

Владимирский государственный университет

А. А. МИШИН А. В. МИЛОЙЧИКОВА

ИНВЕСТИЦИИ В ESG

Учебное пособие

Владимир 2026

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Владимирский государственный университет
имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых»

А. А. МИШИН А. В. МИЛОЙЧИКОВА

ИНВЕСТИЦИИ В ESG

Учебное пособие

Электронное издание



Владимир 2026

ISBN 978-5-9984-2317-8

© Мишин А. А.,
Милойчикова А. В., 2026

УДК 330.34
ББК 65.263

Рецензенты:

Доктор экономических наук, профессор
профессор кафедры экономики и финансов
Финансового университета при Правительстве Российской Федерации
(Владимирский филиал)
А. М. Губернаторов

Доктор экономических наук, профессор
зав. кафедрой бизнес-информатики и экономики
Владимирского государственного университета
имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых
И. Б. Тесленко

Издается по решению редакционно-издательского совета ВлГУ

Мишин, А. А. Инвестиции в ESG [Электронный ресурс] : учеб. пособие / А. А. Мишин; А. В. Милойчикова ; Владим. гос. ун-т им. А. Г. и Н. Г. Столетовых. – Владимир : Изд-во ВлГУ, 2026. – 380 с. – ISBN 978-5-9984-2317-8. – Электрон. дан. (3,67 Мб). – 1 электрон. опт. диск (CD-ROM). – Систем. требования: Intel от 1,3 ГГц ; Windows XP/7/8/10 ; Adobe Reader ; диск-код CD-ROM. – Загл. с титул. экрана.

Рассмотрены основные принципы и концепции устойчивого развития (ESG), а также проблемы повсеместного внедрения и распространения ESG, которые являются сдерживающими факторами в каждой из областей окружающей среды, социальной сферы и управления. Проанализирован широкий контекст устойчивого развития, глобальные инициативы и современный рынок ESG. Исследованы различные подходы к ответственному инвестированию, методы ESG-анализа, оценки и интеграции. Особое внимание уделено инвестиционным требованиям, аналитике портфеля и отчетности, а также факторам ESG, которые могут влиять на эффективность отрасли и компании.

Предназначено для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика», а также для широкого круга читателей, специализирующихся в области инвестиций в устойчивое развитие.

Рекомендовано для формирования профессиональных компетенций в соответствии с ФГОС ВО.

Ил. 30. Табл. 8. Библиогр.: 6 назв.

ISBN 978-5-9984-2317-8

© Мишин А. А.,
Милойчикова А. В., 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	6
Глава 1. ВВЕДЕНИЕ В ESG ИНВЕСТИЦИИ	10
1.1. Что такое инвестирование в устойчивое развитие?	10
1.2. Виды ответственных инвестиций	16
1.3. Зачем внедрять ESG?	22
Вопросы для самопроверки	29
Глава 2. РЫНОК ESG	31
2.1. История развития	31
2.2. ESG-инвестиции в цифрах	33
2.3. Рыночные факторы и вызовы ESG интеграции	35
Вопросы для самопроверки	45
Глава 3. ЭКОЛОГИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ	46
3.1. Ключевые экологические проблемы	46
3.2. Системные взаимосвязи между предпринимательской деятельностью и экологическими проблемами	57
3.3. Управление активами	71
3.4. Подходы к учёту существенных экологических факторов и стратегии управления рисками	76
3.5. Возможности, связанные с изменением климата и экологическими факторами	87
Вопросы для самопроверки	102

Глава 4. СОЦИАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ	103
4.1. Социальные мегатенденции и их последствия	103
4.2. Ключевые социальные проблемы и деловая активность.....	108
4.3. Применение социальных факторов в инвестициях.....	121
Вопросы для самопроверки	126
Глава 5. УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ	127
5.1. Что такое управление?	127
5.2. Развитие формализованного подхода к корпоративному управлению	132
5.3. Взаимодействие с акционерами и согласование интересов миноритарных акционеров	137
5.4. Ключевые характеристики.....	140
5.5. Структурные различия	149
5.6. Влияние корпоративного управления на инвестиционные возможности	162
Вопросы для самопроверки	170
Глава 6. ESG-АНАЛИЗ, ОЦЕНКА И ИНТЕГРАЦИЯ.....	172
6.1. Зачем инвесторам внедрять ESG?.....	172
6.2. Различные подходы к интеграции ESG-факторов	182
6.3. Типовые этапы интегрированной ESG-оценки	187
6.4. Оценка ESG-паевого инвестиционного фонда и управляющего фондом.....	217
6.5. Инструменты с фиксированным доходом, рейтинговые агентства и кредитный ESG скоринг	219
Вопросы для самопроверки	239

Глава 7. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ МАНДАТЫ, АНАЛИТИКА ПОРТФЕЛЯ И ОТЧЕТНОСТЬ КЛИЕНТОВ	240
7.1. Подотчетность перед клиентами и согласование с ними	240
7.2. Выяснение потребностей клиентов: определение инвестиционной стратегии ESG.....	244
7.3. Полное соответствие инвестиций требованиям ESG клиента.....	248
7.4. Адаптация инвестиционного подхода ESG к ожиданиям клиентов.....	253
7.5. Ответственность менеджеров: контроль реализации	261
Вопросы для самопроверки	268
 Глава 8. МЕТОДОЛОГИЯ ПРИСВОЕНИЯ ESG РЕЙТИНГОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	270
8.1. Основные положения ESG-рейтингования.....	270
8.2. Организационные вопросы и рейтинговая практика	274
8.3. Оценка компоненты «Корпоративное управление»	279
8.4. Оценка компоненты «Окружающая среда»	298
8.5. Оценка компоненты «Социальная ответственность»	308
Вопросы для самопроверки	318
 ИТОГОВЫЙ ТЕСТ.....	319
 ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	358
 ГЛОССАРИЙ	361
 РЕКОМЕНДАТЕЛЬНЫЙ БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	379

ВВЕДЕНИЕ

Инвестирование в ESG (Environmental, social, governance = устойчивое развитие бизнеса) – это уже не просто идея, а реальность, которая влияет на формирование и структуру инвестиционных портфелей по всему миру. Для специалистов инвестиционной отрасли и тех, кто только планирует карьеру в финансах, знание принципов ESG становится новым индикатором профессиональной компетентности.

Учебное пособие по устойчивому развитию будет полезно для большого круга лиц, среди которых студенты и преподаватели экономических и управленческих специальностей, менеджеров, экологов и инженеров. Устойчивое развитие неотчуждаемо от финансов, маркетинга и менеджмента, а также от внедрения ресурсоэффективных технологий. Пособие станет практическим руководством для владельцев бизнеса и топ-менеджеров, которые должны понимать, как снижать риски и повышать инвестиционную привлекательность, а также соответствовать принципам «зеленых» цепочек поставок.

Пособие особенно актуально для HR-специалистов, которые используют принципы ESG в процессе разработки стратегии бренда и удержания «талантливой молодежи». Нельзя также не отметить практическую значимость ESG-концепции в деятельности государственных и муниципальных органов, которые ведут активную работу в области нормативно-правовой базы, стимулирования «зеленого» инвестирования и реализации национальных проектов.

Кроме того, издание полезно и для общественности – материал пособия дает представление о том, как работают цепочки поставок и личные действия индивидуумов отражаются на экосистемах.

Инвестирование в устойчивое развитие (также называемое социально ответственным инвестированием, инвестированием воздействия или устойчивым инвестированием) предполагает приоритетное внимание к экологическим, социальным и управленческим (ESG) факторам при принятии инвестиционных решений.

Все больше инвесторов интегрируют эти нефинансовые показатели в аналитический процесс для выявления существенных рисков и возможностей роста. Показатели ESG, как правило, не входят в состав обязательной финансовой отчетности, однако компании все чаще раскрывают соответствующую информацию в годовых отчетах или в отдельных отчетах об устойчивом развитии. Ряд международных организаций, таких как Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Global Reporting Initiative (GRI) и Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), разрабатывают стандарты раскрытия информации и подходы к определению существенности, способствуя интеграции ESG-факторов в инвестиционный процесс.

Несмотря на то что стандарты отчетности в области устойчивого развития продолжают формироваться, инвесторы уже сегодня могут применять различные аналитические методы для учета ESG-факторов. Понимание преимуществ и ограничений различных источников информации и подходов к анализу ESG позволяет сформировать более комплексное представление о рисках и возможностях, связанных с устойчивым развитием.

Инвестирование в ESG сегодня – это уже не концептуальная дискуссия о будущем финансовых рынков, а устоявшаяся практика, оказывающая системное влияние на структуру глобальных инвестиционных потоков и стратегию управления капиталом. ESG-факторы становятся неотъемлемой частью анализа активов, оценки рисков и формирования долгосрочной доходности. Для профессионалов инвестиционной отрасли владение методологией ESG – это не дополнительная компетенция, а новый отраслевой стандарт. Для тех, кто только планирует карьеру в финансах, понимание принципов устойчивого инвестирования становится важным конкурентным преимуществом и индикатором стратегического мышления.

Глобальная климатическая повестка напрямую влияет на инвестиционные решения государств, корпораций и институциональных инвесторов. В 2021 году Китай официально подтвердил курс на достижение пика выбросов CO₂ к 2030 году и переход к углеродной нейтральности к 2060 году. Индия заявила о намерении достичь углеродной нейтральности к 2070 году, постепенно трансформируя структуру своей энергетики и сокращая долю углеродоемких источников. В число крупнейших эмитентов парниковых газов в настоящее время

входят Китай, США, Индия, страны Европейского союза и Россия. Эти страны формируют значительную часть глобального спроса на капитал, поэтому их климатическая политика оказывает прямое влияние на мировые финансовые рынки, стоимость активов и перераспределение инвестиционных потоков.

Инвестирование в устойчивое развитие предполагает систематическое включение экологических, социальных и управленческих факторов (ESG) в процесс принятия инвестиционных решений. В отличие от традиционного подхода, ориентированного исключительно на финансовые показатели, ESG-подход расширяет рамки анализа, учитывая долгосрочные нефинансовые риски и возможности, способные повлиять на стоимость компании и устойчивость бизнес-модели.

Экологические факторы охватывают вопросы изменения климата, управления выбросами, энергоэффективности, использования природных ресурсов и обращения с отходами. Социальные факторы включают трудовые практики, охрану труда, защиту прав человека, взаимодействие с местными сообществами и клиентами. Управленческие факторы (governance) касаются структуры совета директоров, прозрачности отчетности, антикоррупционных механизмов и качества корпоративного управления. В совокупности эти аспекты позволяют инвесторам оценить не только текущую финансовую эффективность компании, но и устойчивость ее развития в долгосрочной перспективе.

Все больше инвесторов интегрируют ESG-показатели в собственные аналитические модели для выявления существенных рисков, потенциальных регуляторных ограничений и новых возможностей роста. Например, компании с высоким углеродным следом могут столкнуться с дополнительными издержками в виде углеродных налогов, требований по модернизации производств или ограничений доступа к капиталу. В то же время организации, активно внедряющие экологические инновации, могут получить конкурентные преимущества, расширить рынки сбыта и привлечь более дешевое финансирование.

Несмотря на возрастающее значение ESG-факторов, соответствующие показатели по-прежнему не входят в состав обязательной финансовой отчетности во многих юрисдикциях. Однако компании все чаще публикуют информацию об устойчивом развитии либо в составе годовых отчетов, либо в отдельных нефинансовых отчетах. Для повышения

сопоставимости и прозрачности данных разрабатываются международные стандарты и рекомендации. В этом направлении активно работают такие организации, как Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Global Reporting Initiative (GRI) и Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Их деятельность направлена на формирование единых подходов к раскрытию информации, определение принципа существенности и создание инструментов, позволяющих инвесторам учитывать ESG-факторы наравне с финансовыми показателями.

Следует отметить, что стандарты отчетности в сфере устойчивого развития продолжают эволюционировать. Отсутствие полной унификации методик, различия в подходах к оценке и проблемы сопоставимости данных создают определенные сложности для инвесторов. Тем не менее уже сегодня существует широкий спектр аналитических инструментов: скрининг компаний по ESG-критериям, интеграция ESG-факторов в финансовые модели, тематические инвестиционные стратегии, импакт-инвестирование и активное владение (engagement). Каждый из этих подходов имеет свои преимущества и ограничения.

Понимание качества и источников ESG-информации, а также осознание методологических ограничений позволяют инвестору сформировать более целостную картину рисков и возможностей. В долгосрочной перспективе учет ESG-факторов способствует не только снижению потенциальных потерь, связанных с экологическими и социальными кризисами, но и выявлению новых направлений роста, связанных с «зеленой» трансформацией экономики, цифровизацией и развитием ответственного корпоративного управления.

Таким образом, ESG-инвестирование постепенно становится неотъемлемой частью современной финансовой системы. Оно отражает переход от краткосрочной ориентации на прибыль к более комплексному и стратегическому взгляду на стоимость бизнеса, устойчивость экономического развития и роль капитала в решении глобальных проблем.

Глава 1. ВВЕДЕНИЕ В ESG ИНВЕСТИЦИИ

1.1. Что такое инвестирование в устойчивое развитие?

Климатическая и более широкая экологическая повестка находится в сфере внимания мировых лидеров науки, бизнеса и политики уже с 1972 года, когда был опубликован первый доклад Римскому клубу «Пределы роста». Доклад построен на уникальном модельном комплексе World3, который описывал сценарии развития человечества в терминах роста населения, уровня потребления, достаточности ресурсов. Результаты этого моделирования, по не зависимым оценкам 2012 года, практически полностью совпали с фактической траекторией развития основных социально-экономических показателей человечества за 1972-2012 годы.

Основной вывод доклада в том, что на горизонте до конца 21 века только сценарий ограничения рождаемости, ограничения капитальных инвестиций и контроля загрязнений позволяет стабилизировать население с последующим достижением высокого уровня потребления. Остальные сценарии заканчиваются бесконтрольным сокращением населения или стабилизацией населения с низкими уровнями потребления из-за ограничений по продовольствию или по загрязнению окружающей среды. Развитие технологий и рыночные механизмы сами по себе не позволят предотвратить разрушение земли и сокращение населения, так как рыночные сигналы будут получены слишком поздно и системы принятия решений слишком инерционны и ориентированы на краткосрочные результаты.

