплементация принципов ответственного финансирования в процессе реализации инвестиционной политики на финансовом рынке является новшеством для экономических отношений. В связи с этим необходима разработка новых международных конвенциональных рамок и профессиональных практик, которые формально и профессионально определят реализацию ответственного финансирования в инвестиционной политике. Разработкой подобных глобальных рамок и инициатив занимаются такие международные организации как МВФ, Всемирный Банк, Международная финансовая корпорация (МФК), подразделения и структуры ООН, ОЭСР, Международная ассоциация рынков капитала (ICMA) и другие международные организации профессиональных участников финансового рынка. Некоторые из данных конвенциональных рамок и инициатив относятся непосредственно к деятельности банков, а некоторые к финансовым институтам в целом. Эти глобальные рамки (добровольные комплексы принципов) и руководства являются международным эталоном для минимизации социальных и экологических рисков и обеспечения устойчивого развития в процессе реализации инвестиционной политики и политики финансирования со стороны банков и других финансовых институтов. По данным МВФ разработка добровольных рамочных стандартов по продвижению принципов ESG в финансах начались около 30 лет назад и активизировались в последнее время[61]. Рассмотрим и проанализируем основные международные комплексы принципов и стандарты, которые непосредственно определяют реализацию принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике банков.

[61] *Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности. //* МВФ. – 2019.

Принципы ответственного инвестирования ООН (Principles for Responsible Investment, UN PRI). Принципы ответственного инвестирования – это совместная инициатива Программы ООН по окружающей среде (UNEP FI) и Глобального договора ООН (UN Global Compact) с целью включения факторов ESG в практику принятия инвестиционных решений и владения активами. Принципы ответственного инвестирования были разработаны международной группой институциональных инвесторов в 2006 году в парадигме растущего значения экологических, социальных и управленческих факторов в процессе принятия инвестиционных решений. Годом ранее принять участие в разработке данных «Принципов» к 20 крупнейшим институциональным инвесторам из 12 стран обратился генеральный секретарь ООН. Принципы ответственного инвестирования ООН основаны на предпосылке, что институциональные инвесторы и управляющие активами обязаны действовать в лучших долгосрочных интересах инвесторов и, поэтому, должны уделять должное внимание тому, как экологические, социальные и управленческие аспекты (ESG) могут влиять на доходность инвестиций. Другими словами подписанты «Принципов» соглашаются с тем, что факторы ESG могут влиять на показатели инвестиционных портфелей (*а именно:* в разной степени в зависимости от компаний, секторов, регионов, классов активов и времени). Система «Принципов ответственного инвестирования ООН» включает в себя 6 базовых добровольных и желательных принципов[62]:

(перечисление принципов приведено в соответствии с русскоязычной версией официального портала «FIRST» Международной финансовой корпорации)[63]

1. Включать экологические, социальные аспекты и вопросы управления в процессы проведения инвестиционного анализа и принятия решений;
2. Включать экологические, социальные аспекты и вопросы управления в политику и практическую деятельность;

[62] URL : https://www.unpri.org/pri/about-the-pri
[63] URL: https://firstforsustainability.org/ru/sustainability-in-action/external-initiatives/sustainability-frameworks/united-nations-principles-for-responsible-investment/

3. Требовать от получателей инвестиций надлежащего раскрытия информации об экологических, социальных проблемах и вопросах управления;
4. Содействовать принятию и осуществлению Принципов в рамках инвестиционного сектора;
5. Повышать эффективность осуществления Принципов;
6. Сообщать о деятельности и достигнутом прогрессе в плане осуществления Принципов.

Как было отмечено выше, данные «Принципы» являются добровольными и желательными, однако подписание «Принципов» подразумевает обязательство высшего руководства инвестиционных организаций поддерживать и соблюдать Принципы ответственного инвестирования ООН. Помимо шести базовых принципов система Принципов ответственного инвестирования ООН включает 35 *возможных действий*, направленных на реализацию каждого из шести принципов[64]:

Принцип 1

- Рассматривать экологические, социальные аспекты и вопросы управления в документах инвестиционной политики;
- Способствовать разработке инструментов, показателей и методов анализа, связанных с ESG;
- Оценить внутренние возможности организации внедрять аспекты ESG в процесс управления инвестициями;
- Оценить внешние возможности организации (аутсорсинг) внедрять аспекты ESG в процесс управления инвестициями;
- Требовать от профессиональных участников рынка ценных бумаг, финансовых аналитиков, рейтинговых организаций включать факторы ESG в анализ и исследование инвестиций;
- Поощрять академические и прочие исследования по этой теме;

[64] PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT // UN RRI. URL: https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment (дата обращения 05.05.21)

- Поддерживать тренинги по ESG для профессионалов в области инвестиций

Принцип 2

- Разработать и раскрыть действия акционеров (инвесторов) в рамках реализации Принципов ответственного инвестирования;
- Осуществлять право голоса или контролировать соблюдение политики голосования. Относится к реализации права голоса по решениям руководства и / или акционеров для официального выражения одобрения (или неодобрения) по соответствующим вопросам ESG;
- Развить корпоративный потенциал к взаимодействию в сфере ESG;
- Участвовать в разработке политики, регулирования и установления стандартов (таких как продвижение и защита прав акционеров);
- Инициировать решения, соответствующие долгосрочными соображениями ESG, на собрании акционеров;
- Взаимодействовать с компаниями по вопросам ESG;
- Участвовать в совместных инициативах с другими инвесторами;
- Требовать от управляющих инвестициями брать на себя обязательства связанные с ESG и сообщать о них.

Принцип 3

- Требовать стандартизированную отчетность по вопросам ESG (с использованием таких инструментов, как Global Reporting Initiative);
- Требовать, чтобы вопросы ESG были включены в годовые финансовые отчеты;
- Требовать информацию у компаний относительно принятия / соблюдения соответствующих норм, стандартов, кодексов поведения или международных инициатив (таких как Глобальный договор ООН);
- Поддерживать инициативы и решения акционеров, способствующих раскрытию информации по ESG.

Принцип 4

- Включать требования, связанные с Принципами, в запросы предложений (RFP);
- Соответствующим образом согласовать инвестиционные мандаты, процедуры мониторинга, показатели эффективности и стимулы (например, обеспечить, чтобы процессы управления инвестициями отражали долгосрочные временные горизонты, когда это необходимо);
- Информировать поставщиков инвестиционных услуг об ожиданиях в отношении ESG;
- Пересмотреть отношения с поставщиками инвестиционных услуг, которые не соответствуют ожиданиям ESG;
- Способствовать разработке инструментов для сопоставления интеграций ESG в инвестиционный процесс;
- Способствовать разработке нормативных и регуляторных стандартов, которые позволят реализовать Принципы на практике.

Принцип 5

- Поддерживать /принимать участие в информационных платформах для обмена инструментами, объединения ресурсов и использования отчетов для инвесторов в качестве источника обучения;
- Коллективно решать возникающие актуальные проблемы;
- Разрабатывать или поддерживать соответствующие совместные инициативы.

Принцип 6

- Раскрывать информацию о том, как аспекты ESG интегрированы в инвестиционную практику;
- Раскрывать информацию о действиях акционеров (инвесторов), соответствующих соображениям ESG;

- Раскрывать требования в отношении поставщиков инвестиционных услуг касательно выполнения Принципов;
- Информировать бенефициаров касательно ESG и Принципов;
- Докладывать о прогрессе и / или достижениях в отношении реализации Принципов, используя подход «соблюдай или объясняй»;
- Пытаться определить влияние Принципов;
- Использовать отчетность для повышения осведомленности более широкой группы заинтересованных лиц.

Согласно правилам подписанты Принципов ответственного инвестирования могут входить в одну из трех категорий: собственники активов (asset owners), управляющие инвестициями (investment manager) и поставщики профессиональных услуг в сфере инвестирования (service provider). Касательно деятельности банков Принципы затрагивают инвестиционную деятельность банков, деятельность банков как поставщиков профессиональных услуг в сфере инвестирования, а также деятельность банков по доверительному управлению активами третьих лиц. На 2021 год число подписантов Принципов ответственного инвестирования составляет больше 4100 финансовых институтов по всему миру. Подписывая Принципы, инвесторы публично обязуются принять и внедрить их, если это соответствует их фидуциарным обязанностям. Другими словами институциональные инвесторы применяют Принципы, если считают, что их применение соответствую интересам бенефициаров. Стороны, подписавшие Принципы, обязаны отчитываться в их реализации. Если стороны по какой-либо причине не соблюдают Принципы, то они обязаны давать объяснения.

Принципы ответственного банковского бизнеса. (Principles for Responsible Banking). Понимая важность той роли, которую банки играют в экономике, а также ту роль, которую банки потенциально могут сыграть для продвижения устойчивого развития, Финансовая Инициатива Программы ООН по окружающей среде (UNEP FI) разработала и предложила *Принципы*

ответственного банковского бизнеса. Эти принципы, официально представленные на Генеральной Ассамблее ООН в сентябре 2019 года, призваны определить роль банковского сектора в построении устойчивого будущего в соответствии с Целями устойчивого развития ООН и Парижским климатическим соглашением. Принципы ответственного банковского бизнеса представляют собой уникальный комплекс принципов, обеспечивающих соответствие стратегии и практики подписавших банков видению, которое общество сформулировало в отношении своего будущего в Целях устойчивого развития и Парижском климатическом соглашении.[65] На 2021 год к Принципам ответственного банковского бизнеса присоединились более 230 банков из 69 стран, на которые приходится более 60 триллионов долларов активов[66]. Это означает, что с момента основания 132 банками к Принципам ответственного банковского бизнеса за короткий срок присоединились более 100 банков по всему миру. По своим характеристикам данные принципы схожи с Принципами ответственного инвестирования, представленными выше, хотя имеют место и различия двух инициатив. Принципы ответственного банковского бизнеса, будучи принятыми намного позднее Принципов ответственного инвестирования, делают прямую отсылку к базовым документам в сфере устойчивого развития, ответственного финансирования и ведения бизнеса. Также Принципы ответственного банковского бизнеса охватывают более широкие действия банков и предоставляют рекомендаций по обеспечению устойчивого развития во всех сферах деятельности банков. Кроме того, механизм Принципов ответственного банковского бизнеса предоставляет практические руководства и стандарты отчетности для банков, чтобы те систематически реализовали принципы в своей стратегии.

---

[65] Principles for Responsible Banking // UNEP FI. URL: https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/ (дата обращения 06.05.21)

[66] Principles for Responsible Banking Signatories // UNEP FI. URL: https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/prbsignatories/ (дата обращения 06.05.21)

Система «Принципов ответственного банковского бизнеса» включает в себя шесть базовых принципов, сформулированных совместно международной группой банков и Финансовой Инициативой Программы ООН по окружающей среде.

Принцип 1: Согласовывать бизнес-стратегию с социальными целями, такими как Цели устойчивого развития (ЦУР) и Парижское соглашение по климату.[67] Данный принцип подразумевает, что банк приводит свою общую стратегию ведения бизнеса в соответствие с Целями устойчивого развития (ЦУР), Парижским соглашением по климату и другими соответствующими национальными, региональными или международными принципами, такими как «Руководящие принципы предпринимательской деятельности в аспекте прав человека ООН», и содействует их достижению. Хотя большинство описанных выше международных соглашений ориентированы на правительства, они подкреплены рядом конкретных задач и программных областей, в которые банки могут вносить существенный вклад и, тем самым, соответствовать принципам ответственного финансирования.

Принцип 2: Установить и публиковать целевые показатели по общественно значимым действиям банка, которые оказывают существенное влияние на людей и окружающую среду[68]. Данный принцип означает, что банкам необходимо выявлять, оценивать и улучшать воздействие, которое их деятельность (а также предоставляемые услуги) оказывают на благосостояние людей и окружающую среду. Для этого банкам необходимо включить оценку рисков и влияния своей деятельности на все три измерения ESG (экологические, социальные и экономические) в процесс принятия решений по стратегическим, портфельным и транзакционным вопросам. Помимо выявления и оценки банками своего воздействия, важным моментом здесь также является установка целей и целевых показателей, к которым банк будет стремиться.

---

[67] URL: https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/

[68] *Ibid*

Принцип 3: Поощрять практику ответственного ведения дел с клиентами и партнерами[69]. Суть данного принципа заключается в том, что банк всячески поощряет ответственную деловую практику своих клиентов и партнеров, а также активно способствует переходу своих клиентов и партнеров к более ответственным бизнес моделям, технологиям и образу жизни. Поддерживая своих клиентов и партнеров в переходе к более ответственным бизнес моделям и технологиям, банки также способствуют тому, что их клиенты и партнеры были лучше подготовлены к новым правилам игры в условиях меняющейся экономики.

Принцип 4: Активно сотрудничать и взаимодействовать со всеми заинтересованными сторонами для обеспечения устойчивого развития[70]. Для достижения целей и задач, описанных в Целях устойчивого развития, Парижском соглашении по климату и в других соответствующих национальных программах необходимо предпринять коллективные действия. Банки, будучи в центре социальных и экономических отношений, могут эффективно способствовать этим коллективным действиям за счет партнерства с другими банками, инвесторами, клиентами, регулирующими органами, бизнесом, академическими кругами и гражданским обществом.

Принцип 5: Внедрить эффективное управление и культуру ответственного банковского дела[71]. В соответствии с данным принципом от банков требуется формировать структуры управления, которые обеспечат и поддержат эффективное внедрение Принципов ответственного банковского бизнеса. Это означает создание соответствующих структур, разработку политик и регламентов для управления значительными рисками и последствиями деятельности банков, а также достижения поставленных целей. Данный принцип также подразумевает активное продвижение культуры ответственного банковского дела среди сотрудников банка.

---

[69] Ibid
[70] Ibid
[71] Ibid

Принцип 6: Быть прозрачными и подотчетными[72]. В соответствии с данным принципом банки должны предоставлять информацию о выполнении ими Принципов ответственного банковского бизнеса в своей публичной отчетности в течение первых 18 месяцев после подписания, а затем каждый год. Банкам необходимо оценивать свой прогресс по шести критериям: 1) анализ воздействия, 2) постановка целей, 3) планы по реализации и мониторингу целевых показателей, 4) прогресс в достижении целей, 5) организация и управление реализацией Принципов ответственного банковского бизнеса, 6) прогресс в реализации Принципов ответственного банковского бизнеса.

Помимо самих принципов, представленных выше, система Принципов ответственного банковского бизнеса предлагает набор инструментов, с помощью которых банки могут адаптировать свою политику инвестирования и финансирования к устойчивому развитию и базовым документам в данной сфере. Некоторые из этих инструментов приведены в *Таблице 9*. Данные инструменты представляют собой набор рекомендаций, методик и программных разработок с открытым исходным кодом, с помощью которых банки могут эффективно и бесплатно реализовать принципы ответственного финансирования и управления рисками. Данные инструменты разрабатываются и совершенствуются в рамках Финансовой Инициативы Программы ООН по окружающей среде (UNEP FI) в сотрудничестве с банками и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

[72] Ibid

Таблица 9 Инструменты реализации Принципов ответственного банковского бизнеса в инвестиционной политике

Инструменты	Содержание
SDG Compass (Компас ЦУР)	Предоставляет компаниям рекомендации в том, как привести свои стратегии в соответствие с ЦУР, а также измерить и управлять своим вкладом в их реализацию.
Science Based Targets Initiative (Инициатива научно обоснованных целей)	Предоставляет инструменты и методологии с помощью которых, банки разрабатывают свои стратегии финансирования таким образом, чтобы соответствовать требованиям науки для минимизации последствий изменения климата.
Portfolio Impact Analysis Tool for Banks (Инструмент анализа воздействия на банковский портфель)	Инструмент представляет собой программу с открытым исходным кодом. С помощью данного инструмента банки могут оценить свое воздействие на сферы бизнеса и секторы экономики, которым банк предоставляет финансовые продукты и услуги, а также то, как эти секторы влияют на окружающую среду, общество и экономику.
Corporate Impact Analysis Tool (Инструмент анализа корпоративного воздействия)	Данный инструмент также является публично доступной программой с открытым исходным кодом. Он позволяет банкам оценить, какое воздействие компании - объекты инвестиций, оказывают на окружающую среду, общество и экономику.
UNEP FI Human Rights Guidance Tool for the Financial Sector (Руководство по правам человека в финансовом секторе)	Данный инструмент позволяет банкам учитывать риски связанные с нарушением прав человека и принимать меры по снижению таких рисков, а также включать вопросы прав человека в due diligence.
ENCORE	Данный инструмент позволяет банкам учитывать природный капитал в управлении рисками. ENCORE позволяет отслеживать и оценивать, как природные изменения отражаются на разных секторах и компаниях.
PACTA (Paris Agreement Capital Transition Assessment)	Инструмент оценки соответствия банковского портфеля целям Парижского климатического соглашения. Данная программная разработка анализирует подверженность к *риску перехода* портфелей по множеству климатических сценариев.

Источник: *"Principles for Responsible Banking Guidance Document"* // UNEP FI. – 2019.

Принципы Экватора (The Equator Principles, EP). Принципы Экватора – это система управления рисками, применяемая финансовыми учреждениями (в основном банками) для выявления, оценки и управления экологическими и социальными рисками в проектном финансировании[73]. *Проектное финансирование* - это метод финансирования, при котором возврат средств инвестора (кредитора) обеспечивается за счет доходов, сгенерированных проектом – объектом финансирования. Данный тип финансирования обычно предназначен для крупных, сложных и дорогостоящих объектов

[73] The Equator Principles, URL: https://equator-principles.com/about/ (дата обращения 07.05.21)

инфраструктуры и играет центральную роль в финансировании развития промышленного потенциала во всех странах. Реализация проектов таких масштабов часто приводит к серьезным неблагоприятным социальным и экологические последствиям[74]. Поскольку проекты зависят от долгосрочного банковского финансирования, банки имеют существенные рычаги воздействия на то, каким образом эти проекты будут реализовываться. Следовательно для того, чтобы смягчить и минимизировать негативные социальные и экологические последствия реализации инфраструктурных и индустриальных проектов, под эгидой Международной Финансовой Корпорации (IFC) в 2003 году были представлены Принципы Экватора. Далее в 2006 году Международная Финансовая Корпорация (IFC) представила *«Стандарты экологической и социальной деятельности»*[75] (IFC Performance Standards on Environmental and Social Sustainability), которые легли в основу Принципов Экватора. Принципы Экватора периодически обновляются в зависимости от тех изменений, которые происходят в мире. Последний раз они обновлялись в 2019 году. Основная идея Принципов Экватора следующая: банки способствуют тому, чтобы получатели проектного финансирования выявили и оценили негативные последствия и риски, связанные с реализацией проекта; где это возможно, негативные последствия и риски для окружающей среды, благосостояния людей и экосистемы должны быть устранены; в случае, если негативные последствия не могут быть устранены, то они должны быть минимизированы, смягчены и компенсированы соответствующим образом[76]. Как правило, Принципы Экватора применяется к проектам капитальные затраты на которых составляют 10 млн. долларов и более. Также Принципы Экватора касаются и оказания профессиональных консультационных услуг по проектному

[74] Wright C. Global banks, the environment, and human rights: The impact of the Equator Principles on lending policies and practices // Global Environmental Politics. – 2012. – Т. 12. – №. 1. – С. 56-77.
[75] *Performance Standards* // IFC. URL: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Sustainability-At-IFC/Policies-Standards/Performance-Standards (дата обращения 07.05.21)
[76] THE EQUATOR PRINCIPLES (JULY 2020) URL: https://equator-principles.com/wp-content/uploads/2020/05/The-Equator-Principles-July-2020-v2.pdf (дата обращения 07.05.21)

финансированию для проектов с капитальными затратами 10 млн. долларов и более. На 2021 год количество подписантов данных принципов больше 110.

Центральное место в системе Принципов Экватора занимает классификация проектов в зависимости от степени неблагоприятного риска и величины негативных последствий: группа проектов категории *«A»* - высокий уровень риска; *«B»* - средний уровень риска; *«C»* - низкий уровень риска[77]. При определении классификации также учитывается уровень дохода в стране, где проект реализуется. Для всех проектов категории *«A»* «в соответствующих случаях» для проектов категории *«B»* банки обязуются требовать от владельцев проектов публично раскрывать информацию о социальных и экологических последствиях реализации проекта и консультироваться с группами населения, чью интересы затронет проект. По результатам консультаций для всех проектов категории *«A»* и *«B»*, которые осуществляются в развивающих странах, владельцы проектов должны разработать план действий для снижения, смягчения негативных последствий реализации проекта и эффективного управления рисками. Кроме того владельцы проектов обязаны привести реализацию проектов в соответствие с местными нормами и регулированием в сферы защиты окружающей среды и благосостояния людей, а также с учетом требований соответствующих «Стандартов деятельности» Международной Финансовой Корпорации. План действий для всех проектов категории *«A»* и «в соответствующих случаях» для проектов категории *«B»* должен быть оценен независимым экспертом на соответствие Принципам Экватора. Вдобавок банк, финансирующий проект, должен требовать от владельцев проектов категории *«A»* и «в соответствующих случаях» категории *«B»* создавать механизмы рассмотрения жалоб для получения и решения проблем и жалоб по поводу социальных и экологических последствий проекта. Также банки подписанты

[77] Wright C. Global banks, the environment, and human rights: The impact of the Equator Principles on lending policies and practices // Global Environmental Politics. – 2012. – Т. 12. – №. 1. – С. 56-77.

Принципов Экватора берут на себя обязательство ежегодно публично докладывать о выполнении ими «принципов».

Таблица 10 Система Принципов Экватора

Принципы	**Содержание**
Анализ и классификация	*Due diligence* социальных и экологических аспектов проекта со стороны банка и его классификация на основе стандартов[78] Международной Финансовой Корпорации (категории *A; B; C*).
Экологическая и социальная оценка	По требованию банка *владелец проекта* проводит оценку экологических и социальных рисков на основе UN GP[79] и определений климатических рисков TCFD[80]. А также предлагает меры по снижению и компенсации выявленных рисков.
Применяемые экологические и социальные стандарты	Проведение процедуры «*compliance*» банком по отношению к проекту: **1)** для проектов, реализуемых на территории стран членов ОЭСР и одновременно отнесенных Всемирным Банком к странам с «высоким уровнем дохода», на основе местных нормативных актов и стандартов; **2)** для остальных проектов на основе Стандартов деятельности МФК и Стандартов EHS[81] Всемирного Банка
Система экологического и социального управления (СЭСУ) и План действий	Владельцы проектов категорий «А» и «В» должны создать СЭСУ для решения вопросов, поднятых в процессе оценки и соответствия применяемым стандартам. В случае, если применяемые стандарты не соблюдаются, владельцы проектов должны согласовать План действий.
Взаимодействие с заинтересованными сторонами	Владельцы проектов категорий «А» и «В» должны консультироваться с группами населения, чьи интересы затронет проект, и информировать их.
Механизм рассмотрения жалоб	Для всех проектов категорий «А» и в особых случаях категории «В» владельцы проектов в рамках СЭСУ должны создать механизм рассмотрения жалоб.
Независимый анализ	Для всех проектов категорий «А» и в особых случаях категории «В» независимый эксперт должен оценить План действий, СЭСУ, соответствие применяемым стандартам.
Обязательства	Владельцы проектов категорий «А» и «В» берут на себя определенные обязательства по соответствию положениям Принципов Экватора.
Независимый мониторинг и составление отчетов	По требованию банка должен быть осуществлен независимый мониторинг за соответствием проекта Принципам Экватора для всех проектов категорий «А» и в особых случаях категории «В».
Отчетность и прозрачность	Отчет клиента по оценке экологических и социальных рисков и последствий, а также об эмиссии парниковых газов и влиянии на биоразнообразие. Отчет банка о применении Принципов Экватора (как минимум раз в год).

Источник: A financial industry benchmark for determining, assessing and managing environmental and social risk in projects // The Equator Principles. – 2020.

[78] *Interpretation Note on Environmental and Social Categorization* // IFC. – 2012

[79] Руководящие принципы предпринимательской деятельности в аспекте прав человека // ООН . – 2011

[80] Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата, URL: https://www.fsb-tcfd.org/

[81] *Environmental, health, and safety general guidelines //* The World Bank

Следует также отметить, что международные организации призывают банки активно продвигать и применять Принципы Экватора особенно в развивающихся странах, так как в развивающихся странах порой отсутствуют местное нормативное регулирование в данной сфере. По иному ситуация обстоит в развитых странах, где требования действующих законов обычно намного жестче касательно социальных и экологических рисков чем требования Принципов Экватора.

В *Таблице 10* представлен механизм имплементации Принципов Экватора при финансировании крупных проектов с капитальными затратами 10 млн. долларов и более. Учитывая важность и масштаб данного направления, такие организации как ОЭСР и Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) стремятся к приближению и конвергенции свои своих стандартов к Принципам Экватора.

Стандарты ответственного ведения бизнеса ОЭСР для институциональных инвесторов (Responsible Business Conduct for Institutional Investors). Стандарты ответственного ведения бизнеса ОЭСР для институциональных инвесторов (в дальнейшем Стандарты ОЭСР) это набор рекомендаций, предназначенных для институциональных инвесторов, для предотвращения или устранения негативных воздействий, связанных с правами человека (включая трудовые права), окружающей средой и коррупцией в их инвестиционных портфелях. Стандарты ОЭСР являются составной частью и расширением *Руководящих принципов ОЭСР для многонациональных предприятий*[82]. Касательно объекта регулирования Стандартов ОЭСР, то не существует единого общего определения понятия «институциональный инвестор». Большинство определений сходится в том, что *«институциональный инвестор»* это юридическое лицо, или организация, которая на финансовом рынке занимается покупкой, продажей и управлением инвестиционных активов (акций, облигаций и др.) от имени

[82] Руководящие принципы ОЭСР для многонациональных предприятий // ОЭСР. – 2011. URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/504bb55e8f87dcc7cbfad020ae352af3/MNEGuidelinesRussian.pdf (дата обращения 12.05.21)

своих клиентов или акционеров. Хотя данное определение не является абсолютно совершенным, оно представляет собой консенсус среди множества разных определений. Глобальная профессиональная организация в сфере финансов и инвестиций CFA Institute причисляет к институциональным инвесторам также банки[83]. Соблюдение отраслевых стандартов ОЭСР становится фактором включения компаний в глобальные цепочки добавленной стоимости, например: некоторые международные биржи требуют соблюдение стандартов ОЭСР как обязательное условие для допуска компаний к листингу. Вдобавок, применяя Стандарты ОЭСР, инвесторы не только снижают свое негативное воздействие, но и снижают финансовые и репутационные риски. Одним из таких рисков являются *правовые риски (liability risks)*, о которых речь шла в Главе 1. Как показали проведенные исследования и мета исследования (*Глава 1, Параграф 1.3*) ESG аспекты бизнеса оказывают существенное влияние на финансово-экономические показатели и параметры стоимости компаний. Другими словами ESG аспекты являются значительным фактором с точки зрения принятия инвестиционных решений, так как могут оказать существенное влияние на экономическую стоимость инвестиций. Следует отметить то, что институциональные инвесторы (те, которые управляют активами от имени своих клиентов) имеют фидуциарную обязанность[84] перед своими клиентами. Совместное исследование, проведенное структурами Принципов ответственного инвестирования, Финансовой Инициативы Программы ООН по окружающей среде и Глобального договора ООН, по анализу фидуциарной обязанности в разных странах мира (Германия, Япония, Великобритания и др.) пришла к следующему выводу: «игнорирование в инвестиционной практике долгосрочных факторов, в том числе экологических, социальных и корпоративных аспектов, является

[83] CFA Institute, URL: https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/portfolio-management-institutional-investors (дата обращения 15.05.21)

[84] Фидуциарная обязанность предполагает, что инвестор действует в лучших финансовых интересах своих клиентов или бенефициаров.

невыполнением фидуциарной обязанности».[85] Данное исследование создает «мягкую» юридическую базу для клиентов, которые понесли значительные инвестиционные потери (например, из-за климатических рисков), потребовать компенсации у институциональных инвесторов (в том числе банков). Следовательно, для минимизации такового рода и других рисков организация ОЭСР предлагает внедрить свои стандарты для действий на инвестиционном рынке. Стандарты ОЭСР предлагают инвесторам следующий алгоритм действий:

1.0 Выявление и анализ фактических и потенциальных негативных воздействий со стороны компаний-объектов инвестиций (компаний портфеля).

1.1 Градация неблагоприятных воздействий в зависимости от степени и существенности риска. Градация проводится в зависимости от трех параметров: масштаб (тяжесть) риска, охват риска и непоправимый характер риска.

2.0 После того как инвесторы выявили фактические и потенциальные негативные воздействия со стороны компаний портфеля, они принимают меры по предотвращению и смягчению негативных воздействий на основе установленной градации. Прежде всего, инвесторы должны стремиться минимизировать или предотвратить самые тяжелые последствия.

2.1 После идентификации негативных воздействий компаний портфеля инвесторы также должны определить характер своего отношения к этим негативным воздействиям. Характер отношения инвестора к негативным воздействиям может быть трех типов: 1) негативное воздействие вызвано действиями инвестора, 2) инвестор способствует негативному воздействию со стороны компании портфеля, 3) инвестор напрямую связан деловыми отношениями с компанией, которая оказывает неблагоприятное воздействие. Характер отношения в итоге будет определять действия инвестора по

[85] Fiduciary Duty in the 21st Century // UN Global Compact, UNEP FI, UN PRI. – 2015. URL: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf (дата обращения 16.05.21)

предотвращению и смягчению негативных воздействий и рисков. Как правило, в отношении институциональных инвесторов характер отношения к последствиям бывает 2-го и 3-го типа. Если инвестор имеет большую (мажоритарную) долю в структуре капитала компании, то здесь речь может идти о том, что он «способствует» неблагоприятным последствиям. Если же инвестор имеет миноритарную долю в компании, то в данном случае инвестор может быть напрямую связан посредством своих инвестиций с неблагоприятным воздействием.

2.2 В соответствующих случаях инвесторы должны использовать имеющиеся рычаги для оказания влияния на инвестируемые компании, причиняющее неблагоприятное воздействие, для предотвращения или смягчения этого воздействия. Действия инвесторов, направленные на предотвращения или смягчения негативных воздействий, ограниченны объемом инвестиций, классом активов, природой взаимоотношений с инвестируемой компанией, экономической важностью этих отношений, потенциальными затратами, приоритетами инвестора и другими объективными факторами. Следовательно, инвесторы могут применять те меры по предотвращению или смягчению негативных последствий, которые им объективно доступны.

2.3 Меры, предпринятые инвестором в ответ на негативные последствия, вызванные инвестируемой компанией, могут также включать отказ (продажа) от активов этой компании или их исключение при принятии инвестиционных решений. Согласно Руководящим принципами ОЭСР, в большинстве случаев отказ от активов (изъятие инвестиций) должно быть крайней мерой или предназначаться только для наиболее серьезных негативных последствий. Наряду с этим, метод исключения можно применять в самом начале процесса принятия инвестиционных решений, задав определенные критерии и стандарты. В некоторых случаях Стандарты ОЭСР признают за инвесторами право оставить в портфелях ценные бумаги компаний, несмотря на серьезные негативные последствия деятельности этих компаний. Примерами могут быть случаи, когда компания портфеля представляет критическую важность

для основного бизнеса инвестора или, когда инвестиции в компанию необходимы для адекватной диверсификации портфеля. При этом продолжая инвестировать в такую компанию, инвестор может столкнуться с репутационными, правовыми и потенциальными финансовыми рисками. В данном случае Стандарты ОЭСР рекомендуют инвесторам публично объяснять решение сохранить компанию в портфеле и продолжать предпринимать шаги по смягчению последствий.

3.0 В целом инвесторам также необходимо отчитываться, как устраняются неблагоприятные воздействия путем: (1) отслеживания эффективности собственной действий в управлении неблагоприятные последствиями; (2) коммуникации конечных результатов.

4.0 В случае если действия инвестора привели или способствовали негативным последствиям (*пункт 2.1*), то предполагается восстановление или возмещение вреда со стороны инвестора.

Таблица 11 Международные инициативы реализации принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике

Международные инициативы / стандарты	(1) Принципы ответственного инвестирования	(2) Принципы ответственного банковского бизнеса	(3) Принципы Экватора	(4) Стандарты ОЭСР для Институциональных инвесторов
Сфера применения	Инвестиционная деятельность	Банковское дело	Проектное финансирование	Инвестиционная деятельность
Инициирующие организации	UNEP FI[1], UN Global Compact[2]	UNEP FI[1]	Международная финансовая корпорация (IFC)	ОЭСР
Базовые документы в основе	«Принципы ответственного инвестирования ООН»	Парижское соглашение по климату; «Цели устойчивого развития»	Стандарты деятельности МФК	Руководящие принципы ОЭСР
Участники	Собственники активов, управляющие инвестициями, поставщики финансовых услуг	Банки	Банки, поставщики финансовых услуг в области проектного финансирования	Институциональные инвесторы (ИИ)
1* UNEP FI - Финансовая инициатива Программы ООН по окружающей среде				
2* UN Global Compact – Глобальный договор ООН				

Источник: составлена автором

Помимо приведенных выше пунктов, Стандарты ОЭСР также рекомендуют инвесторам внедрять принципы ответственного ведения бизнеса в инвестиционную стратегию, используя подходы и стратегии ESG инвестирования, описанные в Главе 1 данной диссертации.

Для понимания процесса реализации принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике банков были рассмотрены и проанализированы четыре международные инициативы (*Таблица 11*), прямо или косвенно устанавливающие стандарты для банков в данной сфере. Указанные международные инициативы являются самыми масштабными по охвату участников. В ходе сравнения и дедуктивного анализа их основополагающих принципов были выявлены базовые компоненты ответственной инвестиционной политики банков (*Таблица 12*).

Таблица 12 Базовые компоненты ответственной инвестиционной политики банков: дедуктивный подход

Базовые компоненты ответственной инвестиционной политики банков	**Ссылки на международные принципы и стандарты**
Имплементация экологических, социальных аспектов и вопросов корпоративного управления (ESG) в инвестиционную стратегию	(1); (2); (4).
Активное взаимодействие с заинтересованными сторонами инвестиционного процесса	(1); (2); (3); (4).
Оценка неблагоприятных воздействий	(2); (3); (4)
Минимизация негативных рисков и воздействий	(2); (3); (4)
Эффективное управление и мониторинг	(2); (3); (4)
Обеспечение отчетности и прозрачности	(1); (2); (3); (4).
Продвижение и поощрение ответственного ведения бизнеса	(1); (2); (4).
(1) – Принципы ответственного инвестирования	
(2) – Принципы ответственного банковского бизнеса	
(3) – Принципы Экватора	
(4) – Стандарты ОЭСР для ИИ	

Источник: составлена автором

Определение базовых компонентов важно с точки зрения разработки комплексной и целостной ответственной инвестиционной политики банками для того, чтобы не только избежать негативного воздействия своих инвестиций на общество и окружающую среду, но также избежать

финансовых и репутационных рисков и соответствовать ожиданиям своих клиентов и широкого круга партнеров.

Имплементация экологических, социальных аспектов и вопросов корпоративного управления (ESG) в инвестиционную стратегию. К внедрению ESG аспектов в инвестиционную стратегию призывают программы сразу трех из рассмотренных международных инициатив. Внедрять ESG аспекты в инвестиционную стратегию можно, во первых, путем ее согласования с положениями (целями, задачами, индикаторами) Целей Устойчивого Развития ООН, Парижского соглашения по климату, а также других международных и национальных принципов и стандартов. Для оптимизации этого процесса международные организации (в частности UNEP FI) разрабатывают разные доступные информационные решения и руководства к действию. Другим способом имплементации ESG аспектов в инвестиционную стратегию банка является применение четырех методов ESG интеграции, а именно: фундаментального подхода, количественного подхода, подхода smart beta и индексного (пассивного) подхода. Фундаментальные подход предполагает, что инвесторы могут скорректировать прогнозируемые финансовые показатели (такие как балансовая стоимость активов, выручка, операционные расходы и капитальные затраты) или модели оценки компании (такие как модель дисконтирования дивидендов, модель дисконтированного денежного потока и модель скорректированной приведенной стоимости) с учетом ожидаемого воздействия ESG факторов. Смысл количественный подхода заключается в разработке квантовых моделей, которые также включают ESG факторы, наряду с другими факторами инвестирования как: темпы роста, волатильность, стоимость, размер компании. Подход smart beta, в свою очередь, подразумевает использование дифференцированных ESG рейтингов в качестве веса при построении портфеля (*Ценные бумаги* × *Весы диверсификации* × *ESG рейтинг)*. Индексный (он же пассивный) подход предполагает, что инвесторы отслеживают специальный индекс

ответственного инвестирования (например, ESG индексы MSCI) и следуют ее структуре и динамике. В целом, имплементация аспектов ESG в инвестиционную стратегию и практику требует помимо прочего большой экспертизы, знаний, актуальных данных и технологий. Обычно для эффективной интеграции банкам необходимо иметь специальные исследовательские подразделения, которые, применяя математические методы, изучают оптимальные способы интеграции. Применение нефинансовых ESG критериев в инвестиционной стратегии оказывает влияние на возможности диверсификации портфеля, риск и доходность с точки зрения современной портфельной теории (Портфельная теория Марковица[86]). Некоторые исследования утверждают, что традиционные инвестиционные теории, которые используются для оптимизации инвестиционных портфелей, не применимы для принятия решений и построения оптимизированного социально ответственного инвестиционного портфеля.[87] В качестве решения проблемы предлагается использовать методы глубинного машинного обучения (deep learning). Среди возможных решений проблемы также предлагается использовать модифицированную версию портфельной теории Марковица – синтез портфельной теории и ответственного инвестирования[88].

Активное взаимодействие с заинтересованными сторонами инвестиционного процесса. В случае инфраструктурных инвестиций (проектного финансирования) взаимодействие осуществляется по схеме *банк – владелец проекта – местное сообщества, чьи интересы затрагивает проект*. Возможно и расширение схемы взаимодействия с присоединением некоммерческих организаций, международных банков развития и государственных структур. Основная цель сотрудничества это взаимный учет интересов и минимизация негативных последствий. Механизмы и формы

[86] Markowitz, H. Portfolio selection // The Journal of Finance. –1952 – Т. 7. – №. 1. – С. 77–91.
[87] Vo N. N. Y. et al. Deep learning for decision making and the optimization of socially responsible investments and portfolio // Decision Support Systems. – 2019. – Т. 124. – С. 113097.
[88] Peylo B. T. A Synthesis of Modern Portfolio Theory and Sustainable Investment // The Journal of Investing. – 2012. – Т. 21. – №. 4. – С. 33-46.

такого взаимодействия описаны в национальных нормативных документах и международных стандартах (Принципы Экватора, Руководящие принципы ОЭСР и др.). В случае инвестиций на рынке ценных бумаг (РЦБ) список заинтересованных сторон имеет следующий вид *банк (институциональный инвестор) – эмитенты ценных бумаг (объект инвестиций) – поставщики индексов и рейтингов ESG – организации которые устанавливают правила и стандарты отчетности ESG – другие участники РЦБ – круг лиц, чьи интересы негативно затрагивает инвестиционная деятельность банка*. Если банк управляет инвестициями от имени своих клиентов, то в схему участников добавляется и клиенты банка, перед которым у банка фидуциарная обязанность. Взаимодействие банка должно в первую очередь происходить с эмитентами ценных бумаг, чьи ценные бумаги банк приобретает, так как в данном случае у банка наибольший рычаг влияния на действия компаний. Во взаимодействии банка–инвестора с эмитентом ценной бумаги особое значение имеет стратегия активного владения[89] (active ownership). Активное владение это осуществление банком своих прав и полномочий в качестве акционера, чтобы повлиять на действия инвестируемой компании. Такими действиями со стороны банка могут быть голосование на собрании акционеров, созыв внеочередного общего собрания, внесение предложений по вопросам устойчивого развития на общем собрании. Немало важным является взаимодействие банка с другими профессиональными участниками финансового рынка, рынка ответственного инвестирования для создания унифицированных и гармонизированных критериев, методов и стандартов отчетности при реализации ответственной инвестиционной политики. С сообществом лиц, чьи интересы напрямую негативно затрагивает инвестиционная деятельность банка также необходимо взаимодействовать для смягчения негативных последствий.

[89] *A PRACTICAL GUIDE TO ACTIVE OWNERSHIP IN LISTED EQUITY* // PRI. – 2018. URL: https://www.unpri.org/listed-equity/introduction-to-active-ownership-in-listed-equity-/2719.article (дата обращения 20.05.21)

Оценка неблагоприятных воздействий. В силу своих масштабов строительство крупных инфраструктурных проектов часто оказывает неблагоприятные воздействия на окружающую среду и благосостояние людей. Следовательно, первоочередную роль оценка неблагоприятных воздействий имеет при проектном финансировании банками. Для этих целей банки применяют классификацию и стандарты, разработанные Международной Финансовой Корпорацией, руководства Принципов ответственного банковского бизнеса, а также местные национальные нормативные акты. Оценка неблагоприятных воздействий проекта является важным аспектом ответственной инвестиционной политики, так как она определяет дальнейшие действия банка по отношению к проекту. Оценка неблагоприятных воздействий производится и по отношению к инвестициям на финансовом рынке. В данном случае банк определяет те негативные воздействия, которое оказывает компания – объект инвестирования. Стандарты оценки в данном случае задают Руководящие принципы ОЭСР. Также следует пояснить понятие *неблагоприятные воздействия* (adverse impacts). Касательно проектного финансирования данный термин подразумевает негативное воздействие на экосистему, права человека (местного сообщества людей, работников проекта) и изменение климата со стороны владельца проекта. Касательно инвестирования на финансовом рынке под этим термином подразумевается негативное отношение к правам человека, трудовым правам, окружающей среде и факты коррупции со стороны эмитента ценных бумаг. В процессе оценки неблагоприятных воздействий компании эмитента, также важно определить в какой степени инвестиции банка способствуют этому воздействию.

Минимизация негативных рисков и воздействий. Говоря о рисках касательно банков, первыми можно вспомнить кредитные риски, риски ликвидности, процентные риски, рыночные риски. Так как наличие данных рисков может негативно отразиться на финансовых показателях банка, банки принанимают определенные шаги для их минимизации. Однако в контексте

ответственной инвестиционной политики природа риска иная, а именно: это риски, которые банки создают, способствуют их возникновению или с которыми они напрямую связаны. Если в случае с традиционными рисками (кредитные риски, риски ликвидности, процентные риски и др.) направление рисков происходит извне к банку, то в данном случае риски потенциально исходят от банка во внешний мир. Хотя в дальнейшем они могут трансформироваться (через каналы трансмиссии) в традиционные для банка риски. Например, инвестирование банком в акции компаний с высоким углеродным следом, может через некоторое время обернуться финансовым провалом из-за принятия законодательства, ограничивающего активность таких компаний или введения дополнительного углеродного налога. А если банк примет такое же инвестиционное решение от имени своих клиентов, то в данном случае есть риск невыполнения фидуциарной обязанности. Следовательно, минимизировав негативное воздействие своей инвестиционной деятельности, банк достигает двух целей (*как минимум*): 1) избегает негативного воздействия своих инвестиций на общество и окружающую среду; 2) избегает потенциальных финансово-экономических рисков. Если принять как данность, утверждения ряда исследований[90] о том, что компании с высокими ESG показателями, более успешные с точки зрения финансовых показателей (как бухгалтерских, так и рыночных), то политика ответственного инвестирования еще и выгодна финансово. Набор инструментов минимизации негативных рисков и воздействий у банков включает: социальный и экологический due diligence (комплексная проверка на соответствие критериям и стандартам), использование своих «рычагов воздействия» на компании, в которые они инвестируют, предоставление компенсаций или отказ от инвестиций в определенные компании или сектора. Стратегия минимизации негативных рисков и воздействий определяется многими факторами и обстоятельствами. Например, в случае с

[90] Eccles R. G., Ioannou I., Serafeim G. The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance. – Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2012. – Т. 17950.

проектным финансированием (инфраструктурные инвестиции) у банка самый высокий «рычаг влияния» на то, как проект будет реализовываться. В случае инвестирования в акции, банки могут повлиять на поведение инвестируемой компании, используя свои полномочия акционера (стратегия активного владения). Иначе обстоит ситуация с облигациями, где «рычаг влияния» у банка на компанию-эмитента невысокий, чтобы повлиять на ее рутинное поведение для минимизации негативных воздействий. В данном случае банк может заранее обговорить условия покупки облигаций или покупать облигации тех компаний, у которых благонадежный экологический и социальный профиль. Еще одним вариантом, в данном случае, может послужить инвестиции в зеленые облигации. Хотя согласно обзорному анализу[91] академической литературы, большинство исследований отмечают, что доходность зеленой облигации ниже, чем доходность эквивалентной обычной облигации. Однако данный вывод не является окончательным, так как существуют исследования (Green Bond Initiative), демонстрирующие смешанные результаты при разных выборках и методологии. В случае если негативное воздействие / последствие вызвано действиями банка (фактом инвестирования), то инструментом смягчения и минимизации негативных последствий вступает компенсация.

Эффективное управление и мониторинг. Реализация принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике требует от банков создавать соответствующие структуры для правильного внедрения принципов ответственного финансирования, а также эффективного управления воздействием банка и потенциальными рисками. Это предполагает четкое распределение ролей на уровне совета директоров по функциям банка в отношении ответственного инвестирования, создание и накопление внутренней экспертизы по экологическим, социальным и экономическим темам, создание специализированных подразделений и

[91] Liaw K. T. Survey of Green Bond Pricing and Investment Performance // Journal of Risk and Financial Management. – 2020. – Т. 13. – №. 9. – С. 193.

экспертных команд. Системы периодического мониторинга и контроля, процедуры оценки рисков, «due diligence» и «compliance» инвестиционных проектов и независимая экспертиза также являются важными составляющими системы эффективного управления и мониторинга.

Обеспечение отчетности и прозрачности. Краеугольным камнем реализации принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике банков является обеспечение отчетности и прозрачности. К обеспечению должной отчетности в данной сфере призывают и требуют почти все международные инициативы и документы. Практически ежегодно (в зависимости от стандартов и законодательств) банкам необходимо публично докладывать о процессе, инструментах, задачах, целях и результатах реализации политики ответственного финансирования. Формы и стандарты отчетности определяются либо рекомендациями международных инициатив, к которым присоединяются банки, либо специализированными международными организациями, или законодательством. К организациям, разрабатывающим и представляющим ESG стандарты отчетности, относятся Глобальная инициатива отчётности (GRI), Совет по стандартам учета в области устойчивого развития (SASB) и Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD). Совет по стандартам учета в области устойчивого развития (SASB), например, предоставляет стандарты отчетности по 11 разным секторам экономики (включая финансовый сектор и банковский подсектор).[92] Касательно политики социально ответственного инвестирования стандарты SASB требуют от банков раскрыть информацию (объем, подходы реализации, разброс по секторам, прогнозы) об инвестициях, реализованных с учетом ESG факторов. Публикация отчетности по стандартам SASB, GRI и других организаций носит рекомендательный характер, хотя в последнее время появляются законодательно обязывающие требования к участникам финансового рынка в раскрытии информации об ответственном

[92] SABS Standards. URL: https://www.sasb.org/standards/download/ (дата обращения 01.06.21)

финансировании. 10 марта 2021 года вступила в силу Директива ЕС о раскрытии информации в сфере устойчивых финансов (Sustainable Finance Disclosure Regulation[93], SFDR). Согласно нормативному акту, подготовленному тремя надзорными органами ЕС, участники финансового рынка (включая банков) должны раскрывать экологические, социальные и управленческие аспекты своей инвестиционной деятельности. В тексте директивы отмечается, что инвестиционные решения могут вызывать, способствовать или быть напрямую связанными с негативным воздействием на устойчивое развитие. Директива также подчеркивает, что страны-члены сталкиваются с новыми серьезными вызовами (как климатический кризис, истощение ресурсов), что требует мобилизации не только государственных финансов, но и ресурсов сектора финансовых услуг. Следовательно, участники финансового рынка должны раскрывать конкретную информацию о своих подходах к интеграции новых рисков и учету неблагоприятных воздействий.

Продвижение и поощрение ответственного ведения бизнеса. Инструментом продвижения и поощрения ответственного ведения бизнеса может служить разработка банком стратегии и целевых показателей по увеличению числа социально-ответственных компаний и организаций в инвестиционном портфеле. Например, высшее руководство банка может поставить перед собой стратегическую цель довести соотношение социально-ответственных компаний (или компаний с нейтральным углеродным следом) до 60% в инвестиционном портфеле в течение следующих пяти лет. Согласно исследованию[94], опубликованному в рецензируемом международном журнале *Accounting & Finance* (H-index = 49), интеграция экологических, социальных и управленческих факторов в портфельную стратегию не вредит прибыли, скорректированной на риск. Также портфели с высоким ESG рейтингом неизменно демонстрируют превосходную прибыльность,

[93] EUR-Lex, URL: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj (дата обращения 01.06.21)
[94] Lee D. D., Fan J. H., Wong V. S. H. No more excuses! Performance of ESG-integrated portfolios in Australia // Accounting & Finance. – 2021. – T. 61. – C. 2407-2450.

эффективность диверсификации и более низкий общий риск по сравнению с портфелями с низким ESG рейтингом. Авторами исследования не было выявлено ни одного факта, когда рентабельность портфеля с высоким ESG рейтингом отставала бы от рентабельности рынка. При этом результаты исследования остаются робастными, несмотря на разные периоды, рыночные циклы, факторы сезонности. Данное исследование является серьезным контраргументом против, тех инвесторов, которые ссылаясь на традиционные теории управления инвестициями, отмечали высокую рискованность ответственного инвестирования. Еще одним инструментом продвижения ответственного ведения бизнеса может стать разработка банками более выгодных условий проектного финансирования для компаний с благоприятным экологическим и социальным профилем (высоким рейтингом ESG).

2.2 Изменение климата как фактор реализации принципов ответственного финансирования в инвестиционной политике банков

Межправительственная группа экспертов по изменению климата (МГЭИК) отмечает, что антропогенные воздействия, способствующие глобальному потеплению, будут и дальше усиливать этот процесс при сценарии «бизнес, как обычно».[95] Согласно исследованию МГЭИК, чтобы ограничить глобальное потепление в +1.5°C (*желательный целевой показатель*) по сравнению с доиндустриальным уровнем необходимо снизить эмиссию CO_2 на 45% (за период 2010-2030 гг.) и выйти к углеродной нейтральности к 2050 году. Очевидным выводом из исследования МГЭИК является то, что обеспечение целевого уровня 1.5°C потребует масштабных структурных трансформаций во всех секторах экономики. Финансирование этих структурных трансформаций требует огромных вложений. По оценкам специалистов МГЭИК только в сферу энергетики потребуется инвестиций в 51,4 триллионов долларов до 2035 года и 122 триллионов долларов до 2050

[95] Global warming of 1.5°C // IPCC. – 2018.

года. Учитывая размер необходимых вложений, роль банковского сектора в финансировании процесса трансформации ключевая. По данным ОЭСР банковское финансирование остается главным источником глобальных финансов. В ЕС на банковское финансирование приходится почти 2/3 всех инвестиций[96]. Вклад банков в устойчивое развитие не ограничено только предоставлением финансирования. Банковский сектор также играет важную роль в адаптации всей экономики к изменению климата и повышении ее финансовой устойчивости к климатическим рискам. Банки могут помочь снизить риски, связанные с изменением климата и устойчивым развитием, смягчить воздействие этих рисков, адаптироваться к изменению климата и поддержать восстановление чувствительных к климату секторов путем перераспределения финансирования.[97] Так как в настоящее время не существует универсальной и полной модели оценки стоимости активов, учитывающих климатические и другие ESG риски, роль банков состоит в учете полного спектра этих рисков в своей деятельности (кредитной и инвестиционной) и в оценке проектов. Резюмируя деятельность банков касательно продвижения устойчивого развития можно выделить несколько направлений: 1) направление финансовых ресурсов на содействие устойчивому развитию, 2) отказ от финансирования компаний, которые не желают перехода к ответственной модели бизнеса, 3) учет ESG рисков в своей практике, 4) предоставление более благоприятных деловых условий компаниям с высоким ESG рейтингом. Хотя несколько крупных международных банков демонстрируют свое лидерство в финансировании зеленых или климатических проектов, большинство банков все еще очень слабо вовлечены в этот процесс. Причин здесь может быть несколько. Во-первых, феномен *трагедии горизонта*, о которой речь шла в Главе 1. Большинство последствий и рисков, связанных с изменением климата и переходом к устойчивому развитию, имеют долгосрочную перспективу. В то

[96] OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance. // OECD. – 2020.
[97] Park H., Kim J. D. Transition towards green banking: role of financial regulators and financial institutions // Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility. – 2020. – Т. 5. – №. 1. – С. 1-25.

время как горизонт планирования у банков ограничен более коротким сроком, и как следствие они перекладывают решение будущих проблем будущим поколениям. Другой причиной является консервативный характер банков, как институтов: банки потратили десятилетия на установление порядков и правил игры, от которых они не могут мгновенно отказаться. «Самое большое препятствие в решении проблемы изменения климата - это институциональная инерция, на изменение которой может потребоваться 25 лет», отмечает М. Экхарт, профессор Колумбийского Университета, комментируя влияние изменения климата на банковский сектор[98]. Общий вывод специалистов сводится к тому, что банки склонны к внедрению ответственного инвестирования в свою деловую практику, однако этот процесс требует времени. Согласно опросу, проведенному среди 90% участников банковского сектора Великобритании, 70% банков королевства рассматривают изменение климата как угрозу для финансовой системы, хотя тот же опрос показал, что только 10% разрабатывают стратегию управления финансовыми рисками, связанными с климатом. Опрос проводился Органом пруденциального регулирования Банка Англии и назывался *«Переход в мышлении: влияние изменения климата на банковский сектор Великобритании»*[99]. Особый смысл имеет обратить внимание на формулировку *«переход в мышлении»* в названии опроса, опубликованном на официальном сайте Банка Англии. Как было замечено ранее, чтобы перейти от фазы «переход в мышлении» к фазе «переход на практике» потребуется некоторое время и дисбаланс, показанный в опросе (70% и 10%) результат институциональной инерции и трагедии горизонта. В любом случае банкам придется преодолеть трагедию горизонта и вырваться из ловушки институциональной инерции, так как риски «не перехода» существенны для

[98] Big banks embrace sustainable investing, but change is slow // MIT Management SLOAN School. – 2021. URL: https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/big-banks-embrace-sustainable-investing-change-slow (дата обращения 07.06.21)

[99] Transition in thinking: The impact of climate change on the UK banking sector // BoE, PRA. – 2018. URL: https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2018/transition-in-thinking-the-impact-of-climate-change-on-the-uk-banking-sector (дата обращения 07.06.21)

всей финансовой системы. Собственно на это указывает то, что 70% банков Великобритании видят в изменении климата угрозу для финансовой системы. Примерно такие же результаты показывают опросы, проведенные по другим выборкам участников финансовых рынков из других стран. Еще одним фактором, ограничивающим разработку стратегии управления климатическими рисками, является сложность математического прогнозирования. Если к климатическому риску относиться как к глобальному финансовому кризису 2008 года (*«черному лебедю»* - определение Н. Талеба), то такого масштаба кризисы не поддаются нормальному вероятностному распределению. Такие события обычно находятся в пределах распределения степенного закона. При этом события могут находиться также за пределами степенного распределения. Все подобные события относятся к сфере неопределенности. Ситуация осложняется и тем, что банковская система, финансовая система и экономика в целом представляют собой сверхсложную систему склонную к разного рода случайным и нелинейным взаимоотношениям. К этому также нужно добавить высокую степень взаимосвязанности и взаимозависимости, которая образовалась благодаря глобализации и технологической революции. Учитывая выше сказанное, количественно определить все климатические риски и прогнозировать их весьма проблематично. Необходимо отметить, что изменение климата нельзя однозначно определять как «черного лебедя» (за исключение случаев и последствий, которые человечество не предвидело). Здесь, скорее всего, подойдет определение *«серого лебедя»* (определение Н. Талеба), так как многие участники финансового рынка ожидают потенциальные угрозы финансовой системе, а некоторые принимают активные шаги для минимизации этих рисков. Сам Н. Талеб дает следующее определение «серого лебедя» (grey swan): «они несколько поддаются анализу с научной точки зрения – знание об их существовании должно уменьшить ваше удивление; эти события редки, но ожидаемы».[100]

[100] Taleb N. N. The black swan: The impact of the highly improbable. – Random house, 2007.

Серый лебедь – это философско-вероятностная метафора редкого и значительного события, которое в некоторой степени предсказуемо, но многие упускают его из виду. Это *«известное неизвестное»* (known unknown), редкое событие, о котором некоторые знают, что оно возможно. В академической литературе распространено следующая интерпретация серых лебедей: события результаты, которых известны, а вероятности нет[101]. Отсутствие вероятностных оценок серьезно осложняет процесс прогнозирования – важнейший аспект принятия стратегических, управленческих и инвестиционных решений. Исходя из основополагающей теории принятия инвестиционных решений (теория дисконтированных денежных потоков, DCF) инвестирование непосредственно связано с будущим. В данном случае будущее имеет характеристику, но не имеет вероятностной оценки. Говоря об изменении климата или не переходе к модели устойчивого развития, мы имеем представление о возможных последствиях (истощение ресурсов чистой воды, засуха, пожары, экстремальные погодные условия), но не знаем вероятностные значения этих событий (особенно тех, которые имеют глобальный масштаб). Поэтому банкам, инвесторам, регулирующим органам, правительствам приходится реагировать на потенциальные и реальные результаты изменения климата. Некоторые исследования относят изменение климата и сопутствующие последствия к *событиям с тяжелыми хвостами* (fat tail events), которые описываются распределением с тяжелым хвостом (fat tail distribution). В математической статистике к событиям с тяжелыми хвостами могут относиться события со значительными последствиями и малой вероятностью. Хотя события с тяжелыми хвостами не всегда имеют значительные последствия, но в контексте экономики и финансов такие события предполагают значительные крайне маловероятные события (например, мировой финансовый кризис 2007-2009 гг., энергетический кризис 1973 года,

[101] Glette-Iversen I., Aven T. On the meaning of and relationship between dragon-kings, black swans and related concepts // Reliability Engineering & System Safety. – 2021. – Т. 211. – С. 107625.

пандемия). Иногда эти события заново определяют и меняют существующие правила и порядки, как это сделал мировой финансовый 2007-2009 гг., кардинально поменяв представления о банковском регулировании. Особенностью событий с тяжелыми хвостами является то, что к ним не применимы инструменты традиционного экономического анализа. Общая идея состоит в том, что в условиях неопределенности и действия эффекта непринятия риска, ожидаемые убытки от определенных рисков, таких как изменение климата, бесконечны и поэтому стандартный экономический анализ неприменим[102]. Традиционные теории финансов также не учитывают риски тяжелых хвостов, так как в основе традиционных портфельных стратегий лежит допущение о том, что рыночная доходность подчиняется нормальному распределению. Это означает, что рыночная доходность колеблется в пределах трех стандартных отклонений ($\pm 3\sigma$) от среднего значения. В случае с событиями с тяжелыми хвостами колебания превышают три стандартных отклонения ($4;5;6\ldots\sigma$). Это означает модели с использованием нормального распределения не в состоянии предсказывать события с тяжелыми хвостами[103]. Говоря другими словами, если событие имеет стандартное отклонение равное четырем ($\pm 4\sigma$), то нормальное распределение покажет нулевую вероятность его наступления, в то время как распределение с тяжелым хвостом покажет значение вероятности превышающую ноль. Таким образом, наличие тяжелых хвостов подрывает надежность расчетов ожидаемых потерь / выгод, выполненных с использованием традиционных методов анализа.

Помимо факторов сдерживающих переход инвестиционной и, в целом, финансовой политики банков полностью к «зеленой» и «ответственной» повестке (трагедия горизонта, институциональная инерция, сложность прогнозов в условиях неопределенности) существуют также факторы,

[102] Weitzman M. L. On modeling and interpreting the economics of catastrophic climate change // The Review of Economics and Statistics. – 2009. – Т. 91. – №. 1. – С. 1-19.
[103] Nordhaus W. D. The economics of tail events with an application to climate change // Review of Environmental Economics and Policy. – 2011. – Т. 5. – №. 2. – С. 240-257.

которые подталкивают банки и не только банки к соблюдению принципов ответственного финансирования и разработке стратегий устойчивости. Одним из таких факторов является масштаб и характер последствий из-за возможных изменений. Хотя вероятности возможных событий и неизвестны, известна колоссальность и непоправимость потенциально ущерба. В разгар мирового финансового кризиса 2008 года председатель ФРС США Бен Бернанке и министр финансов США Генри Полсон, часто употребляли выражение *"too big to fail"* (слишком большие, чтобы обанкротиться). Использовали они данное выражение, чтобы оправдать политику бюджетного спасения американских банков (bail out), которая отнюдь не соответствовала принципам рыночной экономики. Так, говоря о потенциальных последствиях изменения климата, можно использовать модифицированный вариант этого выражения – «*слишком большие, чтобы не учитывать*» (too big to ignore). На это указывает, например, доклад[104] (234 ученых из 66 стран) Межправительственной группы экспертов по изменению климата (IPCC), который сообщает о беспрецедентных и необратимых изменениях на планете с масштабными для человечества последствиями. Еще одним из таких факторов является сетевой характер современной финансовой и банковской системы с многочисленными взаимосвязями, взаимозависимостями и нелинейными связями. Банки, например, благодаря своей уникальной рыночной позиции взаимосвязаны практически со всеми секторами экономики и одновременно с разными сегментами финансового рынка. Высокая степень вовлеченность в сетевые системы является своего рода мультипликатором потенциального риска. Наглядно природу риска в данном случае можно показать на примере землетрясения. Объем ущерба от землетрясения определяется не только его силой и почти полной непредсказуемостью, но и уровнем урбанизации города или местности в радиусе действия. То есть сетевой характер экономики, финансового рынка,

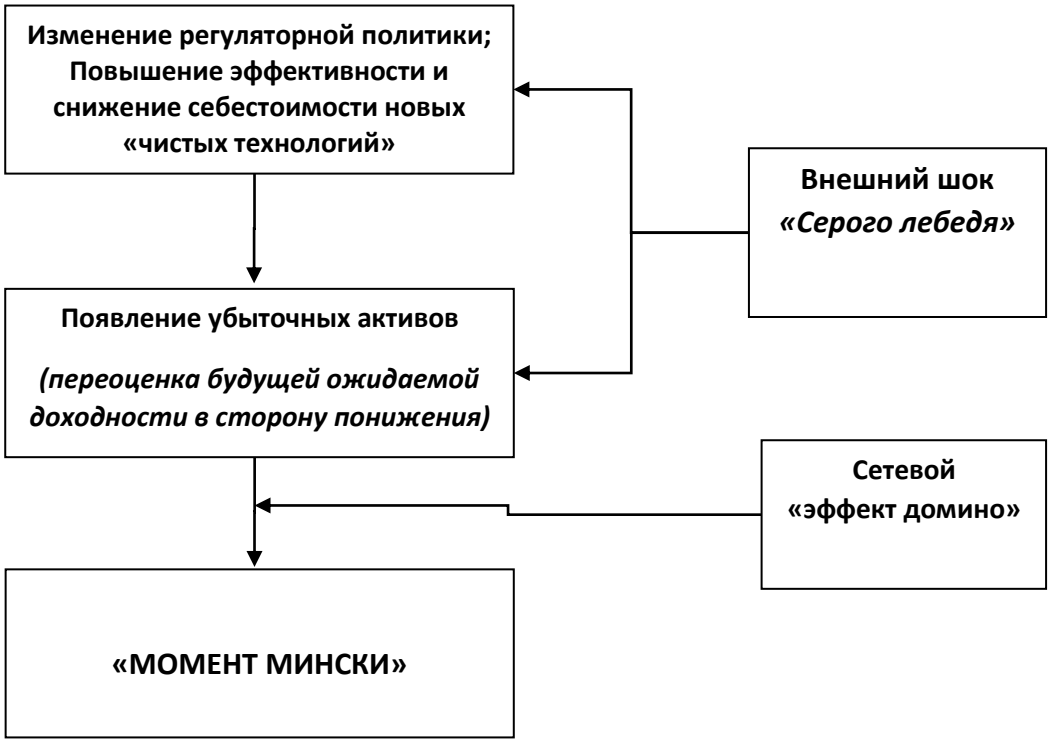
[104] Climate Change 2021: The Physical Science Basis // IPCC. – 2021. URL: https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_Full_Report.pdf (дата обращения 21.06.21)

банковской системы могут кратно увеличить потенциальные риски и убытки[105]. И это играет немало важную роль, чтобы принимать шаги по снижению некоторых хорошо описанных рисков. Одним из таких рисков является риск наступления климатического «момента Мински», когда внезапный крупный обвал стоимости активов поставит под угрозу финансовую стабильность и вызовет каскадные эффекты во всей взаимосвязанной финансовой системе. Внезапный крупный обвал может быть спровоцирован резкой переоценкой будущих перспектив или рисков связанных с изменением климата. Базовое объяснение «момента Мински» исходит из «гипотезы финансовой нестабильности», предложенной американским экономистом Хайманом Мински. Суть гипотезы заключается в следующем: длительные периоды экономической и финансовой стабильности рынка сеют семена будущего экономического кризиса. Финансовая и экономическая стабильность подталкивают экономических агентов к рисковым транзакциям и со временем склонность к риску у агентов и сам риск растут, что в итоге заканчивается паникой и кризисом на рынке – *«Моментом Мински»*. Триггером климатического «Момента Мински» может стать слишком быстрый переход к низко углеродной экономике. В результате движения к низко углеродной экономике (изменение регуляторной политики и снижения себестоимости и повышения эффективности «новых чистых технологий») будут появляться *убыточные активы* (активы первоначальная ожидаемая доходность, которых будет переоценена в сторону их понижения). Резкое и массовое появление убыточных активов может в свою очередь привести к «Моменту Мински», учитывая взаимосвязанность и взаимозависимость финансовой системы, о чем речь шла ранее. Сетевой характер банковской и финансовой систем усложняет проблему с двух точек зрения. Во-первых, сложность сети контрактов между финансовыми институтами (банками) приводит к тому,

[105] Battiston S. et al. Complexity theory and financial regulation // Science. – 2016. – Т. 351. – №. 6275. – С. 818-819.

что практически невозможно правильно оценить системный риск[106]. Во-вторых, негативный эффект (риск) имеет характер цепной реакции, так как активы одних финансовых институтов являются обязательствами других. Возможный каскадный характер риска вступает своего рода стимулом для банков и общества, учитывать экологический фактор в инвестиционной и кредитной политике.

Схема 5. Механизм наступления климатического финансового кризиса



Источник: составлено автором

Помимо этого дополнительным стимулирующим фактором вступает стремление банков повысить общественное доверие к себе. Как было замечено ранее, банки начали активно вовлекать в повестку ответственного финансирования после финансового кризиса 2007 – 2009 гг., чтобы вернуть общественное доверие, подорванное после мирового финансового кризиса. Считается, что банки имеют моральное обязательство перед обществом быть

[106] Battiston S. et al. The price of complexity in financial networks //Proceedings of the National Academy of Sciences. – 2016. – Т. 113. – №. 36. – С. 10031-10036.

социально ответственными по двум причинам. Во-первых, банки используют значительные финансовые ресурсы (вклады) общества в своей деятельности, во-вторых, во времена серьезных финансовых кризисов крупные банки, как правило, получают финансовую помощь из бюджета по принципу «слишком большие, чтобы обанкротиться». Таким образом, эти обстоятельства накладывает на банки дополнительные моральные обязательства. Следовательно, социальная ответственность банков должна быть несопоставимо выше, чем у обычных компаний.

На *Схеме 5* показан механизм наступления климатического финансового кризиса при резком переходе к низко углеродной экономике. При этом степень подверженности банков к потенциальным рискам определить крайне сложно в силу описанных ранее причин. Несмотря на это, исследования в данном направлении ведутся с применением новых методик анализа. Фактор познания является ключевым для обеспечения плавного перехода к низко углеродной экономике. Переход к низко углеродной экономике подразумевает, что широкий спектр активов с интенсивным применением углерода станут убыточными (то есть непригодным для использования). Технологии с интенсивным применением углерода постепенно станут убыточными из-за сочетания регуляторных мер (например, налогов на выбросы углерода), технологического развития[107] (например, экономии за счет масштаба, снижающей затраты на возобновляемые источники энергии), а также общественного давления и репутационных рисков. Внезапное устаревание может наступить из-за резкого изменения экологической политики и как следствие ускорить радикальную и неожидаемую переоценку активов, включая запасы ископаемого топлива и другие активы, зависящие от использования дешевого ископаемого топлива. Следовательно, два вида

[107] Новые зеленые технологии подвержены эффекту **обратной положительной связи**, что со временем приводит к росту их конкурентоспособности по следующей схеме: первичное единичное размещение «зеленой» технологии по высокой цене – рост спроса на «зеленую» технологию в дальнейшем – увеличение производства «зеленой» технологии – снижение цены «зеленой» технологии – при новых более низких ценах «зеленая» технология становится рентабельной на новых рынках – рост рыночного спроса – увеличение производства (предложения) – снижение цены и повышение рентабельности. (см. URL: https://ourworldindata.org/cheap-renewables-growth).

активов могут перейти в разряд убыточных (stranded assets): запасы горючих ископаемых и активы, зависящие от использования горючих ископаемых. Согласно оценкам исследования[108] действия, направленные на удержание глобального потепления на уровне ниже 2 ° С (показатель, предусмотренный Парижским соглашением по климату), подразумевают, что почти 35% запасов нефти, 50% запасов газа и почти 90% запасов угля превратятся в убыточные (неиспользуемые) активы. По оценкам другого исследования[109] (выполненное в 2014 г.) резкое ужесточение регуляторной политики может привести к тому, что 15 нефтегазовых и угольных компаний могут потерять 28 трлн. долларов дохода в течение двадцати лет из-за сокращения продаж на 22%. Данные изменения в ожидаемой доходности с определенным лагом отобразятся также на рыночной капитализации компаний, добывающих и перерабатывающих горючие ископаемые. Рыночная капитализация только 10 самых крупных нефтяных и газовых компаний составляет более 3,1 трлн. долл. Рыночная стоимость данных компаний является самой чувствительной к климатическим изменениям и может первой пострадать от резкой переоценки ожиданий и рисков. По оценке HSBC (2013), это процесс может привести к снижению рыночной капитализации нефтегазовых компаний на 50%.

Ситуация усложняется и тем, что нефтегазовые компании в значительной степени финансируются за счет заемных средств (в силу капиталоемкости отрасли и снижения мировых цен на нефть). Данное обстоятельство усугубляет и мультиплицирует потенциальное влияние внезапной переоценки активов и будущих доходов нефтегазовых компаний на финансовую систему. Значительное ухудшение финансовых показателей нефтегазовых компаний может также привести к переоценке долга и кредитным убыткам. Резкая переоценка стоимости активов и будущих

[108] McGlade C., Ekins P. The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2 ° C // Nature. – 2015. – Т. 517. – №. 7533. – С. 187-190.

[109] Lewis M. C. et al. Stranded assets, fossilised revenues // Energy Transition & Climate Change. Kepler Cheuvreux. April. – 2014. – Т. 24.

доходов нефтегазовых компаний ведет к кредитным убыткам для банков и далее распространяется на межбанковский рынок, превращаясь в системный риск. В действительности же точно рассчитать этот системный риск для реальной финансовой системы почти невозможно. При этом есть оценки подверженности прямым рискам (рискам первого порядка) отдельных секторов финансового рынка. Инвестируя в компании, производящие горючие полезные ископаемые, финансовые учреждения повергают себя прямым рискам. В Европе (ЕС + Великобритания) активы, подверженные прямому «углеродному» риску, для банковского сектора составляет 1,3% от всех банковских активов, для пенсионных фондов – 5%, для страховых компаний – 4,4 %.[110] Согласно приведенным данным риски первого порядка являются управляемыми, хотя и они могут спровоцировать негативные петли обратной связи. Также нужно подчеркнуть, что указанные цифры оценивают только потенциальные риски прямого инвестирования в компании, производящие горючие полезные ископаемые и сырье. Общее воздействие углеродного шока будет значительно больше из-за воздействия на другие сектора экономики и инвестиции.

Вторая группа активов, которым грозит переход в разряд убыточных, это активы, зависящие от использования горючих ископаемых. Это затрагивает сразу несколько секторов экономики: производство, транспорт, сельское хозяйство, недвижимость. Эти сектора экономики используют большой ассортимент долгосрочного физического капитала для эффективного функционирования, которого требуется постоянные поставки дешевой энергии и, во многих случаях, энергии, полученной специально из горючего топлива. «Жесткий» переход к низко углеродной экономике может сделать эти основные средства морально устаревшими. Такая переоценка в стоимости основных средств непосредственно скажется и на финансовой системе, в первую очередь, через рынок корпоративных облигаций и

[110] Weyzig, F., Kuepper, B., van Gelder, J. W., & van Tilburg, R. The price of doing too little too late. The impact of the carbon bubble on the EU financial system // Green European Foundation. – 2014. Brussels.

кредитный рынок. Урон финансовой системе может быть усугублен из-за общей атмосферы паники и неопределенности. В данном случае компании и финансовые учреждения могут пострадать из-за рисков второго порядка, когда стоимость активов падает на фоне тревожных новостей, неопределенности и общей паники. Процесс перехода к низко углеродной экономике это процесс, происходящий в реальном времени, например, в таких странах как Франция, Германия, Великобритания, Швеция выход к углеродной нейтральности (net-zero CO2) к 2050 году установлен законодательно. В десятках других стран выход к углеродной нейтральности к 2050 году обозначен в национальных стратегиях и активно обсуждается.

Таблица 13 Подверженность банковских портфелей к рискам изменения климатической политики по отдельным секторам (выборка из 798 американских и европейских банков)

Сектора экономики	**Процент** *(среднее значение)*	**Абсолютное значение, млрд. долл.**
Энергетический сектор (сектор ископаемого топлива)	6,87%	173,3
Сектор коммунальных услуг	2,68%	77,0
Энергоемкие сектора (*напр*. производство стали)	24,52%	708,3
Жилищное строительство	5,84%	59,1
Транспорт	2,59%	47,7
Финансовый сектор	20,09%	684,7
Все сектора, затронутые изменением климатической политики (кумулятивная оценка)	42,50%	-

Источник: составлено автором на основе расчетов Battiston S. et al. A climate stress-test of the financial system // Nature Climate Change. – 2017. – Т. 7. – №. 4. – С. 283-288.