На сегодняшний день в научном сообществе наблюдается практически полный консенсус относительно негативного влияния человеческой деятельности на окружающую среду в целом (рис. 1.1), и в частности, на неблагоприятное изменение климата. Стремительное антропогенное изменение климата, наблюдаемое в начале XXI века, тесно переплетено со здоровьем и функционированием биосферы. Возникло понятие «антропоцен» – эпоха, когда человеческая активность существенно меняет экологию Земли. По мнению все большего числа ученых, все процессы на планете взаимосвязаны – так, углеродное загряз-

нение меняет химический состав океана, замедляя его способность поглощать CO_2 , делая его более кислым и нанося вред морским обитателям.



Рис. 1.1. Последствия углеродного загрязнения

(Источник: [Климатическая-политика-Индия-Китай-Казахстан-2022-RUS-sm.pdf](#))

Помимо климата, следует отметить массовое вымирание большого числа видов и изменение состава окружающей среды из-за накопления в ней ранее не существовавших материалов или материалов, ранее накапливаемых только в литосфере – ископаемых углеводородов, редкоземельных металлов, стекла, пластмассы, железобетона, алюминия и так далее (рис. 1.2). Если средняя температура на Земле повысится примерно на 2°C , круговорот углерода в почве ускорится настолько, что в атмосферу попадет примерно 840 млрд тонн углекислого газа, что еще больше ускорит глобальное потепление. Страны страдают от повторяющихся стихийных бедствий, усугубляемых изменением климата, включая тропические штормы, муссонные дожди и

лесные по жары. Парниковые газы, возникшие по причине масштабных пожаров, поднимаются в атмосферу и еще больше нагревают планету. Повышение уровня моря угрожает целым обществам в низменных районах и малых островных государствах. В нестабильных государствах изменение климата усугубляет вынужденную миграцию и отсутствие продовольственной безопасности.



Рис. 1.2. Накопление ранее не существовавших материалов или материалов
Источник: [Климатическая-политика-Индия-Китай-Казахстан-2022-RUS-sm.pdf](#)

Говоря об антропогенной природе климатических изменений, речь идет о нарушении природных циклов углерода (а также других парниковых газов) за счет деятельности человека. К парниковым газам, вызывающим климатические изменения, относятся углекислый газ, метан, озон, оксид азота и различные фторуглероды. Причем с точки зрения негативного воздействия на климат метан, оксид азота и фторуглероды в десятки, сотни и даже тысячи раз хуже углекислого газа. В этой связи, антропогенные выбросы парниковых газов измеряются в тоннах эквивалента CO_2 и процесс снижения объема антропогенных эмиссий парниковых газов называется декарбонизацией.

Антропогенные выбросы парниковых газов на 74 % формируются энергетическими процессами, включая использование ископаемых топлив в двигателях внутреннего сгорания. Значимыми источниками эмиссий также являются неэнергетические индустриальные процессы, сельское хозяйство, отходы, бункеровка судов. Сокращение эмиссии парниковых газов особенно сложно в ситуации роста населения, роста благосостояния (и удельного энергопотребления) и возрастающей энергоемкости добычи природных ресурсов по мере истощения их запасов.

Даже если люди смогут научиться контролировать выбросы парниковых газов, вызывающих потепление планеты, а ученые смогут выявить горячие точки уязвимости и устойчивости процессов в биосфере и определить меры управления, которые могут по мочь биосфере противостоят изменению климата, – в любом случае изменения климата коренным образом изменят жизнь на Земле в ближайшие десятилетия. Перед лидерами государств стоит задача не только выработать решения по замедлению роста температуры на планете, но и разработать эффективные стратегии по адаптации отдельных регионов и городов к стремительным изменениям внешней экосистемы. В центре внимания должно быть нечто большее, чем просто прагматичный набор решений, начиная от сокращения выбросов углерода и управления рисками стихийных бедствий и заканчивая борьбой с подъемом уровня океана, засухой и таянием ледников.

Одновременно климатическая повестка находится в центре внимания не только научного, но и бизнес-сообщества. Профессиональные ассоциации страховых компаний относят климатические риски к самым значимым для бизнеса и уже приводящим к существенному увеличению стоимости страхования всех типов. Оценки экономического ущерба при реализации сценария «business as usual» или потепления в районе 3 градусов Цельсия показывают уже к 2050 году – 15 – 18 % сокращения глобального ВВП, возникновение более 200 миллионов климатических мигрантов из-за дефицита воды, сокращения продуктивности сельского хозяйства или повышения уровня моря. Кроме того, могут возникнуть каскадные и мультиплицирующие эффекты – сокращение фотосинтеза фитопланктоном из-за потепления океана, пожары, ведущие к сокращению природных хранилищ углерода в лесах и торфяниках, и так далее. В результате процесс перестанет быть

управляемым и климатические изменения могут ускориться и стать еще более масштабными.

Инвестирование в устойчивое развитие (или ESG инвестиции) – это подход к управлению активами, при котором инвесторы явно учитывают экологические, социальные и управленческие факторы (ESG) в своих инвестиционных решениях с учетом долгосрочной доходности инвестиционного портфеля. Другими словами, инвестиции в ESG нацелены на правильное выявление, оценку и ценообразование социальных, экологических и экономических рисков и возможностей. В табл. 1.1 представлены основные характеристики ESG факторов.

Таблица 1.1. Основные характеристики ESG факторов

Фактор Сущность	Экологический	Социальный	Управленческий
Определение, описание, ключевые сферы	Факторы, относящиеся к миру природы. К ним относятся использование возобновляемых и невозобновляемых ресурсов (например, воды, минералов, экосистем и биоразнообразия) и взаимодействие с ними	Факторы, влияющие на жизнь людей. Категория включает в себя управление человеческим капиталом, животными, не являющимися людьми, местными сообществами и клиентами	Факторы, которые связаны с проблемами, связанными со странами и/или юрисдикциями, или являются обычной практикой в отрасли; а также интересы более широких групп заинтересованных сторон

Определение и сфера применения ESG

В настоящее время не существует универсального стандарта для присвоения категорий E, S и G, и они могут пересекаться друг с другом. Назначение этих категорий зависит от конкретных свойств инвесторов, предприятий и заинтересованных сторон.

Заинтересованные стороны – это члены групп, без поддержки которых организация прекратила бы свое существование, а также сообщества, на которые оказывают влияние компании и регулирующие органы.

Примеры определения и сферы охвата вопросов ESG можно проиллюстрировать на примере двух организаций в табл. 1.2 и на рис. 1.3.

Таблица 1.2. Примеры ESG-проблематики

Факторы	Экологические	Социальные	Управленческие
Перечень	• Изменение климата. • Истощение ресурсов. • Отходы. • Загрязнение окружающей среды. • Вырубка лесов.	• Права человека. • Современное раб-ство. • Детский труд. • Условия труда. • Взаимоотношения с работниками.	• Взяточничество и коррупция. • Оплата труда руко-водителей. • Разнообразие и структура управле-ния. • Торговые ассоциа-ции, лоббирование и пожертвования. • Налоговая стратегия.

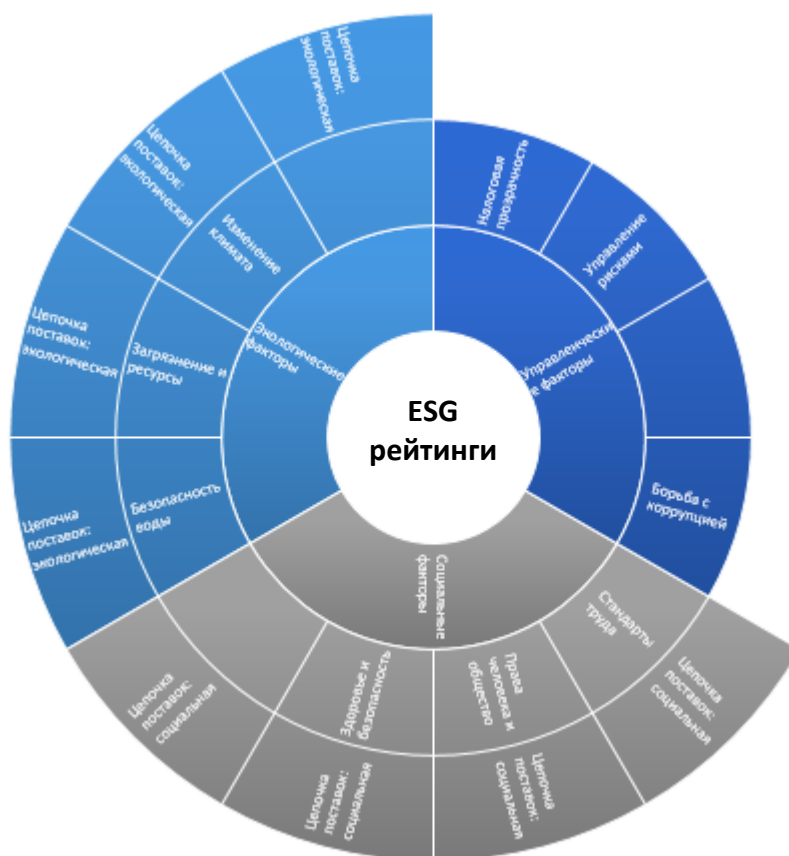


Рис. 1.3. Руководство по составлению отчетов по ESG

Инвестиции в ESG также предполагают, что получение долгосрочной устойчивой прибыли зависит от стабильных, хорошо функционирующих и хорошо управляемой социальной, экологической и экономической систем. Это так называемая тройная прибыль, придуманная бизнес-писателем Джоном Элкингтоном.

Однако с момента своего создания концепция тройной прибыли превратилась из целостного подхода к устойчивому развитию в инструмент учета, позволяющий находить компромиссы.

В конечном счете, инвестиции в ESG признают динамичную взаимосвязь между социальными, экологическими и управленческими вопросами и инвестициями. Они предполагают, что:

- социальные и экологические вопросы, а также вопросы управления могут влиять на риск, волатильность и долгосрочную доходность ценных бумаг (а также рынков);
- инвестиции могут оказывать как положительное, так и отрицательное воздействие на общество и окружающую среду.

Корпоративная социальная ответственность

Концепция ESG-инвестирования тесно связана с концепцией корпоративной устойчивости объектов инвестиций. Корпоративная устойчивость – это подход, направленный на создание долгосрочной ценности для заинтересованных сторон посредством реализации бизнес-стратегии, которая фокусируется на этических, социальных, экологических, культурных и экономических аспектах ведения бизнеса.

В связи с этим корпоративная социальная ответственность (КСО) – это широкая бизнес-концепция, описывающая обязательства компании к ведению своей деятельности этичным образом.

1.2. Виды ответственных инвестиций

ESG-инвестирование является частью группы подходов, которые в совокупности называются ответственными инвестициями. ESG-инвестирование занимается тем, как вопросы ESG могут повлиять на долгосрочную доходность активов и ценных бумаг, другие подходы к ответственному инвестированию также могут учитывать создание нефинансовой стоимости и отражать ценности заинтересованных сторон в инвестиционной стратегии. Хотя стандартного набора критериев для

определения ответственных инвестиций не существует, в этом разделе представлены основные инвестиционные подходы, демонстрирующие широкий спектр различных видов ответственных инвестиций.

Ответственное инвестирование – это обобщающий термин, обозначающий различные способы, с помощью которых инвесторы могут учитывать ESG при выборе ценных бумаг и формировании портфеля. Таким образом, оно может сочетать финансовые и нефинансовые результаты и дополнять традиционные методы финансового анализа и формирования портфеля.

Все формы ответственного инвестирования, за исключением привлечения инвесторов, в конечном счете связаны с формированием портфеля (другими словами, с тем, какими ценными бумагами владеет фонд).

Участие как владельцев акций, так и облигаций зависит от того, пытается ли инвестор поощрять эмитента и влиять на его поведение в вопросах ESG, и если да, то каким образом. В отрасли не существует стандартной классификации; типы ответственного инвестирования пересекаются и эволюционируют с течением времени.

Ответственное инвестирование

Ответственное инвестирование – это стратегия и практика, позволяющие учитывать факторы ESG при принятии инвестиционных решений и активном владении.

Как минимум, ответственное инвестирование заключается в снижении рисков, связанных с ESG, с целью сохранения стоимости. С этой целью в нем рассматривается как то, как ESG может влиять на доходность актива с поправкой на риск, так и на стабильность экономики, а также то, как инвестиции в активы и объекты инвестиций и взаимодействие с ними могут повлиять на общество и окружающую среду.

Социально ответственное инвестирование

Социально ответственное инвестирование (SRI) относится к подходам, в которых при оценке компаний применяются социальные и экологические критерии.

Инвесторы, применяющие SRI, обычно оценивают компании, используя выбранный набор критериев, обычно в сочетании с весовыми

коэффициентами, относящимися к конкретному сектору. Для получения квалификации в инвестиционном сообществе устанавливаются критерии, основанные либо на всей совокупности, либо на каждом отдельном секторе.

Лучшие в своем классе инвестиции

Лучшие в своем классе инвестиции включают в себя отбор только тех компаний, которые преодолевают определенный порог ранжирования, установленный с использованием критериев ESG в каждом секторе или отрасли.

- Как правило, компании оцениваются по целому ряду факторов, которые взвешиваются в зависимости от сектора.

- Затем портфель формируется из списка выбранных компаний.

Однако имейте в виду, что не все лучшие в своем классе фонды считаются ответственными инвестициями.

Устойчивые инвестиции

Устойчивые инвестиции – это выбор активов, которые тем или иным образом способствуют устойчивой экономике, т.е. активов, которые сводят к минимуму истощение природных и социальных ресурсов.

- Это широкий термин с широким диапазоном толкований, который может использоваться для рассмотрения типичных проблем ESG.