Имея целью сократить выбросы углекислого газа, климатическая политика может повлиять (положительно или отрицательно) на доходы и расходы различных секторов реальной экономики с косвенным воздействием на финансовые учреждения, владеющих ценными бумагами фирм в этих секторах. Механизм действия этого процесса был описан выше. Помимо понимания механизма здесь также важно понять степень риска для банков, в

случае наступления «климатического шока» в отдельных секторах (*Таблица 13*). Наиболее чувствительными к изменению климатической политики являются следующие сектора экономики: энергетический сектор, энергоемкие сектора, сектор жилищного строительства, транспортный сектор, и сектор коммунальных услуг. Как следует из *Таблицы 13*, подверженность портфеля ценных бумаг банков рискам со стороны сектора производства горючих ископаемых ограничена (почти 7%). Это значит, что изменения (появление убыточных активов), происходящие в данном секторе, затронет в среднем лишь 7% активов банковских портфелей. Одновременно подверженность кумулятивному риску со стороны всех секторов чувствительных к изменению климата составляет в среднем 42,5%. Данный показатель говорит о том, что всеобъемлющие климатические шоки по всей экономике (мировой экономике) могут отразиться почти на половине активов банковских портфелей. Также относительно максимальное влияние на банковские портфели могут оказать потенциальные изменения (регуляторные, технологические, потребительские) в энергоемких секторах экономики (24,52%). Тот факт, что банковские портфели ценных бумаг подвержены влиянию со стороны не только реального сектора, но и финансового сектора (20,09%), указывает на дополнительные косвенные риски климатического шока. В случае с банками следуют говорить о двух каналах системного риска: 1) убытки первого раунда и 2) убытки второго раунда. Убытки первого раунда появляются как следствие прямого отношения банков с секторами экономики, испытавшими на себе шок. Убытки второго раунда у банков появляются, как косвенные потери из-за распространения последствий убытков первого раунда на рынок межбанковского кредитования. То есть, убытки первого раунда приводят к обесцениванию долговых обязательств контрагентов на межбанковском кредитном рынке. В *Таблице 14* приведены результаты стресс теста для выборки из 50 крупнейших европейских банков касательно оценки потенциальных убытков из-за климатического шока в чувствительных

секторах. Для удобства расчета в основу стресс теста положено допущение о том, шок способствует потере 100 % рыночной стоимости компаний сектора. То есть таблица показывает верхнюю границу уязвимости (максимальный уровень потерь) европейских банков при наступлении климатического шока.

Таблица 14 Стресс тест: оценка потенциальных максимальных потерь банков из-за климатического шока (выборка из 50 крупнейших европейских банков)

Сектора, при шоке потери рыночной стоимости на 100%	Убытки 1-го раунда (потери от стоимости капитала)	Убытки 2-го раунда (потери от стоимости капитала)
Производство ископаемого топлива	2,55%	$(6{,}08 \pm 0{,}10)\%$
+ Сектор коммунальных услуг	3,79%	$(9{,}75 \pm 0{,}15)\%$
+ Энергоемкие сектора	13,18%	$(27{,}91 \pm 0{,}45)\%$
+ Жилищное строительство +Транспорт	15,09%	$(30{,}24 \pm 0{,}40)\%$

Источник: составлено автором на основе расчетов *Ibid*

Канал трансмиссии шока в данном случае владение ценными бумагами в чувствительных секторах экономики. Далее первичный шок распространяется на межбанковский рынок кредитования, создавая дополнительные косвенные убытки для банков. Как было отмечено выше, сетевой характер финансовой системы значительно увеличивает потенциальные убытки. Следует подчеркнуть, что банковская система особенно уязвима перед потенциальными потерями, исходящими из энергоемких секторов экономики. Главный вывод, исходящий из данного анализа, заключается в том, что банкам необходимо внимательно подходить к инвестициям в компании из уязвимых к климатическим шокам секторов экономики. Банкам следует ограничить инвестиции в эти сектора и находить «зеленые» альтернативы (возобновляемая энергетика, водородные технологии). Банки, следуя зеленым инвестиционным стратегиям, существенно снижают будущие потенциальные убытки от климатического «Момента Мински». Зеленые инвестиционные стратегии банков не должны ограничиваться только исключением из портфеля ценных бумаг нефтяных,

газовых и угольных компаний (стратегия отрицательно скрининга). Такой подход снизит риски лишь частично. Более того резкое и массовое перенаправление инвестиций из нефтяного и газового секторов экономики в сектор возобновляемой энергетики, может искусственно способствовать появлению «зеленого пузыря», а также снижению нормы прибыли на вложенный капитал. Более эффективным способом снизить «углеродный риск» является применение более продвинутых инвестиционных стратегий (стратегия «лучший в своем классе», инвестиции социального воздействия, корпоративное участие и активное владение) и их сочетание со стратегией отрицательно скрининга. Ранее в данном исследовании приводились ссылки на академические и профессиональные исследования о том, что применение принципов ответственного финансирования положительно влияет на доходность (скорректированный на риск) портфеля. Ученые из Университета Женевы доказали, что причиной более высокой скорректированный на риск доходности «ответственных» портфелей является снижение долгосрочного риска и, как следствие, повышенная устойчивость портфелей.[111] По оценкам Bloomberg в период распродаж в начале пандемии ESG фонды потеряли в среднем 12,2 % стоимости, что почти в два раза меньше по сравнению с падением S&P 500.[112] Следовательно, применение продвинутых и разносторонних стратегий ответственного инвестирования способствует не только снижению потенциальных потерь, но более высокой рыночной доходности. Для эффективного управления климатическими рисками банкам необходимо принимать в расчет два основных канала рисков: канал физического риска и канал рисков перехода. Риски перехода – это те риски, которые могут возникнуть при адаптации экономики, часто беспорядочно, к низко углеродной экономике (Таблица 15). Физический риск определяется как риски первого порядка, которые возникают в результате событий,

[111] Brandon R. G., Krüger P. The Sustainability Footprint of Institutional Investors //Swiss Finance Institute Research Paper. – 2018. – №. 17-05.

[112] URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-13/older-esg-funds-outperform-their-newer-rivals-in-market-tumult

связанных с климатом и погодой, таких как наводнения, штормы, тепловые волны, засухи, повышение уровня моря и пожары (Таблица 16).

Таблица 15 Риски перехода

Регуляторные и нормативные риски	Повышенные эксплуатационные расходы например, более высокие затраты на соблюдение нормативных требований, повышенные страховые взносы
	Списание, обесценение активов и досрочное выбытие существующих активов в связи с изменениями регуляторной политики
	Увеличение затрат и / или снижение спроса на продукты и услуги в результате штрафов и судебных решений
Технологические риски	Списание и досрочное выбытие существующих активов
	Снижение спроса на товары и услуги
	Затраты на исследования и разработки (НИОКР) в области новых и альтернативных технологий
	Капитальные вложения в развитие новых технологий
	Затраты на внедрение новых практик и процессов
Рыночные риски	Снижение спроса на товары и услуги из-за сдвига предпочтения потребителей
	Увеличение производственных затрат из-за изменения цен на ресурсы (например, энергия, вода)
	Резкие и неожиданные изменения в стоимости энергии
	Изменение структуры доходов, приводящее к снижению доходов
	Переоценка стоимости активов (переоценка запасов ископаемого топлива, переоценка земли, переоценка ценных бумаг)
Репутационные риски	Снижение доходов из-за снижения спроса на товары / услуги
	Снижение доходов из-за снижения производственных мощностей (например, прерывание цепочки поставок)
	Снижение доходов от негативного воздействия на управление персоналом (например, привлечение и удержание сотрудников)
	Снижение доступности капитала

Источник: Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board)

Таблица 16 Физические риски

Экстренный физический риск	Снижение доходов из-за снижения производственных мощностей (например, трудности с транспортировкой, перебои в цепочке поставок)
	Снижение доходов и повышение затрат из-за негативного воздействия на персонал (например, здоровье, безопасность, прогулы)
	Списание и досрочное выбытие существующих активов (например, повреждение имущества и активов в местах с повышенным риском)
Систематический риск	Повышенные эксплуатационные расходы
	Повышенные капитальные затраты (например, повреждение объектов)
	Снижение доходов из-за снижения продаж / выпуска
	Увеличение страховых взносов и снижение доступности страхования активов в местах с повышенным риском

Источник: Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board)

Важность учета банками двух видов климатического риска и каналов их трансмиссии отмечается также Банком международных расчетов. Согласно двум отчетам (*«Climate-related risk drivers and their transmission channels» и «Climate-related financial risks – measurement methodologies»*), опубликованным в 2021 году Базельским комитетом по банковскому надзору, банкам и финансовым учреждениям необходимо расширить и модифицировать свои существующие системы управления рисками, чтобы лучше учитывать финансовые риски, связанные с климатом. В отчетах Базельского комитета отмечается и макроэкономический канал трансмиссии климатического риска наряду с микроэкономическим. Масштабные климатические изменения могут значительно повлиять на такие показатели как государственный долг, рынок труда, ВВП, социально-экономические показатели, что косвенным образом может сказываться на финансовом положении банков. Особенно уязвимы перед макроэкономическими показателями развивающие страны, зависящие от производства и использования углеводородов, как дешевого источника энергии.

Таблица 17 Влияние климатических рисков на традиционные группы банковских рисков

Риски	
Кредитный риск	Кредитный риск увеличивается, если факторы климатического риска снижают способность заемщиков погашать и обслуживать долг или способность банков полностью возместить стоимость ссуды в случае дефолта.
Рыночный риск	Снижение стоимости финансовых активов, включая возможность внезапного шока отрицательной корректировки цен, когда климатический риск еще должным образом не учтен в ценах. Климатический риск также может привести к нарушению корреляций между активами или изменению рыночной ликвидности для определенных активов.
Риск ликвидности	Доступ банков к стабильным источникам финансирования может быть сокращен по мере изменения рыночных условий. Факторы климатического риска могут привести к тому, что контрагенты банков будут сворачивать кредитные линии и снижать депозиты.
Репутационный риск	Повышение репутационных рисков для банков в связи с изменением рыночных или потребительских настроений.
Операционный риск	Риск повышения регуляторных и нормативных требований, связанных с деловыми отношениями и инвестициями чувствительными к изменению климата.

Источник: Доклад *«Climate-related risk drivers and their transmission channels»* // Базельский комитет по банковскому надзору. –2021.

Климатический шок (например, введение трансграничного углеродного налога) может оказаться крайне болезненным для развивающихся стран, что как следствие повлияет на их платежеспособность по суверенному долгу.

Рекомендации Базельского комитета по банковскому надзору заключаются в том, что банки могут учитывать климатические риски (физические и риски перехода) через традиционные категории банковских рисков. В Таблице 17 представлено влияние физических рисков (*Таблица 16*) и рисков перехода (*Таблица 15*) на традиционные банковские риски. Касательно инвестиционной деятельности банков тут прямое воздействие могут иметь рыночный риск (снижение стоимости финансовых активов), операционный риск (повышение регуляторных требований), репутационный риск (изменение рыночных настроений). Кредитный риск и риск ликвидности могут оказать дополнительное косвенное воздействие на стоимость инвестиционных активов. Отдельно нужно выделить риски ответственности, с которыми банки потенциально могут столкнуться. Судебные иски, связанные с изменением климата, могут быть направлены против корпораций, а также банков за прошлое неэкологическое поведение. Так же следует отметить, не учет ESG факторов (в особенности климатических факторов) в деле управления активами клиентов, может также обернуться для банков судебными исками за невыполнением ими фидуциарной обязанности. Характер правовых мер для банков может различаться от регионов, серьезности последствий и правовых систем.

Однозначного консенсуса по поводу, создает ли реализация новой климатической политики (для достижения цели 2 ° C) системный риск или, вместо этого, возможности для инвестиций в низко углеродные технологии и экономического роста, не существует. По данному вопросу ведутся дебаты среди ученых, однако данных мало, и нет единого мнения о подходящих методологиях, которые следует использовать для решения этой проблемы. Международные организации такие как, Совет по финансовой стабильности, говорят одновременно о рисках и возможностях, которые несет в себе

изменение климата и реализация новой климатической политики. По оценкам[113] консалтинговой компании Accenture финансовое воздействие новых возможностей и рисков, связанных с климатом, оценивается примерно в 2 триллиона долларов (в целом) для сектора финансовых услуг. Причем из 2 триллионов долларов 1,27 триллиона долларов (64%) связаны с новыми возможностями, и, только, 693 млрд. долларов (35%) связаны с новыми рисками (физическими рисками и рисками перехода). Приведенные цифры рассчитаны на основе данных климатических отчетов 45 международных финансовых учреждений. Международное энергетическое агентство (IEA) в своем докладе *«Чистая углеродная нейтральность к 2050: дорожная карта для энергетического сектора»*[114] обозначила много триллионные инвестиционные возможности в сфере чистой энергетики и общего энергетического перехода. Энергетический переход требует огромных инвестиций в новые мощности, модернизацию сетей и технологию накопления энергии. По оценкам Международного энергетического агентства (МЭА), к 2030 году ежегодные инвестиции в чистую энергию должны увеличиться более чем в три раза и превысить 4 триллиона долларов, чтобы выйти к чистому нулевому уровню выбросов к 2050 году. Учитывая, что все больше стран обозначает свою приверженность обеспечить чистую углеродную нейтральности в ближайшие 20-30 лет законодательно и стратегически, оценки МЭА могут вполне материализоваться. Специальный посланник ООН по вопросам деятельности, связанной с изменением климата, и финансовым вопросам, экономист М. Карни называет инвестиции в решения в области изменения климата «крупнейшей коммерческой возможностью нашего времени»[115]. Экономисты отмечают, что к новой климатической повестке необходимо относится не только как к источнику

[113] *Optimizing the Risk and Return of Climate Change: Risk and Regulatory Implications for Banks* // Accenture report

[114] Net Zero by 2050 // IEA. – 2021. Paris. URL: https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050 (дата обращения 27.06.21)

[115] Меры по борьбе с изменением климата // ООН. URL: https://www.un.org/ru/climatechange/mark-carney-investing-net-zero-climate-solutions-creates-value-and-rewards (дата обращения 27.06.21)

системного риска, но и как к грандиозной инвестиционной возможности, которую создает новая экономическая парадигма. Данный тезис, сформулированный методом обоснованного предположения, является одной из базовых гипотез изменения климата. Тезис о том, что новая климатическая парадигма несет в себе крупнейшей коммерческие и инвестиционные возможности, вписывается в финансовую концепцию *«анти хрупкость»* (antifragile), сформулированную американским экономистом и финансистом Н. Талебом. Анти хрупкость – способность системы не только противостоять кризису (стрессу), но и усилиться благодаря нему. Н. Талеб выделяет три вида систем[116]:

1. Хрупкие системы – имеют тенденцию к разрушению при наступлении системного шока.
2. Устойчивые системы – как правило, остаются неизменными (резистентными) при наступлении системного шока.
3. Антихрупкие системы фактически усиливаются и развиваются под воздействием системного шока.

Примером анти хрупкости могут послужить компании сферы информационных технологий, которые из-за кризиса пандемии 2020 года не только серьезно не пострадали, но и получили выгоду из-за широкого распространения карантинных ограничений. Сторонники этого видения отмечают, что благодаря ответственным инвестициям банки и другие компании могут не только защитить себя от потенциальных рисков, но также получить большую экономическую выгоду, подобно компании *Zoom Video Communications Inc.* В Таблице 18 приведены три сценарных подхода к разработке банками политики ответственного финансирования и инвестирования.

[116] Taleb N. N. Antifragile: Things that gain from disorder. – Random House Incorporated, 2012.

Таблица 18 Сценарное моделирование климатического шока

	Пессимистичный сценарий	**Базовый сценарий**	**Оптимистичный сценарий**
Природа риска	«Черный лебедь»	«Серый лебедь»	«Анти хрупкость»
Характеристика	Банки в силу институциональной инерции, «трагедии горизонта» и сложности прогнозирования полностью игнорируют климатические риски и фактор меняющейся общей парадигмы.	Банки учитывают климатические риски (*каналы физического риска и рисков перехода*) в своей стратегии и инвестиционной политике для минимизации потенциальных рисков (прежде всего рисков 1-ого порядка).	Банки воспринимают инвестиции в решения связанные с изменением климата и устойчивым развитием как значительный фактор дохода и роста в условиях меняющейся общей парадигмы (появление и стремительный рост «зеленых секторов и рынков»).
ESG стратегии	Отсутствуют	Отрицательный скрининг / положительный скрининг/ «лучший в своем классе»/ smart beta	Инвестиции социального воздействия / тематические инвестиции /sustainable alpha
Финансовые потери*	Высокие	Низкие	Низкие
Финансовые выгоды*	Нулевые	Низкие	Высокие
***** Величина финансовых выгод и потерь зависит также и от других факторов, например от характера макроэкономической политики и мега регулирования. Отдельный банк не в состоянии самостоятельно нивелировать системный риск.			

Источник: составлено автором

В парадигме «устойчивого развития» фактор климата (экологии) не единственный аспект, но самый значимый по масштабу, последствиям и трансформационной силе. И не случайно, что в известной аббревиатуре **ESG**, экология (**E**, environment) стоит на первом месте. Поэтому брать климатический фактор в расчет в разработке инвестиционной политики (и не только инвестиционной) необходимо для банков. К этому призывает и Базельский комитет по банковскому надзору, организация призванная защитить стабильность на международном банковском рынке. Необходимо подчеркнут, что отдельный банк имеет ограниченные возможности по минимизации системного риска и для более эффективного управления рисками требуется действия центральных банков и их совместная

координация. Для этих целей в 2017 году создана специальная организация «Сообщество центральных банков и надзорных органов по повышению экологичности финансовой системы»[117] (NGFS). На момент создания NGFS количество членов организации составляло 8 участников, однако на 2021 год членами NGFS числятся более 80 центральных банков и надзорных органов. Более чем 10-ти кратное увеличение членов NGFS за почти четыре года еще раз подтверждает значимость ***E-*** фактора (экология) для банковского сектора.

2.3 Внедрение принципов ответственного финансирования банками в процессе реализации инвестиционной политики

В 2021 году главный исполнительный директор крупнейшей инвестиционной компании мира *BlackRock* Л. Финк в своем ежегодном письме отметил следующее: «*Мы считаем, что климатический риск - это инвестиционный риск. Но мы также считаем, что климатический переход представляет собой историческую инвестиционную возможность*»[118]. Приведенные выше слова руководителя крупнейшей инвестиционной компании мира емко и точно характеризуют то, как финансовые институты, включая банки, видят новую реальность климатического перехода в узком смысле и ESG перехода в широком смысле. Новые нефинансовые параметры (климатические, социальные, управленческие) становятся фактором инвестиционной стоимости. И для выявления закономерностей того, как банки реализуют принципы ответственного финансирования в своей инвестиционной политике, изучим подходы отдельных банков.

Credit Suisse. Credit Suisse является одним из крупнейших швейцарских финансовых конгломератов. Банк входит в список глобальных системно значимых банков (global systemically important banks, G-SIB) по версии Совета по финансовой стабильности и Базельского комитета по банковскому

[117] Банк России. URL: https://www.cbr.ru/about_br/ip/momo/ngfs/ (дата обращения 06.07.21)
[118] BlackRock, Larry Fink's 2021 letter to CEOs, URL: https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter (дата обращения 06.07.21)

надзору. Credit Suisse воспринимает факторы ESG, и связанные с ними риски и возможности довольно серьезно. Согласно базе данных Refinitiv банк имеет высокую степень интеграции ESG в свою бизнес деятельность – 81 балл из 100 (на 2021 год). Основные положения своей политики реализации принципов ответственного финансирования банк излагает в «Концепции Устойчивого Инвестирования» (Sustainable Investment Framework), а также в «Глобальных принципах инвестирования Credit Suisse в области ESG» и других документах. В основе ответственной инвестиционной политики банка лежит идея о том, что можно оказывать положительное влияние на общество и окружающую среду, обеспечивая при этом рыночную или более высокую норму прибыли. Реализацию ответственной инвестиционной политики банк реализует через три подхода: исключающий скрининг, ESG интеграция и инвестиции воздействия / тематические инвестиции. Исключающий скрининг подразумевает исключение фирм или секторов, которые производят спорные товары и услуги (как табак, оружие) или исключение компаний, нарушающих международные нормы. Банк рассматривает три категории исключений: исключения, основанные на нормах, ценностях и деловом поведении. Исключения, основанные на нормах и ценностях, заключается в том, что банк практически не инвестирует в компании, которые получают значительную часть своей выручки (5% и более) из «греховных» секторов: производство оружия, табака, азартные игры. Для компаний, которые косвенным образом связаны с указанными секторами (например, поставщики материалов) предельное значение – 20% от выручки. Для угольного сектора (добыча и производство энергии) пороговое значение также составляет 20% от выручки. Другими словами компании в структуре выручки, которых на сектор добычи угля приходится более 20%, автоматически исключаются из инвестирования. В будущем швейцарский банк планирует снизить пороговое значение. Исключение, основанное на деловом поведении, подразумевает, что банк не инвестирует в компании, которые нарушают положения Глобального договора ООН. Глобальный

договор ООН включает соблюдение универсальных прав человека и трудовых стандартов, соблюдение экологической ответственности и недопущение коррупции во всех ее формах. Следующий главный подход банка – ESG интеграция. По мнению экспертов банка, низкое соответствие компаний принципам ESG может навредить их репутации, одновременно влияя на способность привлекать и удерживать таланты, привлекать клиентов или получать доступ к финансированию. Вдобавок компании, которые имеют высокую приверженность к принципам ESG, демонстрируют более успешные финансовые результаты. Следовательно, чтобы снизить риски и со временем улучшить прибыльность инвестиций, необходимо интегрировать существенные ESG факторы в финансовый анализ и принятие инвестиционных решений. Банк отмечает важность учета именно существенных факторов ESG - тех факторов ESG, которые с наибольшей вероятностью повлияют на прибыль компании. В Таблице 19 приведена оценка существенности отдельных ESG факторов для энергетического сектора.

Таблица 19 Пример матрицы существенности ESG факторов для энергетического сектора

Категория ESG	**Ключевые ESG факторы**	**Существенность (Materiality)**	**Горизонт влияния**
E	Изменение климата	Очень высокая	Краткосрочный и долгосрочный
E	Загрязнение и отходы	Высокая	Краткосрочный и долгосрочный
S	Человеческий капитал	Средняя	Долгосрочный
S	Сообщества	Низкая	Долгосрочный
G	Бизнес этика	Средняя	Долгосрочный
G	Корпоративное управление	Высокая	Краткосрочный и долгосрочный

Источник: Sustainable Investment Framework // Credit Suisse. – 2021. С.17

Оценки существенности ESG факторов могут отличаться в зависимости от инвестиционного горизонта, рассматриваемого класса активов, сектора

экономики. Изначально банк оценивает потенциальные риски и возможности, специфические для отдельного сектора связанные с изменением политики регулирования, демографическими сдвигами, изменениями потребительских предпочтений, технологическим развитием, движением кривой спроса и другими трендами. Далее Credit Suisse оценивает, с каким размахом, вероятностью и временными рамками эти факторы риска и возможностей могут материализоваться - и как это отразится на марже, рисках и росте. Исходя из этих соображений, определяется градация существенности фактора ESG. Например, ESG фактор «изменение климата» имеет уровень существенности – «очень высокий» для энергетического сектора и временной горизонт влияния – «в краткосрочной и долгосрочной перспективе» (Таблица 19). Последний третий подход – инвестиции социального воздействия / тематические инвестиции. Тематическое инвестирование подразумевает инвестиции в решение определенных ESG проблем. Как правило, это означает инвестирование в компании или стратегии, направленные на достижение одной или нескольких из 17 Целей Устойчивого Развития ООН. Наряду с традиционным финансовым анализом компании банк также оценивает потенциал роста на основе долгосрочных тенденций в области устойчивого развития. Там, где это возможно, банк формирует портфель из компаний 50% (и более) выручки, которых связаны с решениями в области устойчивого развития. Инвестиции социального воздействия – это инвестирование с намерением оказать положительное измеримое (социальное или экологическое) воздействие и с возможностью финансовой отдачи. Отличие данного вида инвестирования от остальных в наличии цели и стратегии достичь положительного измеримого воздействия (социального или экологического).

Deutsche Bank. Deutsche Bank – один из крупнейших немецких финансовых конгломератов. Банк также входит в список глобальных системно значимых банков (G-SIB). Deutsche Bank является одним из лидеров по внедрению принципов ESG в свою деятельность. Refinitiv оценивает приверженность

банка к принципам ESG в 89 баллов из 100 (на 2021 год), что соответствует высокому уровню. В 2020 году банк установил для себя цель увеличить объем ESG финансирования и портфельных ответственных инвестиций до более 200 миллиардов евро к 2025 году. В 2021 году банк пересмотрел свой целевой показатель, сдвинув сроки достижения объема 200 миллиардов евро устойчивых инвестиций и финансирования до 2023 года. Основные положения политики устойчивого финансирования и инвестирования банка описаны в «Концепции Устойчивых Финансов». Данный документ определяет методологию и процедуры классификации, критерии приемлемости, применимые экологические и социальные требования и процесс верификации для ответственных финансов. Банк определяет *устойчивое финансирование* в широком смысле как любую форму финансового продукта / услуги, которая способствует достижению позитивных экологических и (или) социальных целей, одновременно способствуя достижению целей Парижского соглашения и Целям устойчивого развития ООН. Deutsche Bank определяет шесть руководящих принципов для классификации экономической деятельности как экологически и / или социально ответственной (устойчивой).

Принципы экологической устойчивости:

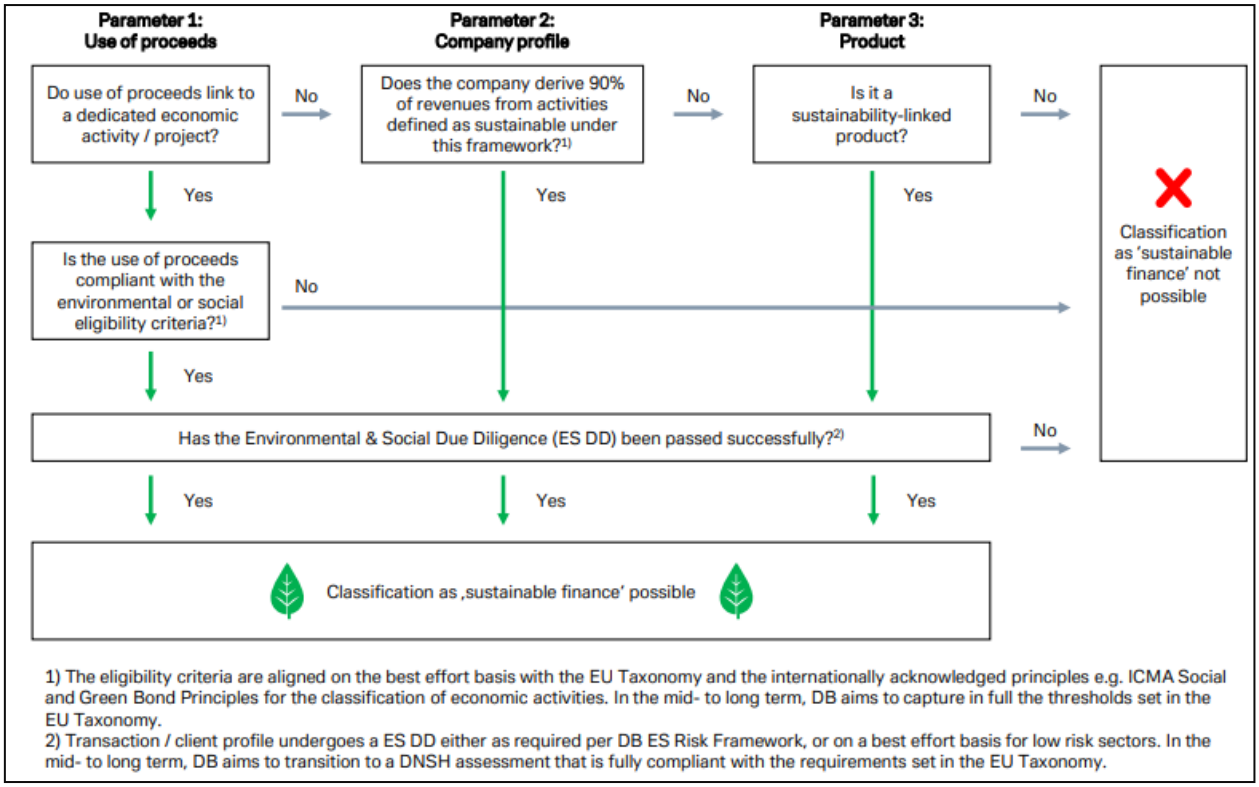
1. Экономическая деятельность, позволяющая прямо или косвенно существенно сократить выбросы парниковых газов и (или) повысить энергетическую эффективность. А также меры направленные на адаптацию к экстренным и систематическим физическим рискам, вызванным или усиленным изменением климата.
2. Экономическая деятельность, связанная с защитой, сохранением и восстановлением природных ресурсов и экосистем.
3. Переход к экономике замкнутого цикла (циркулярной экономике): предотвращение отходов и содействие переработке и повторному использованию материалов.

Принципы социальной устойчивости:

1. Уважение и защита прав человека.
2. Обеспечение благоприятных условий жизни (доступ к жилью, инфраструктуре, энергоснабжению и т.д.)
3. Обеспечение доступа к основным услугам: доступ к образованию, здравоохранению и финансовым услугам.

В соответствии с приведенными выше принципами финансирование можно классифицировать как устойчивое финансирование. На *Рисунке 1* приведен, порядок классификации экономической трансакций, определяемых как устойчивое финансирование.

Рисунок 1 Порядок классификации экономической деятельности как приемлемой для устойчивого финансирования



Источник: Sustainable Finance Framework // Deutsche Bank Group. – 2020. С. 3

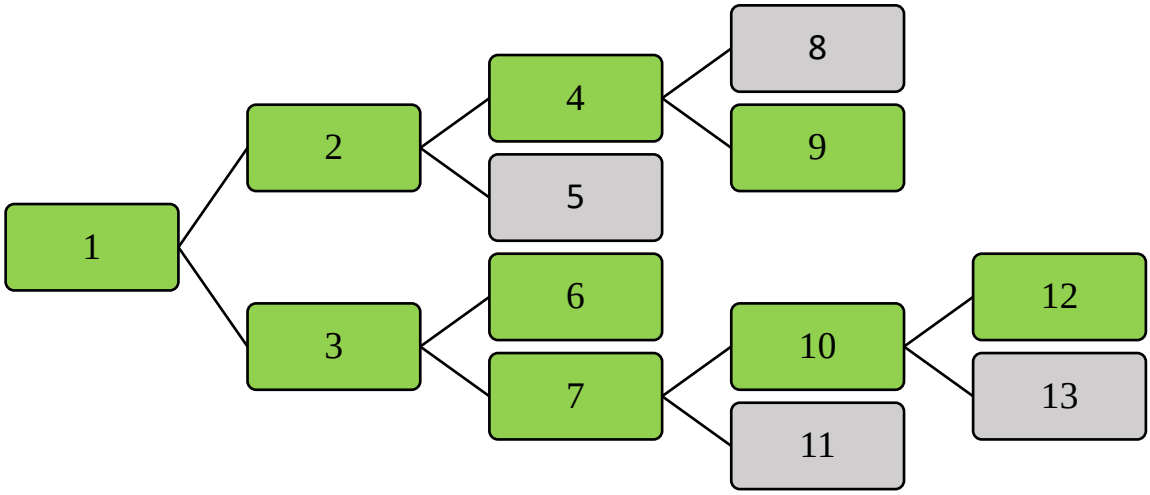
Для этого банк использует 3 параметра приемлемости: Параметр 1 – использование средств (поступлений), Параметр 2 – профиль компании, Параметр 3 – финансовый продукт, связанный с устойчивым развитием. Параметр 1 предполагает, что организация использует полученные от банка средства для продвижения устойчивого развития, а именно: 1) чтобы

сохранить, улучшить и защищать окружающую среду; 2) чтобы способствовать социальному развитию. Далее банк сверяет, насколько трансакция соответствует международным стандартам экологической и социальной ответственности (стандарты Таксономии ЕС, стандарты Принципов зеленых и социальных облигаций ICMA). Впоследствии трансакции проходят процедуру экологического и социального due diligence (ES DD), чтобы убедиться, что трансакция, классифицируемая как устойчивое финансирование, не имеет существенных негативных экологических и социальных последствий. Параметр 2 применяется, если Параметр 1 не применим. Параметр 2 предполагает, что не менее 90% выручки организации приходится на деятельности определенные международными стандартами (стандарты Таксономии ЕС, стандарты Принципов зеленых и социальных облигаций ICMA) как устойчивые. Вдобавок к условиям параметра 2 также применяется процедура экологического и социального due diligence (ES DD). Deutsche Bank способствует также разработке более гибких и инновационных решений в области устойчивого финансирования. Параметр 3 предполагает предоставление банком финансирования на решение ключевых отраслевых проблем связанных с ESG. На финансирование экономической деятельности, подпадающей под один из перечисленных параметров, Deutsche Bank выделил 200 миллиардов евро до 2023 года.

Barclays. Barclays является одним из крупнейших британских финансовых конгломератов. Банк включен в список глобальных системно значимых банков (G-SIB). По данным Refinitiv ESG рейтинг банка составляет 80 баллов из 100, что соответствует высокой ESG оценке деятельности банка. В 2017 году в сотрудничестве с Sustainalytics банк разработал «Концепцию устойчивого финансирования». В 2018 Barclays принял на себя обязательство предоставить к 2025 году финансирование на социальное и экологическое развитие на сумму 150 миллиардов фунтов стерлингов. В 2020 году британский банк принял решение дополнительно выделить 100

миллиардов фунтов стерлингов на финансирование зеленых проектов к 2030 году. Для распределения выделенных средств британский банк разработал критерии приемлемости проектов для включения в программу экологического и (или) социального финансирования (Рисунок *2*).

Рисунок 2 Критерии приемлемости проектов для «зеленого» и (или) социального финансирования



1 – Каким образом используются предоставленные банком средства?
2 – *(Целевое финансирование)* Соответствует ли цель компании какой-либо из экологических/социальных критериев приемлемости?
3 – *(Финансирование общего назначения)* Соответствует ли бизнес-модель компании приемлемым пороговым критериям?
4 – (ДА) Указана ли цель компании в критериях исключения?
5 – (НЕТ) – ***Исключаем***
6 – (ДА) – ***Включаем в «зеленый / социальный портфель»***
7 – (НЕТ) – Привязано ли финансирование к устойчивому развитию, т.е. соответствует критериям Принципов облигаций, связанных с устойчивым развитием ICMA или других стандартов
8 – (ДА) – ***Исключаем***
9 – (НЕТ) – ***Включаем в «зеленый / социальный портфель»***
10 – (ДА) – Соответствуют ли заранее определенные задачи компании в области устойчивого развития критериям Принципов кредита / облигаций, связанных с устойчивым развитием.
11 – (НЕТ) – ***Исключаем***
12 – (ДА) – ***Включаем в «зеленый / социальный портфель»***
13 – (НЕТ) – ***Исключаем***

Источник: Sustainable Finance Framework // Barclays. – 2021. С. 4

Базовым принципом приемлемости проекта вступает – использование предоставленных средств (поступлений). Barclays выделяет два канала выделения средств – целевое финансирование и финансирование общего назначения. Под целевым финансированием подразумевается то, что 100% выделенных средств направляются на проект, который указан в списке подходящих социальных и экологических проектов (проекты, связанные с повышением энергетической эффективности, возобновляемой энергетикой и др.). Полный список проектов приведен в «Концепции устойчивого финансирования» банка. Кроме того, для финансирования приемлемы также зеленые, социальные облигации и облигации устойчивого развития (social bonds, green bonds, sustainable bonds) при соблюдении определенных требований. Подходят облигации, соответствующие Принципам зеленых (социальных) облигаций Международной ассоциации рынков капитала (ICMA) и Стандартам облигаций устойчивого развития, а также прошедшие независимую проверку и оценку, что экологическая / социальная польза облигации очевидна и она соответствует названным принципам и стандартам. Облигации, сертифицированные в соответствии со стандартом Инициативы по климатическим облигациям (CBI) также считаются подходящими. Приведенные выше критерии касаются канала целевого финансирования. Отдельно выделяются критерии канала «финансирование общего назначения». В данном случае банк определяет, подпадает ли основной бизнес получателя финансирования под соответствующие экологические и социальные критерии (список критериев определен в «Концепции устойчивого финансирования») и, таким образом, имеет ли он право на получение «зеленого» финансирования. Для этого потенциальный реципиент должен соответствовать одному из приведенных ниже критериев:

1. Получать более 90% своей выручки от «соответствующих видов деятельности», перечисленных в соответствии с экологическими и социальными критериями Концепции устойчивого финансирования;

2. Получать более 90% своей EBITDA от «соответствующих видов деятельности», перечисленных в соответствии с экологическими и социальными критериями Концепции устойчивого финансирования;

3. Для производителей электроэнергии: получать более 90% вырабатываемой энергии из возобновляемых источников энергии.

Barclays отмечает, что ответственное финансирование банка не ограничена только лишь «зелеными» облигациями или компаниями, удовлетворяющими 90% -ному критерию. Банк также предоставляет финансирование компаниям, которые имеют существенный потенциал роста в зеленых проектных областях, определенных банком. В данном случае британский банк применяет пропорциональный подход. То есть компании-реципиенты получают финансирование пропорционально доле «зеленых» видов деятельности в бизнесе. Для этого компании реципиенты должны удовлетворять одному из приведенных ниже критериев:

1. Получать от 50 до 90% своей выручки от «соответствующих видов деятельности», перечисленных в соответствии с экологическими и социальными критериями Концепции устойчивого финансирования;

2. Получать от 50 до 90% своей EBITDA от «соответствующих видов деятельности», перечисленных в соответствии с экологическими и социальными критериями Концепции устойчивого финансирования;

3. Для производителей электроэнергии: получать от 50 до 90% вырабатываемой энергии из возобновляемых источников энергии.

4. Соответствовать критериям, изложенным в «Заявлениях и стандартах Barclays в области устойчивого развития».

Вдобавок к выше сказанному Barclays разрабатывает финансирование, связанное с устойчивым развитием (sustainability-linked financing), которое стимулируют достижение амбициозных и заранее определенных целевых показателей устойчивого развития. Финансирование, связанное с устойчивым развитием отличается от целевого финансирования тем, что реципиент не ограничен целевым использованием полученных средств на

определенные банком проекты. Финансирование, связанное с устойчивым развитием должно отвечать критериям международных стандартов, например «Принципам облигаций, связанных с устойчивым развитием» Международной ассоциации рынков капитала (ICMA). Особенностью финансирования, связанного с устойчивым развитием является то, что финансовые характеристики инструмента могут меняться, в зависимости от того достигает, ли реципиент (эмитент) заранее определенные целевые показатели устойчивого развития (ESG). В качестве целевых показателей устойчивого развития могут вступать, например, снижение выбросов парниковых газов. Таким образом, банк стремиться стимулировать компании согласовать свои бизнес модели с устойчивым развитием.

Citigroup. Citigroup является одним из крупнейших американских банков и финансовых конгломератов. Как и предыдущие банки Citigroup входит в список глобальных системно значимых банков (G-SIB). ESG показатель банка весьма высокий, по данным Refinitiv составляет 86 баллов из 100 (на 2021 год). В 2021 году банк анонсировал, что направит 1 триллион долларов на финансирование устойчивого развития к 2030 году. 500 миллиардов долларов из анонсированной суммы банк направит на решение экологических и климатических задач. Прежде всего, инвестиции затронут решения в области изменения климата: т.к. возобновляемая энергетика, низко углеродные технологии, низко углеродный транспорт. Еще 500 миллиардов долларов будут направлены на достижение остальных Целей устойчивого развития ООН. Они затронут такие сферы как: инвестиции в улучшение доступности жилья, образование, здравоохранение и экономическое и социальное развитие. 250 миллиардов долларов (25%) из анонсированной суммы Citigroup планирует инвестировать до 2025 года в решения, связанные с переходом к низко углеродной экономике (*Таблица 20*).

Таблица 20 Основные направления инвестирования согласно Стратегии устойчивого развития до 2025 года

Сектора	**Описание**
Циркулярная экономика	Замена первичного сырья переработанным или перерабатываемым материалом.
Экологически чистые технологии	Решения, оборудования, продукты, проекты, снижающие выбросы парниковых газов.
Энергетическая эффективность	Повышение энергетической эффективности жилых и коммерческих помещений, снижающее потребление энергии
«Зеленые» здания	Строительство или реконструкция сертифицированных зданий для повышения эффективности использования энергии, потребления ресурсов или снижения выбросов парниковых газов.
Возобновляемая энергетика	Производство и / или хранение энергии из возобновляемых источников.
Экологически чистый транспорт	Строительство транспортных средств с низким уровнем выбросов, общественного транспорта и сопутствующей инфраструктуры.
Экологически чистое сельское хозяйство и землепользование	Эффективное управление экосистемами, ведущее к сокращению выбросов, повышению плодородия почвы и сохранению природных ресурсов.
Качество и сохранение воды	Улучшение качества воды, повышение доступности и сохранения ресурсов пресной воды
Сектора, подлежащие исключению из инвестиционного портфеля	Крупные гидроэлектростанции с генерирующей мощностью более 25 МВт; Проекты по ископаемому топливу

Источник: Environmental and Social Policy Framework // Citigroup. – 2021.

Помимо направления значительных финансовых ресурсов на сектора экономики, связанные с переходом к низко углеродной экономике, Citigroup активно занимается измерением, управлением и снижением климатических рисков. Банк активно внедряет рекомендации Рабочей группы по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD). Банк периодически тестирует устойчивости своих кредитных и инвестиционных портфелей к рискам перехода и физическим рискам, связанным с изменением климата, и параллельно раскрывает информацию в соответствии с рекомендациями TCFD. Подход банка к анализу и снижению климатических рисков состоит из трех базовых пунктов:

1. *Разработка политики и стратегии*: интеграция климатических рисков в политику управления рисками и систему управления банком; постепенное

и итеративное обновление «Политики экологического и социального риск менеджмента» и отраслевых стандартов для секторов, интенсивно использующих углерод, чтобы освоить развивающуюся передовую практику.

2. *Анализ портфеля*: анализ климатических сценариев и стресс-тестирование портфелей банка, чтобы понять воздействие и устойчивость к переходным или физическим климатическим рискам; оценка и тестирование появляющихся новых методологий количественной оценки климатических рисков, чтобы рассчитывать углеродный след банковского портфеля, и оценить пути декарбонизации портфеля.

3. *Взаимодействие*: взаимодействие с заинтересованными сторонами для снижения и эффективного управления климатическими рисками и перехода к низко углеродным технологиям; взаимодействие с надзорными органами по вопросам, связанными с климатическими рисками; активное участие в многосторонних инициативах по обмену опытом и созданию передовых отраслевых практик оценки и управления климатическими рисками.

Помимо выделения средств на финансирование перехода к низко углеродной экономике и устойчивому развитию, Citi мобилизует и направляет много миллиардные средства в разные другие сектора, компании и проекты. И чтобы снизить возможные негативные экологические и социальные воздействия и риски банк применяет экологический и социальный риск менеджмент, в основу которого вложены «Принципы Экватора». Кроме того в своей «Концепции экологической и социальной политики 2021» банк приводит список секторов и проектов, которым не будет предоставлять проектное финансирование или вступать в деловые отношения. Среди «запретных секторов» открытие новых угольных шахт, а также разведка, разработка и добыча нефти и газа за Полярным кругом. Банк периодически обновляет список «запретных» секторов и проектов и разрабатывает отраслевые стандарты ответственного инвестирования.

JPMorgan Chase. JPMorgan Chase – один из крупнейших американских банков и финансовых конгломератов. На 2021 год банк один из лидеров по

внедрению ESG в свою деятельность (82 балла из 100 по оценке Refinitiv). Как и предыдущие банки JPMorgan Chase входит в список глобальных системно значимых банков (G-SIB). В 2021 году банк объявил о своем намерении инвестировать 2,5 триллиона долларов в течение 10 лет для продвижения долгосрочных решений, касающихся изменения климата и способствующих устойчивому развитию. Из указанной суммы 1 триллион долларов будет направлено на продвижение и развитие «зеленых» решений для обеспечения перехода к низко углеродной экономике. Банк также планирует финансировать проекты, связанные с улучшением качества жизни в развивающихся странах, а также с достижением Целей устойчивого развития (ЦУР) ООН в странах с развивающейся экономикой. Часть обещанных 2,5 триллионов долларов пойдет также на развитие социальных проектов в развитых странах. Банк сосредоточит свои усилия на финансировании малого бизнеса, развитии образования и здравоохранения, жилищном кредитовании и доступном жилье. Помимо планов по осуществлению мега инвестиций в климатические действия и устойчивое развитие JPMorgan Chase активно внедряет анализ экологических и социальных рисков (*E&S risks*) в свой риск менеджмент. Банк отмечает, что неспособность надлежащим образом управлять экологическими и социальными рисками может напрямую повлиять на репутацию банка, а также на долгосрочную экономическую жизнеспособность. JPMorgan Chase демонстрирует многогранный подход к минимизации экологических и социальных рисков. Американский банк придерживается ряда международных стандартов и принципов передовой практики для оценки воздействия экологических и социальных рисков и обеспечения ответственной финансовой политики. Это включает Всеобщую декларацию прав человека ООН, Принципы Экватора, Принципы зеленых облигаций, Принципы ответственного инвестирования ООН, Инициативу прозрачности в добывающих отраслях. Принципы Экватора и Стандарты деятельности Международной финансовой корпорации (описанные параграфе 2.1)

послужили основой для разработки Политики управления экологическими и социальными рисками JPMorgan Chase. Вдобавок американский банк публично заявляет список «запрещенных» для взаимодействия секторов и проектов из-за потенциальных социальных и экологических рисков и ущерба. Например, банк не предоставлять проектное финансирование или другие формы финансирования для разработки новых угольных электростанций или рефинансирования существующих угольных электростанций. Одновременно банк делает исключения для угольных электростанций, которые использую технологию улавливания углерода, оставляя для них возможность получения финансирование. Под запретом финансирования, который банк на себя наложил, также находится разработка новых нефтяных и газовых месторождений в Арктике. По остальным видам деятельности банк проводит специальную проверку получателя средств на основе набора соответствующих индикаторов и использует внутренний опыт и публично доступную информацию для этого.

Как показывает опыт передовых банков мира, банки воспринимают переход к устойчивому развитию с двух позиций как фактор риска (прежде всего репутационного и долгосрочного экономического) и как фактор новых возможностей для инвестирования. Для этого банки используют разные ESG стратегии:

- начиная от отрицательного скрининга (запрета на финансирование секторов с высокими экологическими и социальными рисками) и далее;
- использование существующих международных стандартов и принципов передовых практик для минимизации рисков (Принципы Экватора, Принципы ответственного инвестирования, Стандарты деятельности МФК, Принципы ответственных облигаций);
- полная интеграция ESG во все этапы инвестиционного анализа и принятия инвестиционного решения на основе *принципа существенности* в сочетании с традиционными методами финансового анализа. Применение сценарного анализа и стресс тестирования;

- применение тематического инвестирования и инвестирования социального воздействия (инвестирование в проекты и сектора, продвигающие Цели устойчивого развития ООН и принципы Парижского соглашения);
- активное владение и взаимодействие с инвестируемыми компаниями, чтобы стимулировать их к ответственному ведению бизнеса.

Таблица 21 Объявленные инвестиции в устойчивое развитие и решения, связанные с изменением климата, по 5 глобальным системно значимым банкам (на 2021 год)

Банки	**Инвестиции за период до 2023(25)(30) года**	**Market Value (Market Cap) на 2021 г.**	**% от Market Value**
JPMorgan Chase	2.5 триллион долл.	465 млрд. долл.	538%
Citigroup	1 триллион долл.	151 млрд. долл.	662%
Goldman Sachs	750 млрд. долл.	117 млрд. долл.	641%
Deutsche Bank	200 млрд. евро (=238 млрд. долл.)	26 млрд. долл.	915%
Barclays	250 млрд. фунтов (=348 млрд. долл.)	45 млрд. долл.	773%
∑	4,84 триллион долл.	804 млрд. долл.	602%

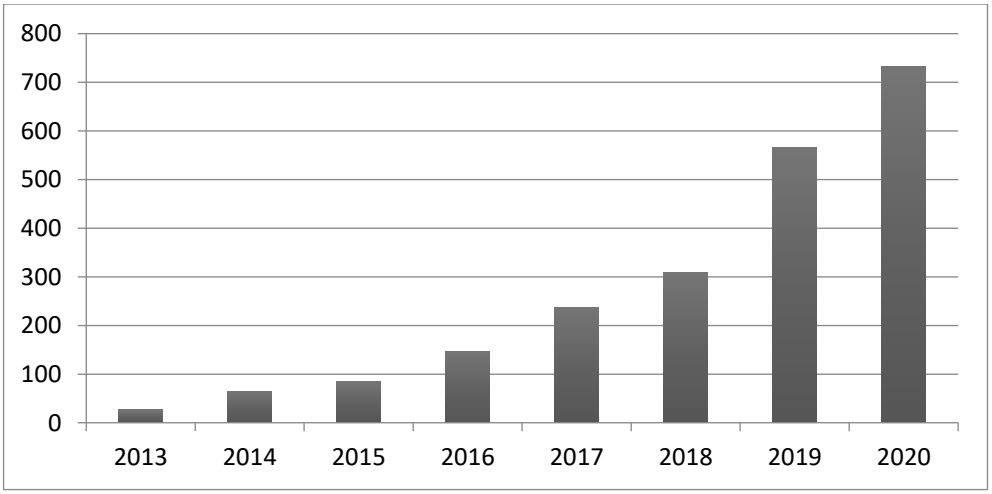
Источник: составлено автором на основе данных отчетов банков и данных Forbes Global 2000.

В *Таблице 21* приведены данные о размере объявленных инвестиций в устойчивое развитие и решения, связанные с изменением климата по 5 глобальным системно значимым банкам. Чтобы понять масштаб осуществляемых в течение следующих 2-10 лет ответственных инвестиций мы сравнили их объем с рыночной капитализацией тех банков, которые намереваются их реализовать. Расчеты показывают, что объявленные инвестиции в устойчивое развитие в разы превышают (от 538% до 915%) рыночную капитализацию самих банков. При суммарной капитализации банков равной 804 млрд. долл. объем осуществляемых инвестиций (в устойчивое развитие и переход к низко углеродной экономике) в течение следующих 2-10 лет составляет почти 5 триллионов долларов. Вложения

такого масштаба, хоть и растянуты во времени, не могут не изменить архитектуру глобального банковского и финансового рынка. Это еще раз подтверждает идею о том, что ESG существенный фактор в принятия финансовых и инвестиционных решений.

Отдельно следует упомянуть динамику мирового рынка ответственного долгового финансирования, который за период с 2013 по 2020 гг. вырос в 27,5 раз (на 2652%). Причем поступательный рост наблюдается за все годы рассматриваемого периода, включая кризисный 2020 г. (Диаграмма 3). Это свидетельствует о долгосрочном растущем тренде и росте спроса на ответственное долговое финансирование со стороны инвесторов.

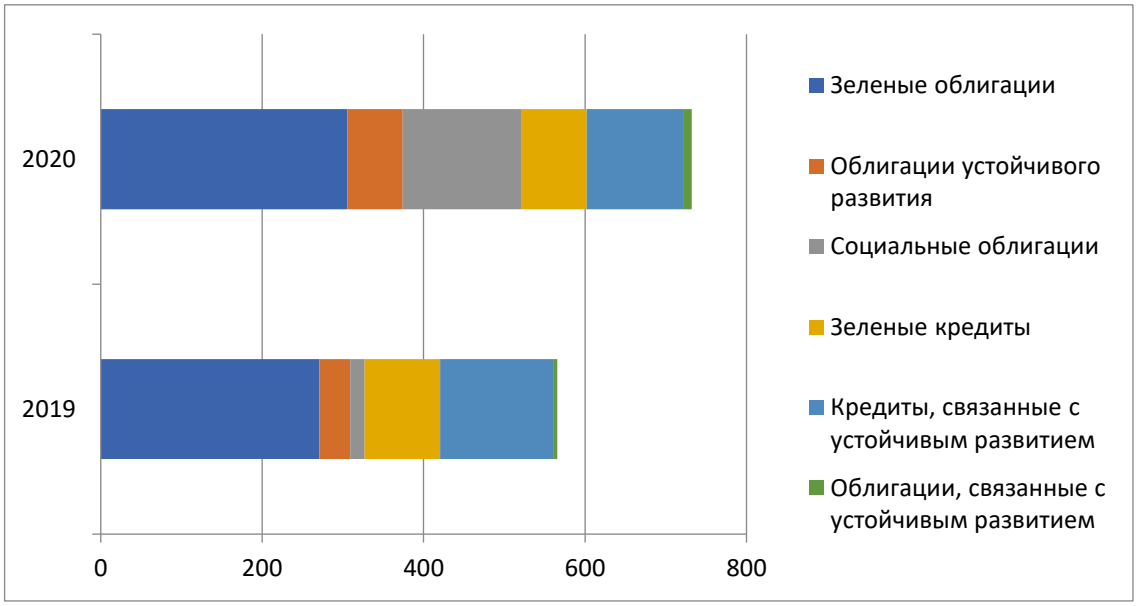
Диаграмма 3 Динамика мирового рынка ответственного долгового финансирования, млрд. долл.



Источник: https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-14/the-sustainable-debt-market-is-all-grown-up (дата обращения 02.02.22)

Более того за последние годы значительно расширились инструменты ответственного долгового финансирования. Если несколько лет назад единственным инструментом ответственного долгового финансирования выступала «зеленая» проектная облигация, то в настоящее время на рынке ответственного долгового финансирования представлен более широкий набор активов (Диаграмма 4).

Диаграмма 4 Структура рынка ответственного долгового финансирования, млрд. долл.



Источник: https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-14/the-sustainable-debt-market-is-all-grown-up (дата обращения 02.02.22)

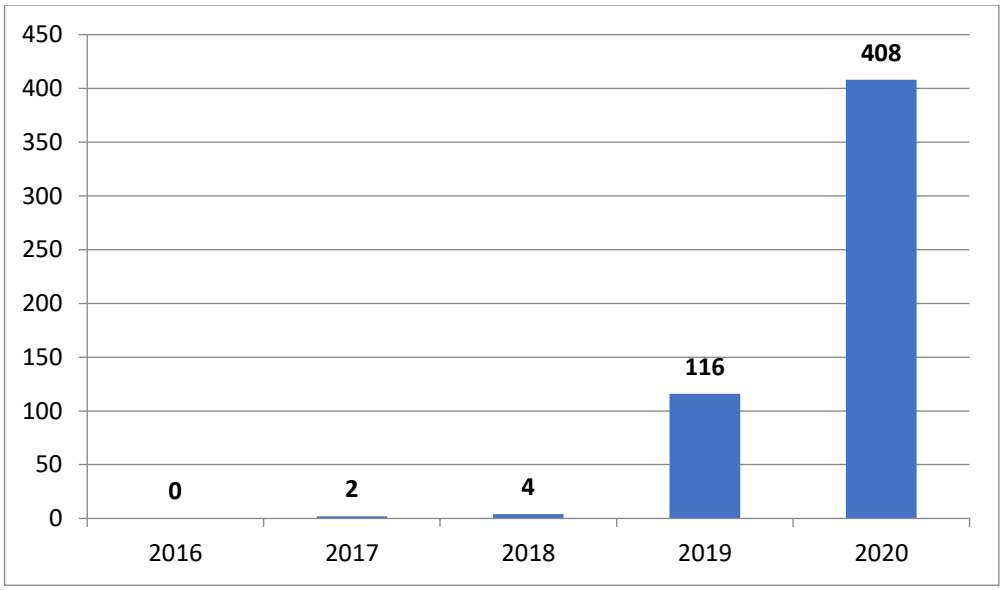
Как следует из Диаграммы 4 диверсификация рынка в 2020 г. увеличилась по сравнению с 2019 г. (благодаря росту спроса на отдельные новые инструменты). Это говорит о том, что рынок развивается не только «вширь», но и «вглубь». Учитывая выше сказанное, мы считаем, что банки со временем перейдут от «экспериментального внедрения» ESG инвестирования к превращению ответственного финансирования в один из главных аспектов основного бизнеса.

ГЛАВА 3 ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ ПРИНЦИПОВ ОТВЕТСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПОЛИТИКУ РОССИЙСКИХ БАНКОВ

3.1 Анализ трансмиссионного механизма реализации ESG рисков для инвестиционной деятельности российских банков

В последние годы вопросы «устойчивого развития», «ESG инвестирования», «изменения климата», «глобального энергетического перехода» активно дискутируются в академических публикациях, появляются в официальных документах органов государственной власти, отчетах и стратегиях российских компаний и СМИ. Например, в Годовом отчете Сбербанка за 2020 г. аббревиатура «ESG» встречается 408 раз. Данные Диаграммы 5 показывают, что принципы ответственного финансирования стремительно становятся существенным фактором российской экономики и финансового рынка.

Диаграмма 5 Количество употреблений аббревиатуры ***«ESG»*** в годовых отчетах Сбербанка за 2016-2020 года.



Источник: составлено автором на основе годовых отчетов Сбербанка

Активные шаги на пути интеграции России к глобальной ESG повестке принимаются и на государственном уровне. В 2019 году Россия официально присоединилась к Парижскому соглашению по климату. В 2020 году президент России подписал указ, согласно которому к 2030 году выбросы

парниковых газов должны быть сокращены до 70% от уровня выбросов 1990 года. Летом 2021 года президентом России был подписан закон об ограничении выбросов парниковых газов, который впервые ввел понятие «целевой показатель сокращения выбросов парниковых газов».

Повестка ESG также находит свое отражение в документах Банка России. В 2019 году Банком России принят рамочный документ «Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного финансирования». В данной «Концепции» отмечается важность ответственного и зеленого финансирования как глобальной тенденции и подчеркивается необходимость России присоединиться к этому стремительно развивающему тренду. В 2020 году ЦБ РФ выпустил доклад «Влияние климатических рисков и устойчивое развитие финансового сектора Российской Федерации»[119], где определил такие понятия как *«физический риск»* и «*риски перехода*». В июле 2021 года Банк России опубликовал информационное письмо[120], в котором рекомендовал публичным компаниям раскрывать информацию о том, как они учитывают и внедряют ESG факторы. В частности, документ определяет такие понятия как «*климатические риски*», «*нефинансовая информация*», «*нефинансовый отчет*», «*ESG факторы*».

На полях Петербургского экономического форума в 2021 г. высокопоставленные представители Банка России заявили, что мегарегулятор разрабатывает рекомендации по учету климатических рисков для финансовых организаций. Такая частота упоминаний концепции ESG как за рубежом (на международном уровне), так и внутри России говорит о ее существенности и материальной значимости при принятии решений и разработке политик.

---

[119] Доклад «Влияние климатических рисков и устойчивое развитие финансового сектора Российской Федерации» // ЦБ РФ. – 2020. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/108263/Consultation_Paper_200608.pdf (дата обращения 02.09.21)

[120] «Информационное письмо о рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ» // ЦБ РФ. – 2021. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/117620/20210712_in-06-28_49.pdf (дата обращения 02.09.21)

Как было отмечено ранее, среди факторов ESG основное место уделяется климатическому фактору (E) из-за масштабности и необратимости последствий, которое несет в себе глобальное изменение климата. Для того чтобы определить как этот фактор будет влиять на инвестиционную политику российских банков, необходимо рассмотреть последствия и риски изменения климата для российской экономики и финансового рынка.

Климатические риски России. В международной академической и профессиональной среде имеется строгий консенсус по поводу того, что глобальное изменение климата являются **источником финансового риска**[121]. Происходит это из-за того, что экстремальные погодные условия и резкое повышение температуры могут стать причиной огромных необратимых убытков. Таким образом, неопределенность в отношении масштабов и сроков этих убытков является источником финансового риска. Вызванные изменением климата трансформации в физической среде могут замедлить экономический рост, повысить вероятность сбоев в цепочках стоимости, снизить объемы производства, занятость и прибыльность бизнеса.

Таблица 22 Климатические риски российской экономики

Физические климатические риски	**Климатические риски перехода**
Разрушение критической нефтегазовой и иной инфраструктуры в Арктике	Снижение экспорта углеводородов и как следствие экспортной выручки (прежде всего угля). Снижение курса национальной валюты.
Снижение посевных площадей и урожайности стратегических культур	Введение трансграничного углеродного регулирования (налога) со стороны ЕС
Экстремальные природные явления (наводнения, лесные пожары, пандемии)	Снижение стоимости активов и компаний, связанных с производством и использованием углеводородов (эмиссией CO_2)

Источник: составлено автором

Кроме того, значительные экономические преобразования, необходимые для смягчения последствий изменения климата и адаптации к нему, могут снизить стоимость определенных активов уже в обозримом будущем. В

[121] *Climate Change Is a Source of Financial Risk.* // Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter. – 2021. URL: https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2021/february/climate-change-is-source-of-financial-risk/ (дата обращения 05.09.21)

случае российской экономики актуальными остаются как физические климатические риски, так и климатические риски перехода (Таблица 22).

Физические климатические риски. Главным источником физического климатического риска для России является то обстоятельство, что климат в России нагревается в 2,5 раза быстрее, чем в остальном мире. При этом российская Арктика нагревается еще быстрее, почти на 1°C каждые десять лет (4 раза быстрее, чем остальной мир в среднем). Климатические изменения такой интенсивности чреваты не только разрушительными природными катаклизмами (наводнения, пожары, экстремальные погодные условия), но изменениями физической среды, которые могут стоить российской экономике потерями значительной части ВВП. Критически высокая интенсивность потепления арктической зоны способствует быстрому таянию зоны вечной мерзлоты и ее физическому изменению. Это в свою очередь разрушает городскую инфраструктуру в российских арктических городах, где проживают более 2 миллионов человек, и создает растущий риск для 200 тысяч километров российских нефте/ газопроводов, не говоря уже о тысячах километрах автомобильных и железных дорог. Помимо городской инфраструктуры и линий коммуникаций стремительное изменение зоны вечной мерзлоты создает серьезный риск инфраструктуре по разработке и добыче нефти и газа в России. Согласно докладу[122] Межправительственной группы экспертов по изменению климата (МГЭИК, IPCC) физические изменения в Арктике угрожают «структурной устойчивости и функциональным возможностям» инфраструктуры нефтяной и газовой отрасли. Авторы доклада МГЭИК утверждают, что около 45% месторождений нефти и природного газа в российской Арктике расположены в зоне наибольшей опасности[123]. Наибольшему риску среди них подвержены два крупнейших новых газовых проекта России Ямал СПГ и Бованенково, а также месторождение нефти в Новом Порту. Если учесть тот факт, что

[122] Special Report on the Ocean and Cryosphere in a Changing Climate // IPCC. – 2019.
[123] *Ibid*

полуостров Ямал является одним из трех ключевых регионов газодобычи в России, то потенциальные убытки для всей российской экономики могут быть весьма болезненными. Параллельно этому ожидается, что резкие изменения в погодных условиях увеличат засухи в богатых южных сельскохозяйственных регионах России. Это может создать дополнительные риски для продовольственной безопасности и поставить под угрозу стратегический экспортный товар России – пшеницу. Тенденция на снижение урожайности пшеницы из-за засухи уже отмечается экспертами отрасли. И это отрицательно скажется на российской экономике как с точки зрения снижения эскортной выручки, так и с точки зрения обеспечения продовольственной безопасности. Следует также отметить учащение природных катаклизмов из-за изменения климата, которые могут полностью разрушить дома и средства к существованию населения в зонах риска. Объем общего ущерба может также значительно возрасти из-за действия эффекта «обратного шока» («порочная углеродная петля»). Например, в 2020 году масштабные лесные пожары в России, вызванные изменением климата, выбросили в атмосферу на треть больше углекислого газа, чем в 2019 году. Сокращение, вечной мерзлоты на 30–99 % приведет к выбросу в атмосферу дополнительных 10–240 млрд. тонн углерода и метана, что еще больше ускорит потепление.[124] Засухи и общее потепление климата сместят российское сельское хозяйство на север, где возделывание почв богатых углеродом также ускорит потепление.[125] Резюмируя о природе и сущности физического климатического риска для России, следует отметить, что он несет в себе необратимые и значительные убытки (потери и снижение стоимости активов и доходов) для государства, бизнеса и домашних хозяйств. Несомненно, эти потери скажутся и на российском финансовом рынке: высокая степень неопределенности касательно масштабов и сроков этих убытков создает дополнительный финансовый риск. В оценках

[124] *Ibid*

[125] Hannah L. et al. The environmental consequences of climate-driven agricultural frontiers // PloS one. – 2020. – Т. 15. – №. 2. – С. e0228305.

экономических последствий физических климатических рисков для России существует большая неопределенность, особенно потому, что все эффекты не могут быть учтены в рамках стандартного моделирования. Стандартный подход к моделированию экономических последствий глобального потепления - модели комплексной оценки или IAM предлагаются для оценки, но их точность подвергается резкой критике[126]. В основе этих моделей лежат определенные допущения, при изменении которых меняется и первоначальная оценка. Несмотря на сложности расчетов потенциальных рисков, и их последствий, существуют некоторые предварительные расчеты. Согласно отчету Счетной палаты о национальном проекте «Экология» ущерб от физических климатических рисков до 2030 года может составить 2-3% ВВП России ежегодно, а в отделенных регионах 5-6% валового регионального продукта.[127] Учитывая тот факт, что за последние 5 лет ВВП РФ в среднем составлял 1,5 трлн. долларов, и если эта тенденция сохранится до 2030 г., то потенциальный ущерб экономике составит 30-45 млрд. долларов ежегодно. Согласно заявлению заместителя министра по Развитию Дальнего Востока и Арктики А. Крутикова ущерб от глобального потепления только в Арктике составит от 2 трлн. рублей (при оптимистическом сценарии) до 9 трлн. рублей (при пессимистическом сценарии) к 2050 году. Такой широкий разброс оценки ущерба указывает на колоссальную неопределенность. Помимо ущерба российской экономике посредством полной потери и снижения стоимости активов и доходов, экономика также понесет убытки из-за роста смертности и снижения производительности труда, вызванного резким изменением температурного режима.

[126] Pindyck R. S. The use and misuse of models for climate policy // Review of Environmental Economics and Policy. – 2017. – Т. 11. – №. 4. – С. 100-114.

[127] Загрязнение воды, воздуха и земли в России замедляет рост экономики // Ведомости. 13 января 2020. URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/01/12/820395-zagryaznenie-vodi-vozduha (дата обращения 20.09.21)

Таблица 23 Отрицательные последствия ожидаемых изменений климата для Российской Федерации

1. Риски для здоровья населения
2. Угроза вечной мерзлоте (строениям и коммуникациям)
3. Рост числа инфекционных заболеваний
4. Засуха и экстремальные погодные условия
5. Угроза биологическому разнообразию
6. Увеличения расходов на электроэнергию (в теплый сезон)

Источник: Национальный план мероприятий первого этапа адаптации к изменениям климата на период до 2022 года Правительства РФ.

В Национальном плане, принятом правительством России, среди 6 перечисленных отрицательных последствий изменения климата отмечается также угроза «повышения риска для здоровья населения» (*Таблица 23*).

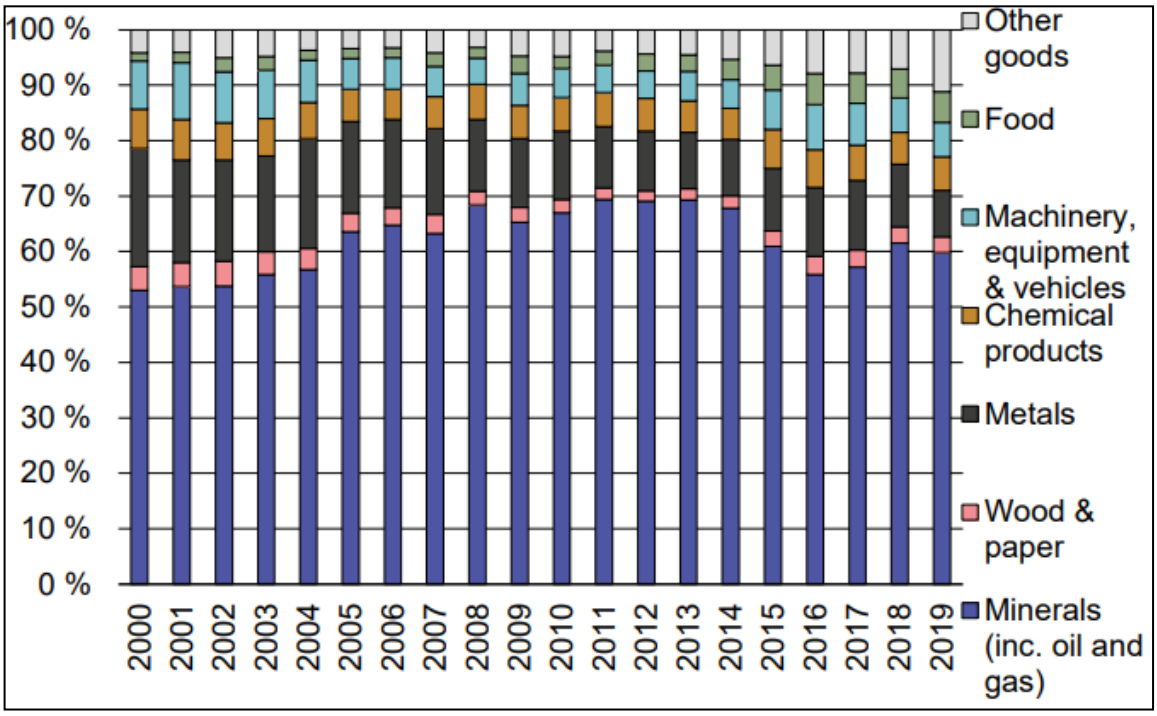
Климатические риски перехода. В силу выше приведенных потенциальных последствий и рисков глобальное изменение климата (вызванное эмиссией парниковых газов) является отрицательным внешним эффектом. С практической точки зрения существует три способа сокращения выбросов углерода: 1) сокращение производства; 2) снижение энергоемкости производства; 3) сокращение использования углерода в производстве энергии. Так как последние две альтернативы (2 и 3) менее затратные с экономической точки зрения, правительства и органы государственной власти проводят политику, направленную на повышение общей энергетической эффективности и сокращение использования углеводородов как источников энергии, прежде всего угля и нефти. Для большинства стран главным приоритетом являются: желание снизить эмиссии парниковых газов в энергоемких секторах, электрификация транспорта и значительное снижение потребление угля. Результатом таких действий может стать колоссальное финансово-экономическое давление на энергоемкие сектора (такие как производство алюминия и стали). А общее снижение спроса на уголь и нефть (также на газ в перспективе) снизит экспорт этих товаров. Чрезмерная зависимость России от производства и экспорта углеводородов представляет собой очевидную уязвимость перед «рисками перехода» по

мере того, как мир смещается в сторону низко углеродных источников энергии и углеродной нейтральности. Смещение в сторону углеродной нейтральности особенно стремительно происходит в ЕС – ключевом экспортном рынке для России (второго рынка, способного практически обеспечить приток в российскую экономику валютной выручки такого масштаба, нет). Парижское соглашение по климату позволяет каждой стране устанавливать свои правила и механизмы для снижения выбросов парниковых газов. Среди крупнейших экономик мира ЕС является самым продвинутом в данном вопросе – в блоке уже несколько лет действует «европейская система торговли квотами на выбросы» (ETS) основанная на принципе «ограничить и торговать» (cap-and-trade principle). Учитывая, что такие системы по снижению эмиссии парниковых газов приняты в мире не всеми странами, то возникает риск снижения выбросов парниковых газов в одних регионах и увеличения в других. Такая ситуация ставит производителей из ЕС (и других стран с ограничениями на выбросы парниковых газов) в заведомо менее благоприятное и невыгодное положение. И чтобы уравнять внутренних и внешних производителей в условиях ведения бизнеса ЕС вводит «Трансграничный механизм углеродного регулирования» или «трансграничный углеродный налог» (Carbon Border Adjustment Mechanism[128]), который подразумевает обложение специальным налогом экспортеров в ЕС в зависимости от их углеродного следа. Ожидается, что этот Механизм начнет действовать с 2023 года. Хотя все детали остаются не до конца известными, первыми отраслями, подлежащими обложению углеродным налогом, будут сталелитейная, цементная и электроэнергетическая отрасли. Скорее всего, последуют также сектора производства алюминия и производство удобрений. Согласно данным международной консалтинговой компании Deloitte Россия экономически

[128] EU Green Deal (CBAM) // European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12228-EU-Green-Deal-carbon-border-adjustment-mechanism- en (дата обращения 01.10.21)

пострадает больше других экспортеров в ЕС[129]. Следует отметить, что ситуация не ограничится только выше названными секторами, в последующих раундах Трансграничного механизма углеродного регулирования список отраслей будет расширяться. Российский экспорт в значительной степени ориентирован на энергетический сектор и другие отрасли с высокой углеродной составляющей (Рисунок *3a* и *3b*). В структуре экспорта на продукты с высокой углеродной составляющей, такие как горючее топливо, металлы и древесина, приходится около 80% экспорта российских товаров, и за последние два десятилетия эта структура практически не изменилась. По разным оценкам «углеродный» экспорт, в среднем, составляет более 20% ВВП и 40% бюджета России. Как показывает динамика (Рисунок 3a) за последние двадцать лет структура экспорта практически не менялась, что говорит о том, что значительные изменения в будущем маловероятны.

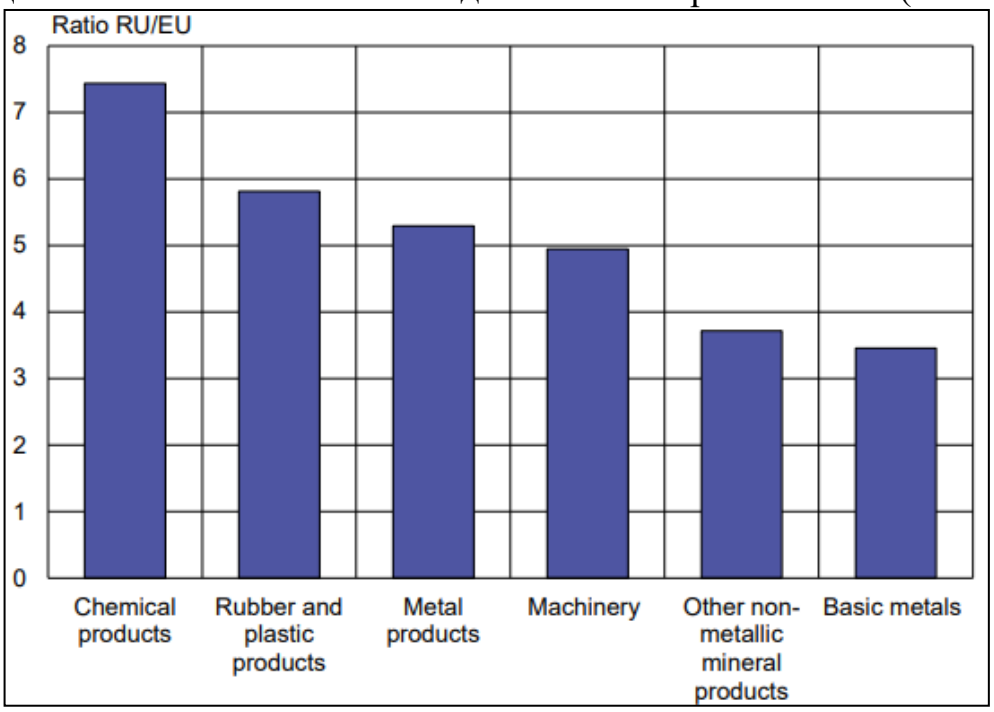
Рисунок 3a Продуктовая структура российского экспорта за 2000-2019 гг., %



Источник: Доклад «Climate change and the Russian economy» // Институт переходных экономик Банка Финляндии (BOFIT). – 2020. С.9

[129] *Giving green a chance* // Deloitte. –2021. URL: https://www2.deloitte.com/us/en/insights/economy/eu-climate-change-carbon-tariff-global-trade.html (дата обращения 01.10.21)

Рисунок 3b Углеродная составляющая российского экспорта по сравнению со средним показателем по ЕС в отдельных секторах в 2015 г. (РФ / ЕС)



Источник: Доклад «Climate change and the Russian economy» // Институт переходных экономик Банка Финляндии (BOFIT). – 2020. С.9

То есть риски трансграничного углеродного регулирования останутся актуальными для российской экономики в перспективе достаточно долго и будут расти со временем. На данный вывод подталкивает и тот факт, что углеродная составляющая российского экспорта во всех отраслях промышленности во много раз выше, чем в среднем по ЕС (Рисунок 3b). В совместном исследовании[130], в 2018 г. ученых из Высшей школы экономики (ВШЭ) и Массачусетского технологического института (MIT) отмечается, что ратификация и выполнение другими странами Парижского соглашения по климату может снизить рост российского ВВП на 0,2-0,5% ежегодно вплоть до 2050 года. В то же время важно отметить что, подписанные международные соглашения по снижению эмиссии парниковых газов активно внедряются (Таблица 24).