- Он может включать в себя лучшую в своем классе интеграцию и/или ESG, которая учитывает, как проблемы ESG влияют на профиль рисков и доходности ценной бумаги.

- Кроме того, он используется для описания компаний, оказывающих положительное влияние, или компаний, которые выигрывают от устойчивых макроэкономических тенденций.

Термин «устойчивые инвестиции» также может использоваться для обозначения стратегии, которая исключает деятельность, противоречащую долгосрочной экологической и социальной устойчивости, такую как добыча угля или разведка нефти в арктических регионах.

Тематические инвестиции

Под тематическими инвестициями понимается отбор компаний, которые подпадают под тематику, связанную с устойчивым развитием,

например, экологически чистые технологии, устойчивое сельское хозяйство, здравоохранение или смягчение последствий изменения климата.

Тематические фонды выбирают компании из различных секторов, которые имеют отношение к теме.

Зеленые инвестиции

Зеленые инвестиции – это вложение капитала в активы, которые смягчают последствия:

- изменения климата;
- утраты биоразнообразия;
- неэффективности использования ресурсов и
- других экологических проблем.

К ним могут относиться:

- низкоуглеродная энергетика и транспортные средства;
- интеллектуальные сети;
- энергоэффективность;
- борьба с загрязнением окружающей среды;
- переработка отходов;
- утилизация отходов и энергии;
- другие технологии и процессы, способствующие решению конкретных экологических проблем.

Таким образом, «зеленые» инвестиции можно рассматривать как широкую подкатегорию тематических инвестиций и/или инвестиций с эффектом воздействия.

Зеленые облигации, тип инструмента с фиксированным доходом, который специально предназначен для привлечения средств на климатические и экологические проекты, широко используются в «зеленом инвестировании».

Социальные инвестиции

Под социальными инвестициями понимается вложение капитала в активы, направленные на решение социальных задач. Это относится к двум третям беднейших слоев экономической пирамиды, к группе из более чем четырех миллиардов человек, живущих в бедности. В более широком смысле социальные инвестиции относятся к рыночной модели экономического развития, которая направлена на одновременное

сокращение масштабов нищеты и обеспечение роста и прибыли предприятий, обслуживающих эти сообщества.

Примерами могут служить:

- микрофинансирование и микрострахование;
- доступ к основным телекоммуникационным услугам;
- доступ к улучшенному питанию и медицинскому обслуживанию;
- доступ к (чистой) энергии.

Социальное инвестирование может также включать в себя облигации социального воздействия, которые являются механизмом заключения контрактов с государственным сектором. Этот сектор платит за улучшение социальных результатов в определенных сферах услуг и передает инвесторам часть полученной экономии.

Импакт-инвестиции

Под импакт-инвестированием понимаются инвестиции, осуществляемые с конкретной целью получения положительного, поддающегося измерению социального и/или экологического воздействия наряду с финансовой отдачей (что отличает их от филантропии). Они обычно связаны с прямыми инвестициями, такими как частные долговые обязательства, прямые инвестиции в акционерный капитал и недвижимость. Однако в последние годы импакт-инвестирование все чаще используется на открытых рынках.

Импакт-инвестиции могут осуществляться как на развивающихся, так и на развитых рынках. Они предоставляют капитал для решения проблем, связанных с решением самых насущных проблем в мире, инвестируя в проекты и компании, которые могут, например,

- обеспечить доступ к базовым услугам, включая жилье, здравоохранение и образование;
- повысить доступность низкоуглеродной энергии;
- поддержать предприятия, принадлежащие меньшинствам; и
- сохранить природные ресурсы.

Оценка и отслеживание согласованного эффекта, как правило, лежит в основе инвестиционного предложения.

Инвестиции, основанные на этике (или ценностях) и вере

Этическое (также известное как ценностно-ориентированное) и религиозное инвестирование относится к инвестированию в соответствии с определенными принципами, часто с использованием негативного скрининга, чтобы избежать инвестирования в компании, чьи продукты и услуги считаются неприемлемыми с моральной точки зрения инвестора или определенных религий, международных деклараций, конвенций и добровольных соглашений. Типичные исключения включают:

- табак;
- алкоголь;
- порнографию;
- оружие;
- ядерную энергетику; и
- существенное нарушение соглашений, таких как Всеобщая декларация прав человека или Декларация Международной организации труда (МОТ) об основополагающих принципах и правах в сфере труда.

Религиозные инвесторы – от отдельных верующих до крупных религиозных организаций – имеют опыт работы с акционерами, направленной на улучшение поведения компаний – объектов инвестиций. Другой популярной стратегией является формирование портфеля с акцентом на отсеивание негатива; другими словами, избегание «греховных акций» или других активов, противоречащих их убеждениям.

Взаимодействие с заинтересованными сторонами

Взаимодействие с акционерами отражает активное участие инвесторов, при котором инвестор стремится влиять на решения корпорации по вопросам ESG либо путем диалога с должностными лицами корпорации, либо путем голосования на собрании акционеров (в случае акционерного капитала). Он рассматривается как дополнение к вышеупомянутым подходам к ответственному инвестированию как способ поощрения компаний к более ответственным действиям. Его эффективность обычно зависит от:

- масштаба собственности (индивидуального инвестора или коллективной инициативы).;

- качество диалога по взаимодействию и использованный метод; и
- была ли компания проинформирована инвестором о том, что отказ от инвестиций является возможной санкцией.

1.3. Зачем внедрять ESG?

Существует множество мнений о цели и ценности интеграции ESG при принятии инвестиционных решений, как для инвесторов, так и для общества в целом.

Обсуждение на макроуровне вопросов интеграции ESG (реальные кейсы):

Компании уже сталкиваются с рисками в своей производственной деятельности из-за истощения запасов воды, которое усугубляется острыми последствиями изменения климата. Вода в основном считалась бесплатным сырьем и поэтому использовалась неэффективно, но в настоящее время многие компании сталкиваются с более высокими затратами на использование этого ресурса, а также с участвовавшими экстремальными погодными явлениями.

Американская коммунальная компания Pacific Gas and Electric Company (PG&E), торгуемая на бирже, была вынуждена объявить о банкротстве из-за обязательств по борьбе с лесными пожарами.

Оборудование компании привело к более чем 1500 пожарам в период с 2014 по 2017 год. Поскольку низкая влажность и сильные ветры усиливаются из-за изменения климата, опасность возникновения пожаров возрастает. В 2018 году считалось, что проблема с оборудованием PG&E привела к пожарам, в результате которых погибли по меньшей мере 85 человек, около 180 000 человек были вынуждены покинуть свои дома и было разрушено более 18 800 строений.

Компания Coca-Cola столкнулась с нехваткой воды в Индии, что вынудило ее закрыть один из своих заводов в 2004 году. С тех пор компания инвестировала 2 миллиарда долларов США (1,4 миллиарда фунтов стерлингов) в сокращение водопотребления и улучшение качества воды в населенных пунктах, в которых она работает.

SABMiller, международная пивоваренная компания и производитель напитков, также вложила значительные средства в водосбережение, в том числе 6 млн долларов США (4,3 млрд фунтов стерлингов) в модернизацию оборудования на предприятии в Танзании, пострадавшем от ухудшения качества воды.

В крайних случаях активы могут устареть из-за нормативных, экологических или рыночных ограничений. Например, в Перу социальный конфликт, связанный с перебоями в водоснабжении, привел к приостановке на неопределенный срок финансирования горнодобывающих проектов стоимостью 21,5 млрд долларов США (15,5 млрд фунтов стерлингов) с 2010 года.

Факторы ESG могут по-разному влиять на итоговые показатели компании. Тем не менее, выявление тех проблем, которые действительно важны для отрасли и компании, является одной из наиболее актуальных задач в рамках ESG инвестиций.

Каждая компания уникальна и сталкивается со своими собственными проблемами, связанными с ее культурой, конкретной бизнес-моделью, структурой цепочки поставок и т.д. Таким образом, существуют существенные различия не только между секторами, но и между тем, что наиболее важно для отдельных компаний в рамках одного сектора.

Экономия за счет мер по повышению эффективности (реальные кейсы)

Unilever

С 2008 года Unilever удалось избежать затрат на электроэнергию на сумму более 733 миллионов евро, сэкономить более 122 миллионов евро за счет повышения эффективности использования воды на своих заводах и сэкономить около 223 миллионов евро за счет использования меньшего количества материалов и образования меньшего количества отходов. Компания добилась этих результатов благодаря своей программе повышения экологической эффективности.

Компания Dow Chemical Company

В период с 1994 по 2010 год компания Dow Chemical инвестировала почти 2 млрд долларов США в повышение эффективности использования ресурсов и сэкономила 9,8 млрд долларов США за счет

сокращения потребления энергии и сточных вод в обрабатывающей промышленности. Давняя приверженность компании снижению затрат на повышение эффективности использования ресурсов позволила ей сэкономить 31 млн долларов США только на сырье (по сравнению с чистой прибылью примерно в 4 млрд долларов США) в 2018 году.

Дженерал Электрик

В 2013 году General Electric сократила выбросы парниковых газов на 32% и потребление воды на 45% по сравнению с предыдущим годом. Базовые показатели 2004 и 2006 годов, соответственно. Это позволило сэкономить 300 млн долларов США.

Aeon Group

В период с 2015 по 2018 год японская розничная группа Aeon сократила количество пищевых отходов на 9,7%, чистый объем продаж составил 32,14 кг/1 млн йен.

Walmart

За десять лет Walmart повысила топливную экономичность своего автопарка примерно на 87% за счет улучшения маршрутов, загрузки грузов и обучения водителей. Только в 2014 году эти усовершенствования позволили избежать выбросов CO₂ в объеме 15 000 метрических тонн и сэкономить почти 11 млн долларов США.

Найк

Почти половина (40%) отходов производства обуви Nike образуется в результате резки обрезков таких материалов, как текстиль, кожа, синтетическая кожа и пенопласт. В 2018 году современное оборудование для резки, которые позволяют добиться меньших зазоров между вырезаемыми деталями, чем при традиционной высечке под давлением, были внедрены на различных заводах. Предполагаемая сумма сэкономленных средств составила 12 млн долларов США (по сравнению с их чистым доходом в 1,1 млрд долларов США) и почти 1,2 млн килограммов материалов за этот финансовый год.

BP и Deepwater Horizon

Крупнейший на сегодняшний день корпоративный штраф был наложен на BP после крупнейшего в истории разлива нефти Deepwater

Horizon в Мексиканском заливе в 2010 году. В 2016 году BP выплатила Министерству юстиции США 20,8 млрд долларов США. Общая сумма компенсации, выплаченной компанией в конечном итоге, по сообщениям, превысила 65 млрд долларов США.

Финансовый кризис и Bank of America

Несколько самых крупных штрафов ударили по индустрии финансовых услуг, что стало прямым результатом пристального внимания к банкам в связи с финансовым кризисом. К ним относится второй по величине штраф в размере 16,65 млрд долларов США, выплаченный Bank of America в 2014 году за его роль в кризисе низкокачественных кредитов. Всего за два года до этого банк согласился выплатить федеральному правительству США компенсацию в размере 11,8 млрд долларов США в связи со злоупотреблениями при обращении взыскания.

Скандал с выбросами Volkswagen

Третий по величине штраф был выплачен компанией Volkswagen, которая в 2016 году столкнулась с гражданскими и уголовными санкциями в размере 14,7 млрд долларов США из-за скандала с мошенничеством с выбросами. Скандал ослабил ажиотаж вокруг дизельного топлива как топлива будущего. Сегодня большинство крупных автомобильных компаний направляют свои текущие (и будущие) инвестиции в электромобили, стремясь достичь все более жестких показателей по выбросам вредных веществ.

Финансовые показатели (реальные кейсы)

Одно из первых исследований с использованием метаданных было проведено в 2012 году Deutsche Bank, в ходе которого было проанализировано

более 100 исследований. Подавляющее большинство (89%) исследований показали, что компании, получившие высокие оценки по ESG-факторам, превзошли рынок, в то время как 85% продемонстрировали лучшие результаты с точки зрения эффективности бизнеса.

Эти результаты были самыми сильными в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Deutsche Bank обнаружил более слабые результаты в отношении влияния ESG на инвестиционные фонды. Они

пришли к выводу, что компании с хорошими коэффициентами ESG демонстрируют более высокие результаты, но инвесторы не всегда способны уловить это превосходство.

В 2014 году Оксфордский университет и управляющий активами Arabesque проанализировали научную литературу по устойчивому развитию и корпоративной эффективности и обнаружили, что из 200 проанализированных исследований:

- 90% пришли к выводу, что хорошие стандарты ESG снижают стоимость капитала;
- 88% опрошенных считают, что эффективные методы ESG приводят к повышению операционной эффективности; и
- 80% опрошенных считают, что динамика цен на акции положительно коррелирует с эффективными методами обеспечения устойчивости.

Другое исследование, проведенное в 2015 году, объединило результаты примерно 2200 отдельных исследований (в 35 раз больше, чем средняя выборка предыдущих исследований) и, таким образом, претендовало на звание наиболее исчерпывающего обзора научных данных о ESG и эффективности.

В данном случае около 90% исследований демонстрируют взаимосвязь между ESG и финансовыми показателями, которая не была отрицательной (т.е. положительной или нейтральной), при этом подавляющее большинство показывает положительную корреляцию между факторами ESG и показателями по капиталу, фиксированному доходу и собственности, а также в совокупности.

Ключевые факты

1. ESG-инвестирование – это подход к управлению активами, при котором инвесторы прямо признают значимость экологических, социальных и управленческих факторов (environmental, social and governance – ESG) в своих инвестиционных решениях, а также собственную роль как владельцев активов и кредиторов. ESG-инвестирование также признаёт, что формирование долгосрочной устойчивой доходности зависит от стабильных, эффективно функционирующих и хорошо управляемых социальных, экологических и экономических систем.

2. Концепция ESG-инвестирования тесно связана с понятием корпоративной устойчивости компаний-реципиентов инвестиций. В этом контексте корпоративная социальная ответственность (CSR) представляет собой широкую бизнес-концепцию, описывающую приверженность компании ведению деятельности на этических принципах.