[130] Макаров И. А., Чен Х., Пальцев С. В. Последствия Парижского климатического соглашения для экономики России // Вопросы экономики. – 2018. – Т. 4. – С. 76-94.

Таблица 24 Законы и политики, связанные с изменением климата

Годы	Количество принятых законов	Количество принятых программ (политик)	Страны с хотя бы одним законом	Страны с хотя бы одной политикой
до 1979	8	1	6	1
1970-79	6	0	10	1
1980-89	17	2	18	3
1990-1999	78	31	62	23
2000-09	272	276	119	135
2010-19	394	724	156	176
Всего	**775**	**1034**	**156**	**176**

Источник: Silva T., Tenreyro S. Climate-Change Pledges, Actions, and Outcomes // Journal of the European Economic Association. – 2021. – Т. 19. – № 6. – С. 2978.

Для второй декады текущего столетия характерно активное внедрение климатической повестки в законодательства и экономические стратегии все большего количества стран. Эта тенденция, безусловно, сохранится и в перспективе будет качественно и количественно нарастать. Отдельно нужно подчеркнуть то, что принятые на международном уровне климатические соглашения дают значимые (!) практические результаты. Согласно, приведенной ниже, регрессионной модели (*Рисунок 4*) подписание Киотского протокола и Копенгагенского соглашения по климату значимо снизили эмиссию парниковых газов в странах-подписантах по сравнению со странами, не подписавшими данные соглашения.

Рисунок 4 Регрессионная модель влияния международных климатических соглашений (Киотский протокол, Копенгагенское соглашение, Парижское соглашение) на эмиссию парниковых газов

	ln(Total fossil CO2 emissions)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Signed Kyoto	-0.438***	-0.423***	-0.349***	-0.344***
	[0.023]	[0.023]	[0.029]	[0.029]
Signed Copenhagen	-0.166***	-0.156***	-0.137***	-0.129***
	[0.025]	[0.028]	[0.026]	[0.028]
Signed Paris	0.049	0.078	0.111	0.13
	[0.291]	[0.120]	[0.291]	[0.120]
Have quantified objectives			-0.118***	-0.103***
			[0.027]	[0.027]
Using IPW	No	Yes	No	Yes
N	7870	7870	7870	7870

Источник: Silva T., Tenreyro S. Climate-Change Pledges, Actions, and Outcomes // Journal of the European Economic Association. – 2021. – Т. 19. – № 6. – С. 2983.

Согласно модели подписание Парижского соглашения не оказывает никакого влияния на выбросы; что, конечно, связано с его относительно недавним принятием и отсутствием полных данных. Однако если учесть, что Парижское соглашение ставит более амбициозные цели и задачи (чем Киотский протокол и Копенгагенского соглашение), то его влияние вероятнее всего будет еще сильнее на экономику и, как следствие, на финансовый рынок.

Учитывая выше сказанное и активное продвижение со стороны ЕС Трансграничного механизма углеродного регулирования, реализация принципов Парижского соглашения будет стоить российским экспортерам много миллиардов долларов дополнительных затрат (*Таблица 25*).

Таблица 25 Эффект введения Трансграничного механизма углеродного регулирования со стороны ЕС

Автор прогноза	**Потери российской экономики по сценариям**
KPMG (2020)	• Оптимистический сценарий – 6 млрд. евро за три года (в 2028-2030 гг.) • Базовый сценарий – 33,3 млрд. евро (в 2025-2030 гг.) • Негативный сценарий – 50,6 млрд. евро до 2030 года
BCG (2020)	• Прямые потери российских экспортеров: 3,0 – 4,8 млрд. долларов ежегодно; • Нефтегазовый сектор: 1,4 – 2,5 млрд. долларов ежегодно; • Черная металлургия: 0,6 – 0,8 млрд. долларов ежегодно; • Цветная металлургия: 0,3 – 0,4 млрд. долларов ежегодно;
BCG (2021)	• Дополнительные издержки импортеров российской продукции от трансграничного углеродного регулирования составит 3,5 – 6,3 млрд. долларов ежегодно к 2030 г. Средняя оценка 5 млрд.долларов.
KPMG (2021)	• Оптимистический сценарий: 15,5 – 34,1 млрд. евро (за 2026-2035 гг.) • Пессимистичный сценарий: 18,99 – 37,7 млрд. евро (за 2026-2035 гг.)

Источник: BCG, KPMG

Это вдобавок сделает российскую продукцию более дорогой и менее конкурентоспособной на европейском рынке. Однако потери не ограничатся только дополнительным налогом (пошлиной): ЕС одновременно осуществляет программу по энергетическому переходу союза к 2050 году (обеспечение полной углеродной нейтральности), что может ударить по российской экономике намного сильнее (*Таблица 26*).

Таблица 26 Эффект глобального энергетического перехода для РФ (прогноз Сбербанка)

Последствия	**Оценка потерь**
Суммарные потери бюджета к 2035 году	5 трлн. рублей.
Падение доходов населения к 2035 году	до 14%
Падение производства нефти к 2050 году	на 72 %
Падение производства газа к 2050 году	на 52%
Падение производства угля к 2050 году	на 90%
Потери энергетического экспорта к 2035 году	179 млрд. долларов
Потери энергетического экспорта к 2050 году	192 млрд. долларов

Источник: Доклад президента Сбербанка на Восточном экономическом форуме 2021 // Сбербанк. – 2021 г.

Выпуклая функция экономических потерь и «эффект неприятия риска». Несмотря на приведенные выше прогнозы и расчеты, точно определить функцию экономических потерь (в результате реализации климатических рисков) для российской экономики и отдельных ее субъектов и секторов не представляется возможным из-за высокой неопределенности. Например, касательно только лишь рисков введения трансграничного углеродного налога со стороны ЕС объем ущерба, согласно последним расчетам KPMG, варьируется от 15,5 до 37,7 млрд. евро. И это притом, что неопределенности в данном конкретном вопросе намного меньше. Если даже допустить, что удастся точно определить все возможные будущие экономические и финансовые потери (в результате реализации ESG рисков), то не ясно по какой ставке их нужно дисконтировать. Разные ставки дисконтирования будут давать разную оценку экономических и финансовых потерь. Однако не вызывает сомнений, что функция экономических потерь (в результате реализации климатических рисков) является выпуклой функцией от

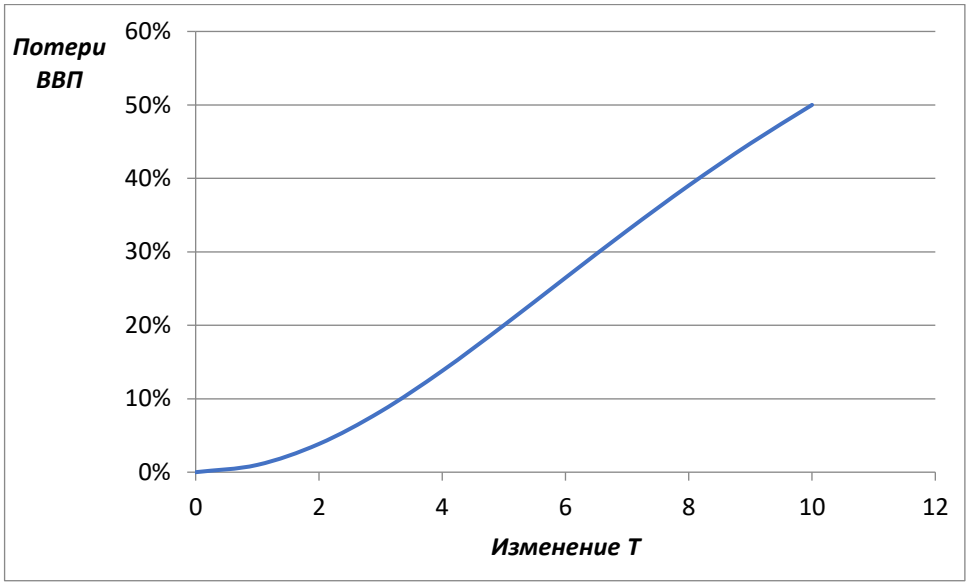
изменения температуры климата, то есть она становится все более крутой по мере увеличения изменения температуры. Что это значит? Объясним, используя произвольную функцию из одного недавнего исследования[131]. Функция экономических потерь из-за изменения климата выглядит следующим образом:

$$l(t) = 1 - 1/(1 + 0.01t^2) \quad (2)$$

Где $l(t)$ это потери, выраженные в процентах от ВВП (%), а t это изменение температуры климата. При отсутствии повышения температуры (изменение климата не происходит) *t=0,* экономические потери равны нулю *l(0)=0*. При увеличении температуры на 2°C (t=2) экономические потери составляют *l(2)=0,04*, что равно 4% ВВП. При *l(4) =0,14*, т. е. повышение температуры на 4°C приведет к потере 14% ВВП, *l(6)= 0,26*, т. е. повышение температуры на 6 ° C приведет к потере 26% ВВП и т.д. Каждое дополнительное повышение температуры на 2°C приводит к непропорционально б*о*льшим дополнительным потерям. То есть повышение температуры климата на 2°C вначале приводит к потерям равным 4% ВВП, а вот последующее повышение на 2°C приводит к намного б*о*льшим потерям (14% ВВП). Другими словами за каждое повышение температуры на 0,1°C мы будем нести потери равные 0,2% ВВП, после достижения отметки ***+2°C*** каждое повышение на 0,1°C будет стоить уже 0,7% ВВП (в два раза больше!) и т.д. (*График 7*). Приведенные расчеты не представляют реальные данные, а объясняют принцип действия климатических рисков.

[131] Pindyck R. S. What we know and don't know about climate change, and implications for policy // Environmental and Energy Policy and the Economy. – 2021. – Т. 2. – №. 1. – С. 4-43.

График 7 Выпуклая функция экономических потерь



Источник: составлено автором

Это значит, что потенциальные экономические потери от изменения климата катастрофически высокие в долгосрочной перспективе, хотя и маловероятные. Учитывая данное обстоятельство, в условиях неопределенности действует эффект «неприятия риска» (risk aversion) т.е. предпочтение надежного исхода рискованному исходу, даже если этот рискованный исход имеет такое же ожидаемое значение, как и надежный исход. Следствием «неприятия риска» является то обстоятельство, что экономические субъекты непропорционально выше оценивают свои возможные потери. И, как следствие, стремятся их не допускать. Данный феномен, впервые открытый лауреатами Нобелевской премии по экономике Р. Талером, Д. Канеманом и А Тверски, является одним из базовых постулатов поведенческих финансов. Вернемся к первоначальной модели и допустим, что с вероятностью 75% не произойдет никакого глобального потепления (т.е. $l(0)=0$, следовательно, экономические потери, вызванные изменение климата, будут равны нулю), и с вероятностью 25% температура климата повысится на 8°С (т.е. $l(8)=0{,}4$, следовательно, экономические потери составят 40% ВВП). Рассчитаем ожидаемые потери.

$$E(l) = 0.75 \times 0\% + 0.25 \times 40\% = 10\%$$

Несмотря на относительно небольшую вероятность ожидаемые потери от изменения климата весьма велики (в нашей модели, основанной на произвольной функции, 10% ВВП). В условиях неопределенности и действия эффекта «неприятия риска», ожидаемые потери такого масштаба приведут к еще более кардинальным изменениям политик (например, ужесточению трансграничного углеродного регулирования), правил и международных договоров в будущем. Возвращаясь к Диаграмме 3, напомним, что в годовом отчете Сбербанка за 2016 г. аббревиатура «ESG» не упоминается ни разу, а в годовом отчете за 2020 г. количество упоминаний превышает 400. Согласно исследованию[132] KPMG слово *«климат»* в годовом финансовом отчете отдельного банка за 2020 год встречается в среднем 99 раз - это почти в три раза больше, чем в 2018 году. Не вызывает сомнений и тот факт, что масштаб ожидаемых потерь скорректирует ожидания и повлияет на цены активов на финансовом рынке. Ожидания играют решающую роль в определении цен на активы, чувствительные к изменению климата. На это указывают несколько эмпирических исследований. Например, одно исследование[133] показывает, что объем поиска в сервисе *Google* по запросу *«глобальное потепление»* в разных городах мира увеличивается, когда местная температура аномально высока, что указывает на то, что внимание к этой теме возрастает в это время. Кроме того, изучая объемы торгов и доходность на фондовых рынках этих городов в дни аномально высоких температурных показателей, авторы исследования установили, что в эти дни розничные инвесторы продают акции компаний с высокой углеродной интенсивностью, а по показателям доходности «углеродные» фирмы уступают фирмам с низкими выбросами. Согласно опросу[134] KPMG 72% банков считают изменение климата финансовым риском, который повлияет на их бизнес в долгосрочной

[132]Climate disclosures within the Annual Financial Reports of Banks (Phase 1) // KPMG. – 2021. URL: https://home.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/05/climate-blog-1.pdf (дата обращения 10.10.21)

[133] Choi D., Gao Z., Jiang W. Attention to global warming // The Review of Financial Studies. – 2020. – Т. 33. – №. 3. – С. 1112-1145.

[134]Climate risk is financial risk – For banks it's a board-level issue // KPMG. – 2021. URL: https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/04/banks-climate-change-reporting.html (дата обращения 10.10.21)

перспективе. Вместе с тем 68% считают «изменение климата» существенным или главным риском.

Таблица 27 Горизонт реализации климатических рисков (по категориям: регуляторный риск, физический риск, технологический риск)

Горизонт реализации риска	Регуляторный климатический риск (Выборка = 406)	Физический климатический риск (Выборка = 401)	Технологический климатический риск (Выборка =369)
Уже сегодня	55%	34%	33%
< чем через 2 года	19%	32%	19%
от 2 до 5 лет	17%	15%	26%
от 5 до 10 лет	5%	9%	11%
от 10 до 25 лет	2%	7%	7%
>25 лет	0%	1%	3%
Никогда	1%	2%	1%

Источник: Krueger P., Sautner Z., Starks L. T. The importance of climate risks for institutional investors // The Review of Financial Studies. – 2020. – Т. 33. – №. 3. – С. 1067-1111.

Глобальное исследование (Krueger *et. al.*, 2020), проведенное среди более 400 институциональных инвесторов по всему миру, показывает, что изменение климата воспринимается финансовым рынком как весьма существенный риск для портфеля (Таблица 27). Согласно данному опросу 55% опрошенных институциональных инвесторов считают, что климатические регуляторные риски, уже в настоящее время начали материализоваться. Еще 36% считает, что климатические регуляторные риски будут реализовываться в горизонте от менее 2-ух до 5 лет. Говоря о физических и технологических рисках, на начало их реализации в текущий момент указали 34% и 33% институциональных инвесторов, соответственно. При этом подавляющее большинство опрошенных институциональных инвесторов считает, что все три формы климатических рисков будут реализовываться на финансовом рынке в горизонте до 10 лет.

Климатические риски для финансового рынка и банков». Как было показано на приведенных выше данных об ожиданиях институциональных инвесторов (ключевых участников финансового рынка), ESG факторы (в особенности фактор изменения климата) существенным образом влияют на ожидания на

глобальном финансовом рынке. Из-за тесных связей между реальным сектором и финансовым сектором, реализация климатических рисков (физических и рисков перехода) повлияют также на российский финансовый рынок. Климатические риски перехода важны для российского финансового рынка, так как переход к низко углеродной экономике будет означать, что многие активы с высокой углеродной интенсивностью станут убыточные активами. Согласно данным Института переходной экономики Банка Финляндии оценка глобальной стоимости убыточных (из-за изменения климата) активов варьируются ***от 1 до 4 трлн. долларов США***, и Россия входит в число стран, которые понесут наибольшие убытки.[135] Риски перехода потенциально могут иметь серьезные последствия для финансового рынка России, поскольку компании с высокой углеродной интенсивностью составляют значительную долю корпоративного сектора России. Согласно рейтингу авторитетного российского экономического журнала «Эксперт» в 2018 году (до кризиса пандемии) на долю нефтегазовых и угольных компаний пришлась треть совокупных чистых продаж 400 крупнейших компаний России, еще 10% пришлись на металлургические компании. Доля компаний нефтегазового сектора в Индексе акций широкого рынка Московской биржи составляет почти половину, а удельный вес металлургических и горнодобывающих компаний приближается к 20%. В топ 10 акций данного индекса входят 7 акций, принадлежащих компаниям нефтегазовой и металлургической отраслей с общим весом 45,5% (*Таблица 28*).

[135] Доклад «Climate change and the Russian economy» // Институт переходных экономик Банка Финляндии (BOFIT). – 2020. С. 8

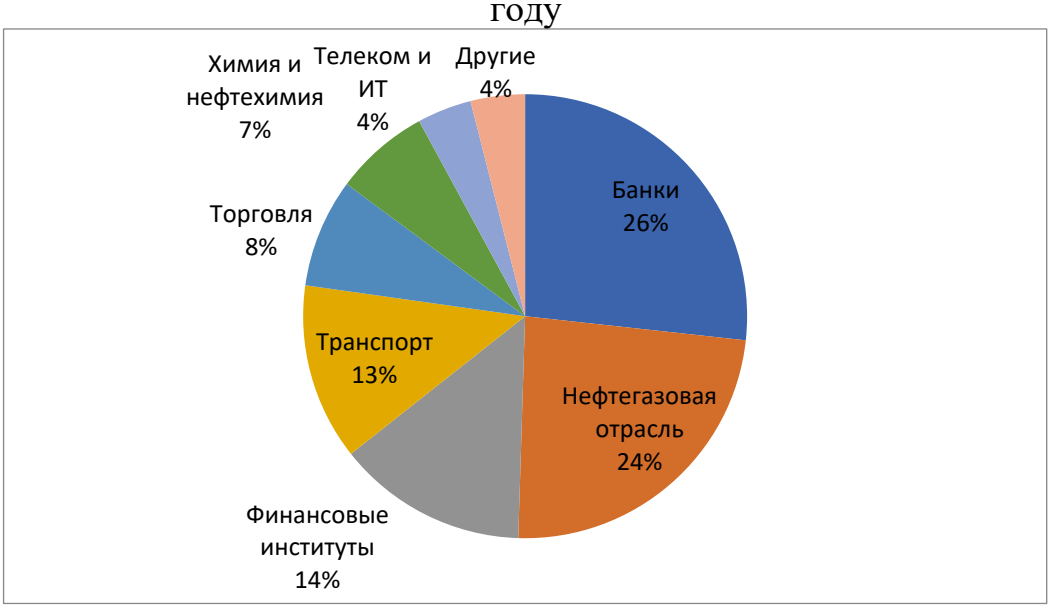
Таблица 28 Топ 10 акций «***Индекса широкого рынка***» Московской биржи

Наименование	**Код**	**Отрасль**	**Вес**
Сбербанк	SBER	финансы	14,0 %
Газпром	GAZP	энергоресурсы	13,7 %
ЛУКОЙЛ	LKOH	энергоресурсы	11,8 %
ЯНДЕКС Н.В.	YNDX	информационные технологии	7,7 %
Норильский никель	GMKN	металлы и добыча	7,2 %
НОВАТЭК	NVTK	энергоресурсы	4,8 %
Роснефть	ROSN	энергоресурсы	3,4 %
ТиСиЭс Груп Холдинг ПиЭлСи	TCSG	финансы	2,6 %
Полиметалл	POLY	металлы и добыча	2,5 %
Татнефть	TATN	энергоресурсы	2,1 %

Источник: Московская Биржа

Десять крупнейших экспортеров Российской Федерации, обеспечивающих приток валюты на российский финансовый рынок, – это компании, занимающиеся добычей нефти, газа, угля или металлов. В связи с тем, что на страны ЕС приходится почти 42% всего экспортного оборота России, углеродный налог на импорт может стать серьезной проблемой для российского экспорта. ОЭСР отмечает, что Россия занимает второе место после Китая по углеродной интенсивности экспорта в ЕС. Если климатические риски в текущее время не будут полностью приняты во внимание на финансовом рынке, их реализация может резко повлиять на рыночную стоимость нефтегазовых компаний, а также других компаний, занимающихся производством с высокой углеродной интенсивностью. Негативные эффекты могут распространиться и на финансовый сектор через рынки корпоративного долга: российский частный сектор характеризуется высокой концентрацией корпоративного долга, при этом на небольшое количество крупных заемщиков (включая основных экспортеров углеродных товаров) приходится значительная доля долга. По данным Аналитического кредитного рейтингового агентства (АКРА) в 2018 г. облигации нефинансовых компаний (НФК) составляли 32% российского рынка облигаций (второе место после облигаций федерального займа, ОФЗ).

Диаграмма 6 Структура российского рынка облигаций по отраслям в 2020 году

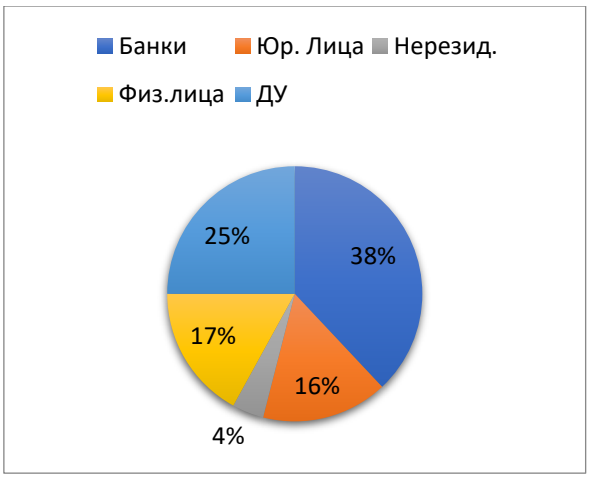


Источник: Cbonds, Московская биржа

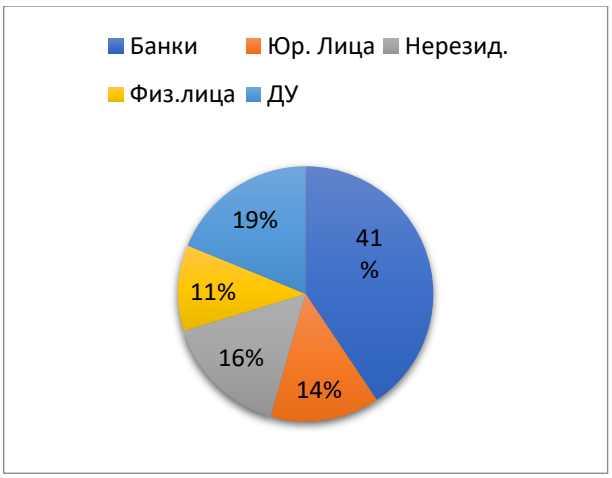
Почти четверть (24%) находящихся в обращении облигаций на финансовом рынке была выпущена компаниями нефтегазового сектора (*Диаграмма 6*). Если учесть и другие отрасли (транспорт, химия и нефтехимия), то на отрасли с высокой углеродной интенсивностью приходится более 40% выпуска всех облигаций на российском финансовом рынке. Основными инвесторами в российский рынок облигаций на 2020 год являются российские банки (38% на первичном рынке и 41% на вторичном рынке) (*Диаграмма 7*).

Диаграмма 7 Распределение российских облигаций по инвесторам в 2020 г.

1) на первичном рынке



2) на вторичном рынке



Источник: Эксперт РА, Московская биржа

Как следует из Диаграммы 7, основными держателями российского корпоративного долга вступают резиденты, что в случае реализации климатических рисков может распространить негативные эффекты по держателям «уязвимых» облигаций и усугубить потери российской экономики. А поскольку, главными держателями облигаций выступают российские банки (38% и 41%), то вероятность ощутить негативные последствия реализации климатических рисков для них намного выше. По состоянию на начало сентября 2020 года на долю российских «углеродных» (нефтегазовых, горнодобывающих и целлюлозно-бумажных) компаний приходилось 7 триллион рублей банковских кредитов или 19,2% (*Таблица 30*) от общего корпоративного долгового портфеля. Наибольшая доля долга приходится на нефтегазовые компании (9%).

Таблица 29 Распределение общего корпоративного долгового портфеля по отраслям с высокой и низкой углеродной интенсивностью

Структура долга по отраслям на 1 сентября 2020 г.	
Отрасли с высокой углеродной интенсивностью – ***19,2%***	Нефть, газ, нефтехимия – 9,0% Металлургическая промышленность – 5,6% Удобрения и химикаты – 3,0% Уголь – 1,0% Целлюлозно-бумажная отрасль – 0,6%
Отрасли с низкой углеродной интенсивностью – ***80,8%***	Другие отрасли экономики России

Источник: Банк России

По другим оценкам[136] на сектора с высокой углеродной интенсивностью приходится 35% от общего объема банковских кредитов, из-за чего российский банковский сектор в значительной степени подвержен реализации климатических рисков. При этом косвенные риски (убытки второго порядка) могут иметь более серьезные последствия для российского банковского сектора. Стресс тестирование проведенное Центральным Банком России выявило: что введение европейского трансграничного

[136] Доклад «Climate change and the Russian economy» // Институт переходных экономик Банка Финляндии (BOFIT). – 2020.

углеродного регулирования (ТУР) наиболее негативно отразится на горнодобывающих компаниях и компаниях химического сектора, большинство из которых характеризуются высоким уровнем долговой нагрузки (Таблицы 31, 32).

Изменение долговой нагрузки крупнейших экспортеров в результате введения ТУР и увеличения CAPEX на экологические проекты

Таблица 30 Чистый долг/EBITDA

Сектор экономики	**2021 г.**	**2022 г.**	**2023 г.**	**2024 г.**	**2025 г.**
Нефтегазовый сектор	9	31	48	63	78
Горнодобывающий сектор	13	48	> 100	> 100	> 100
Химический сектор	18	55	> 100	> 100	> 100

Источник: «*Financial Stability Review Q4 2020 - Q1 2021*» // Банк России. – 2021.

Таблица 31 Коэффициент покрытия процентов

Сектор экономики	**2021 г.**	**2022 г.**	**2023 г.**	**2024 г.**	**2025 г.**
Нефтегазовый сектор	-3	-19	-25	-32	-37
Горнодобывающий сектор	-7	-27	-45	-54	-58
Химический сектор	-14	-35	-51	-61	-67

Источник: «*Financial Stability Review Q4 2020 - Q1 2021*» // Банк России. – 2021.

Аналитики ЦБ РФ отмечают, что для компаний-экспортеров химической и горнодобывающих отраслей наблюдается наибольший рост вероятности дефолта (из-за введения ТУР) по долговым обязательствам перед банками. Хотя для нефтегазового сектора ситуация не настолько критична, но рост долговой нагрузки в будущем значительный: в 2021 году Чистый долг = 9×EBITDA, тогда как в 2025 году прогнозируемый Чистый долг = 78×EBITDA. Согласно данным Банка России, представленным в «Обзоре финансовой стабильности: IV квартал 2020 – I квартал 2021 года», банки-кредиторы перечисленных «уязвимых» секторов в условиях стресс тестирования не нарушали нормативы по достаточности капитала. При этом аналитики ЦБ РФ отмечают, что допущения, заложенные в основу стресс

теста, могут меняться (например, ЦБ РФ для расчета использовал ставку налога 30 евро за эмиссию тонны CO_2, хотя многие аналитики ожидают более высокую ставку налога).

Помимо реализации рисков перехода банки могут также столкнуться с реализацией физических рисков или с обоими рисками одновременно. Как было показано ранее функция потерь (% от ВВП) от реализации климатических рисков вероятнее всего будет иметь выпуклый вид. Динамика распространения климатических рисков включает несколько этапов:

1. Материализация физического и / или переходного климатического риска;
2. Негативное влияние на ВВП и потребление;
3. Негативное влияние на корпоративные доходы, денежные потоки и дивиденды;
4. Обесценение корпоративных активов и дефолты по облигациям и банковским кредитам;
5. Убытки инвесторов и кредиторов, резкая переоценка рисков на финансовом рынке;
6. Кризис государственных финансов из-за потери налоговых поступлений и финансово-экономического кризиса;
7. Петли обратной связи

Влияние показателя ВВП на банковский капитал России весьма значителен. Согласно исследованию[137], проанализировавшему взаимосвязь ВВП и совокупного банковского капитала РФ, корреляция между двумя показателями положительно высокая (коэффициент Пирсона = 0,97). Авторы исследования утверждают, что ВВП играет ключевую роль в капитализации российского банковского сектора. В пользу данного аргумента также вступает опыт стагнации и рецессии российской экономики, начиная с 2014 года. За годы экономической рецессии количество банков на российском

[137] Воронова, Н.С. Детерминанты развития российского банковского сектора как факторы экономического роста // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. – 2016. – № 4. – С. 165-183.

финансовом рынке резко сократилось (только за 2018-2020 года с рынка ушли 148 банков в результате ликвидации или отзыва лицензии). Некоторые системно значимые банки получили финансовую помощь из бюджета на докапитализацию. Реализация климатических рисков не только наносит ущерб ВВП и финансовым потокам компаний, но и сильно сокращает возможности государственного бюджета прийти на помощь банкам из-за снижения налоговых поступлений и роста затрат на смягчение последствий изменения климата. Особое внимание следует также уделить петлям обратной связи, которые могут масштабировать и усилить возможные потери. В результате реализации физических рисков или рисков перехода, а также их воздействия на финансовые учреждения и рынки могут возникнуть повторяющиеся «обратные шоки» внутри финансовой системы или между финансовой системой и реальным сектором. Они возникают, когда действия, предпринимаемые отдельными участниками финансового рынка в их личных интересах, взаимодействуют таким образом, что вместе усиливают негативное воздействие на финансовую систему и реальную экономику.

Схема 4 Петля обратной связи – механизм усиления эффекта климатического шока



Источник: составлено автором. *Начало цикла – отрицательная коррекция цен активов на финансовом рынке из-за неожиданной реализации климатических рисков.

Такое усиление негативных последствий происходило, например, в период финансового кризиса 2008 года, когда падение цен на активы и замедление экономической активности - в сочетании с растущей неопределенностью в отношении кредитоспособности привели к временной приостановке банковского финансирования. Это вызвало дальнейшую продажу активов банками и сокращение объемов кредитования, что, в свою очередь, привело к дальнейшему падению цен на активы и замедлению экономической активности. Климатические (ESG) риски в перспективе представляют критический системный риск, как для российских банков, так и для всей финансовой системы, поэтому банкам необходимо оценивать их и учитывать в инвестиционной и финансовой политике (см. **Приложение № 1, 2**).

3.2 Модель оценки влияния ESG рисков и факторов на финансовые показатели компаний – получателей инвестиционного финансирования

Оценка влияния ESG рисков и факторов на финансовые показатели компаний-получателей инвестиционного финансирования является ключевым с точки зрения социально ответственного инвестирования. Для этой цели мы провели корреляционный и регрессионный анализ влияния ESG рисков на ключевые финансовые показатели 13 крупных российских компаний, по которым имеются публично доступные, детализированные, количественные оценки их ESG рисков. Для большей надежности оценки ESG рисков были использованы данные признанной на международном уровне организации по присвоению ESG рейтингов Sustainalytics (Sustainalytics ESG Risk Ratings). Для получения более конкретных результатов мы используем не агрегированный показатель ESG риска, а детализированный по категориям: экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk). Еще одним преимуществом Sustainalytics ESG Risk Ratings является то, что оценка риска по трем категориям представлена в количественном виде. Этот аспект значительно упрощает статистический анализ. В качестве зависимых

переменных нами используется ключевые рыночные и балансовые показатели:

1. Price to Earnings ratio (P/E); Price to Book ratio (P/B); Enterprise Value to EBITDA ratio (EV/EBITDA) – показатели рыночной оценки;
2. Return on Assets (ROA) и Return on Equity (ROE) – показатели эффективности (рентабельность активов и собственного капитала);
3. Profit Margin – показатель прибыльности, маржа прибыли;
4. Payout ratio – коэффициент выплаты дивидендов;
5. Current Ratio (Curr Ratio) – коэффициент текущей ликвидности (платежеспособности);
6. Beta – коэффициент рыночного риска.

В *Таблице 32* представлены данные по трем категориям ESG рисков (независимым переменным), а также данные по финансовым показателям (зависимым переменным) 13 российских компаний. Выборка компаний обусловлена наличием релевантных статистических данных по трем категориям ESG рисков (данные имеются не для всех российских компаний). На выборку приходится почти 60% капитализации индекса широкого рынка.

Таблица 32 Данные по ESG рискам и финансовым показателям российских компаний (актуальные данные на октябрь 2021 года)

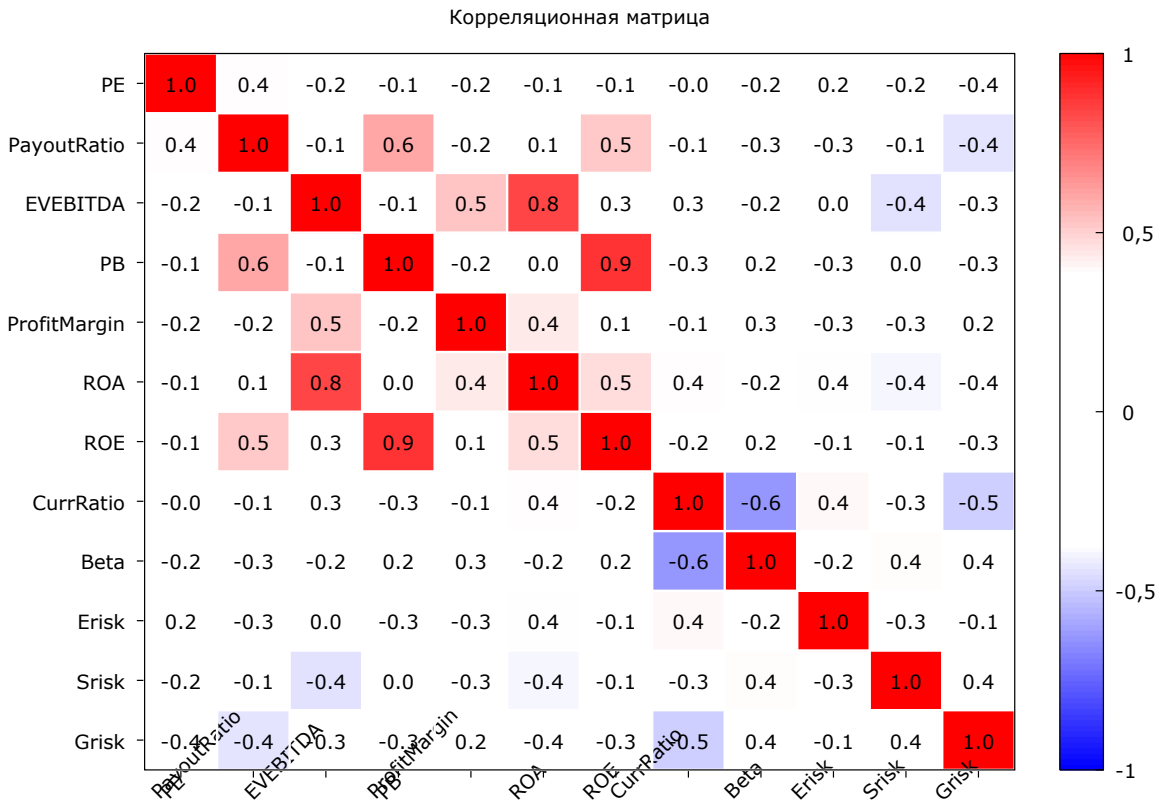
	P/E	Payout Ratio	EV/EBITDA	P/B	Profit Margin	ROA	ROE	Curr Ratio	Beta	E risk	S risk	G risk
Роснефть	9,59	0,1049	5,35	1,21	0,1002	0,0243	0,1369	0,92	1,48	14,1	11,3	8,4
Газпром	7,96	0,3382	5,19	0,56	0,1378	0,04	0,0743	1,49	0,28	14,3	8,9	13,7
ЛУКОЙЛ	11,41	0,9665	4,74	1,09	0,0616	0,0617	0,1038	1,44	0,41	16,3	10,3	8,8
Сбербанк	7,48	0,7667	18,9	1,53	0,4914	0,0309	0,218	0,97	0,9	2,2	8,2	11,3
Норникель	6,82	0,472	356,99	11,94	0,4209	0,334	2,1028	1,66	0,96	20	8,6	8,8
НОВАТЭК	17,01	0,3326	12,63	3,13	0,3382	0,0729	0,1981	1,46	0,96	17,1	9	8,1
ВТБ	3,81	0,0537	13,3	0,36	0,3149	0,0113	0,1102	0,14	1,41	2,2	16,6	15,8
ТАТНЕФТЬ	8,25	0,1463	4,62	1,32	0,1601	0,0948	0,181	1,03	0,51	23,3	10,1	10,8
МТС	8,43	1,494	4,26	153,94	0,1271	0,0827	3,3953	0,6	1,02	6,5	10,8	5,8
АЛРОСА	11,11	1,061	6,39	3,68	0,2682	0,1355	0,3402	2,1	0,47	14,7	12,9	8,7
Интер РАО	4,24	0,1549	1,24	0,56	0,0798	0,0777	0,1403	3,12	0,35	14,6	11,2	5,9
Магнит	15,2	1,1829	6,01	3,4	0,0253	0,0495	0,221	1,19	0,29	9	11,4	5,8
Полиметалл	8,22	0,5489	455,5	4,53	0,3758	0,2076	0,6137	2	0,16	7,9	7,8	4,6

Источник: Sustainalytics, Yahoo Finance, расчеты автора

Вначале проведем корреляционный анализ (Рисунок 5) на основе приведенных выше данных. Рассмотрим как отдельные финансовые

показатели (ROA, ROE и другие) соотносятся с отдельными категориями ESG риска.