3. Все формы ответственного инвестирования, за исключением вовлечения (engagement), в конечном итоге связаны с формированием портфеля (то есть с тем, какие ценные бумаги включает фонд). Некоторые подходы делают акцент на повышении финансовой доходности за счёт финансово значимых ESG-факторов, другие – на оптимизации влияния инвестиций на общество и окружающую среду. Вовлечение, как со стороны владельцев акций, так и держателей облигаций, касается того, как и в какой степени фонд стремится поощрять и влиять на поведение эмитента в вопросах ESG.

4. Одной из ключевых причин интеграции ESG является то, что ответственное инвестирование может снижать риски и повышать доходность. Финансовая значимость ESG может проявляться через:

- а) снижение издержек и рост эффективности;
- б) снижение риска штрафов;
- в) уменьшение негативных внешних эффектов;
- г) повышение адаптивности к мегатрендам устойчивого развития.

5. Свидетельства рисков, связанных с ESG-мегатрендами, приводятся, в частности, в отчёте Всемирного экономического форума Global Risks Report, который на протяжении многих лет подчёркивает рост вероятности и масштабов экстремальных погодных явлений, а также последствия бездействия в борьбе с изменением климата.

6. В течение многих лет фидуциарная обязанность считалась препятствием для учёта ESG в инвестициях. Современная интерпретация фидуциарной обязанности, отражённая в отчёте Freshfields, предполагает, что отказ учитывать долгосрочные драйверы стоимости инвестиций – включая ESG-вопросы – сам по себе является нарушением фидуциарной обязанности.

7. Крупные институциональные инвесторы, известные как универсальные владельцы (universal owners), владеют высоко диверсифицированными портфелями по секторам, классам активов и регионам.

Их инвестиционная доходность, таким образом, зависит от состояния экономики в целом. Отсутствие внедрения ESG-подходов из-за игнорирования негативных мегатрендов со временем может сдерживать экономическое развитие и усиливать нестабильность как внутри стран, так и между «глобальным севером и югом».

8. Одной из причин развития ответственного инвестирования является убеждение некоторых инвесторов в том, что инвестиции могут – и даже должны – служить обществу наряду с получением финансовой доходности. Цели устойчивого развития ООН (SDGs) – это рамочная система, согласованная всеми государствами-членами ООН для координации усилий по достижению глобальных приоритетов, которая была принята частью инвестиционного сообщества для управления и улучшения воздействия своих инвестиций.

9. Клиентский спрос играет ключевую роль в развитии ответственного инвестирования, поскольку именно клиенты принимают решения о том, как управляются их активы, совокупный объём которых эквивалентен в среднем около 34 % валового внутреннего продукта (ВВП) стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Число клиентов, интегрирующих ESG-подходы, продолжает расти.

10. Институциональные инвесторы обычно отражают ESG-соображения, интегрируя ESG-факторы в процесс принятия инвестиционных решений, а также через взаимодействие с компаниями и участие в формировании политики. Это может включать:

- а) закрепление ESG-требований в инвестиционных мандатах;
- б) учёт ESG в процессе стратегического распределения активов;
- в) применение фильтров на основе рейтингов;
- г) интеграцию ESG-вопросов в финансовые модели;
- д) использование ESG-факторов для выявления инвестиционных возможностей.

11. Финансовая значимость ESG-инвестирования обусловлена его способностью снижать риски и повышать доходность за счёт учёта дополнительных рисков и включения новых, ориентированных на будущее аналитических факторов в инвестиционный процесс.

12. Способность компании интегрировать реагирование на мегатренды устойчивого развития в операционную деятельность может стать ключевым фактором успеха для компании-реципиента инвестиций.

13. ESG-инвестирование активно развивалось в последние годы, однако остаются вызовы для его дальнейшего роста. Они проявляются до принятия решения о внедрении ESG (восприятие эффективности, фидуциарные интерпретации или отсутствие поддержки) и после такого решения (недостаток понимания, ощущение ресурсоёмкости или разрыв между стратегией и реализацией).

14. В финансовой индустрии и академическом сообществе всё шире признаётся, что ESG-факторы влияют на финансовые результаты. Различные исследования показывают, что взаимодействие с компаниями по вопросам ESG может создавать добавленную стоимость как для инвесторов, так и для компаний за счёт более эффективного управления ESG-рисками и внедрения более устойчивых бизнес-практик.

15. ООН поддерживает и спонсирует различные инициативы, направленные на развитие устойчивости и ESG-инвестирования. Особое значение имеют Принципы ответственного инвестирования (PRI) – международная сеть инвесторов, совместно работающих над пониманием последствий ESG для инвестиционных и собственнических решений и практик владения. PRI предоставляет широкий набор инструментов и отчётов о лучших практиках для различных участников инвестиционной цепочки. В последние годы рост рынка ESG и повышение интереса к теме ESG тесно коррелируют с ростом числа подписантов PRI.

16. Рабочая группа Совета по финансовой стабильности по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом (TCFD), опирается на целевой показатель Парижского соглашения по удержанию роста температуры на уровне не выше 2 °C (3,6 °F) и стремится сделать его практическим ориентиром для бизнеса. Это должно способствовать существенному прогрессу в раскрытии информации за счёт повышения прозрачности через реалистичное сценарное планирование, особенно в части физических последствий изменения климата, в том числе для инвесторов.

Вопросы для самопроверки

1. Что такое ESG инвестирование?
2. Что является примером социального фактора?
3. В каком смысле соображения ESG являются нефинансовыми?

4. Для какого сектора управление выбросами парниковых газов будет наиболее эффективным?
5. Что является типичным методом, с помощью которого ESG отражается в инвестиционных подходах?
6. Что является формой инвестиций в ESG?
7. Какие четыре основные группы вопросов охватываются Глобальным договором ООН?
8. Что составляет концепцию тройного результата?
9. Какие из секторов обычно исключаются из сферы инвестиций, основанных на этике и вере?
10. Каким образом вопросы ESG могут стать финансово значимыми для компании и способствовать снижению рисков и увеличению прибыли?
11. По данным Oxfam, 1 % самых богатых людей в мире более чем в два раза богаче, чем 6,9 млрд человек. К какому мегатренду это относится?
12. Какова наиболее вероятная причина, по которой инвестор будет взаимодействовать с политиками в области ESG?

Глава 2. РЫНОК ESG

2.1. История развития

В 1983 году в ответ на растущую обеспокоенность в связи с разрушением озонового слоя, глобальным потеплением и другими экологическими проблемами, связанными с повышением уровня жизни населения планеты, Генеральная Ассамблея Организации Объединенных Наций (ООН) созвала Всемирную комиссию по окружающей среде и развитию (WCED), международную группу экспертов-экологов, политиков и представителей гражданского общества. На Комиссию (также называемую «Комиссией Брунтланн») была возложена задача предлагать долгосрочные решения для обеспечения устойчивого развития.

В 1987 году Комиссия опубликовала доклад Брунтланн, также названный «Наше общее будущее», в котором была представлена концепция устойчивого развития и описано, как этого можно достичь.

Концепция ESG-инвестирования – явление не недавнее: ответственное инвестирование появилось еще в те времена, когда инвестирование было само по себе. В 17-м и 18-м веках религиозные группы, такие как квакеры и методисты, уже давали указания своим последователям относительно видов деятельности, в которые им следует или не следует вкладывать средства.

Негативный отбор (другими словами, сознательный отказ от инвестиций в компании или отрасли, которые не соответствуют ценностям) был самой популярной формой социально ответственного инвестирования (СОИ) в первые дни. Из-за этих исторических корней ESG-инвестирования, когда оно основывалось на этических вопросах общественного характера и экологических проблемах, вышедших на первый план в более поздний период, в обиход вошел термин СОИ.

Одним из первых этических взаимных фондов, которые перешли на экраны, основанные на религиозных традициях, был фонд Pioneer, основанный в 1928 году.

Современная институционализация этических исключений, возможно, началась в разгар войны во Вьетнаме в 1971 году с создания Всемирного фонда Pax (ныне IMPAX Asset Management). В то время

фонд предлагал альтернативный вариант инвестирования для тех, кто выступал против производства ядерного и военного оружия.

Ключевыми изменениями, произошедшими между ранними и современными ОИ, стали рост активности акционеров, более широкое рассмотрение факторов окружающей среды и внедрение инвестирования с положительным отбором, направленного на максимизацию финансовой отдачи в рамках социально ориентированной инвестиционной стратегии. Таким образом, СОИ в конечном итоге объединяет ESG-факторы в традиционную систему инвестирования, ориентированную только на прибыль и доходность с поправкой на риск. Это проложило путь к ответственному инвестированию, которое учитывает финансовые и ESG-факторы при оценке компаний.

Современная форма ESG-инвестирования началась с письма и призыва к действию. В январе 2004 года Генеральный секретарь ООН Кофи Аннан обратился с письмом к руководителям крупных финансовых институтов с просьбой принять участие в инициативе, осуществляемой в рамках Глобального договора ООН и при поддержке Международной финансовой корпорации (IFC), по интеграции ESG на рынках капитала. В рамках инициативы был подготовлен отчет под названием «Кто заботится, тот и выигрывает», в котором фактически появился термин «ESG».

Из многих вопросов, касающихся ESG, изменение климата привлекло особое внимание правительств, регулирующих органов, предприятий и инвесторов. По просьбе правительства Великобритании экономист сэр Николас Стерн провел масштабный экономический обзор изменения климата, чтобы понять природу экономических проблем и способы их решения.

В обзоре, опубликованном в 2006 году, сделан вывод о том, что изменение климата — это величайший и широкомасштабный сбой рынка, который когда-либо наблюдался, представляющий собой уникальную проблему для экономики, и своевременные действия намного перевешивают издержки бездействия.

Согласно отчету, без принятия мер общие издержки, связанные с изменением климата, были бы эквивалентны потере по меньшей мере 5% мирового валового внутреннего продукта (ВВП) каждый год, сейчас и навсегда. Учет более широкого спектра рисков и воздействий мо-

жет увеличить этот показатель до 20% ВВП и более. Хотя это и не первый экономический отчет об изменении климата, он оказал важное влияние на то, как инвесторы понимают изменение климата в Великобритании и во всем мире.

Глобальный финансовый кризис 2008 года и пандемия COVID-19 в 2020 и 2021 годах стали еще одним ярким напоминанием о взаимозависимости между обществами, экономиками и финансовыми рынками. Это также стало наглядным доказательством того, что давление рынка не всегда приводит к идеальным результатам для общего блага. Это вновь пробудило интерес институциональных инвесторов к рискам и возможностям, связанным с внефинансовыми показателями компании, усиленный растущим восприятием владельцев крупных активов как «универсальных собственников», зависящих от состояния рынков и экономики в целом.

2.2. ESG-инвестиции в цифрах

Учитывая множество определений ответственного инвестирования, существует целый ряд данных, касающихся рынка ответственного инвестирования. Один из наиболее полных обзоров рынка проводится Глобальным фондом устойчивого развития.

Инвестиционный альянс (GSIA), который каждые два года проводит исследования на пяти основных рынках ответственного инвестирования (Европа, США, Япония, Канада и Австралия/Новая Зеландия). В последнем отчете компании показано, что на начало 2018 года активы для устойчивого инвестирования на пяти основных рынках составляли 30,7 трлн долларов США (22,1 трлн фунтов стерлингов), за два года этот показатель увеличился на 34 %. Во всех регионах, за исключением Европы, доля рынка устойчивого инвестирования выросла, как видно из табл. 2.1.

Что касается того, где в мире сосредоточены активы устойчивого и ответственного инвестирования, то наибольшая доля по-прежнему приходится на Европу (46 %) и США (39 %).

Таблица 2.1. Рост активов ESG в разбивке по регионам

Регион	2012 млрд \$	2014 млрд \$	2016 млрд \$	2018 млрд \$
Европа	8,758	10,775	12,040	14,075
США	3,740	6,572	8,723	11,995
Япония		7	474	2,180
Азия (не вкл. Японию)		45	52	
Азия (вкл. Японию)	40			
Канада	589	729	1,086	1,699
Австралия / Новая Зеландия	134	148	516	734
Итого	13,261	18,276	22,891	30,683

Как видно из табл. 2.1, на долю ответственных инвестиций приходится значительная доля управляемых активов в каждом регионе.

Этот показатель колеблется от 18 % в Японии до 63 % в Австралии и Новой Зеландии. Очевидно, что устойчивое инвестирование представляет собой крупную силу на мировых финансовых рынках.

Доля устойчивого инвестирования в общем объеме активов, находящихся под управлением, выросла почти во всех регионах, а в Канаде и Австралии / Новой Зеландии активы, осуществляющие ответственное инвестирование, в настоящее время составляют большую часть активов, находящихся под профессиональным управлением.

Исключением из этой тенденции является Европа, где с 2014 года активы, связанные с устойчивым инвестированием, сократились по сравнению с общим объемом управляемых активов. По крайней мере, часть снижения доли рынка в Европе связана с переходом к более строгим стандартам и определениям устойчивого инвестирования на этом рынке.

На рис. 2.1. представлены классы активов в глобальном ESG инвестировании.