Рисунок 5 Корреляционная матрица



Источник: прикладной статистический программный пакет Gretl

Существует разная интерпретация значений корреляции, например J. Cohen[138] предлагает следующую интерпретацию: 0,10 – 0,29 – слабая корреляция; 0,3 – 0,49 – средняя корреляция; 0,5 – 1 – сильная корреляция. Относительно сильная отрицательная корреляция (-0,5) наблюдается только между рисками корпоративного управления (G risk) и коэффициентом текущей ликвидности (Curr Ratio). В остальных случаях корреляция между разными категориями ESG рисков и наблюдаемыми финансовыми коэффициентами невысокая (то есть меньше 0,5 по модулю) и в большинстве отрицательная. Реальные значения коэффициентов корреляции

[138] Cohen J. Statistical power analysis for the behavioral sciences. – Academic press. 2013.

немного ниже указанных, так как корреляционная матрица на *Рисунке 5* округляет коэффициенты до десятых.

Следующим шагом анализа является построение линейной многофакторной регрессионной модели с использованием метода наименьших квадратов (МНК) для выявления влияния E, S, G, рисков на наблюдаемые финансовые показатели.

Модели:

$$1)\ P/E = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$2)\ Payout\ Ratio = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$3)\ EV/EBITDA = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$4)\ P/B = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$5)\ Profit\ Margin = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$6)\ ROA = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$7)\ ROE = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$8)\ Curr\ Ratio = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

$$9)\ Beta = \alpha_0 + \alpha_1 Erisk + \alpha_2 Srisk + \alpha_3 Grisk$$

Нулевая гипотеза (H_0): влияние экологических, социальных рисков, а также рисков корпоративного управления на наблюдаемые финансовые показатели (P/E, Payout Ratio,…Beta) не значимо.

Альтернативная гипотеза (H_1): влияние экологических, социальных рисков, а также рисков корпоративного управления на наблюдаемые финансовые показатели (P/E, Payout Ratio,…Beta) значимо.

Уровень значимости – 0,05 (5%). Все расчеты произведены в прикладном статистическом программном пакете Gretl.

Модель 1:

```
Модель 1: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: PE
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ------------------------------------------------------------
  const       12,2208       3,64829        3,350         0,0085   ***
  Erisk        0,105875     0,120025       0,8821        0,4007
  Srisk       -0,104178     0,374133      -0,2785        0,7870
  Grisk       -0,362497     0,333379      -1,087         0,3051

Среднее завис. перемен  9,194615   Ст. откл. завис. перем  3,785388
Сумма кв. остатков      142,7537   Ст. ошибка модели       3,982653
R-квадрат               0,169795   Исправ. R-квадрат      -0,106940
F(3, 9)                 1,215741   P-значение (F)          0,358964
Лог. правдоподобие     -34,02132   Крит. Акаике            76,04263
Крит. Шварца            78,30243   Крит. Хеннана-Куинна    75,57814
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) не значимо влияют на переменную P/E (p-значение > 0.05). Значимым в модели является только константа. Следовательно, для Модели 1 принимается нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Модель 2:

```
Модель 2: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: PayoutRatio
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ------------------------------------------------------------
  const        1,52696      0,700285        2,180         0,0571   *
  Erisk       -0,0243268    0,0155025      -1,569         0,1510
  Srisk       -0,00168372   0,0528118      -0,03188       0,9753
  Grisk       -0,0691088    0,0391513      -1,765         0,1114

Среднее завис. перемен  0,586354   Ст. откл. завис. перем  0,467064
Сумма кв. остатков      1,805379   Ст. ошибка модели       0,447881
R-квадрат               0,310340   Исправ. R-квадрат       0,080454
F(3, 9)                 1,586438   P-значение (F)          0,259749
Лог. правдоподобие     -5,614038   Крит. Акаике            19,22808
Крит. Шварца            21,48787   Крит. Хеннана-Куинна    18,76359
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) не значимо влияют на переменную Payout Ratio (p-значение > 0.05). Следовательно, для Модели 2 принимается

нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Модель 3:

```
Модель 3: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: EVEBITDA
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ------------------------------------------------------------
  const       456,077      347,834         1,311         0,2223
  Erisk        -2,50601      7,72923      -0,3242        0,7532
  Srisk       -26,4826      21,4498       -1,235         0,2482
  Grisk        -8,55483     13,2545       -0,6454        0,5348

Среднее завис. перемен  68,85538   Ст. откл. завис. перем  151,1561
Сумма кв. остатков      207938,0   Ст. ошибка модели       152,0007
R-квадрат               0,241594   Исправ. R-квадрат      -0,011207
F(3, 9)                 0,552439   P-значение (F)          0,659203
Лог. правдоподобие     -81,36650   Крит. Акаике            170,7330
Крит. Шварца            172,9928   Крит. Хеннана-Куинна    170,2685
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) хоть и имеют отрицательный коэффициент как в предыдущей модели, однако они не значимо влияют на переменную EV/EBITDA (p-значение > 0.05). Следовательно, для Модели 3 принимается нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Модель 4:

```
Модель 4: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: PB
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ------------------------------------------------------------
  const       67,5965      71,7864         0,9416        0,3710
  Erisk       -1,81690      2,00411       -0,9066        0,3883
  Srisk        1,15331      3,23400        0,3566        0,7296
  Grisk       -4,76327      4,73985       -1,005         0,3412

Среднее завис. перемен  14,40385   Ст. откл. завис. перем  42,03756
Сумма кв. остатков      17226,30   Ст. ошибка модели       43,74966
R-квадрат               0,187664   Исправ. R-квадрат      -0,083115
F(3, 9)                 0,345369   P-значение (F)          0,793440
Лог. правдоподобие     -65,17628   Крит. Акаике            138,3526
Крит. Шварца            140,6124   Крит. Хеннана-Куинна    137,8881
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) не значимо влияют на переменную P/B (p-значение > 0.05). Следовательно, для Модели 4 принимается нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Модель 5:

```
Модель 5: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: ProfitMargin
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ---------------------------------------------------------------
  const       0,512618     0,184528        2,778        0,0215   **
  Erisk      -0,00826746   0,00517162     -1,599        0,1444
  Srisk      -0,0327869    0,0198643      -1,651        0,1332
  Grisk       0,0177968    0,0156820       1,135        0,2858

Среднее завис. перемен  0,223177   Ст. откл. завис. перем  0,152601
Сумма кв. остатков      0,193361   Ст. ошибка модели       0,146576
R-квадрат               0,308050   Исправ. R-квадрат       0,077400
F(3, 9)                 1,850529   P-значение (F)          0,208358
Лог. правдоподобие      8,906745   Крит. Акаике           -9,813490
Крит. Шварца           -7,553692   Крит. Хеннана-Куинна   -10,27798
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) не значимо влияют на переменную Profit Margin (p-значение > 0.05). Значимым в модели является только константа. Следовательно, для Модели 5 принимается нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Модель 6:

```
Модель 6: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: ROA
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ---------------------------------------------------------------
  const       0,194599     0,113823        1,710        0,1215
  Erisk       0,00393306   0,00378494      1,039        0,3259
  Srisk      -0,00884245   0,00962306     -0,9189       0,3821
  Grisk      -0,00628777   0,00556226     -1,130        0,2875

Среднее завис. перемен  0,094069   Ст. откл. завис. перем  0,088828
Сумма кв. остатков      0,067686   Ст. ошибка модели       0,086722
R-квадрат               0,285146   Исправ. R-квадрат       0,046861
F(3, 9)                 1,393584   P-значение (F)          0,306750
Лог. правдоподобие      15,72967   Крит. Акаике           -23,45935
Крит. Шварца           -21,19955   Крит. Хеннана-Куинна   -23,92384
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) не значимо влияют на переменную ROA (p-значение > 0.05). Следовательно, для Модели 6 принимается нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Модель 7:

```
Модель 7: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: ROE
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ------------------------------------------------------------
  const       2,07493      1,43693         1,444         0,1826
  Erisk      -0,0221378    0,0478054      -0,4631        0,6543
  Srisk      -0,0266962    0,0814665      -0,3277        0,7506
  Grisk      -0,102041     0,0992879      -1,028         0,3309

Среднее завис. перемен  0,602738   Ст. откл. завис. перем  0,998107
Сумма кв. остатков      10,34014   Ст. ошибка модели       1,071869
R-квадрат               0,135050   Исправ. R-квадрат      -0,153266
F(3, 9)                 0,833141   P-значение (F)          0,508637
Лог. правдоподобие     -16,95825   Крит. Акаике            41,91649
Крит. Шварца            44,17629   Крит. Хеннана-Куинна    41,45200
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) не значимо влияют на переменную ROE (p-значение > 0.05). Следовательно, для Модели 7 принимается нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Модель 8:

```
Модель 8: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: CurrRatio
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

            коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ------------------------------------------------------------
  const       2,04290      0,725730        2,815         0,0202   **
  Erisk       0,0376485    0,0253865       1,483         0,1722
  Srisk      -0,0213684    0,0742786      -0,2877        0,7801
  Grisk      -0,0996968    0,0709706      -1,405         0,1937

Среднее завис. перемен  1,393846   Ст. откл. завис. перем  0,747925
Сумма кв. остатков      4,243280   Ст. ошибка модели       0,686641
R-квадрат               0,367873   Исправ. R-квадрат       0,157165
F(3, 9)                 10,86086   P-значение (F)          0,002395
Лог. правдоподобие     -11,16872   Крит. Акаике            30,33744
Крит. Шварца            32,59723   Крит. Хеннана-Куинна    29,87295
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) каждый в отдельности не значимо влияют на переменную Current Ratio (p-значение > 0.05). Однако Модель 8 «в целом» значима, так как P-значение (F) < 0.05. То есть, хоть, и в отдельности каждый из факторов не значимо влияет на показатель Current Ratio (коэффициент текущей ликвидности), но их совместное влияние значимо.

Модель 9:

```
Модель 9: МНК, использованы наблюдения 1-13
Зависимая переменная: Beta
Робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1

             коэффициент   ст. ошибка   t-статистика   p-значение
  ---------------------------------------------------------------
  const       0,0198276    0,492935        0,04022       0,9688
  Erisk      -0,00912940   0,0140071      -0,6518        0,5308
  Srisk       0,0483000    0,0493229       0,9793        0,3530
  Grisk       0,0326274    0,0405904       0,8038        0,4422

Среднее завис. перемен  0,707692   Ст. откл. завис. перем  0,439795
Сумма кв. остатков      1,816005   Ст. ошибка модели        0,449197
R-квадрат               0,217587   Исправ. R-квадрат       -0,043218
F(3, 9)                 3,041145   P-значение (F)           0,085260
Лог. правдоподобие     -5,652184   Крит. Акаике             19,30437
Крит. Шварца            21,56416   Крит. Хеннана-Куинна     18,83988
обратите внимание на сокращенные обозначения статистики

Исключая константу, наибольшее p-значение получено для переменной 10 (Erisk)
```

Регрессоры экологические риски (E risk), социальные риски (S risk) и риски корпоративного управления (G risk) не значимо влияют на переменную Beta (p-значение > 0.05). Следовательно, для Модели 9 принимается нулевая гипотеза. Модель также не значима «в целом» (P-значение (F) > 0.05).

Итак, среди рассмотренных регрессионных моделей только одна (Модель 8) оказалась в целом значимой, хотя каждый из факторов в отдельности оказывает не значимое влияние. В данном случае внимание стоит обратить на показатель G risk (величина рисков корпоративного управления), у которого наиболее сильная негативная корреляционная связь с переменной Current Ratio (-0,5). Очевидно, что риски корпоративного управления негативно влияют на текущую ликвидность российских компаний. И эти риски стоит учитывать при оценке ликвидности (платежеспособности)

компании. В целом согласно нашему анализу влияние ESG рисков на показатели эффективности, рыночной оценки, прибыльности, дивидендных выплат, рыночной волатильности российских компаний не значимо. При этом следует подчеркнуть, что данные в выше приведенном анализе имеют пространственную структуру. То есть данные представлены на конкретный момент времени (2021 г.) по отдельным компаниям. Проявление влияния ESG рисков и факторов на деятельность организаций происходит на более длительных временных горизонтах. Эту особенность следует принять во внимание. Для дальнейшего анализа ранжируем выборку по убыванию ESG рисков (Таблица 33).

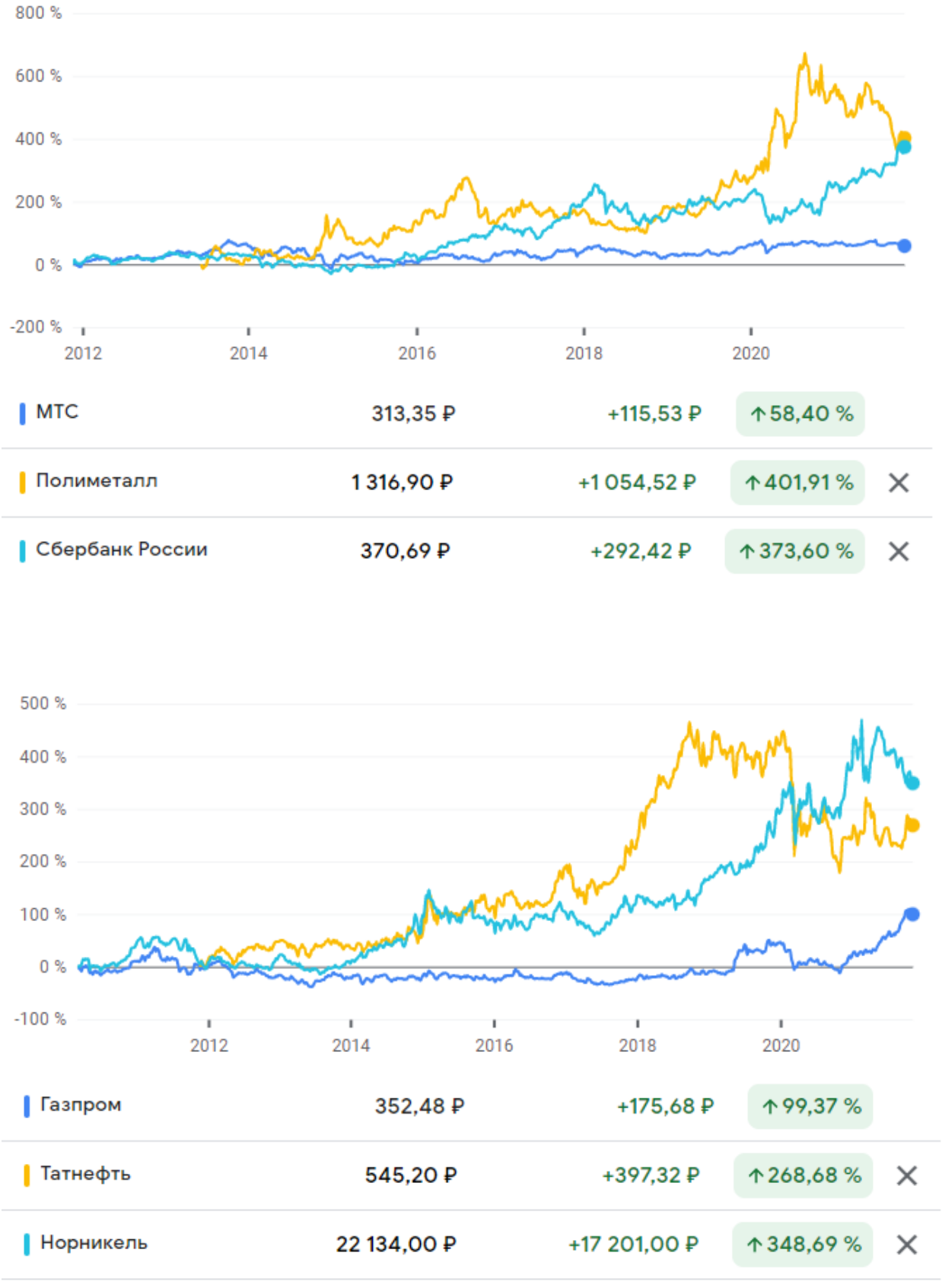
Таблица 33 Разбивка компаний на компании с *очень высоким* ESG риском, компании с *высоким* ESG риском и компании с *низким* ESG риском

Компания	**ESG риск**	**E риск**	**S риск**	**G риск**
ТАТНЕФТЬ	44.2	23.3	10.1	10.8
Норникель	37.4	20,0	8.6	8.8
Газпром	36.9	14,3	8,9	13,7
АЛРОСА	36.3	14.7	12.9	8.7
ЛУКОЙЛ	35.4	16,3	10,3	8,8
ВТБ	34,6	2.2	16.6	15.8
НОВАТЕК	34,2	17.1	9	8.1
Роснефть	33,8	14,1	11,3	8,4
Интер РАО	31,7	14.6	11.2	5.9
Магнит	26,2	9	11.4	5.8
МТС	23,1	6.5	10.8	5.8
Сбербанк	21,7	2.2	8.2	11.3
Полиметалл	20,3	7.9	7.8	4.6

Источник: Sustainalytics, Yahoo Finance

Далее рассмотрим долгосрочную рыночную динамику топ трех компаний ESG «лидеров» (с наименьшим ESG риском) и сравним с долгосрочной рыночной динамикой «отстающих» компаний (с самым высоким ESG риском). Результаты анализа, полученные с помощью провайдера финансовой информации Google Finance, представлены на Рисунке 6. Данные приведены за максимально широкий временной диапазон, доступный на Google Finance (2012 – 2020 гг.).

Рисунок 6 Долгосрочная динамика рыночной капитализации компаний с низким (1) и очень высоким (2) ESG риском



Источник: Google Finance. Актуальные данные на 02.11.2021

Согласно *Рис. 6* для компаний с низким общим ESG риском (Полиметалл, МТС, Сбербанк) средний рост рыночной капитализации составил 278% за почти 10 лет. За тот же период компании с самым высоким ESG риском (Татнефть, Газпром, Норникель) выросли в среднем на 239%. Разницу в 39% можно считать существенной, если учитывать, что рост индекса Московской биржи за указанный период составил почти 196%. При этом такая разница в росте капитализации не является устойчивой и постоянной. Например, при снижении временного диапазона до одного года (Рис. 7) средний рыночный рост для компаний с низким ESG риском составил 13% ($\frac{70{,}69+(-28{,}87)+(-2{,}88)}{3}$).

Рисунок 7 Краткосрочная (1 год) динамика рыночной капитализации компаний с низким ESG риском



Источник: Google Finance. Актуальные данные на 03.11.2021

Тогда как для компаний с высоким ESG риском средний рост рыночной капитализации за 1 год составил почти 50% (Рис.8). Разница в среднем росте рыночной капитализации свидетельствует в пользу компаний с высоким общим ESG риском (Татнефть, Газпром, Норникель).

Рисунок 8 Краткосрочная (1 год) динамика рыночной капитализации компаний с высоким ESG риском



Источник: Google Finance. Актуальные данные на 03.11.2021

Таблица 34 Сравнение ESG рисков и дивидендной доходности

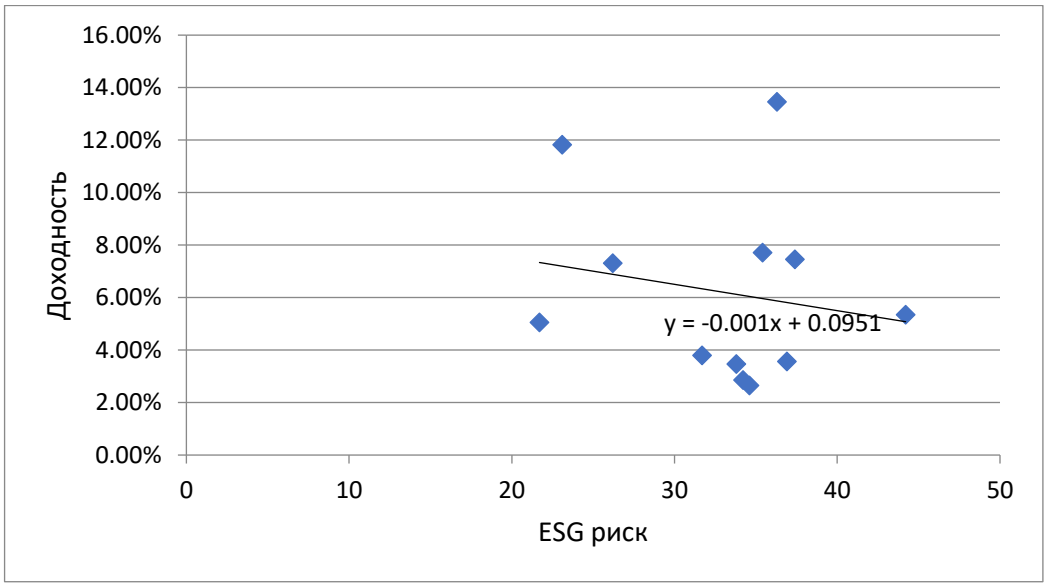
Компания	**ESG риск**	**Дивидендная доходность**
ТАТНЕФТЬ	44,2	5,35%
Норникель	37,4	7,46%
Газпром	36,9	3,56%
АЛРОСА	36,3	13,46%
ЛУКОЙЛ	35,4	7,71%
ВТБ	34,6	2,65%
НОВАТЕК	34,2	2,86%
Роснефть	33,8	3,47%
Интер РАО	31,7	3,79%
Магнит	26,2	7,31%
МТС	23,1	11,82%
Сбербанк	21,7	5,05%
Полиметалл	20,3	Н/Д

Источник: Sustainalytics, Yahoo Finance, Google Finance. Актуальные данные по дивидендной доходности на 03.11.2021.

Особое внимание следует обратить на то, как российский фондовый рынок реагирует на ESG риски и учитывает ли эти риски вообще. Для этого

сравним и проанализируем дивидендную доходность нашей первоначальной выборки (*Таблица 34*). Если компания более подвержена ESG рискам, чем другие, то при прочих равных условиях инвесторы должны требовать более высокую доходность от приобретения ее акций в качестве компенсации. Другими словами на финансовом рынке действует закономерность, по которой доходность прямо пропорциональна риску. Рассмотрев дивидендную доходность нашей выборки, можно убедиться, что такая закономерность с ESG рисками не прослеживается. Например, для компании Татнефть с общим ESG риском ***44,2*** дивидендная доходность составляет всего 5,35%, а для компании МТС с общим ESG риском ***23,1*** дивидендная доходность составляет 11,82%. Более наглядно **аномальное**[139] «соотношение риск–доходность» прослеживается на Графике 8.

График 8 Соотношение *ESG риск – доходность*



Источник: составлено автором

Главный вывод, по данным *Графика 8*, заключается в том, что российский фондовый рынок игнорирует (не реагирует на) ESG риски. Данный тезис косвенно подтверждает выводы проведенного ранее многофакторного регрессионного анализа о незначимом влиянии ESG рисков на ключевые финансовые показатели российских компаний. Видимо, в силу отсутствия

[139] Имеется в виду тупой угол наклона линии тренда.

значимого влияния ESG рисков на финансовые показатели компаний инвесторы не требуют премию за дополнительный ESG риск.

Надежность полученных результатов. Проверим надежность полученных в ходе нашего анализа результатов, сопоставив их с результатами аналогичных исследований (выполненных на других более крупных выборках и в других странах). В целом наши результаты полностью «вписываются» в общую научную парадигму и согласуются с результатами других исследований. Мета анализ[140] более 1000 исследований, проведенный учеными бизнес школы Stern Нью-Йоркского Университета показал, что улучшение финансовых показателей за счет улучшения ESG показателей становится более заметным на более длительном временном горизонте. Согласно выводам авторов вероятность обнаружить значимую положительную или нейтральную связь между ESG факторами и финансовыми показателями компании на 76 % выше у исследований с долгосрочным фокусом. Другое исследование[141] показало, что улучшение экологических показателей компании (*E фактора*) не оказывает краткосрочного влияния на финансовые результаты компании, тогда как компания значительно выигрывает в долгосрочной перспективе. Еще одно исследование[142] выявило, что компании с «сильным» ESG профилем превосходят по рыночным показателям компании со «слабым» ESG профилем в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Вывод о положительном влиянии улучшенного ESG показателя на рыночный рост в долгосрочной перспективе и об отсутствии такового влияния в краткосрочной перспективе доказывается также на эмпирических данных (Рис. 9).

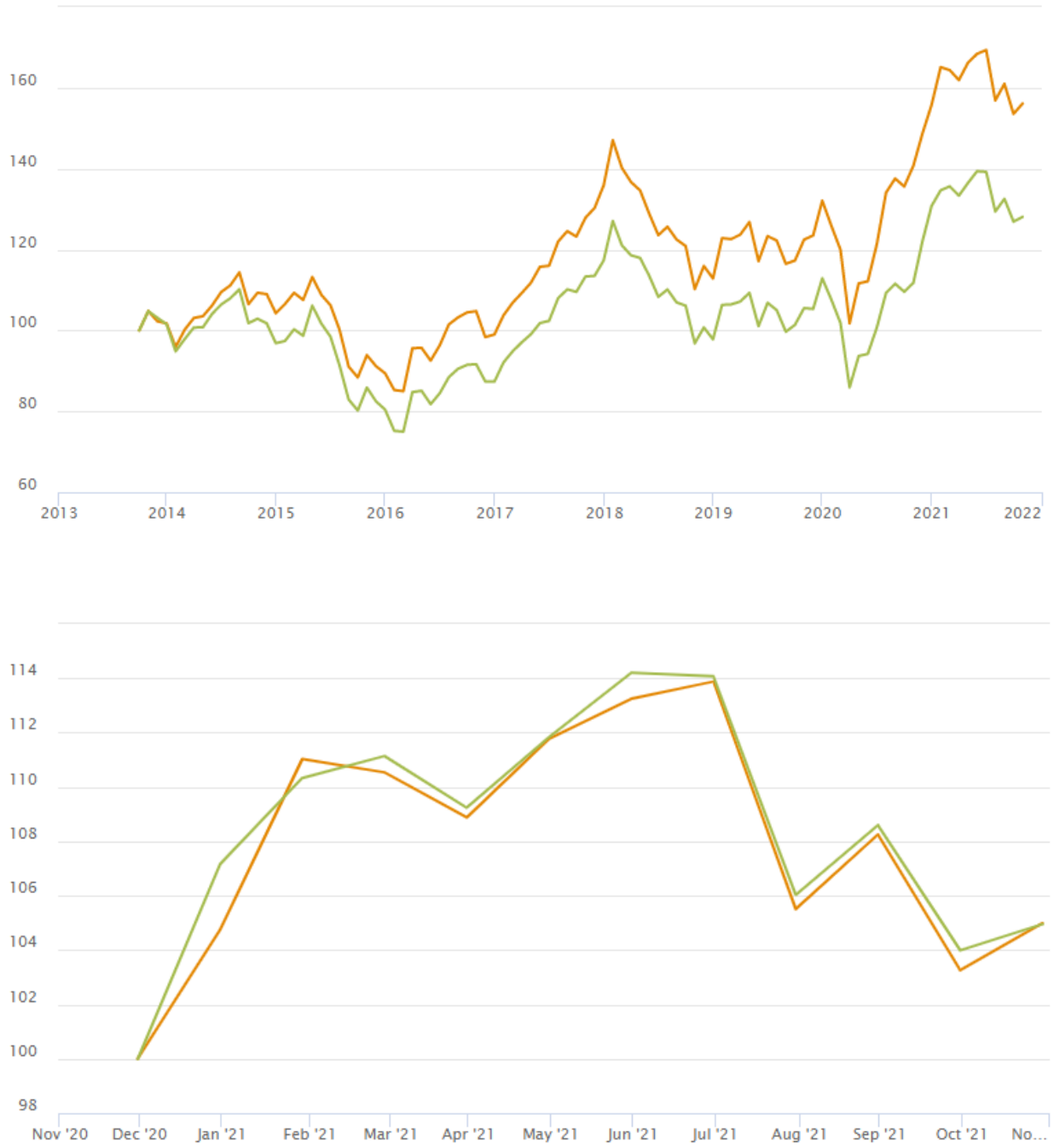
---

[140] Whelan T., Atz U., Clark C. ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015 and 2020 // NYU Stern Center for Sustainable Business. – 2021. (URL: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021.pdf)

[141] Hang M., Geyer-Klingeberg J., Rathgeber A. W. It is merely a matter of time: A meta-analysis of the causality between environmental performance and financial performance // Business Strategy and the Environment. – 2019. – Т. 28. – №. 2. – С. 257-273.

[142] Dorfleitner G., Utz S., Wimmer M. Patience pays off–corporate social responsibility and long-term stock returns // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2018. – Т. 8. – №. 2. – С. 132-157.

Рисунок 9 Долгосрочная (1) и краткосрочная (2) динамика индекса «ESG лидеры на развивающихся рынках» (оранжевый) и индекса «Развивающиеся рынки» (зеленый), %



Источник: Morgan Stanley Capital International (MSCI)

На приведенных выше графиках представлена долгосрочная (2013-2021 гг.) и краткосрочная (за 1 год) рыночная динамика двух индексов, разработанных компанией Morgan Stanley Capital International (MSCI). Первый индекс это индекс «ESG лидеры на развивающихся рынках» (MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index). Данный индекс (оранжевый на графике) включает

компании с более продвинутыми показателями экологической, социальной и управленческой деятельности (ESG) по сравнению с аналогичными отраслевыми компаниями. В индекс входят почти 500 компаний из 27 развивающихся рынков (Россия, Польша, Турция, ОАЭ и др.). Второй индекс это индекс «Развивающиеся рынки» (MSCI Emerging Markets), который включает 1418 компаний из тех же 27 развивающихся стран. Индекс «ESG лидеры на развивающихся рынках» с конца 2013 года по ноябрь 2021 года вырос на 58%, в то время как, индекс «Развивающиеся рынки» вырос за тот же период на 30%. Годичная динамика двух индексов оказалась почти идентичной с небольшим перевесом индекса «Развивающиеся рынки» (зеленый на графике).

Ключевой вывод о том, что российский финансовый рынок не реагирует на ESG риски, находит подтверждение в других исследованиях. Например, на неучёт со стороны инвесторов даже физических климатических рисков указывает исследование Hong et al (2019)[143]. Исследование[144] МВФ также отмечает, что рыночные оценки не отражают климатические риски, а инвесторы уделяют недостаточно внимания этим рискам. Среди возможных причин этого явления можно привести следующие: 1) для российских компаний в настоящее время влияние ESG рисков на ключевые финансовые показатели не значимо; 2) высокая степень неопределенности и отсутствие стандартизированной информации; 3) протяженность во времени положительных ESG эффектов и реализации ESG рисков.

3.3 Рекомендации по совершенствованию политики российских банков в части внедрения принципов ответственного финансирования

Отсутствие значимого влияния ESG рисков на ключевые финансовые показатели российских компаний, не следует рассматривать в качестве

[143] Hong H., Li F. W., Xu J. Climate risks and market efficiency //Journal of Econometrics. – 2019. – Т. 208. – №. 1. – С. 265-281.

[144] Climate Change: Physical Risk and Equity Prices // International Monetary Fund. – 2020. – Global Financial Stability Report, Chapter 5.

постулата предполагающего, что российские банки должны игнорировать данный аспект в своей инвестиционной и иной финансовой деятельности. Во-первых, риски, связанные с глобальным энергетическим переходом и изменением климата, имеют очевидные материальные очертания для реального и финансового секторов российской экономики (подробнее см. параграф *3.1*). Во-вторых, как было показано выше (см. параграф *3.2*), российские банки могут воспользоваться долгосрочными преимуществами ESG инвестирования (более высокий долгосрочный рост рыночной капитализации). В-третьих, поскольку российский финансовый рынок не учитывает и не отражает ESG риски (особенно климатические риски), это обстоятельство может иметь серьезные последствия для стабильности национальной финансовой системы. Так как резкая и неожиданная переоценка стоимости всех активов в результате реализации климатических рисков может привести к большим финансовым потерям. Неверная оценка рисков изменения климата также может привести к нерациональному распределению и перераспределению финансовых ресурсов. Наглядно это можно показать на следующем примере: если цены на недвижимость не отражают риск наводнений или повышения уровня моря, это может способствовать чрезмерному жилищному строительству в опасных районах, что создает огромную угрозу для инфраструктуры и жизни людей. Аналогичный принцип действует и на финансовом рынке. Учитывая доминирующее и основополагающее положение российских банков на российском финансовом рынке то и в решении данной проблемы их роль ключевая.

Принимая во внимание выше сказанное, следует особо акцентировать внимание на климатических рисках и инструментах управления ими. Подавляющее большинство методов управления финансовыми рисками основаны на инструментах статистического и стохастического моделирования. Однако стандартные методы оценки рисков не подходят для

климатических рисков из-за их особого характера. Поэтому для решения проблем, связанных с климатическими рисками, сценарный анализ[145] считается основным методом оценки и управления рисками. После финансового кризиса 2008-2009 гг. рамки финансового регулирования были значительно расширены, и стресс-тестирование стало важной частью нормативных требований. В настоящее время стресс-тестирование является одним из основных элементов управления банковскими рисками, и используется в качестве инструмента для оценки способности банков справляться с возможными крупными убытками. Климатические риски сложны по своей природе, проявляются сразу на нескольких временных горизонтах (длинных и коротких) им присущи высокая неопределенность и неоднородность. Эти риски глобальны, охватывают экономику в целом, и в то же время различаются по ее секторам. Учитывая, что эти характеристики трудно уловить с помощью обычного подхода к управлению рисками, консенсус заключается в применении банками сценарного анализа для решения проблемы климатических рисков. Согласно рекомендациям «Рабочей группы по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата» (TCFD) основные аналитические соображения при проведении сценарного анализа можно разделить на три категории: параметры, допущения и аналитический выбор (Таблица 35). Эти соображения повлияют на сопоставимость анализа, а также на то, будут ли сценарии применяться последовательно и эффективно.

Допущения. Первая категория - это то, какие допущения следует сделать, чтобы можно было провести сценарный анализ. Допущения касаются, например, изменений государственной политики, развития технологий, структуры энергопотребления, цен на товары или ресурсы, а также сроков вероятных воздействий.

---

[145] **Сценарный анализ** - это процесс изучения и оценки различных потенциальных сценариев, которые могут иметь место в будущем, и прогнозирования возможных результатов. **Стресс тестирование** является разновидностью сценарного анализа, учитывающего только наихудшие сценарии.

Таблица 35 Аналитическая структура сценарного анализа

Параметры / Допущения	**Аналитический выбор**	**Экономическое воздействие**
Ставка дисконтирования (какую ставку дисконтирования применяет банк для дисконтирования будущей стоимости?) ***Цена на углерод*** (какие предположения о том, как цена на углерод будет меняться) ***Спрос на энергию и ее структура*** (какова будет общая потребности в энергии и ее структура по различным источникам энергии, например уголь / нефть / газ / атомная энергия / возобновляемые источники) ***Цена основных ресурсов и сырья*** (как будет меняться рыночная цена на основные ресурсы и сырье – нефть, газ и др.) ***Макроэкономические переменные*** (какие темпы роста ВВП, уровень занятости и другие экономические переменные будут использоваться) ***Демографические переменные*** (какие предположения делаются относительно роста населения и / или миграции) ***Эффективность*** (какие положительные аспекты повышения эффективности / перехода на чистую энергию / физических изменений включены в сценарий) ***Географические особенности*** (какие допущения банк делает о различиях параметров по регионам, странам, расположению активов и рынкам) ***Технологии*** - предположения о производительности / стоимости и уровнях развертывания с течением времени различных ключевых технологий со стороны предложения и спроса (солнечные батареи и т.д.) ***Государственная политика*** (стратегические цели, сигналы рынку, субсидии в ключевых секторах) ***Допущения о чувствительности климата*** - предположения о повышении температуры относительно увеличения CO2?	***Сценарии*** (какие сценарии использует банк) Является ли сценарный анализ качественным или количественным? ***Временные рамки*** (какой временной горизонт принимает банк до 2030, 2040, 2050 года) ***Сфера применения*** (применяется ли анализ ко всей цепочке стоимости (ресурсы, операции и рынки) или учитываются только прямые последствия для конкретных бизнес единиц / операций?) ***Климатические модели и данные*** (какие модели и данные используются для оценки рисков) ***Физические риски*** - при оценке физических рисков, какие конкретные риски были включены и их существенность. В какой мере банк оценивает влияние физических рисков на портфель компании (например, для крупнейших активов, наиболее уязвимых активов). В какой степени необходимо учитывать изменения, происходившие во всей **бизнес цепочке.**	***Прибыль*** (какие выводы делает банк о влиянии на прибыль компании и как выражает это влияние) ***Затраты*** (какие выводы банк делает о последствиях для операционных / производственных затрат компании и их динамики с течением времени) ***Доходы*** (какие выводы делает банк о последствиях для доходов компании от основной деятельности) ***Активы*** (каковы последствия для стоимости активов) ***Капитальные затраты*** (каковы изменения в капитальных затратах) ***Сроки*** - какие выводы организация делает о динамике затрат, доходов и прибылей во времени (через 5, 10, 20 лет) ***Стратегия адаптации*** (например, предполагаемые изменения в планах капитальных затрат, изменения в портфеле посредством приобретений и продаж, выбытие активов, выход на новые рынки и т. д.) Нарушения бизнес процесса из-за физических воздействий

Источник: составлено автором на основе рекомендаций TCFD

Параметры. Все сценарии содержат критические параметры, которые задают ключевые направления сценарного анализа, например, макроэкономические переменные, демографические переменные, а также, такие как ставка дисконтирования и цена углерода. Банкам сначала необходимо понять и определить, какие параметры имеют решающее значение для их деятельности и как их интегрировать в свои сценарии.