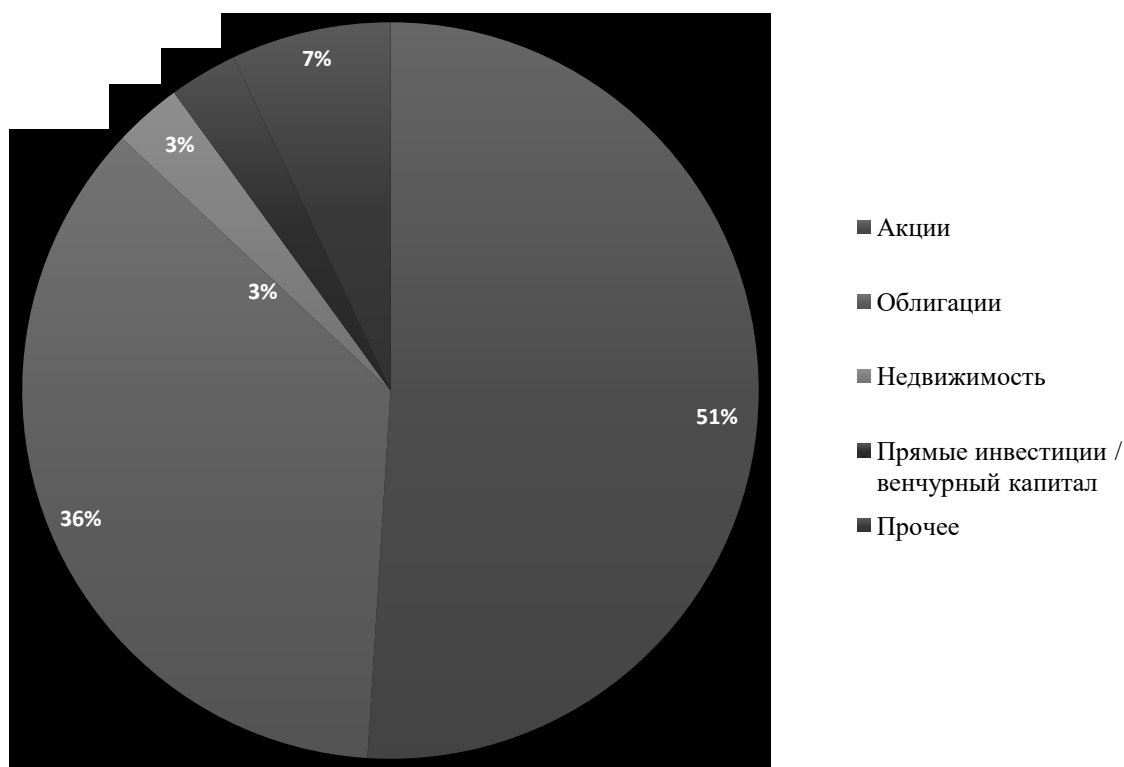


Рис. 2.1. Классы активов в глобальном ESG инвестировании (2018 г.)

В 2018 году на долю недвижимости и прямых инвестиций / венчурного капитала приходилось по 3% глобальных активов для устойчивого инвестирования. Устойчивые инвестиции также можно найти в хедж-фондах, денежных средствах или депозитариях, товарах и инфраструктуре. Эти активы отражены в категории «прочие» активы.

2.3. Рыночные факторы и вызовы ESG интеграции

Различные заинтересованные стороны определяют направление ответственного инвестирования, регулируя спрос и предложение на него.

Ниже представлены основные стейкхолдеры, которые оказывают непосредственное влияние на инвестиционные решения путем:

- выбора, который они делают; или
- услуги и/или информации, которую они предоставляют.

Основные стейкхолдеры:

1. Владельцы активов (пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды благосостояния, эндаумент-фонды и благотворительные фонды, индивидуальные (розничные) инвесторы).
2. Управляющие активами.
3. Фонды (инвестиционные консультанты и консультанты по розничным инвестициям, инвестиционные платформы, представители фондов).
4. Финансовые посредники (инвестиционные банки, инвестиционные исследовательские и консалтинговые фирмы, фондовые биржи, рейтинговые агентства ESG).
5. Политики и регулирующие органы.
6. Объекты инвестиций.
7. Правительство.
8. Гражданское общество и академическое сообщество.

Примеры ESG инвестиций, реализуемые разными стейкхолдерами (реальные кейсы):

Пенсионные схемы банка HSBC в Великобритании

В 2016 году пенсионные схемы банка HSBC в Великобритании изменили инвестиционную стратегию с установленными взносами (DC) на пассивный интеллектуальный бета-фонд, который интегрирует ESG путем учета климатических изменений.

В комментарии HSBC к продукту отмечается: «Эффективность инвестиций не должна ухудшаться... Это важно, поскольку, инвесторы все чаще требуют ответственного распределения средств, они не обязательно готовы идти на компромисс в отношении эффективности».

Фактически, цель программы – обеспечить более высокую доходность с поправкой на риск, чем при использовании обычного индекса, взвешенного по рыночной капитализации. Учет климатических изменений дает участникам программы более широкие возможности для компаний, менее подверженных риску изменения климата.

Государственный пенсионный инвестиционный фонд

В период с 2017 по 2020 год Государственный пенсионный инвестиционный фонд (GPIF) Японии с инвестициями по всему миру, инвестировал в девять различных ESG-индексов. GPIF продвигает ESG-

инвестиции с целью повышения долгосрочной доходности всего актива за счет снижения негативного воздействия на окружающую среду и общество. GPIF придерживался мнения, что среди важных вопросов ESG экологические проблемы, такие как изменение климата, представляют собой трансграничную глобальную проблему. Поэтому компания приступила к инвестированию, которое включает все элементы ESG как в свои внутренние, так и в зарубежные проекты. При выборе индексов ESG GPIF подчеркивала, что:

1. «Позитивный отбор», который определяет, какие компании-участники, основываясь на их оценке ESG, должны быть приняты к участию;

2. Оценка должна основываться на общедоступной информации, а ее метод и результаты должны быть публично раскрыты; и

3. Специалисты по оценке ESG и поставщики индексов должны находиться под строгим контролем, а их конфликт интересов должен быть надлежащим образом урегулирован.

Голландский многосекторальный пенсионный фонд PGB

Голландский многосекторальный пенсионный фонд PGB стоимостью 26,2 млрд евро ежегодно проводит опрос по вопросам ответственного инвестирования среди своих участников, чтобы принимать решения на основе мнений своих членов.

Кроме того, фонд провел обязательное обследование склонности своих членов к риску и включил дополнительную анкету, касающуюся ESG. Например, из 3500 респондентов 90% отдали предпочтение инвестициям в устойчивую энергетику, в то время, как только 14% поддерживали инвестиции в оружие и только 17% – в табачную промышленность.

В результате опроса респондентов PGB исключила табачные фирмы и компании, продающие огнестрельное оружие гражданским лицам, из своего инвестиционного портфеля. Голландский пенсионный фонд гостиничного бизнеса Horeca&Catering стоимостью 9,9 млрд евро провел свой последний опрос в конце 2017 года, в котором приняли участие 9500 членов и 526 работодателей. Его участники отметили, что условия труда, экологическое мошенничество и коррупция имеют для них наибольшее значение. В результате консультаций из инвестиционного портфеля программы были исключены компании,

нарушающие принципы Глобального договора ООН и нацеленные на сокращение выбросов углекислого газа на 20% в течение следующих двух лет.

Страховые компании и ESG

Компания Munich Re, занимающаяся перестраховкой, ощутила последствия изменения климата для своей бизнес-модели. Исследования показывают, что изменение климата приводит к изменению распределения вероятностей стихийных бедствий, таких как ураганы, снежные бури и т.д., увеличивая расходы перестраховщиков.

Простой пример ужасных последствий даже малейшего изменения погодных условий для ураганов подчеркивает проблемы, которые изменение климата ставит перед этой отраслью: изменение скорости ветра на 5 - 10 % во время сезона ураганов приведет к ущербу, составляющему примерно 0,13 % от общего ВВП США.

Аналогичным образом, при наихудшем сценарии, предполагающем изменение средней температуры на 3 - 4°C (5,4 - 7,2°F), ущерб, причиненный стихийными бедствиями (например, наводнениями) в Великобритании, увеличится в четыре раза.

Таким образом, ценообразование на перестрахование в значительной степени зависит от знания этих точных вероятностей. В результате, Компания Munich Re инвестировала значительные средства в исследования и моделирование изменения климата; создала центр исследований в области изменения климата и создала обширную базу данных о стихийных бедствиях.

В 2016 году Аха стала одним из мировых страховщиков и инвесторов, отказавшихся от табачной продукции, которая на тот момент ценилась очень высоко на сумму 1,8 млрд евро (1,3 млрд фунтов стерлингов). На презентации финансовой программы «Без табака»¹⁴ генеральный директор Аха особо отметил, что «как медицинская страховая компания, мы каждый день видим влияние курения на здоровье и благополучие людей», признавая влияние, которое бизнес Аха по страхованию жизни оказывает на ее инвестиционное направление.

Управляющие активами выбирают ценные бумаги и предлагают их портфолио владельцам активов. Они влияют на ESG-характеристики портфеля путем отбора, а также взаимодействия с компаниями-

объектами инвестиций для улучшения их эффективности ESG. Реагируя на интерес владельцев активов к ESG, они также могут играть ключевую роль в предложении новых продуктов и подходов к рассмотрению ESG. Управляющие активами занимают центральное место в цепочке создания стоимости инвестиций.

Предложения ESG управляющими активами, как правило, начинались с акций, котирующихся на бирже, но недавно перешли на другие активы. Знания, полученные при интеграции ESG в оценку акционерного капитала компаний, были в определенной степени перенесены на оценку корпоративных облигаций.

Фонды инструментов с фиксированным доходом стали включать в себя некорпоративных эмитентов (таких, как Супра-граждан, правительств и муниципалитетов), помимо этого, была расширена методология ESG интеграции.

За последние десять лет рост популярности «зеленых» облигаций еще больше укрепил позиции активов с фиксированным доходом как класса активов, представляющего интерес для ответственных инвесторов. Фонды инфраструктуры, недвижимости, прямых инвестиций и частного кредитования не спешили систематически и явно внедрять ESG-интеграцию. Тем не менее, недвижимость, прямые инвестиции и частное кредитование сыграли важную роль в структурировании фондов импакт-инвестирования.

На сегодняшний день существует более 1000 ESG-индексов (примерно 1% от 3,7 млн индексов, доступных по всему миру, по данным Ассоциации индустрии индексов), что отражает растущий интерес инвесторов к продуктам ESG и потребность в инструментах измерения, которые точно отражают цели устойчивых инвесторов.

ESG-факторы также были успешно интегрированы в факторное инвестирование, интеллектуальные бета-фонды и деривативы, что отражает проникновение ESG в гораздо более сложные продукты, предлагаемые управляющими активами. На рис. 2.2 представлены этапы развития ESG индексов.

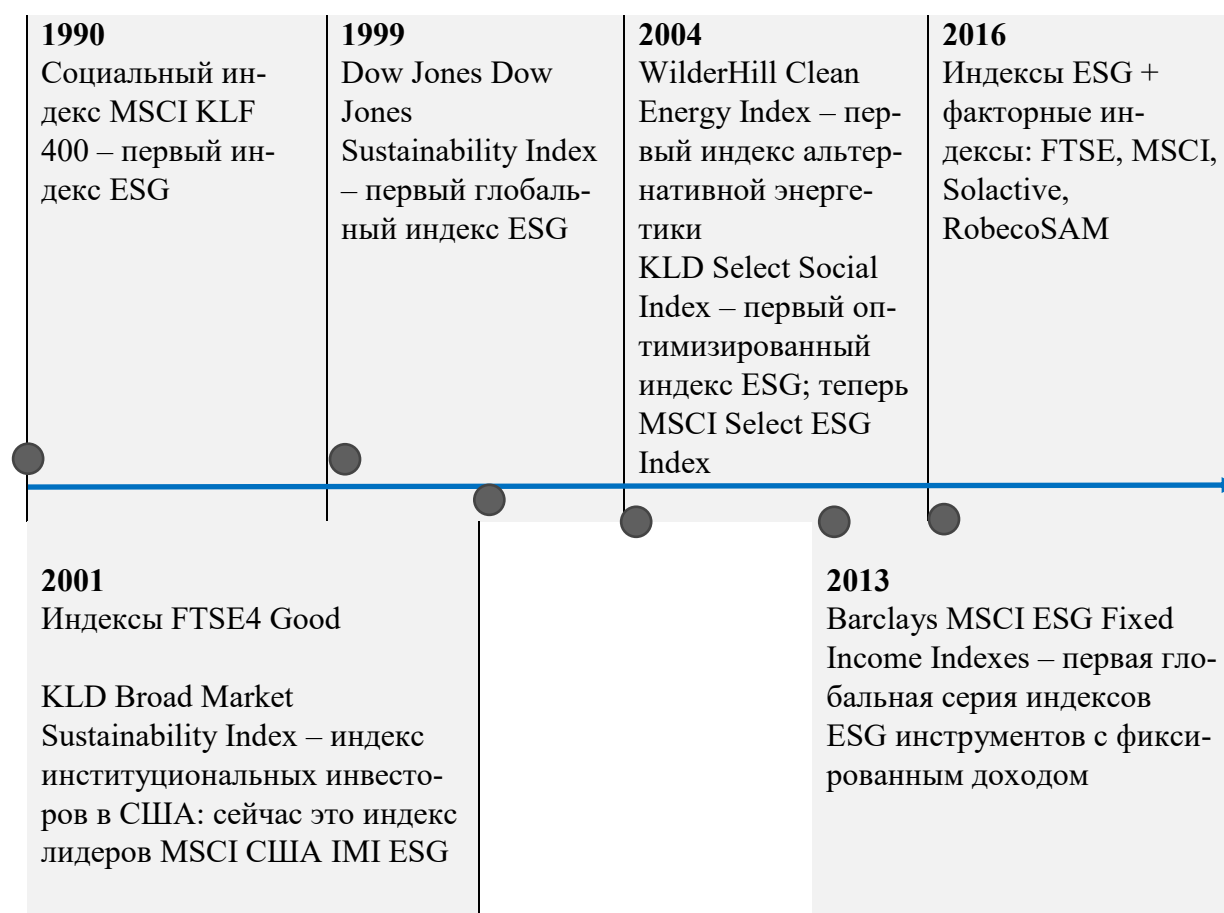


Рис. 2.2. Этапы развития ESG индексов

Управляющие активами вкладывают значительные средства в ресурсы, связанные с ESG. Некоторые из них объединились с управляющими активами, специализирующимися на проектировании или инвестициях в воздействие, или приобрели их; другие инвестировали значительные суммы в технологии, используя науку о данных для разработки собственных систем оценки и информационных панелей.

Например, один глобальный инвестор разработал собственную систему для оценки прогресса эмитентов с фиксированным доходом в достижении конкретных целей, связанных с ESG. Управляющие активами также расширили свои кадровые ресурсы, а некоторые ответственные инвестиционные команды увеличились до более чем 20 человек.

Ключевые факты

1. В 1987 году комиссия, созданная ООН, использовала доклад Брундтланд (Brundtland Report), также известный как «Наше общее будущее» (Our Common Future), в котором было введено понятие устойчивого развития и описаны пути его достижения.

2. Концепция ответственного инвестирования восходит к XVII веку. Один из первых этических взаимных фондов, который исключал из инвестиций табачные компании, был запущен в 1928 году. Более современная институционализация этических исключений, вероятно, началась в разгар войны во Вьетнаме в 1971 году с созданием фонда Pax World Fund.

3. В начале 2000-х годов Глобальный договор ООН опубликовал отчет Who Cares Wins, призывающий финансовые институты интегрировать факторы ESG в рынки капитала. Впоследствии проект UNEP FI подготовил так называемый Freshfields Report, который показал, что вопросы ESG имеют значение для финансовой оценки и фидуциарных обязанностей. Эти два отчета заложили основу для запуска Принципов ответственного инвестирования (PRI) ООН в 2006 году.

4. Последний отчет Глобального альянса устойчивых инвестиций (GSIA) показывает, что активы устойчивого инвестирования на пяти крупнейших рынках выросли с 22,89 трлн долларов США в начале 2016 года до 30,7 трлн долларов США в начале 2018 года, увеличившись на 34% за два года. Доля устойчивого инвестирования по отношению к совокупным управляемым активам выросла почти во всех регионах, а в Канаде и Австралии/Новой Зеландии ответственные инвестиции в настоящее время составляют большинство активов под профессиональным управлением.

5. Хотя институциональные инвесторы доминируют в ответственном инвестировании, интерес со стороны розничных инвесторов стабильно растет; в 2018 году розничная доля совокупных ESG-активов составляла около четверти.

6. Большинство ESG-активов инвестировано в публичные акции (более 50 % на начало 2018 года). Следующим по величине классом активов являются инструменты с фиксированным доходом – 36 %.

7. Владельцы активов находятся в начале цепочки создания стоимости инвестиций. Понимание ими того, как факторы ESG влияют на

финансовую доходность и каким образом их капитал воздействует на реальную экономику, может существенно повысить объем и качество ESG-инвестирования по всей инвестиционной цепочке.

8. Институциональные владельцы активов устанавливают рамки, известные как инвестиционные мандаты, для управляющих активами. Эти рамки определяют ожидания в отношении инвестиционного продукта и зачастую выходят за пределы этого, охватывая процессы и ресурсы управляющего. Большинство (более 90 %) владельцев активов – подписантов PRI требуют в своих инвестиционных мандатах учета ответственного инвестирования, а более половины владельцев активов (65 %) также требуют отчетности.

9. Многие участники инвестиционной цепочки признали недостатки краткосрочного подхода к инвестированию и стремятся повысить осведомленность о ценности долгосрочного подхода и поощрять его. Краткосрочность может снижать готовность компаний инвестировать в проекты (например, исследования и разработки), которые требуют значительных затрат и времени для получения отдачи. Кроме того, краткосрочные инвестиционные стратегии приводят к игнорированию долгосрочных рисков, таких как ESG-факторы. Это было подтверждено обзором рынка акций Великобритании и долгосрочного принятия решений, проведенным профессором Джоном Кеєм для правительства Великобритании в 2012 году.

10. Теоретически владельцы активов с долгосрочными обязательствами (например, пенсионные фонды) хорошо согласованы с долгосрочным инвестированием и должны извлекать из него выгоду. На практике же они иногда усугубляют проблему, поощряя управляющих и компании за краткосрочное поведение.

11. Страховщики могут быть более чувствительны к определенным аспектам ESG из-за факторов, влияющих на страховые продукты, таких как рост и частота экстремальных погодных явлений (страхование имущества и ответственности) и демографические изменения (страхование жизни).

12. Принятие ESG-инвестирования розничными инвесторами, как правило, ниже, чем у институциональных инвесторов. Опросы показывают, что представители поколения миллениалов заинтересованы в ESG-инвестировании, что может привести к росту ESG-активов в розничном сегменте в будущем.

13. Управляющие активами формируют ESG-характеристики портфеля как через отбор активов, так и через взаимодействие с компаниями-эмитентами с целью улучшения их ESG-показателей. Реагируя на интерес владельцев активов к ESG, они также могут играть ключевую роль в разработке новых продуктов и подходов с учетом ESG.

14. Изначально ESG-инвестирование управляющими активами развивалось в сегменте активного управления акциями, но впоследствии распространилось и на другие классы активов, особенно на фиксированный доход. Предложение индексных и пассивных ESG-фондов, запущенное управляющими активами около 20 лет спустя после активных стратегий, оказалось крайне важным для предоставления эталонов доходности и формирования основы для пассивных инвестиционных фондов, таких как биржевые фонды (ETF).

15. Инвестиционные консультанты и финансовые консультанты для розничных клиентов помогают, соответственно, институциональным и частным инвесторам ставить и достигать долгосрочных финансовых целей, как правило, предлагая инвестиционные фонды. При предварительном отборе и формировании короткого списка фондов для клиентов они могут учитывать ESG-характеристики.

16. Финансовые регуляторы рассматривают, как ESG-факторы могут влиять на стабильность экономик и финансовых рынков и каким образом эти факторы воздействуют на долгосрочный риск-доходность финансовых инструментов. Они также поощряют и поддерживают рост определенных ESG-продуктов, таких как «зеленые» облигации, и требуют раскрытия ESG-характеристик.

17. Более 95 % новых или пересмотренных политик были разработаны после 2000 года, что обусловлено быстрым развитием ESG-экспертизы в Европе и Азии, а также ростом кодексов ответственного управления и корпоративного управления, при этом национальные органы периодически усиливают требования к ESG.

18. Компании и другие получатели инвестиций могут способствовать росту ESG-инвестирования через то, как они управляют ESG-рисками, каким образом влияют на окружающую среду и общество, а также через уровень раскрытия информации по этим вопросам.

19. Правительства признали, что ответственное инвестирование может играть роль в финансировании как общественной инфраструк-

туры, так и перехода к низкоуглеродной экономике. Они также признают, что ответственное инвестирование может сыграть роль в трансформации пенсионных систем, в которых граждане в большей степени полагаются на частные пенсионные планы.

20. Гражданское общество и НКО могут способствовать повышению осведомленности компаний о их ESG-рисках, а также помогать улучшать раскрытие информации. Результаты академических исследований могут усилить внимание к различным аспектам ESG и процессу принятия инвестиционных решений.

21. Некоторые инвесторы по-прежнему сомневаются, может ли учет ESG-факторов повысить ценность инвестиционных решений, несмотря на широкое распространение исследований, демонстрирующих, что интеграция ESG может снижать волатильность и повышать доходность.

22. Некоторые инвесторы также продолжают сомневаться, позволяют ли их фидуциарные обязанности внедрять ESG-инвестирование. Внутренние данные о влиянии учета ESG и взаимодействия с прямыми коллегами могут помочь преодолеть эти барьеры.

23. Советы, которые инвестиционные консультанты и розничные финансовые консультанты дают клиентам, во многих случаях не способствовали поддержке продуктов, интегрирующих ESG. Инвесторы, которые взаимодействуют с этими консультантами, способствовали постепенным изменениям.

24. Недостаток понимания того, как внедрять ESG на различных этапах инвестиционного процесса, а также представления о стоимости и доступности данных и инструментов, могут ограничивать рост ESG-инвестирования.

25. Рост фондов, обозначенных как ESG, увеличил риск «гринвошинга». Дальнейшая работа регуляторов в сочетании с разработкой добровольных стандартов упростит для инвесторов понимание характеристик ответственных инвестиций и различий между разными типами ответственного инвестирования, способствуя укреплению доверия к рынку.

Вопросы для самопроверки

1. В каких регионах сосредоточена наибольшая доля устойчивых и ответственных инвестиционных активов?
2. Какая стратегия устойчивого инвестирования является крупнейшей в мире?
3. Почему инвестиционные мандаты важны для ESG инвестиций?
4. Что относится к числу проблем, ограничивающих развитие ESG-инвестирования?
5. Каким образом инвестиционный консультант может стать препятствием для роста рынка ESG-инвестиций?
6. В чем заключается основная проблема политики, которая заключается в том, чтобы «соблюдать или разъяснять» в отношении ESG?
7. Что представляет наибольший риск для отрасли в связи с «гринвошинг»?
8. Почему ESG инвестирование вызывает беспокойство у инвесторов, которые опасаются высокой погрешности отслеживания?
9. Какие вопросы рассматриваются в таксономии ЕС?
10. Почему инвестиционная индустрия ESG приветствовала разъяснение Министерства труда США о фидуциарных обязанностях в 2015 году?
11. Каким образом фондовые биржи могут способствовать развитию ESG-инвестирования?
12. Какова наименее вероятная причина, по которой доверительный управляющий пенсионного фонда может рассмотреть возможность инвестирования в ESG?

Глава 3. ЭКОЛОГИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ

3.1. Ключевые экологические проблемы

Спектр экологических факторов, которые оказывают существенное финансовое воздействие на инвестиции (буква «Е» в ESG), широк и имеет далеко идущие последствия. Экологические риски продолжают приобретать все большее значение и вызывают повышенную обеспокоенность во всем мире.

Экологические риски (включая экстремальные погодные условия, стихийные бедствия и бездействие в борьбе с изменением климата) доминируют в рейтинге глобальных рисков Всемирного экономического форума с 2016 года, а в 2020 году утрата биоразнообразия вошла в пятерку основных рисков.

В то время как пандемия COVID-19 привела к тому, что инфекционные заболевания стали одним из пяти основных глобальных рисков в 2021 году, четыре из пяти основных рисков по вероятности (пять из пяти в 2020 году) и три из пяти основных по воздействию были связаны с окружающей средой.

Для сравнения, до 2010 года экологические риски не входили в первую пятерку. Этот заметный контраст свидетельствует о стремительном повышении роли устойчивого развития в глобальной повестке дня.

Растущая осведомленность о воздействии на окружающую среду и климат отражается в повышении уровня и объема раскрытия корпоративной информации (например, в принятии рекомендаций Целевой группы по раскрытию финансовой информации, связанной с изменением климата) и внедрении политики (например, Европейского «зеленого соглашения»), направленной на ускорение устойчивого финансирования.

В этой главе определены и описаны некоторые ключевые экологические факторы и основные внешние движущие силы, которые сле-

дует учитывать инвестиционным аналитикам и портфельным менеджерам при оценке существенных экологических рисков и возможностей в своих портфелях.

Экономика и окружающая среда неразрывно связаны. Рассмотрим сходство между одним широко используемым определением экономики – изучением взаимосвязи между целями и ограниченными средствами, имеющими альтернативное применение – и широко используемым определением экологической устойчивости – стремлением удовлетворять потребности и чаяния настоящего без ущерба для способности удовлетворять потребности и чаяния будущего.

Использование и истощение природных ресурсов, а также компромисс между текущими затратами и будущими выгодами – это темы, которые занимали центральное место в экономике с момента ее зарождения как дисциплины.

Исторически менее ценилась зависимость успешного ведения экономической деятельности от стабильной, пригодной для жизни планетарной системы. Однако в последние десятилетия научное сообщество все чаще выступает с резкими предупреждениями о том, что последствия экономической деятельности – в частности, сжигание ископаемого топлива для получения энергии, а также другие формы загрязнения и деградации окружающей среды – ставят под угрозу саму стабильность климатической системы с опасными, потенциально катастрофическими последствиями.

Согласно обновленной информации Стокгольмского центра жизнестойкости за 2017 год, четыре из девяти планетарных границ уже были пересечены в результате деятельности человека:

- изменение климата;
- нарушение целостности биосферы;
- изменение наземной системы; и
- изменение биогеохимических циклов (насыщение фосфором и азотом).

Хотя это может рассматриваться как благо само по себе, стремление к экологической устойчивости также может быть оправдано обращением к финансовым интересам. И наоборот, по мере изменения

общественных предпочтений, регулирования и технологий текущие инвестиции в деятельность, наносящую ущерб окружающей среде, могут нести в себе неоправданные риски, которые могут привести к потере доходов и падению стоимости активов.

Изменение климата определяется как изменение климата, прямо или косвенно связанное с деятельностью человека, которое изменяет состав глобальной атмосферы и которое, в дополнение к естественной изменчивости климата, наблюдается в течение сопоставимых периодов времени.

Эта проблема связана с локальными проявлениями (например, экстремальными погодными явлениями, такими как более частые и/или более интенсивные тропические циклоны) и глобальными последствиями (например, повышением среднемировой температуры и уровня моря), которые, по оценкам, со временем будут становиться все более серьезными.

Основной антропогенной движущей силой потепления на планете является рост выбросов парниковых газов (ПГ).

Они образуют слой в атмосфере, который препятствует тому, чтобы все большее количество тепла, достигающего Земли от Солнца, излучалось обратно в космос. Углекислый газ (CO₂) является наиболее существенным фактором потепления из-за его более высокой концентрации в атмосфере, которая находится на уровнях, невиданных с тех пор, как впервые появился *Homo sapiens*.

По оценкам TAdviser¹ глобальные выбросы углекислого газа достигли исторического максимума, превысив 40 млрд тонн в 2023 году (рис. 3.1).

Увеличение показателей связано с ростом потребления ископаемого топлива, о чем сообщается в отчете Energy Institute, с которыми TAdviser ознакомился в ноябре 2024 года.