Аналитический выбор. Другие аналитические соображения, которые следует учитывать, - это выбор сценариев, временных рамок, вспомогательных данных и моделей.

Важнейшим аспектом сценарного анализа является выбор подходящих сценариев. Сегодня существует почти бесконечное множество возможных сценариев, но ожидается, что банки будут использовать только ограниченное число сценариев, обеспечивающее рациональное разнообразие. В целом, сценарии должны соответствовать нескольким требованиям: они должны быть правдоподобными, отличительными (различные сценарии должны фокусироваться на различной комбинации факторов), последовательными, актуальными и сложными (давать ответы на сложные вопросы). Некоторые международные организации предлагают использовать разработанные ими готовые сценарии: сценарии Межправительственной группы экспертов по изменению климата (IPCC), сценарии Международного энергетического агентства (IEA).

Эффективным способом управления климатическими рисками является оценка их влияния на традиционные категории банковских рисков и проверка банками соответствующих гипотез об их влиянии на следующие показатели: вероятность дефолта, убытки в случае дефолта, истощение капитала, премия за риск, прибыль и другие (см. Таблицы 36 и 37).

Влияние физических рисков на традиционные категории банковских рисков

Таблица 36 Возможные гипотезы при сценарном моделировании реализации физических рисков

Кредитный риск	Снижение стоимости капитала из-за стихийных бедствий	Увеличение убытков в случае дефолта (LDG)
	Снижение способности обслуживать долг из-за стихийных бедствий	Увеличение вероятности дефолта (PD) и числа просроченных кредитов
	Снижение производительности и доходов из-за повышения температуры	Увеличение вероятности дефолта (PD) и числа просроченных кредитов
	Разорение целых регионов наводнениями и штормами	Региональные банки сталкиваются с риском концентрации
Рыночный риск	Повышение волатильности цен из-за стихийных бедствий	Повышение волатильности реальных процентных ставок
	Растущая неопределенность по поводу стихийных бедствий	Повышение премии за риск
	Внезапный отток капитала из-за стихийных бедствий	Повышение волатильности обменного курса
	Повышение странового риска из-за повышения уровня моря	Падение стоимости суверенных облигаций, уменьшение безрисковых активов
Операционный риск	Разрушение банковской инфраструктуры из-за стихийных бедствий	Потеря доходов, затраты на ремонт
	Рост стоимости страховки	Снижение прибыли
	Увеличение расходов на адаптацию к изменению климата	Снижение прибыли
Риск ликвидности	Внезапные изъятия средств из банков при стихийных бедствиях	Риск несоответствия сроков погашения, массовые изъятия из региональных банков
	Высокий спрос на экстренные кредиты в случае стихийных бедствий	Риск несоответствия сроков погашения
Риск «эффекта домино»	«Эффект домино» из-за экономических связей с пострадавшими от бедствий секторами	Повышение премии за риск
Системный риск	Недооценка стихийных бедствий в моделях оценки риска	Истощение банковского капитала
	Растущая корреляция дефолтов, когда экономика страдает от новых стихийных бедствий	Увеличение рисков корреляции

Источник: составлено автором

Влияние рисков перехода на традиционные категории банковских рисков

Таблица 37 Возможные гипотезы при сценарном моделировании реализации рисков перехода

Кредитный риск	Сильная девальвация углеродных активов	Повышение вероятности дефолта (PD), рост числа списаний
	Снижение доходов должников из-за новых налогов на выбросы углерода	Повышение вероятности дефолта (PD)
	Увеличение инвестиций в новые, изначально более рискованные технологии	Повышение вероятности дефолта (PD)
Рыночный риск	Изменение поведения клиентов	Сдвиг кривой спроса, рост волатильности цен
	Рост инфляционных ожиданий из-за налогов на выбросы углерода	Рост неопределенность в отношении реальных процентных ставок
	Сильная девальвация углеродных отраслей / снижение суверенного рейтинга стран – производителей углеводородов	Появление убыточных активов, высокие премии за риск
	Растущая неопределенность в отношении будущих технологий или правил	Повышение премии за риск
Риск ликвидности	«Убыточные активы» более не смогут торговаться на рынках	Рост числа списаний, истощение капитала
Операционный риск	Рост цен на углеродные технологии	Рост операционных затрат
	Ужесточение обязательств по отчетности о выбросах	Рост операционных затрат
Системный риск	Одновременный вывод средств из потенциальных убыточных активов	Высокая волатильность цен на активы, рост числа списаний
	Отсутствие или задержка адекватных регуляторных мер на новые вызовы	Повышение премии за риск, повышение вероятности дефолта (PD)
Репутационный риск	Отсутствие осведомленности о финансовых рисках, связанных с климатом	Понижение рейтингов, повышение премии за риск
	Общественное осуждение компаний – активных эмитентов парниковых газов	Потеря клиентов, трудности в привлечение сотрудников

Источник: составлено автором

Альтернативный подход к сценарному анализу компаний (получателей банковского финансирования и банковских инвестиций) предлагает Финансовая инициатива программы ООН по окружающей среде (UNEP FI). Влияния климатических рисков (физических и рисков перехода) происходит посредством четырех каналов: макро среда, цепочки поставок, операционная деятельность и активы, рынки. Глубина этого воздействия в свою очередь определяется посредством трех параметров: 1) подверженность к риску; 2) чувствительность к риску; 3) способность адаптироваться.

Методы оценки воздействия физического риска

	Подверженность риску	**Чувствительность к риску**	**Способность адаптироваться**
Макро среда	Экономическая диверсификация, локация	Экономическая зависимость от уязвимых к климатическим рискам секторов	Бюджетная и денежно кредитная гибкость, уровень экономического развития
Цепочки поставок	Локация поставщиков	Ресурсная зависимость поставщиков и их устойчивость к шоку	Способность производителя перенаправить цепочки поставок
Операционная деятельность и активы	Локация инфраструктуры, производства	Производственная зависимость от ресурсов и капиталовложений	Устойчивость производственных мощностей и отдельных объектов инфраструктуры
Рынки	Локация продаж	Рыночная эластичность к погодным явлениям и ценовым шокам	Способность производителя переориентировать клиентскую базу и переложить затраты

Источник: составлено автором на основе рекомендаций UNEP FI

Макро среда. Экстремальные погодные явления могут разрушить производства и снизить производительность. Это означает, что реализация физических климатических рисков повлияет на совокупный объем производства товаров и услуг (ВВП) стран. В некоторых случаях шоки со стороны предложения, вызванные физическими рисками, также могут

вызвать резкий рост инфляции, который, если его не предвидеть, может привести к изменениям реальных процентных ставок. В то же время неравномерное воздействие изменения климата на страны может повлиять на региональный торговый баланс и обменные курсы. В итоге эти изменения отразятся на деятельности компаний связанных с заданной макро средой.

Цепочки поставок. Экстренные или систематические физические риски могут иметь существенное влияние на доступность и цены на ресурсы для производственных процессов компании. Местоположение собственных производственных мощностей компании в данном случае не имеет значения, поскольку сложные цепочки поставок распространены по всему миру.

Операционная деятельность и активы. Наиболее прямым каналом воздействия для компании может быть физическая опасность для ее операционной деятельности и активов. Негативные воздействия могут варьироваться от долгосрочных воздействий на производительность до перерывов в работе.

Рынки. Если клиенты (или конечные потребители) компании пострадают от реализации физических климатических рисков, то это может снизить спрос на ее продукцию.

Подверженность компании физическому ***риску*** определяется ее географическим положением, которое, в свою очередь, определяет вероятность наступления физического ущерба.

Чувствительность компании к физическому ***риску*** определяется ее зависимостью от факторов, на которые с наибольшей вероятностью может повлиять климатическое явление.

Способность адаптироваться относится к способности компании приспосабливаться, будь то путем смены поставщиков или клиентской базы или путем адаптации активов.

Методы оценки воздействия рисков перехода

	Подверженность риску	Чувствительность к риску	Способность адаптироваться
Макро среда	Экономическая диверсификация, политико-правовой климат	Зависимость от секторов с высоким углеродным следом	Бюджетная, денежно кредитная, политико-правовая гибкость, уровень экономического развития
Цепочки поставок	Локация (углеродное ценообразование) поставщиков	Углеродная интенсивность поставщиков и возможности переложить затраты	Возможности производителя переориентироваться на низко-углеродных поставщиков
Операционная деятельность и активы	Локация (углеродное ценообразование) инфраструктуры	Углеродная интенсивность производства	Потенциал производителя по сокращению выбросов
Рынки	Локация (углеродное ценообразование) продаж	Смена рыночных предпочтений, изменение цен, углеродная интенсивность потребления	Способность производителя переориентировать клиентскую базу и переложить затраты

Источник: составлено автором на основе рекомендаций UNEP FI

Макро среда. По мере того, как страны будут стремиться достичь цели Парижского соглашения, изменения в государственной политике и технологиях будут влиять на выпуск и производство различных товаров и услуг. Это, вероятно, приведет к изменению отраслевой структуры и конкурентных позиций стран на мировом рынке за счет изменения обменных курсов и торговых балансов. В то же время технологические инновации или резкое повышение цен на углерод может вызвать неожиданные ценовые шоки и привести к высокой инфляции. Высокая инфляция в свою очередь может привести к изменению реальных процентных ставок и обменных курсов, что повлияет на деятельность компаний.

Цепочки поставок. Изменения в политике, затрагивающие поставщиков компании, могут повлиять на ее производственные затраты, если поставщики с высоким углеродным следом переложат цену на углерод на компанию (клиента). Данное обстоятельство может удвоить бремя углеродного

ценообразования для компаний с высоким углеродным следом, которые будут также вынуждены нести затраты за собственные выбросы и, возможно, вынудить их рассмотреть альтернативных поставщиков с более низким уровнем выбросов парниковых газов.

Операционная деятельность и активы. Прямой канал воздействия, который учитывает влияние изменений в политике и технологиях на операционную деятельность компании и ее выбросы.

Рынки. Для компаний, чья продукция выделяет высокий углеродный след при потреблении, изменения в политике и технологиях будут ощущаться почти исключительно через рынки. Это означает, что клиенты компании – производителя столкнутся с серьезными затратами из-за углеродного ценообразования (и/или налога) и как следствие сократят спрос. Снижение спроса также может произойти из-за смены рыночных предпочтений в пользу низко углеродной продукции.

Подверженность компании ***риску*** перехода определяется ее географическим положением, которое будет определять политику в отношении климата, которой компания должна соответствовать.

Чувствительность компании к ***риску*** перехода будет зависеть от интенсивности ее выбросов, которая определяет дополнительные затраты, которые компания будет нести на единицу производимой продукции.

Способность адаптироваться подразумевает способность компании уходить от поставщиков и потребителей с высоким углеродным следом, перекладывать расходы или напрямую сокращать свои выбросы парниковых газов - например, за счет мер по повышению энергетической эффективности. Адаптивная способность зависит также от возможности замены ресурсов низко углеродными альтернативами. Если текущую бизнес модель легко поменять на альтернативную модель с более низким уровнем выбросов углерода, у компании будет больше возможностей адаптироваться к риску перехода.

Приведенная выше структура может быть использована банком для оценки подверженности разных компаний к климатическим рискам в процессе принятия решения об инвестировании или предоставлении банковского финансирования. На основе аналитического сценарного анализа банки могут создавать скоринговые системы (качественные и количественные) для оценки уязвимости отдельных компаний перед наступлением климатических рисков. Со временем такая оценка будет транслирована на весь финансовый рынок и рынок начнет реагировать и оценивать климатические риски. Такая оценка приведет к тому, что распределение финансовых ресурсов будет рациональной и эффективной, то есть: при прочих равных условиях для компаний с низкими климатическими рисками будет дешевле и легче привлекать капитал, а для компаний с высокими климатическими рисками будет стимул принять шаги по снижению своей подверженности / чувствительности к климатическим рискам. Таким образом, удастся смягчить последствия неожиданной резкой реализации климатических рисков (климатического момента Мински) на финансовом рынке. Если же ситуация останется неизменной (финансовый рынок не оценивает ESG риски), то вероятно, повторится ситуация 2008 года, когда рынок игнорировал (не оценивал) ипотечные риски.

Модель оценки климатических рисков. Высокая степень неопределенности и отсутствие стандартизированной отчетности по раскрытию нефинансовой информации являются главными барьерами для эффективной оценки банками климатических рисков. Однако используя доступные данные уже в настоящее время можно приблизительно определить подверженность компании к климатическим рискам. Для этого мы предлагаем банкам использовать следующую формулу:

(3)

$$\boldsymbol{CR} = \frac{\boldsymbol{CO_2 Emission \times Carbon\ Price}}{\boldsymbol{Revenue}} + \frac{\boldsymbol{Foreign\ Financing \times (P)}}{\boldsymbol{Equity + LTD}} + \frac{\boldsymbol{Value\ of\ Assets\ at\ Physical\ Risk}}{\boldsymbol{Total\ Assets}}$$

CR – климатический риск компании;

CO_2 Emission – объем эмиссии углерода компанией за 1 год (в тоннах);

Carbon Price – цена углерода на EU ETS (Европейская система торговли квотами на выбросы);

Revenue – выручка компании за год;

Foreign Financing – размер зарубежного финансирования, получаемого компанией от инвесторов (кредиторов), соответствующих одному из нижеперечисленных условий:

- Инвестор (кредитор) резидент развитой страны (по классификации ООН) – подписанта Парижского климатического соглашения.
- Инвестор (кредитор) резидент страны, которая законодательно ограничила или планирует ограничить финансирование «углеродных» секторов и компаний.
- Инвестор (кредитор) официально объявил о собственном намерении ограничить или полностью исключить «углеродные» сектора и компании из своего портфеля.

Equity – размер собственного капитала компании;

LTD – размер долгосрочных заимствований;

(P) = бинарная качественная переменная, принимающая значение либо 0, либо 1.

$$(P) = \begin{cases} 1, \text{если у компании высокая углеродная интенсивность} \\ 0, \text{ если у компании низкая углеродная интенсивность} \end{cases}$$

Value of Assets at physical Risk – балансовая стоимость активов, подверженных потенциальному физическому климатическому риску (например, пожары, наводнения, природные катаклизмы). Список таких активов определяется путем экспертных оценок.

Total Assets – общая балансовая стоимость всех активов компании.

С помощью данной формулы банки могут сравнивать компании с разным уровнем климатических рисков, а также устанавливать разные премии за риск и внутренние рейтинги каждой компании. Например, у *Компании А*

коэффициент климатического риска (*CR*) составляет *0.8*, а у *Компании В* этот показатель равен *0,2*. Следовательно, премию за риск для *Компании А* банк устанавливает выше, чем для *Компании В*. Было бы более целесообразно, если бы банки применяли этот подход при принятии долгосрочных инвестиционных и прочих решений о предоставлении долгосрочного финансирования. Нужно также выделить, что первые два компонента формулы измеряют уровень риска перехода, а третий компонент уровень физического риска. Оценить климатический риск перехода для банковского инвестиционного портфеля можно, используя следующую формулу:

(4)

$$\text{УИП} = \sum_{i=1}^{n} \left(\frac{\text{инвестиции в компанию}_i}{\text{общая стоимость портфеля}} \times \frac{\text{эмиссия компании}_i}{\text{выручка компании}_i} \right)$$

УИП (углеродная интенсивность портфеля) – показатель климатического риска перехода инвестиционного портфеля.

В ходе анализа практики международных банков мы выявили, что некоторые банки (для оценки рисков перехода портфеля) используют формулу, скорректированную на рыночную капитализацию компаний:

(5)

$$\text{УСП} = \frac{\sum_{i}^{n} \left(\frac{\text{инвестиции в компанию}_i}{\text{рыночная капитализация компании}_i} \times \text{эмиссия компании}_i \right)}{\text{общая стоимость портфеля}}$$

УСП (углеродный след портфеля) показатель климатического риска перехода инвестиционного портфеля, скорректированный на рыночную капитализацию компаний.

Последние две формулы (УИП, УСП) предназначены исключительно для оценки рисков перехода, что говорит об их некоторой ограниченности. Формула *CR* позволяет одновременно учитывать риск перехода, связанный с изменением регуляторной политики, риск перехода, связанный с изменением вкуса и предпочтений инвесторов (поведенческий риск

перехода) и физический риск. Предложенные формулы позволяют банкам легко и эффективно оценивать климатические риски.

Важно также учитывать положительную долгосрочную рыночную оценку компаний с высоким ESG рейтингом. Российским банкам необходимо обратить внимание на этот крайне важный аспект при принятии решений о долгосрочном инвестировании. Несмотря на то, что факторы ESG на краткосрочном временном горизонте не оказывают влияния на финансовые показатели компаний, однако их долгосрочное положительное влияние значимо. Следовательно, российским банкам при планировании долгосрочных инвестиций стоит ориентироваться не только на финансово-экономические показатели, но и существенные ESG показатели. Обычно отправной точкой для разработки банками ESG стратегии является соблюдение международных соглашений об устойчивом развитии, таких как Цели устойчивого развития ООН и Парижское соглашение. Другие известные международные инициативы в области устойчивого развития, которые способствуют интеграции ESG принципов в деятельность банков, включают Принципы ответственного финансирования ООН, Принципы ответственного банковского бизнеса ЮНЕП, Принципы Экватора. Эти международные инициативы представляют собой эффективный и бесплатный инструмент для разработки российскими банками своих ESG стратегий. Присоединение к международным инициативам устойчивости также существенно уменьшит репутационные риски российских банков, в некоторых случаях поможет привлечь зарубежное финансирование на более выгодных условиях (благодаря более высокому ESG рейтингу банка).

Мы также предлагаем банкам использовать рамочную модель (**см. Приложение № 3**) интеграции ESG факторов в процесс принятия инвестиционных решений. Предложенная рамочная модель основана на принципе существенности (учет тех ESG факторов, которые представляют собой существенные финансовые риски для банка) и соответствует приведенному ранее определению ESG инвестирования. Оценить

существенность ESG факторов для отдельных компаний / секторов можно с помощью карты существенности (**см. Приложение № 4**). Вдобавок к выше сказанному мы предлагаем банкам рассмотреть концепцию «Расширенного баланса» и концепцию «премии за социальный и экологический риск» (**см. Приложение № 5**) при оценке компании и стоимости активов. Рекомендации в части ESG деятельности российских банков представлены в **Приложении № 6**.

Опыт крупнейших международных банков показывает, что одним из эффективных направлений стратегии ESG инвестирования выступает выделение целевого ESG кредита. Зачастую это среднесрочные и долгосрочные банковские инвестиции суммы, которых варьируются от нескольких десятков до сотен миллиардов долларов. Российским банкам такие инвестиции было бы рационально предоставить уязвимым перед климатическими рисками компаниям и секторам экономики, чтобы повысить их способность адаптироваться (Пример 1).

Пример 1

Самые уязвимые сектора российской экономики	**Возможные направления для целевого финансирования**
Нефтегазовый сектор	Увеличение доли газа в структуре энергетического экспорта; увеличение экспортных мощностей для экспорта газа в Азию
Цветная металлургия	Переход на технологии с меньшей углеродной интенсивностью.
Черная металлургия	Модернизация производства.
Сельское хозяйство	Выведение новых сортов стратегических культур устойчивых к изменению климата
Химическая промышленность	Декарбонизация производства
Строительный сектор	Внедрение ESG принципов в производство строительных материалов; строительство «зеленых» домов
Транспорт	Развитие сегмента электротранспорта

Пример 2 Пример внутренней ESG таксономии банка

<table>
<tr><td>Параметр 1
(Использование средств)</td><td>Параметр 2
(Профиль компании)</td><td>Параметр 3
(Продукт)</td></tr>
<tr><td>1. Связано ли использование средств с целевой экономической деятельностью / проектом
(Да)</td><td>1. Получает ли компания 90% выручки от деятельности, определяемой в соответствии с концепцией банка как устойчивая?
(Да)</td><td>1. Это продукт, связанный с устойчивым развитием?
(Да)</td></tr>
<tr><td>2. Соответствует ли использование средств экологическим или социальным критериям приемлемости?
(Да)</td><td rowspan="2">2. Успешно ли пройдена комплексная экологическая и социальная экспертиза (due diligence)?
(Да)</td><td rowspan="2">2. Успешно ли пройдена комплексная экологическая и социальная экспертиза (due diligence)?
(Да)</td></tr>
<tr><td>3. Успешно ли пройдена комплексная экологическая и социальная экспертиза (due diligence)?
(Да)</td></tr>
<tr><td colspan="3">Устойчивое (ответственное) финансирование</td></tr>
</table>

Некоторые крупные банки по аналогии с государствами разрабатывают свои собственные ESG таксономии (Пример 2) для классификации инвестиций в компании / проекты в рамках устойчивого финансирования. Логика классификации в первую очередь предполагает оценку использования средств, где это возможно. Критерии приемлемости для использования средств основаны на экологических и социальных аспектах и приведены в соответствие с признанными международными принципами (например, Социальными Принципами ICMA и Принципами Зеленых Облигаций). Если цели использования средств не указаны или средства предназначены для обще корпоративных целей, приемлемость транзакции будет оцениваться на основе профиля компании. Последним параметром вступает тип продукта и определяет, связан ли продукт с устойчивым развитием. Экологические и социальные критерии разрабатываются банками на основе Целей устойчивого развития ООН и положений Парижского соглашения. С помощью внутренней ESG таксономии банки могут определить, какие

компании / проекты являются «зелеными» и «социально значимыми». Такая методология может быть применена российскими банками с учетом специфики их деятельности и специфики российской экономики.

В целом резюмируя вышесказанное российским банкам необходимо расширить: а) свой инструментарий управления рисками, включив туда оценку климатических рисков, б) инвестиционную политику, принимая во внимание нефинансовые ESG факторы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Глобальная дискуссия вокруг концепции социально ответственного инвестирования (ESG инвестирования) стремительно развивается в последние годы, что подтверждает рост публикаций академической и профессиональной литературы, посвященной данной тематике. Экспоненциальный рост интереса к вышеназванным проблемам можно объяснить сменой общей социально-экономической парадигмы от доктрины Фридмана к концепции «устойчивого развития». Драйверами этих изменений выступают новые международные соглашения (например, Цели устойчивого развития ООН, Парижское соглашение и др.), изменения вкусов и предпочтений глобальных инвесторов и потребителей (декарбонизация портфеля, декарбонизация потребления), новые рыночные тренды (углеродный налог; углеродные сертификаты/квоты, углеродное ценообразование; трансграничное углеродное регулирование), рост научных знаний о новых рисках и об их необратимых последствиях (климатические риски), технологические сдвиги (стремительное снижение себестоимости чистых источников энергии и расширение их применения).

Изменения такого масштаба и качества отражаются на финансовом рынке и на его участниках, создавая факторы риска и возможности их реализации как на макро- уровне, так и на микро- уровне. В связи с этим возникает необходимость в уточнении понятийного аппарата, в частности, сущности следующих понятий: принципы ответственного финансирования, социально ответственное инвестирование, ESG инвестирование, ESG факторы и риски.

1. Определение ответственного финансирования в диссертации сформулировано следующим образом. Ответственное финансирование – это финансирование, которое (наряду с извлечением экономической выгоды) направлено на достижение Целей устойчивого развития ООН, а также положений Парижского климатического соглашения и других

международных и национальных документов, затрагивающих устойчивое развитие экономики и общества.

Понятия «ESG инвестирование» и «социально ответственное инвестирование» в международной практике и терминологии используются как синонимы. Авторское определение «ESG инвестирования» (или «социально ответственного инвестирования») сформулировано в диссертации следующим образом. Это - инвестирование, которое (наряду с извлечением экономической выгоды) направлено на учет экологических, социальных и управленческих факторов в инвестиционных решениях, чтобы лучше управлять рисками и генерировать устойчивую, долгосрочную отдачу.

Следует отметить, что в современных реалиях для большинства ESG инвесторов первоочередной целью является получение экономической выгоды, вторичной целью является получение социальной отдачи и, наконец, третьей целью снижение рисков (например, рисков репутации). Следовательно, к ESG инвестированию не относится, например, благотворительность. Также ESG инвестирование не предполагает ущемление интересов акционеров и инвесторов в пользу интересов общества.

В этой связи в диссертации сделан вывод, что ESG инвестированию *не присуще*: а) отсутствие финансовой отдачи для инвестора и б) ущерб интересам инвестора для достижения социальной отдачи и, напротив, *присуще* учет социальных, экологических, управленческих факторов и рисков в процессе принятия инвестиционных решений.

Такое понимание сущности концепции ESG инвестирования является определяющим в разработке ее методологии и реализации на практике со стороны инвесторов и банков.

2. Уточнены и классифицированы подходы и стратегии ESG инвестирования. Подходы ESG инвестирования – это, каким образом банк или инвестор видят и формулируют социально ответственное инвестирование в своей деятельности. Стратегии ESG инвестирования – это, каким образом банк или инвестор реализуют свое видение ESG и соотносят

его с определенной целью. В процессе исследования были выявлены семь подходов ESG инвестирования: отрицательный (исключающий) скрининг; позитивный / «лучший в своем классе» скрининг; скрининг, основанный на нормах; устойчивое тематическое инвестирование; инвестиции социального воздействия; корпоративное участие и активное владение; интеграция факторов ESG.

Кроме того, были выявлены семь ESG стратегий, которые классифицируются следующим образом: стратегия устойчивая альфа, стратегия смарт бета, стратегия активный инвестор, стратегия преобразования (воздействия); отборочная стратегия; стратегия хеджирования климатических рисков; инвестиции в Цели устойчивого развития ООН.

В последние несколько лет в мире доминировал подход отрицательного / исключающего скрининга к ESG инвестированию (предварительное исключение из портфеля ценных бумаг определенных компаний и секторов). Преимущества данного подхода заключаются в простоте применения и отсутствии необходимости собирать и анализировать детализированные ESG данные. Слабой стороной подхода «исключающего скрининга» считается то обстоятельство, что от предварительного исключение из портфеля некоторых компаний и секторов может пострадать доходность портфеля (так как сужается возможность диверсификации). В последнее время в связи с ростом качества и количества ESG данных и качества раскрытия ESG информации компаниями широкое применение получает подход ESG интеграция – явное и систематическое включение факторов ESG в инвестиционный анализ и процесс принятия инвестиционных решений. Это целостный подход к инвестиционному анализу, при котором ESG факторы и традиционные финансовые факторы выявляются и оцениваются для принятия инвестиционного решения. В настоящее время не существует общепринятого списка факторов ESG и связанных с ними рисков, которые могут быть непосредственно применены банковским сектором. Некоторые

международные организации утверждают, что такой список, вероятно, будет неполным и скоро устареет из-за постоянной эволюции ESG факторов. Более того, учитывая, что ESG охватывает широкий спектр тем, они определяются и устанавливаются банками по приоритетам на основе географии, сектора, клиентского сегмента и типа рассматриваемого продукта.

ESG риски определяются в диссертации как события или условия, связанные с экологическими, социальными, корпоративными факторами, которые могут иметь негативное влияние на банки (например, на активы банка).

Проведенный нами мета анализ эмпирических академических и профессиональных исследований, опубликованных в международных рецензируемых журналах, показал следующее: большинство исследований констатируют значимую положительную корреляцию между ESG рейтингом компаний и их финансовыми показателями, как балансовыми, так и рыночными. При этом некоторые исследования констатируют отсутствие какой-либо значимой связи между ESG рейтингом и финансовыми показателями, а некоторые (крайне малая часть!) и вовсе указывают на негативное влияние ESG практики на финансовые показатели. Смешанный характер полученных результатов с одной стороны характерен для гуманитарных дисциплин (из-за разницы в методологии и выборке), а с другой стороны обусловлен отсутствием унифицированных методов измерения и оценки ESG характеристик организаций. Мало совпадают между собой ESG оценки одних и тех же субъектов, представленные разными поставщиками ESG данных. Данная проблема является одним из главных барьеров на пути активной интеграции ESG в инвестиционный анализ банками и указывает на необходимость унификации и гармонизации ESG оценок и отчетности.

3. Отправной точкой на пути внедрения принципов ESG в инвестиционную стратегию банков являются международные стандарты и инициативы, разработанные профильными международными организациями. В ходе рассмотрения ключевых международных ESG стандартов в

диссертации выделены базовые компоненты (блоки) *ответственной инвестиционной политики* банка:

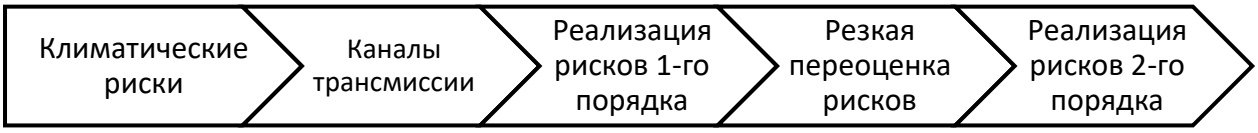
- вопросы имплементации ESG факторов в инвестиционную стратегию банка;
- рекомендации по активному взаимодействию банка с заинтересованными сторонами инвестиционного процесса;
- оценку неблагоприятных факторов воздействия и последствий;
- меры и возможности минимизации влияния негативных рисков и воздействий;
- вопросы эффективного управления и мониторинга реализации политики;
- требования по обеспечению отчетности и прозрачности в реализации политики;
- рекомендации по продвижению и поощрению ответственного ведения бизнеса.

4. Исследование политики ответственного финансирования крупнейших международных банков показало, что некоторые банки идут по пути создания собственных (внутренних) ESG таксономий, чтобы понять соответствуют ли инвестиции, финансовые продукты и экономическая деятельность критериям, которые они определяют как способствующие устойчивому развитию, и в какой степени. Эти таксономии зачастую основываются на критериях Принципов зеленых облигаций ICMA (Международной ассоциации рынков капитала), Принципов социальных облигаций ICMA, Стандартов облигаций устойчивого развития ICMA, Принципов облигаций, связанных с устойчивым развитием, Таксономии ЕС.

5. Особое внимание среди ESG рисков и факторов следует обратить на климатические факторы (E) и связанные с ними риски, так как они активно влияют на банковскую и финансовую практику в силу своей необратимости и объективности. Изменение климата с точки зрения банковского бизнеса

является источником финансового риска. Физические риски могут привести к более высоким кредитным рискам и финансовым потерям из-за снижения стоимости активов. Учитывая, что действия по смягчению последствий изменения климата часто требуют радикальных изменений и корректировок политики со стороны государственного и частного секторов, большой круг активов рискует превратиться в **убыточные активы** (непредвиденное или преждевременное списание, девальвация или преобразование в обязательства). Это особенно характерно для секторов и активов, связанных с добычей углеводородов, что в результате переоценки может привести к увеличению кредитного и рыночного риска для банков. Анализ результатов стресс тестов европейских банков показал, что подверженность банков к климатическим рискам определяется через кредитование и держание акций и облигаций компаний из уязвимых к климатическим шокам секторов (производство ископаемого топлива; сектор коммунальных услуг; энергоемкие сектора; жилищное строительство, транспорт). При этом убытки банков формируются в результате: 1) реализация рисков первого порядка (рыночное обесценение активов на балансе банков); 2) реализация рисков второго порядка (распространение рисков на межбанковский рынок и далее по всему финансовому рынку).

Схема 6 Механизм реализации климатических рисков



Климатические риски остаются актуальными в контексте российской экономики особенно в силу изменения структуры энергетического баланса ЕС в пользу возобновляемых источников, введения механизма трансграничного углеродного регулирования и возможной реализации физических рисков на территории Российской Федерации.

Основными каналами трансмиссии (передачи убытков) в долгосрочной перспективе выступают: снижение прибыльности компаний (т.е. снижение

выручки и рост операционных затрат); увеличение капитальных затрат на адаптацию; падение рыночной стоимости активов; повышение стоимости международного кредита; снижение ВВП/совокупного спроса; снижение курса национальной валюты.

6. Для выявления влияния ESG рисков на финансовые результаты (рыночные и балансовые) российских компаний – получателей банковского финансирования, в диссертации представлен корреляционный и эконометрический анализ. Результаты анализа показали, что ESG риски не оказывают значимого влияния на финансовые показатели (P/E; Payout Ratio; EV/EBITDA; P/B; Profit Margin; ROA; ROE; Current Ratio; Beta) российских компаний. Исключение составило совместное влияние ESG рисков на показатель текущей ликвидности (Current Ratio): влияние ESG рисков на показатель текущей ликвидности российских компаний оказалось «в целом» значимо отрицательным. Отдельно следует отметить наличие сильной отрицательной корреляции между показателем текущей ликвидности и рисками корпоративного управления (G – риск). Сравнительный анализ краткосрочной / долгосрочной динамики рыночной капитализации российских и зарубежных компаний показал:

- В краткосрочной перспективе компании с высоким ESG рейтингом (низким ESG риском) не превосходят по темпам роста рыночной капитализации компании с низким ESG рейтингом (высоким ESG риском).
- В долгосрочной перспективе компании с высоким ESG рейтингом (низким ESG риском) значительно превосходят по темпам роста рыночной капитализации компании с низким ESG рейтингом (высоким ESG риском).

7. Анализ современной российской практики учета (оценки) уровня ESG рисков на основе сопоставления доходности наблюдаемых компаний показал, что российский фондовый рынок игнорирует (не реагирует на) ESG риски. Данный тезис косвенно подтверждает выводы проведенного ранее

многофакторного регрессионного анализа о незначимом влиянии ESG рисков на ключевые финансовые показатели российских компаний. Учитывая, что климатические риски имеют очевидные материальные очертания для российской экономики, игнорирование этих рисков со стороны фондового рынка может привести к серьезным финансовым потерям или даже коллапсу из-за непредвиденной переоценки рисков и ожиданий. Чтобы избежать финансового кризиса и убытков банков в диссертации предлагается использовать формулу оценки климатических рисков и провести сценарный анализ подверженности разных компаний климатическим рискам в процессе принятия инвестиционных решений. В общей рамочной модели сценарного анализа приведенной в диссертации, предусмотрено, что параметры и допущения сценарного анализа каждым банком определяются исходя из географии, сектора, рынков сбыта, клиентского сегмента. Кроме того, в диссертации представлен алгоритм интеграции ESG факторов в процесс принятия банками инвестиционных решений.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

(Нормативно-правовые акты)

1. Федеральный закон от 2 июля 2021 г. N 296-ФЗ "Об ограничении выбросов парниковых газов".
2. Указ Президента РФ от 4 ноября 2020 г. № 666 “О сокращении выбросов парниковых газов”.
3. Постановление Правительства Российской Федерации от 21.09.2019 № 1228 "О принятии Парижского соглашения".
4. Национальный план мероприятий первого этапа адаптации к изменениям климата на период до 2022 года Правительства РФ.
5. Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного финансирования // ЦБ РФ. – 2019.

(Аналитические доклады и материалы)

6. A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk. // NGFS. – 2019.
7. A financial industry benchmark for determining, assessing and managing environmental and social risk in projects // The Equator Principles. – 2020.
8. A practical guide to active ownership in listed equity // PRI. – 2018. URL: https://www.unpri.org/listed-equity/introduction-to-active-ownership-in-listed-equity-/2719.article (дата обращения 20.05.21).
9. BoE. Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability. Speech given by Mark Carney, Governor of the Bank of England (BoE) to Lloyd’s of London, UK. 2015, URL: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A (дата обращения 21.03.21).
10. Climate Change 2021: The Physical Science Basis // IPCC. – 2021. URL: https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_Full_Report.pdf (дата обращения 21.06.21).
11. Climate Change: Physical Risk and Equity Prices // International Monetary Fund. – 2020. – Global Financial Stability Report, Chapter 5.
12. Climate disclosures within the Annual Financial Reports of Banks (Phase 1) // KPMG. – 2021. URL: https://home.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/05/climate-blog-1.pdf (дата обращения 10.10.21).