¹ [Выбросы углекислого газа CO₂ в мире \(Carbon Free Zone\)](#)



Рис. 3.1. Человечество побило рекорд выбросов углекислого газа
(Источник: Выбросы углекислого газа CO₂ в мире (Carbon Free Zone))

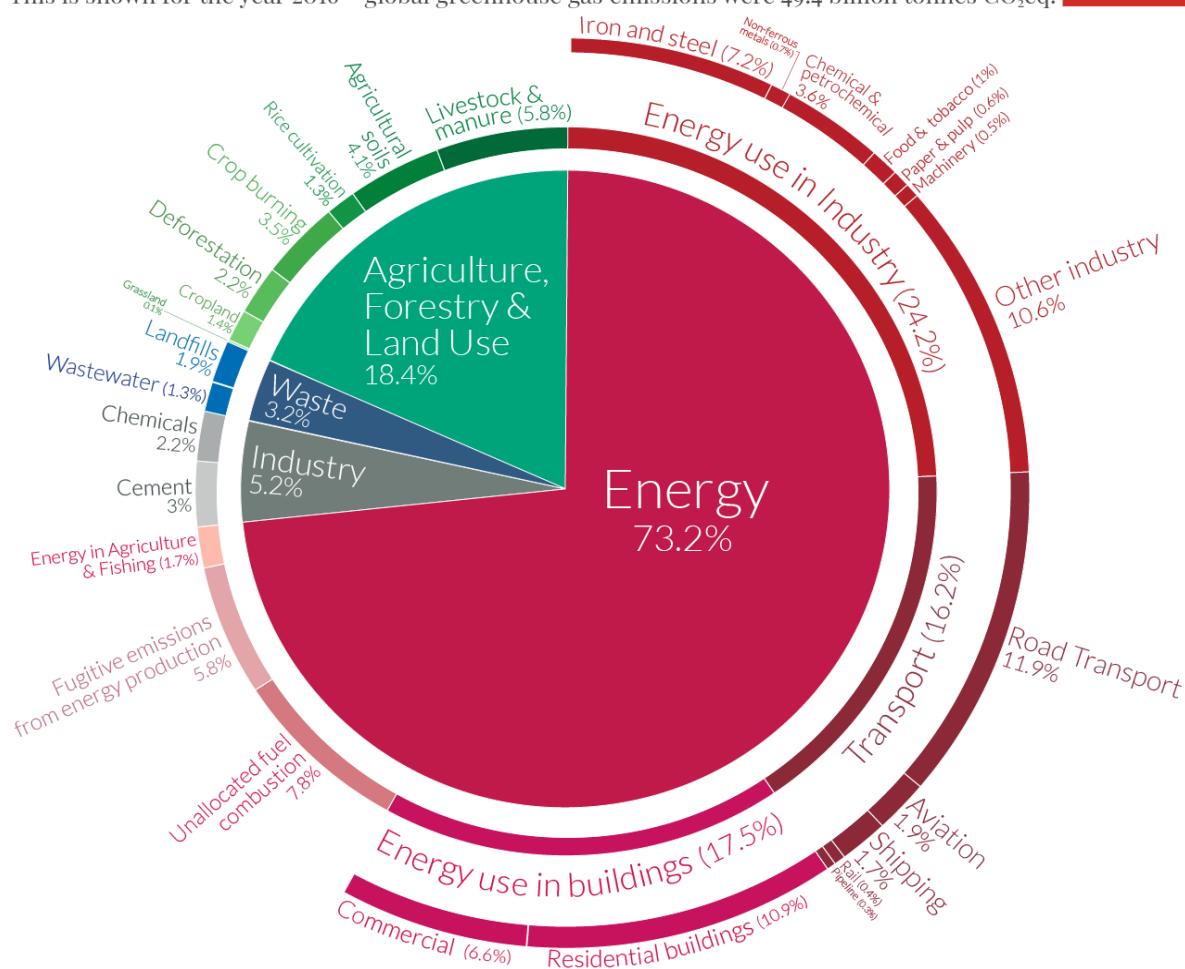
Потребление углеводородов возросло на 1,5 % до 505 эксаджоулей. Использование угля увеличилось на 1,6 %, а нефти – на 2 %, достигнув рекордных 100 млн баррелей в сутки.

Генеральный секретарь ООН Антониу Гутерриш отметил необходимость сокращения выбросов парниковых газов на 43 % к 2030 году по сравнению с уровнем 2019 года, назвав текущую ситуацию предвестником климатической катастрофы. Во многом это увеличение произошло благодаря ускоренному сжиганию ископаемого топлива после промышленной революции, при этом более половины выбросов CO₂, начиная с конца 17-го века и далее, приходится на последние 30 лет (рис. 3.2).

Global greenhouse gas emissions by sector

This is shown for the year 2016 – global greenhouse gas emissions were 49.4 billion tonnes CO₂eq.

Our World
in Data



OurWorldinData.org – Research and data to make progress against the world's largest problems.

Source: Climate Watch, the World Resources Institute (2020).

Licensed under CC-BY by the author Hannah Ritchie (2020).

Рис. 3.2. Доля глобальных выбросов парниковых газов (%) по секторам экономики²

Выбросы ПГ в основном связаны с энергетикой, промышленностью, транспортом, сельским хозяйством и изменениями в землепользовании (такими, как вырубка лесов), при этом CO₂, образующийся в результате сжигания ископаемого топлива (например, на электростанциях, газовых котлах и транспортных средствах), составляет наибольшую долю – около двух третей всех парниковых газов.

Ограничение глобального потепления иногда сравнивают со случаем переполнения ванны, для чего требуется как перекрыть краны, так и слить воду из ванны – другими словами, максимально приблизить

² Sector by sector: where do global greenhouse gas emissions come from? - Our World in Data

к нулю как поток новых выбросов, так и накопление существующих парниковых газов в атмосфере. Проблема заключается в том, что, даже если новые выбросы полностью прекратятся, дальнейшее глобальное потепление и связанные с ним изменения климата, вероятно, будут необратимыми из-за уже накопленных парниковых газов. Одна из возможных причин заключается в том, что возможно, мир находится на пути к преодолению определенных «переломных моментов».

Это понятие используется для описания резких – и потенциально необратимых – изменений в земной системе, происходящих в ответ на относительно небольшое изменение в потеплении, подобно тому, как рассыпается куча песка, когда добавляется еще несколько крупинок.

К таким потенциальным переломным моментам относятся:

- Таяние вечной мерзлоты в Северном полушарии, таяние которого приведет к высвобождению огромного количества углерода, содержащегося в нем в настоящее время, что еще больше ускорит изменение климата.

- Разрушение Западно-Антарктического ледникового щита – в результате этого скопилось достаточно льда, чтобы поднять уровень мирового океана более чем на три метра.

- «Отмирание» тропических лесов Амазонки – изменение температуры и вырубка лесов, которые могут привести к тому, что леса не смогут поддерживать себя, в результате чего один из крупнейших природных источников углерода в мире будет выделять больше углерода, чем он поглощает воду.

- Таяние арктических льдов приводит к нарушению системы течений в Атлантическом океане, которые приносят теплую воду в Европу, что, среди прочих последствий, может привести к «повсеместному прекращению возделывания сельскохозяйственных культур» в Великобритании и некоторых частях Европы.

В табл. 3.1 приведены некоторые социально-экономические последствия изменения климата.

**Таблица 3.1. Социально-экономические последствия
изменения климата**

Затронутая экономиче- ская система	Зона прямого риска	Социально- экономическое воздействие	Как изменение климата усилило опасность
Удобство для жизни и работоспо- собности	Жара в Европе в 2003 году	Убытки в размере 15 млрд долларов США (12 млрд фунтов стерлингов)	В два раза большая вероятность
	Аномальная жара в России в 2010 году	~ 55 000 связанных смертей	В три раза большая вероятность
	2013-2014 Австрийская аномальная жара	~ 6 млрд долларов США (4,8 млрд фунтов стерлингов) в результате сниже- ния производитель- ности	Вероятность до трех раз выше
	Засуха в Восточной Африке в 2017 году	~ 800 000 человек были перемещены в Сомали	В два раза большая вероятность
	Аномальная жара в Европе в 2019 году	~ 1 500 смертей во Франции	~ в 10 раз большая вероятность
Продоволь- ственные системы	Засуха на юге Африки в 2015 году	Объём производ- ства в сельском хо- зяйстве сократился на 15%	В три раза большая вероятность
	Потепление океана	Вылов рыбы в Се- верной Атлантике снизился до 35%	Температура поверх- ности океана во всем мире повысилась на 0,7°C (1,3°F)
Физические активы	Ураган «Сэнди» 2012 года	Ущерб в размере 62 млрд долларов США (49,5 млрд фунтов стерлингов)	В три раза большая вероятность
	Пожар в Форт-Мак- мюрре в 2016 году, Канада	Ущерб составил 10 млрд долларов США (8 млрд фун- тов стерлингов), сгорело 1,5 млн акров леса	Вероятность в 1,5 - 6 раз выше

	Ураган «Харви» в 2017 году	Ущерб в размере 125 млрд долларов США (99,8 млрд фунтов стерлингов)	На 8 – 20 % интенсивнее
Инфраструктурные услуги	Наводнение в Китае в 2017 году	Прямые экономические потери составили 3,55 млрд долларов США (2,8 млрд фунтов стерлингов), включая серьезный ущерб инфраструктуре	В два раза большая вероятность
Природный капитал	Рекордно низкий уровень морского льда в Арктике в 2012 году за последние 30 лет	Уменьшенный эффект альбедо, усиливающий потепление	70 – 95 % приходится на антропогенное изменение климата
	Таяние гималайских ледников	Потенциальное сокращение водоснабжения более чем для 240 млн человек	70 % массы глобальных ледников, утраченных за последние 20 лет, вызвано антропогенными изменениями климата

В 2018 году Межправительственная группа экспертов по изменению климата (МГЭИК) подсчитала, что деятельность человека привела к глобальному потеплению примерно на 1°C (1,8°F) выше доиндустриального уровня, и глобальное потепление, вероятно, достигнет 1,5°C (2,7°F) в период с 2030 по 2052 год, если оно продолжится. увеличиться по текущему курсу.

Эти цифры являются среднемировыми, поэтому потепление в разных регионах может быть намного выше: например, потепление на суше было в два раза выше, чем в океанах.

Эти различия в несколько долей градуса могут показаться незначительными, но они имеют большое значение. По оценкам МГЭИК, ограничение потепления до 1,5°C (2,7°F) вместо 2°C (3,6°F) к концу этого столетия может снизить «связанные с климатом риски для здоровья, средств к существованию, продовольственной безопасности, водоснабжения, безопасности человека и экономического роста». Отдельные последствия изменения климата в различных сценариях потепления представлены в табл. 3.2.

Таблица 3.2. Последствия изменения климата в различных сценариях

Повышение температуры	1.5 °C (2.7°F)	2 °C (3.6°F)	3 °C+ (5.4°F)
Потеря среды обитания		10 % видов животных и 20 % видов растений потеряют более половины своей среды обитания до конца столетия	От 30 до 45 % видов животных потеряют более половины своей среды обитания до конца столетия
Средняя продолжительность засухи	9 месяцев (по всему миру), 7 месяцев (Африка)	11 месяцев (по всему миру), 20 месяцев (Африка)	18 месяцев (по всему миру), 60 месяцев (Африка)
Пахотные земли		Площадь пахотных земель сократится на 4,5 млн км ² .	Площадь пахотных земель сократится на 5,7 млн км ² .
Арктические регионы	Летом в Арктике, скорее всего, сохранится морской лед	Риск того, что летом Арктика останется без льда, составляет около 50 % или выше	Весьма вероятно, что летом Арктика будет свободна ото льда

Оценки экономических издержек, связанных с изменением климата, различаются, но предполагают значительные потенциальные потери – в отчете за 2015 год говорится, что ущерб к 2100 году составит 4 трлн долларов США в чистой приведенной стоимости, в то время как МГЭИК предполагает, что они составят от 54 трлн долларов США до 69 трлн долларов США (для сценариев 1,5°C (2,7°F) и 2°C (3,6°F) соответственно).

Смягчение последствий изменения климата

Смягчение последствий изменения климата – это вмешательство человека, которое включает в себя сокращение источников выбросов парниковых газов (например, сжигание ископаемого топлива для производства электроэнергии, тепла или транспорта) или укрепление поглотителей, которые накапливают эти газы (таких как леса, океаны и почва), в попытке замедлить процесс изменения климата.

Гонка к чистому нулю

Стабилизация среднемирового повышения температуры на любом уровне зависит от достижения баланса между источниками выбросов парниковых газов, поступающими в атмосферу и удаляемыми из нее, то есть от достижения «чистого нуля» выбросов. Чем раньше будет достигнута эта точка, тем меньше вероятность потепления в мире.

Крупнейшая в мире ассоциация климатологов (МГЭИК) утверждает, что ограничение глобального повышения температуры до 1,5°C (2,7°F) требует нулевых выбросов CO₂ примерно к 2050 году в сочетании с существенным сокращением выбросов других парниковых газов, таких как метан.

Целевые показатели чистого нуля все чаще устанавливаются правительствами (например, Великобритании, ЕС, Китая, Японии, Канады и Южной Кореи), штатами и территориями (например, Невада в США или Виктория и Квинсленд в Австралии), а также компаниями (например, Amazon, ArcelorMittal, BT Group, BP, Ikea, Qantas, Sony и Walmart).

Большинство национальных обязательств было принято в 2020 году. ЕС и Великобритания также приняли пересмотренные и более амбициозные промежуточные обязательства на 2030 год и начали публиковать соответствующую политику (например, в области энергетики и водорода).

Вопрос о том, могут ли такие сложные задачи быть достигнуты только за счет более масштабного внедрения существующих технологий, или же они требуют дальнейших технологических исследований и разработок, является предметом постоянных дискуссий.

Таким образом, смоделированные пути достижения чистого нулевого уровня выбросов могут существенно отличаться по своему профилю выбросов, при этом роль промежуточных целевых показателей (2025, 2030 годы) и предполагаемая зависимость от улавливания углерода и/или компенсаций (например, в случае обязательств компаний с высоким уровнем выбросов по нулевому уровню выбросов) становятся предметом более пристального внимания.

Медный рудник Эскондида

Расположенный в одном из самых засушливых мест на Земле, в пустыне Атакама в Чили, Эскондида является крупнейшим в мире по

объему добычи медным рудником. Эксплуатирующая его горнодобывающая компания ВНР планирует отказаться от использования пресных подземных вод.