13. Climate risk is financial risk – For banks it's a board-level issue // KPMG. – 2021. URL: https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/04/banks-climate-change-reporting.html (дата обращения 10.10.21).
14. Environmental and Social Policy Framework // Citigroup. – 2021.
15. Environmental, health, and safety general guidelines // The World Bank.
16. Environmental, Social and Governance Report // JPMorgan Chase. – 2020.
17. Fiduciary Duty in the 21st Century // UN Global Compact, UNEP FI, UN PRI. – 2015. URL: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf (дата обращения 16.05.21)
18. Financial Stability Review Q4 2020 - Q1 2021 // Банк России. – 2021.
19. Giving green a chance // Deloitte. – 2021. URL: https://www2.deloitte.com/us/en/insights/economy/eu-climate-change-carbon-tariff-global-trade.html (дата обращения 01.10.21).
20. Global financial stability report: lower for longer // IMF. – 2019.
21. Global warming of 1.5°C // IPCC. – 2018.
22. Institutional investing for SDGs: A Joint Discussion Paper from MSCI and the OECD // OECD, MSCI. – 2018. URL: https://www.msci.com/documents/10199/239004/Institutional_Investing_for_the_SDGs.pdf (дата обращения 05.04.21).
23. *Intangible Asset Market Value Study* // Ocean Tomo. – 2020.
24. *Interpretation Note on Environmental and Social Categorization* // IFC. – 2012.
25. Net Zero by 2050 // IEA. – 2021. Paris. URL: https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050 (дата обращения 27.06.21).
26. OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance. // OECD. – 2020.
27. *Optimizing the Risk and Return of Climate Change: Risk and Regulatory Implications for Banks* // Accenture report.
28. *Performance Standards* // IFC. URL: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Sustainability-At-IFC/Policies-Standards/Performance-Standards (дата обращения 07.05.21).
29. Principles for Responsible Banking Guidance Document // UNEP FI. – 2019.
30. Re M. NatCatSERVICE: Loss events worldwide 1980–2014 // Munich Re, Munich, 2015.
31. Special Report on the Ocean and Cryosphere in a Changing Climate // IPCC. – 2019.
32. Sustainable Finance Framework // Barclays. – 2021.
33. Sustainable Finance Framework // Deutsche Bank Group. – 2020.

34. Sustainable Investment Framework // Credit Suisse. – 2021.
35. THE EQUATOR PRINCIPLES (JULY 2020) URL: https://equator-principles.com/wp-content/uploads/2020/05/The-Equator-Principles-July-2020-v2.pdf (дата обращения 07.05.21)
36. Transition in thinking: The impact of climate change on the UK banking sector // BoE, PRA. – 2018. URL: https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2018/transition-in-thinking-the-impact-of-climate-change-on-the-uk-banking-sector (дата обращения 07.06.21).
37. United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP- FI). Why environmental externalities matter to institutional investors. – 2011. URL: https://unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf (дата обращения 26.03.21).
38. Weyzig, F., Kuepper, B., van Gelder, J. W., & van Tilburg, R. The price of doing too little too late. The impact of the carbon bubble on the EU financial system // Green European Foundation. – 2014. Brussels.
39. Глобальное потепление на 1,5 °C. Приложение I: Глоссарий. // Межправительственная группа экспертов по изменению климата (МГЭИК). – 2018. URL: https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/10/SR15_Glossary_russian.pdf (дата обращения 10.04.21).
40. Доклад «Climate change and the Russian economy» // Институт переходных экономик Банка Финляндии (BOFIT). – 2020.
41. Доклад «*Climate-related financial risks – measurement methodologies* » // Базельский комитет по банковскому надзору. –2021.
42. Доклад «*Climate-related risk drivers and their transmission channels*» // Базельский комитет по банковскому надзору. –2021.
43. Доклад «Влияние климатических рисков и устойчивое развитие финансового сектора Российской Федерации» // ЦБ РФ. – 2020. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/108263/Consultation_Paper_200608.pdf (дата обращения 02.09.21).
44. Доклад ООН «Примирение с природой: научный план действий в чрезвычайных ситуациях, связанных с изменением климата, утратой биоразнообразия и загрязнением окружающей среды» // ООН. – 2021. URL:https://wedocs.unep.org/xmlui/bitstream/handle/20.500.11822/34949/MPN_ESRU.pdf (дата обращения: 15.03.21).
45. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности // МВФ. – 2014.
46. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности // МВФ. – 2019.

47. Доклад президента Сбербанка на Восточном экономическом форуме 2021 // Сбербанк. – 2021 г.
48. Информационно-аналитический материал «Обзор финансовой стабильности II–III кварталы 2021 года» // ЦБ РФ. – 2021. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39346/2_3_q_2021.pdf (дата обращения 09.01.22).
49. Информационное письмо о рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ» // ЦБ РФ. – 2021. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/117620/20210712_in-06-28_49.pdf (дата обращения 02.09.21).

(Публикации в научных журналах)

50. Acemoglu D. The environment and directed technical change / D. Acemoglu, P. Aghion, L. Bursztyn, D. Hemous // American Economic Review. – 2012. – Т. 102. – №. 1. – С. 131-166.
51. Acemoglu D. Transition to clean technology / D. Acemoglu, U. Akcigit, D. Hanley, W. Kerr // Journal of Political Economy. – 2016. – Т. 124. – №. 1. – С. 52-104.
52. Alshehhi A., Nobanee H., Khare N. The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential /A. Alshehhi, H. Nobanee, N. Khare // Sustainability. – 2018. – Т. 10. – №. 2. – С. 494.
53. Andersson M., Bolton P., Samama F. Hedging climate risk /M. Andersson, P. Bolton, F. Samama // Financial Analysts Journal. – 2016. – Т. 72. – №. 3. – С. 13-32.
54. Battiston S. et al. Complexity theory and financial regulation / S. Battiston // Science. – 2016. – Т. 351. – №. 6275. – С. 818-819.
55. Battiston S. et al. The price of complexity in financial networks / S. Battiston // Proceedings of the National Academy of Sciences. – 2016. – Т. 113. – №. 36. – С. 10031-10036.
56. Battiston S., Mandel A., Monasterolo I., Schütze F., Visentin G. A climate stress-test of the financial system / S. Battiston, A. Mandel, I. Monasterolo, F. Schütze, G. Visentin // Nature Climate Change. – 2017. – Т. 7. – №. 4. – С. 283-288.
57. Bowen A., Stern N. Environmental policy and the economic downturn / A. Bowen, N. Stern // Oxford Review of Economic Policy. – 2010. – Т. 26. – №. 2. – С. 137-163.
58. Brandon R. G., Krüger P. The Sustainability Footprint of Institutional Investors / R. G. Brandon, P. Krüger // Swiss Finance Institute Research Paper. – 2018. – №. 17- 05.
59. Carney M. Fifty shades of green / M. Carney // Finance and Development. – 2019. – Т. 56. – №. 4. – С. 12-15.
60. Chatzitheodorou K., Skouloudis A., Evangelinos K., Nikolaou I. Exploring socially responsible investment perspectives: A literature mapping and an investor classification / K.

Chatzitheodorou, A. Skouloudis, K. Evangelinos, I. Nikolaou // Sustainable Production and Consumption. – 2019. – №. 19. – С. 117-129.

61. Choi D., Gao Z., Jiang W. Attention to global warming / D. Choi, Z. Gao, W. Jiang // The Review of Financial Studies. – 2020. – Т. 33. – №. 3. – С. 1112-1145.
62. Clark G. L., Feiner A., Viehs M. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. / G. L. Clark, A. Feiner, M. Viehs // SSRN – 2015.
63. Cort T., Esty D. ESG standards: Looming challenges and pathways forward / T. Cort, D. Esty // Organization & Environment. – 2020. – Т. 33. – №. 4. – С. 491-510.
64. Dorfleitner G., Utz S., Wimmer M. Patience pays off–corporate social responsibility and long-term stock returns / G. Dorfleitner, S. Utz, M. Wimmer // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2018. – Т. 8. – №. 2. – С. 132-157.
65. Eccles R. G., Ioannou I., Serafeim G. The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance / R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim // National Bureau of Economic Research (working paper). – 2012. – Т. 17950.
66. Eccles R. G., Ioannou I., Serafeim G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance / R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim // Management Science. – 2014. – Т. 60. – №. 11. – С. 2835-2857.
67. Eccles R. G., Kastrapeli M. D., Potter S. J. How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors / R. G. Eccles, M. D. Kastrapeli, S. J. Potter // Journal of Applied Corporate Finance. – 2017. – Т. 29. – №. 4. – С. 125-133.
68. Ehrlich P. R., Holdren J. P. Impact of Population Growth / P. R. Ehrlich, J. P. Holdren // Science. – 1971. – Т. 171. – №. 3977. – С. 1212-1217.
69. Fatemi A. M., Fooladi I. J. Sustainable finance: A new paradigm / A. M. Fatemi, I. J. Fooladi // Global Finance Journal. – 2013. – Т. 24. – №. 2. – С. 101-113.
70. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies / G. Friede, T. Busch, A. Bassen // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2015. – Т. 5. – №. 4. – С. 210-233.
71. Friedman M. A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits / M. Friedman // N. Y. Times Mag. – 1970 – № 13. – С. 32–33.
72. Giese G., Lee L. E., Melas D., Nagy Z., Nishikawa L. Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance / G. Giese, L. E. Lee, D. Melas, Z. Nagy, L. Nishikawa // The Journal of Portfolio Management. – 2019. – Т. 45. – №. 5. – С. 69-83.

73. Glette-Iversen I., Aven T. On the meaning of and relationship between dragon-kings, black swans and related concepts / I. Glette-Iversen, T. Aven // Reliability Engineering & System Safety. – 2021. – T. 211. – C. 107625.
74. Gregory A., Tharyan R., Whittaker J. Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth /A. Gregory, R. Tharyan, J. Whittaker // Journal of Business Ethics. – 2014. – T. 124. – №. 4. – C. 633-657.
75. Hang M., Geyer-Klingeberg J., Rathgeber A. W. It is merely a matter of time: A meta-analysis of the causality between environmental performance and financial performance / M. Hang, J. Geyer-Klingeberg, A.W. Rathgeber // Business Strategy and the Environment. – 2019. – T. 28. – №. 2. – C. 257-273.
76. Hannah L. et al. The environmental consequences of climate-driven agricultural frontiers / L. Hannah // PloS one. – 2020. – T. 15. – №. 2. – C. e0228305.
77. Hardin G. The tragedy of the commons / G. Hardin // Journal of Natural Resources Policy Research. – 2009. – T. 1. – №. 3. – C. 243-253.
78. Hartwick J. M. Intergenerational equity and the investing of rents from exhaustible resources / M. J. Hartwick // The American Economic Review. – 1977. – T. 67. – №. 5. – C. 972-974.
79. Hong H., Li F. W., Xu J. Climate risks and market efficiency / H. Hong, F. W. Li, J. Xu // Journal of Econometrics. – 2019. – T. 208. – №. 1. – C. 265-281.
80. Krueger P., Sautner Z., Starks L. T. The importance of climate risks for institutional investors / P. Krueger, Z. Sautner, L. T. Starks // The Review of Financial Studies. – 2020. – T. 33. – №. 3. – C. 1067-1111.
81. LeBlanc B., Kislevitz J. Integrating sustainability into enterprise risk management / B. LeBlanc, J. Kislevitz // The CPA Journal. – 2016. – T. 86. – №. 6. – C. 12-13.
82. Lee D. D., Fan J. H., Wong V. S. H. No more excuses! Performance of ESG-integrated portfolios in Australia / D. D. Lee, J. H. Fan, V. S. H. Wong // Accounting & Finance. – 2021. – T. 61. – C. 2407-2450.
83. Lewis M. C. et al. Stranded assets, fossilised revenues // Energy Transition & Climate Change. Kepler Cheuvreux. April. – 2014. – T. 24.
84. Liaw K. T. Survey of Green Bond Pricing and Investment Performance / K. T. Liaw // Journal of Risk and Financial Management. – 2020. – T. 13. – №. 9. – C. 193.
85. Margolis, Joshua D. and Elfenbein, Hillary Anger and Walsh, James P., Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance (March 1, 2009).
86. Markowitz, H. Portfolio selection / H. Markowitz // The Journal of Finance. –1952 – T. 7. – №. 1. – C. 77–91.

87. McGlade C., Ekins P. The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2 C / C. McGlade, P. Ekins // Nature. – 2015. – T. 517. – №. 7533. – C. 187-190.
88. Meckling J., Allan B. B. The evolution of ideas in global climate policy / J. Meckling, B. B. Allan // Nature Climate Change. – 2020. – T. 10. – №. 5. – C. 434-438.
89. Nordhaus W. D. Resources as a constraint on growth / W. D. Nordhaus // The American Economic Review. – 1974. – T. 64. – №. 2. – C. 22-26.
90. Nordhaus W. D. The economics of tail events with an application to climate change / W. D. Nordhaus // Review of Environmental Economics and Policy. – 2011. – T. 5. – №. 2. – C. 240-257.
91. Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes S. L. Corporate social and financial performance: A meta-analysis / M. Orlitzky, F. L. Schmidt, S. L. Rynes // Organization Studies. – 2003. – T. 24. – №. 3. – C. 403-441.
92. Ortiz-de-Mandojana N., Bansal P. The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices / N. Ortiz-de-Mandojana, P. Bansal // Strategic Management Journal. – 2016. – T. 37. – №. 8. – C. 1615-1631.
93. Park H., Kim J. D. Transition towards green banking: role of financial regulators and financial institutions / H. Park, J. D. Kim // Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility. – 2020. – T. 5. – №. 1. – C. 1-25.
94. Peylo B. T. A Synthesis of Modern Portfolio Theory and Sustainable Investment / B. T. Peylo // The Journal of Investing. – 2012. – T. 21. – №. 4. – C. 33-46.
95. Pindyck R. S. The use and misuse of models for climate policy / R. S. Pindyck // Review of Environmental Economics and Policy. – 2017. – T. 11. – №. 4. – C. 100-114.
96. Pindyck R. S. What we know and don’t know about climate change, and implications for policy / R. S. Pindyck // Environmental and Energy Policy and the Economy. – 2021. – T. 2. – №. 1. – C. 4-43.
97. Porter M. E., Van der Linde C. Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship / M. E. Porter, C. Van der Linde // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – T. 9. – №. 4. – C. 97-118.
98. Schramade W. Investing in the UN sustainable development goals: opportunities for companies and investors / W. Schramade // Journal of Applied Corporate Finance. – 2017. – T. 29. – №. 2. – C. 87-99.
99. Shiller R. J. Narrative Economics / R. J. Shiller // American Economic Review. – 2017. – T. 107. – №. 4. – C. 967-1004.

100. Silva T., Tenreyro S. Climate-Change Pledges, Actions, and Outcomes / T. Silva, S. Tenreyro // Journal of the European Economic Association. – 2021. – Т. 19. – № 6. – С. 2958-2991.

101. Solow R. M. The Economics of Resources or the Resources of Economics/ R. M Solow // The American Economic Review. – 1974. – №. 64(2). – С. 1–14.

102. Vo N. N. Y. et al. Deep learning for decision making and the optimization of socially responsible investments and portfolio / N. N. Y. Vo // Decision Support Systems. – 2019. – Т. 124. – С. 113097.

103. Wang Q., Dou J., Jia S. A meta-analytic review of corporate social responsibility and corporate financial performance: The moderating effect of contextual factors / Q. Wang, J. Dou, S. Jia // Business & Society. – 2016. – Т. 55. – №. 8. – С. 1083-1121.

104. Weitzman M. L. On modeling and interpreting the economics of catastrophic climate change / M. L. Weitzman // The Review of Economics and Statistics. – 2009. – Т. 91. – №. 1. – С. 1-19.

105. Whelan T., Atz U., Clark C. ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015 and 2020 // NYU Stern Center for Sustainable Business. – 2021.

106. Wright C. Global banks, the environment, and human rights: The impact of the Equator Principles on lending policies and practices / C. Wright // Global Environmental Politics. – 2012. – Т. 12. – №. 1. – С. 56-77.

107. Бобылёв С. Н., Соловьёва С. В. Цели устойчивого развития для будущего России / С. Н. Бобылёв, С. В. Соловьёва // Проблемы прогнозирования. – 2017. – №. 3. – С. 26-33.

108. Воронова, Н.С. Детерминанты развития российского банковского сектора как факторы экономического роста / Н.С. Воронова, О.С. Мирошниченко, А.Н. Тарасова // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. – 2016. – № 4. – С. 165-183.

109. Макаров И. А., Чен Х., Пальцев С. В. Последствия Парижского климатического соглашения для экономики России / И. А. Макаров, Х. Чен, С. В. Пальцев // Вопросы экономики. – 2018. – Т. 4. – С. 76-94.

(Книги и монографии)

110. Cohen J. Statistical power analysis for the behavioral sciences / J. Cohen. – Academic press, 2013 – 567 pp.

111. Deaton A. The Great Escape: Health, Wealth, and the Origins of Inequality / A. Deaton. – Princeton University Press, 2013 – 376 pp.

112. Freeman R. E. Strategic management: A stakeholder approach / R. E Freeman. – Cambridge university press, 2010 – 276 pp.

113. Pigou A. C. The Economics of Welfare / A.C. Pigou. – Palgrave Macmillan, 2013 – 896 pp.

114. Schumpeter J.A. The Theory of Economic Development / J. A. Schumpeter. – Harvard University Press, Cambridge, 1912 – 255 pp.

115. Shiller R. J. Finance and the good society / R. J. Shiller. – Princeton University Press, 2013 – 312 pp.

116. Stiglitz J. People, power, and profits: Progressive capitalism for an age of discontent / J. Stiglitz. – Penguin, UK, 2019 – 400 pp.

117. Taleb N. N. Antifragile: Things that gain from disorder / N. N. Taleb. – Random House Incorporated, 2012. – 519 pp.

118. Taleb N. N. The black swan: The impact of the highly improbable / N. N. Taleb. – Random house, 2007. – 400 pp.

119. Commoner B. The environmental cost of economic growth. In Population, Resources and the Environment, edited by R. G. Ridker. Washington DC: U.S. Government Printing Office, 1972 – pp. 339–363.

120. Commoner B. The closing circle: nature, man, and technology / B. Commoner, M. Corr, P. J. Stamler. – New York: Knopf, 1971 – 326 pp.

121. Ehrlich P. and J. Holdren. Impact of population growth. In Population, Resources, and the Environment, edited by R.G. Riker. Washington DC: U.S. Government Printing Office, 1972 – pp. 365–377.

(Электронные ресурсы)

122. BCG. URL: https://www.bcg.com/ru-ru/

123. Biden promises $2tn green energy and infrastructure plan // Financial Times. July 14, 2020. URL: https://www.ft.com/content/8cae665f-4910-4cdd-91ea-f58c4ce5afbf (дата обращения 20.03.21).

124. Big banks embrace sustainable investing, but change is slow // MIT Management SLOAN School. – 2021. URL: https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/big-banks-embrace-sustainable-investing-change-slow (дата обращения 07.06.21)

125. BlackRock, Larry Fink's 2021 letter to CEOs, URL: https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter (дата обращения 06.07.21).

126. Bloomberg. URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-13/older-esg-funds-outperform-their-newer-rivals-in-market-tumult (дата обращения 06.05.21)

127. Bloomberg. URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-14/the-sustainable-debt-market-is-all-grown-up (дата обращения 02.02.22).

128. Bloomberg. URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-10/the-490-billion-boom-in-esg-shows-no-signs-of-slowing-green-insight (дата обращения 14.04.21)

129. CFA Institute, URL: https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/portfolio-management-institutional-investors (дата обращения 15.05.21).

130. Climate Change Is a Source of Financial Risk. // Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter. – 2021. URL: https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2021/february/climate-change-is-source-of-financial-risk/ (дата обращения 05.09.21).

131. ESG assets may hit $53 trillion by 2025, a third of global AUM // Bloomberg. February 23, 2021. URL: https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/ (дата обращения 02.04.21).

132. EU Green Deal (CBAM) // European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12228-EU-Green-Deal-carbon-border-adjustment-mechanism-_en (дата обращения 01.10.21)

133. EUR-Lex, URL: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj (дата обращения 01.06.21).

134. Fed to weave 'inescapable' climate change risk into bank oversight // Reuters. February 8, 2021. URL: https://www.reuters.com/article/us-usa-fed-climate-idUSKBN2A828A (дата обращения: 15.03.21).

135. FIRST. URL: https://firstforsustainability.org/ru/sustainability-in-action/external-initiatives/sustainability-frameworks/united-nations-principles-for-responsible-investment/

136. Google Finance. URL: https://www.google.com/finance/

137. KPMG. URL: https://home.kpmg/xx/en/home.html

138. MSCI. URL: https://www.msci.com/

139. Natural catastrophes cause above-average $100 billion in insurance losses in 2020: Aon // Reuters. January 25, 2021 URL: https://www.reuters.com/article/us-insurance-catastrophes-report-idUSKBN29U003 (дата обращения: 15.03.21).

140. Our World in Data. URL: https://ourworldindata.org/cheap-renewables-growth (дата обращения 02.02.22).

141. Principles for Responsible Banking // UNEP FI. URL: https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/ (дата обращения 06.05.21).

142. Principles for Responsible Banking Signatories // UNEP FI. URL: https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/prbsignatories/ (дата обращения 06.05.21).
143. PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT // UN RRI. URL: https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment (дата обращения 05.05.21).
144. SABS Standards. URL: https://www.sasb.org/standards/download/ (дата обращения 01.06.21)
145. Sustainalytics. URL: https://www.sustainalytics.com/esg-ratings
146. The Equator Principles, URL: https://equator-principles.com/about/ (дата обращения 07.05.21)
147. The Limits to Growth. – 1972. URL: https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/
148. Yahoo Finance. URL: https://finance.yahoo.com/
149. АКРА. URL: https://www.acra-ratings.ru/
150. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/about_br/ip/momo/ngfs/ (дата обращения 06.07.21).
151. Загрязнение воды, воздуха и земли в России замедляет рост экономики //Ведомости. 13 января 2020. URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/01/12/820395-zagryaznenie-vodi-vozduha (дата обращения 20.09.21).
152. Киотский протокол. – 1997. URL: https://unfccc.int/ru/kyoto_protocol
153. Компании, соблюдающие ESG-принципы, показали большую устойчивость к кризисам // Коммерсант. 26.11. 20. URL: https://www.kommersant.ru/doc/4566604 (дата обращения 01.04.21).
154. Меры по борьбе с изменением климата // ООН. URL: https://www.un.org/ru/climatechange/mark-carney-investing-net-zero-climate-solutions-creates-value-and-rewards (дата обращения 27.06.21).
155. Московская Биржа. URL: https://www.moex.com/
156. Наше общее будущее: Доклад Международной комиссии по окружающей среде и развитию. – 1987. URL: https://www.un.org/ru/ga/pdf/brundtland.pdf (дата обращения 30.03.21).
157. Принципы ответственного инвестирования ООН (UN PRI) URL: https://www.unpri.org/
158. Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD), URL: https://www.fsb-tcfd.org/

159. Руководящие принципы ОЭСР для многонациональных предприятий // ОЭСР. – 2011. URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/504bb55e8f87dcc7cbfad020ae352af3/MNEGuidelinesRussian.pdf (дата обращения 12.05.21).

160. Руководящие принципы предпринимательской деятельности в аспекте прав человека ООН . – 2011. URL: https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_ru.pdf (дата обращения 12.05.21).

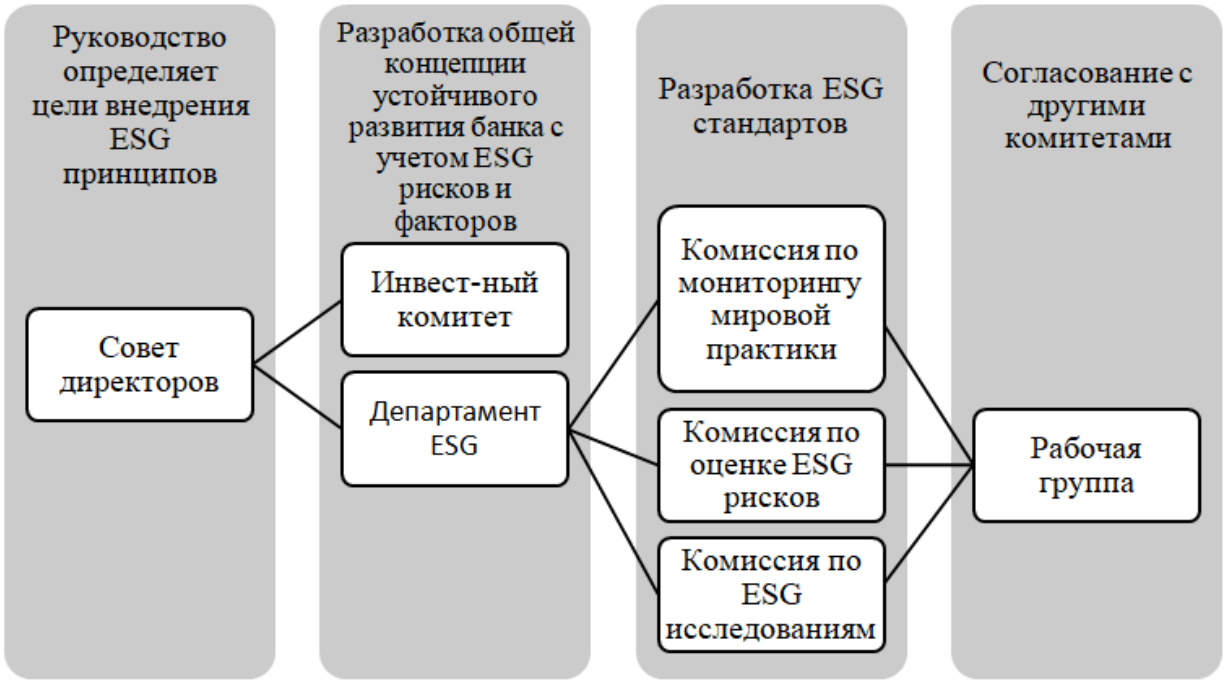
161. Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board) URL: https://www.fsb.org/publications/

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение № 1 Принципы ответственного финансирования в инвестиционной политике банка

– Определение цели/ей внедрения принципов ответственного финансирования в инвестиционную политику банка; – Определение сферы применения; – Определение базовых терминов и понятий;
– Предварительная оценка ключевых ESG факторов и рисков в деятельности банка, как с точки зрения угроз, так и возможностей;
– Разработка общей концепции устойчивого развития банка с учетом ESG рисков и фактор на основе регуляторных регламентов, рекомендаций и лучших мировых практик;
– Разработка отраслевых и региональных стандартов, основанных на международной передовой практике, содержащих четкие принципы и рекомендации, необходимые для одобрения или отклонения финансовых операций, подверженных ESG-риску;
– Формирование организационной структуры (подразделений) для управления ESG аспектами деятельности банка, а также для разработки системы ESG отчетности;
– Определение стандартов и процедур для финансовых транзакций, которые включают в себя *ESG due diligence*, *ESG консультации* и *ESG compliance;*
– Разработка процедур и инструментов, позволяющих обмениваться знаниями и информацией о потенциальных деловых партнерах с другими субъектами, включая другие банки, органы правительства и рейтинговые агентства;
– Разработка минимальных стандартов и требований в сфере ESG рисков, которые на начальном этапе позволят принять решения о финансовом сотрудничестве с данной компанией (например, контрольный список, перечень «запретных» секторов)
– Разработка процедуры взаимодействия с инвестируемой компанией (партнерами) по вопросам ESG
– Разработка системы мониторинга партнеров с точки зрения ESG рисков и внедрение минимальных требований, обязывающих партнеров раскрывать ESG риски в своей деятельности
– Разработка механизма подачи жалоб и претензий заинтересованных сторон в отношении системы управления ESG рисками
– Разработка политики информирования внешних участников о системе управления ESG рисками банка
– Формирование системы оценки эффективности управления ESG рисками и внедрения факторов ESG в инвестиционный процесс
– Членство в международных организациях и инициативах

Приложение № 2 Порядок разработки инвестиционной политики банка с учетом ESG принципов



Приложение № 3 ESG интеграция – рамочная модель

Исследование:

1) ***Сбор информации*** - банк собирает финансовую информацию и ESG информацию из различных источников;
2) ***Анализ существенности***: специалисты банка анализируют соответствующую финансовую и ESG информацию для выявления существенных финансовых и ESG факторов, влияющих на компанию, сектор и / или страну (см. Приложение № 4).
3) ***Оценка «активного владения»***: банк обсуждает с компаниями - эмитентами существенные финансовые и ESG факторы и отслеживают результаты взаимодействия.

↓

Анализ ценных бумаг и портфеля: банк оценивает влияние существенных финансовых факторов и факторов ESG на корпоративные и инвестиционные показатели компании, сектора, страны и / или портфеля. Это может привести к корректировке их прогнозируемых финансовых показателей, переменных моделей оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозируемых финансовых коэффициентов, внутренних кредитных оценок и / или весов портфеля.

↓

Качественный анализ: анализ экономики, отрасли, стратегии компании, качества управления.

- ESG-анализ компании или страны проводится одновременно с инвестиционным анализом этой же компании или страны для принятия решения «покупать, продавать, не инвестировать». «Плохая» ESG оценка и «плохая» инвестиционная оценка – «не покупать»/ «продавать». «Плохая» ESG оценка и «хорошая» инвестиционная оценка - более глубокий анализ.
- ESG оценка может быть решающим фактором между идентичными компаниями или странами. Если все остальные факторы равны, выбор попадет на компанию или страну, чьи ESG оценки лучше.
- Анализ ESG может повлиять на срок погашения облигации, которую покупает банк.
- Банк инвестируют в недооцененные ценные бумаги, у которых есть возможность превзойти по капитализации на основе улучшения показателей ESG, и избавиться от переоцененных ценных бумаг, которые могут оказаться отстающими из-за ухудшения показателей ESG.
- Если компания имеет низкую ESG оценку по определенным факторам ESG, то взаимодействие банка с компанией может улучшить эти факторы, что приведет к принятию решения о «покупке / держании» ее ценных бумаг.

Количественный анализ: финансовое прогнозирование, модели (оценка компании / количественные методы / построение портфеля).

- Статистические методы используются для определения взаимосвязи между факторами ESG и / или агрегированной оценкой ESG и будущими движениями цен на активы и / или фундаментальными показателями компании. Это может привести к выявлению систематических правил и рекомендаций по весам портфеля.
- ESG данные и анализ используются как фактор в количественных моделях / факторном инвестировании, которые влияют на решения о создании портфеля.
- На основе ESG оценок выполняются постоянные корректировки в сторону повышения / понижения прогнозируемых финансовых показателей, переменных модели оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозируемых финансовых коэффициентов и / или весовых коэффициентов портфеля.
- Временные корректировки в сторону повышения / понижения прогнозируемых финансовых показателей, переменных модели оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозируемых финансовых коэффициентов и / или весовых коэффициентов портфеля выполняются на основе оценок ESG посредством анализа чувствительности.
- Корректировки прогнозируемых финансовых показателей, прогнозируемых финансовых коэффициентов и / или весовых коэффициентов портфеля производятся с помощью сценариев.

↓

Инвестиционное решение: анализ, выполненный на предыдущих этапах, приведет к принятию инвестиционного решения (купить / увеличить веса (в портфеле), продолжать держать / сохранить веса, продать / уменьшить веса или ничего не делать / не инвестировать)

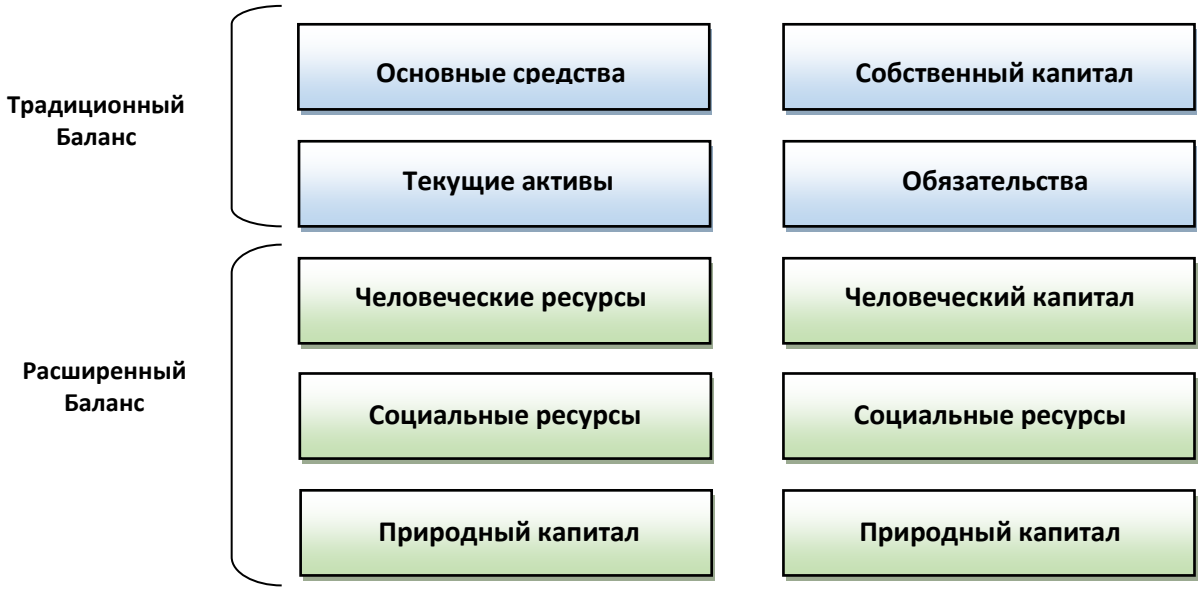
Приложение № 4

Карта существенности ESG факторов для отрасли «Добыча и обработка металлов» (зеленым цветом обозначены существенные для отрасли ESG факторы)

<table>
<tr><th>Экология</th><th>Социальный капитал</th><th>Человеческий капитал</th><th>Бизнес модель и инновации</th><th>Корпоративное управление и лидерство</th></tr>
<tr><td>Выбросы парниковых газов</td><td>Права человека и отношения с общественностью</td><td>Трудовая практика</td><td>Дизайн и управление жизненным циклом продукта</td><td>Деловая этика</td></tr>
<tr><td>Качество воздуха</td><td>Конфиденциальность клиентов</td><td>Здоровье и безопасность сотрудников</td><td>Устойчивость бизнес модели</td><td>Конкурентное поведение</td></tr>
<tr><td>Управление энергией</td><td>Безопасность данных</td><td rowspan="5">Вовлеченность сотрудников, гендерный баланс</td><td>Управление цепочками поставок</td><td>Управление правовой и нормативной средой</td></tr>
<tr><td>Управление водными ресурсами</td><td>Доступность</td><td>Эффективность использования материалов</td><td>Управление рисками критических инцидентов</td></tr>
<tr><td>Управление отходами и опасными материалами</td><td>Качество и безопасность продукции</td><td rowspan="3">Физические воздействия изменения климата</td><td rowspan="3">Системный риск-менеджмент</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Экологические воздействия</td><td>Благосостояние клиентов</td></tr>
<tr><td>Практика продаж и маркировка продукции</td></tr>
</table>

Приложение № 5

Концепции «Расширенного баланса» и «премии за социальный и экологический риск»



$WACC = \left(\frac{E}{E+D}\right) \times R_e + \left(\frac{D}{E+D}\right) \times R_d$ (традиционная формула средневзвешенной стоимости капитала)

$\boldsymbol{WACC}_{\text{расш}} = \left(\frac{\boldsymbol{E}}{\boldsymbol{E+D+N+H}}\right) \times \boldsymbol{R_e} + \left(\frac{\boldsymbol{D}}{\boldsymbol{E+D+N+H}}\right) \times \boldsymbol{R_d} + \left(\frac{\boldsymbol{N}}{\boldsymbol{E+D+N+H}}\right) \times \boldsymbol{R_n} + \left(\frac{\boldsymbol{H}}{\boldsymbol{E+D+N+H}}\right) \times\times \boldsymbol{R_h}$ (расширенная формула стоимости капитала)

E – собственный капитал; D – заемный капитал; N – природный капитал; H – человеческий капитал. R_e – стоимость собственного капитала; R_d – стоимость заемного капитала; R_n – стоимость природного капитала; R_h – стоимость человеческого капитала.

$Cost\ of\ Equity\ (CAPM) = r_f + \beta\left(r_m - r_f\right)$ (традиционная формула стоимости акционерного капитала)

$Cost\ of\ Equity\ (CAPMскор) = r_f + \beta\left(r_m - r_f\right) + \delta(r_{se})$ (скорректированная формула стоимости акционерного капитала)

r_{se} – премия за социальный и экологический риск

$R(FF - 5F\text{расш.}) = r_f + \beta\left(r_m - r_f\right) + s(SMB) + h(HML) + \rho(RMW) + c(CMA) + +\boldsymbol{\delta(BMG)}$ – расширенная «пятифакторная» модель Фамы – Френча

BMG – разница между доходностью диверсифицированных портфелей акций компаний с низкими и высокими ESG оценками; премия за социальный и экологический риск.

Приложение № 6

Рекомендации в части ESG деятельности российских банков

ESG деятельность (по активам)	**Банковский баланс**		**ESG деятельность** (по пассивам)
	Активы	**Пассивы**	
Предложение зеленого и социально ответственного финансирования; учет соответствующих ESG рисков и факторов в процессе ценообразования и риск менеджмента	Кредиты	Долговые ценные бумаги	Рефинансирование с помощью ESG инструментов; привлечение средств с помощью ESG облигаций (SLB; SB; CB; GB)[146]
Учет соответствующих ESG рисков (в т.ч. климатических) и факторов в процессе принятия инвестиционного решения и риск менеджмента; предложение инвестиций с привязкой к KPI партнера в области ESG	Долгосрочные инвестиции	Капитал	Учет ESG рисков при оценке инвестиций в оборотный и основной капитал
Учет соответствующих ESG рисков и факторов в процессе ценообразования и риск менеджмента	Торговые активы	Прочие пассивы	Привлечение международного кредита с привязкой к KPI банка в области ESG; снижение стоимости фондирования благодаря ESG сертификации банка; предложение ESG-депозитов
Классификация и систематизация ESG активов банка; раскрытие собственных ESG рисков; внедрение ESG критериев в процесс предоставления банковских услуг и продуктов	Прочее	Прочее	Раскрытие собственных ESG рисков и их воздействия для заинтересованных сторон (инвесторов, кредиторов, регуляторов)

[146] Sustainability bonds (SB); Sustainability linked bonds (SLB); Climate bonds (CB); Green bonds (GB)