В начале 2020 года компания ВНР объявила, что может эксплуатировать шахту, используя только опресненную воду из океана. Компания ВНР уже использует более 50% необходимой ей воды из океана, стремясь снизить нагрузку на ресурсы пресной воды, которые часто также используются местными сообществами.

Штрафы, связанные с водой

Отчасти из-за участвовавших судебных разбирательств в интересах общественности штрафы за загрязнение воды во всем мире увеличиваются. В 2014 году китайские СМИ сообщили о самом крупном на тот момент штрафе, который когда-либо взимался в стране, в результате чего шесть компаний были оштрафованы на общую сумму 160 млн юаней (18,1 млн фунтов стерлингов) за сброс химических веществ в реки.

В 2020 году Агентство по охране окружающей среды США объявило о самом крупном в истории штрафе, связанном с Законом о чистой воде, – почти 3 млн долларов США (2,2 млн фунтов стерлингов) было выплачено конному комплексу за неоднократный сброс отходов животноводства в водные пути Нового Орлеана.

Экономика замкнутого цикла

Экономика замкнутого цикла – это экономическая модель, направленная на то, чтобы избежать расточительства и сохранить ценность ресурсов (сырья, энергии и воды) как можно дольше. Это эффективная модель для компаний по оценке и управлению своей деятельностью и ресурсами (см. рис. 3.3), поскольку она представляет собой альтернативный подход к экономике использования и утилизации. Экономика замкнутого цикла основана на трех принципах:

1. сокращение отходов и загрязнения окружающей среды;
2. сохраняйте продукты и материалы в рабочем состоянии; и
3. восстанавливайте природные системы.

В последнее время подчеркивается важность экономики замкнутого цикла как фундаментального шага на пути к достижению клима-

тических целей. Изменения в источниках и использовании энергии могут помочь вдвое сократить выбросы, связанные с производством товаров; однако другая половина выбросов связана с использованием материалов, а не энергии. Применение стратегий экономики замкнутого цикла всего в пяти ключевых областях (производство цемента, алюминия, стали, пластмасс и продуктов питания) может сократить почти половину этих остающихся выбросов. К 2050 году совокупный эффект от реализации этих стратегий будет эквивалентен ликвидации всех существующих транспортных выбросов.

3.2. Системные взаимосвязи между предпринимательской деятельностью и экологическими проблемами

Большая часть понимания ключевых экологических факторов в отношении бизнеса и инвестиций сосредоточена на конкретных вопросах, таких как изменение климата и нерациональное потребление и производство природных ресурсов, а также на негативном воздействии бизнеса, потребительских привычек и инвестиционного спроса на окружающую среду.

сохранение запасов природного капитала. Однако существует меньше понимания того, как бизнес и финансовая деятельность зависят от природных ресурсов и надлежащим образом функционирующих экосистемных услуг. Из-за трудностей с оценкой и измерением природных ресурсов эти негативные последствия не были в полной мере учтены в затратах на ведение бизнеса (также известных как «негативные внешние эффекты»). Если бы предприятия или их инвесторы полностью осознали такие издержки, это могло бы привести к значительным сбоям на рынке.

Системные риски для финансовой системы: физические риски и риски переходного периода

За последние 20 лет экологическая тематика приобретает все большее значение в деловой повестке дня. Следует отметить растущее понимание физических рисков, связанных с изменением климата, вызванных более частыми или суровыми погодными явлениями, такими как наводнения, засухи и штормы. Связанные с этим расходы растут:

за последние десятилетия убытки от экстремальных погодных явлений, скорректированные на инфляцию, возросли в пять раз. По оценкам Munich Re, в 2020 году такие убытки составят более 200 млрд долларов США (143,8 млрд фунтов стерлингов), включая как общие убытки, так и страховые убытки значительно выше, чем в предыдущие годы. Убытки от исторических лесных пожаров только на западе США оцениваются примерно в 16 млрд долларов США (11,5 млрд фунтов стерлингов), и аналогичная цифра потерь от наводнений в Китае.

Страховщики и перестраховщики особенно подвержены этим последствиям с обеих сторон своего баланса. Их инвестиционные активы могут пострадать, если, например, ураганы и наводнения повлияют на недвижимость в их портфеле. Их обязательства могут пострадать, если экстремальные погодные условия приведут к увеличению требований по страхованию имущества, а вызванные экстремальными погодными условиями заболевания и смертность приведут к увеличению требований по страхованию жизни.

Наводнения в Таиланде в 2011 году

В 2011 году Таиланд пережил сильнейшее за последние пять десятилетий наводнение, в результате которого был нанесен экономический ущерб в размере 45 млрд долларов США (32,4 млрд фунтов стерлингов), а страховые выплаты составили 12 млрд долларов США (8,6 млрд фунтов стерлингов). Хотя наводнения в регионе не редкость, последствия наводнений ощущались по всему миру: более 10 000 фабрик потребительских товаров, текстиля и автомобильной продукции были вынуждены закрыться, что нарушило цепочку поставок для таких компаний, как Sony, Nikon и Honda, что привело либо к сокращению, либо к задержке производства.

Многие из этих международных компаний подали своим страховщикам и перестраховщикам иски о временном прекращении деятельности, которые обошлись лондонскому Lloyd's в 2,2 млрд долларов США (1,6 млрд фунтов стерлингов).

Иногда экстремальные погодные явления могут привести не только к удару по финансам компании, но и к полномасштабному банкротству.

PG&E

В январе 2019 года американский поставщик электроэнергии PG&E подал заявление о добровольной защите от банкротства по главе 11 в связи с обязательствами, возникшими в результате лесных пожаров в Северной Калифорнии в 2017 и 2018 годах, что было названо «первым банкротством, связанным с изменением климата, и, вероятно, не последним». Компания утверждала, что ей грозит ответственность в размере примерно 30 миллиардов долларов США (21,6 миллиарда фунтов стерлингов) за ущерб от двухлетних лесных пожаров, сумма, которая превысит ее страховку и активы.

Мировой горнодобывающий и металлургический сектор

Мировой горнодобывающий и металлургический сектор оказывает значительное влияние на окружающую среду и общество, в котором он работает. В январе 2019 года бразильский производитель железной руды Vale пережил катастрофу на плотине, в результате которой погибло более 250 человек. Цена акций упала, сократив рыночную стоимость на 71,34 миллиарда реалов (12,7 миллиарда фунтов стерлингов).

Катастрофа произошла вслед за аналогичным инцидентом в 2015 году, когда в центре внимания оказалось использование промышленностью особого сооружения для хранения отходов – хвостохранилища. Рейтинговые агентства Credit (и ESG) понизили рейтинг Vale, в связи с чем ряд фондов распродали акции компании, в том числе крупнейший в мире суверенный фонд благосостояния.

Признавая отсутствие прозрачности в отношении местоположения и безопасности таких плотин, коалиция инвесторов, активы которых в настоящее время составляют более 13 трлн долларов США (9,3 трлн фунтов стерлингов), направила письма более чем 700 добывающим компаниям с призывом провести расследования и представить отчетность по этому вопросу с целью разработки глобального стандарта безопасности.

Экологический (и социальный) контроль за горнодобывающим и металлургическим секторами усиливается; многие из крупнейших горнодобывающих компаний мира «имеют одни из худших показателей в рейтингах устойчивости, составленных управляющими фондами [...], а

также внешними консультантами». Это усиливает роль адекватного управления цепочкой поставок и операционного воздействия.

Товары, представляющие опасность для лесов

Производство таких товаров, как говядина, пальмовое масло, соя и древесина или целлюлоза, является основной причиной обезлесения во всем мире, и на эти товары, представляющие опасность для лесов, выделяются значительные финансовые средства. По оценкам Trase Finance, около 1 трлн долларов США (0,7 трлн фунтов стерлингов) инвестиций связаны с обезлесением, которое подвергается повышенному контролю со стороны правительств и гражданского общества, чему способствуют новые данные и инструменты (такие как спутниковый мониторинг). В 2020 году правительство Великобритании объявило, что компаниям могут грозить штрафы, если они не смогут продемонстрировать, что их цепочки поставок свободны от незаконной вырубке лесов.

Инвесторы активизировали свое взаимодействие с соответствующими субъектами и начали принимать меры по устранению этих рисков. Норвежский суверенный фонд благосостояния выкупил акции более чем 30 компаний, производящих пальмовое масло, а коалиция из более чем 30 инвесторов, владеющих активами под управлением на сумму более 4 трлн долларов США (2,9 трлн фунтов стерлингов), пригрозила лишить производителей сырья инвестиций – и даже государственных облигаций – из-за их влияния на ускорение вырубки лесов в Амазонии.

Для компаний, работающих в определенных отраслях, наибольший вклад в общий объем выбросов углекислого газа приходится на то, что происходит за пределами заводских ворот. Например, в случае промышленности, работающей на ископаемом топливе, большая часть выбросов приходится не на добычу и переработку угля, нефти и газа, а на использование таких продуктов потребителями в автомобилестроении, на электростанциях и сталелитейных заводах по всему миру. Хотя, в некоторой степени, выбросы, связанные с поставщиками или потребителями, не входят в компетенцию компании.

Несмотря на полный контроль, они, тем не менее, представляют собой источник потенциального бизнес-риска: производитель дешевой

нефти, который полностью контролирует выбросы в атмосферу в результате своей деятельности, может, тем не менее, обнаружить, что рынок его основного продукта сокращается или даже исчезает, поскольку потребители, например, переходят на электромобили. Чтобы решить эту проблему, инвесторы оказывают все большее давление на компании, требуя от них решения проблемы выбросов по всей цепочке создания стоимости, которая может находиться за пределами производственных ворот.

В настоящее время все большее число компаний ставят перед собой задачи по сокращению выбросов третьего уровня, связанных со сжиганием ископаемого топлива потребителями (для горнодобывающих компаний, таких как BHP, Glencore или Vale), с производством запчастей и сырья поставщиками (в случае Volkswagen) или с косвенными выбросами, связанные с производством продуктов питания, включая изменения в землепользовании (в случае Danone).

Активизация экологической и климатической политики

За последнее десятилетие было принято значительное число мер в области охраны окружающей среды и климата, причем большинство из них были приняты в Европе. Лондонская школа экономики (LSE) провела глобальный обзор и обнаружила, что в 2017 году в мире действовало около 1400 законов, связанных с изменением климата, что в двадцать раз больше, чем за двадцать лет. С тех пор их число продолжало только увеличиваться: в январе 2021 года в базе данных LSE насчитывалось в общей сложности 2092 закона и политики в области климата в странах по всему миру.

Международные соглашения и конвенции в области климата и охраны окружающей среды

Международная климатическая и экологическая политика особенно важна во времена растущей глобализации, поскольку многие экологические проблемы, в частности изменение климата и утрата биоразнообразия, выходят за рамки национальных границ и могут быть решены только на основе международного сотрудничества.

Киотский протокол (2005)

Киотский протокол был принят в 1997 году и вступил в силу в 2005 году. Это была первая международная конвенция, устанавливающая целевые показатели выбросов основных парниковых газов, а именно:

1. CO₂;
2. Метан (CH₄);
3. Закись азота (N₂O);
4. Гидрофторуглероды (HFCs);
5. Перфторуглероды (PFCs);
6. Гексафторид серы (SF₆);
7. Nitrogen трифторид (NF₃).

Парижское соглашение (2015)

На 21-й Конференции сторон рамочной конвенции ООН об изменении климата (РКИК ООН) в Париже в 2015 году (COP21) было достигнуто историческое соглашение о мобилизации глобального реагирования на угрозу изменения климата в форме Парижского соглашения.

Долгосрочная цель соглашения состоит в том, чтобы удерживать повышение средней глобальной температуры на уровне значительно ниже 2°C (3,6°F) по сравнению с доиндустриальным уровнем и ограничить это повышение до 1,5°C (2,7°F), поскольку это существенно снизило бы риски и последствия изменения климата.

Политика и инициативы в области климата на международном, региональном и страновом уровнях

За последние пять лет наблюдалось ускорение реализации экологических и климатических инициатив, нацеленных на финансовый сектор и бизнес. Парижское соглашение 2015 года, несомненно, стало важнейшим фактором, объединившим все страны для достижения общей цели, направленной на осуществление масштабных усилий по борьбе с изменением климата и адаптации к его последствиям. Оно также помогло регулирующим органам и политикам на национальном уровне принять соответствующие меры.

Устойчивое финансирование в ЕС

В декабре 2019 года Европейский союз (ЕС) объявил о «Европейском зеленом соглашении»: плане, направленном на то, чтобы сделать экономику ЕС климатически нейтральной к 2050 году за счет повышения эффективности использования ресурсов, восстановления биоразнообразия и сокращения загрязнения окружающей среды. В рамках этой программы он обновил свою стратегию, ориентированную на устойчивое финансирование, основными целями которой являются:

- переориентировать потоки капитала путем создания системы классификации (таксономии) устойчивой деятельности стандартов и обозначений для «зеленых» облигаций, контрольных показателей и других финансовых продуктов; и увеличения финансирования ЕС устойчивых проектов.

- интегрировать устойчивое развитие в управление рисками, прилагая усилия по включению устойчивого развития в финансовые рекомендации, кредитные рейтинги и маркетинговые исследования, а также в дополнительные технические предложения по трактовке «зеленого» подхода (так называемый «фактор поддержки экологичности»).

- способствовать прозрачности и долгосрочному мышлению путем ужесточения требований к раскрытию информации, касающейся устойчивости (как для финансовой отрасли, так и для компаний в целом).

Эти разработки направлены на обеспечение устойчивости всей инвестиционной цепочки – от владельцев капитала (таких как пенсионные фонды и страховые компании) до бенефициаров капитала (таких как компании – объекты инвестиций), а также ключевых посредников (банки, управляющие активами, финансовые консультанты, рейтинговые агентства).

Таксономия ЕС

Одной из наиболее обсуждаемых тем в инвестиционном сообществе была таксономия ЕС. Одобренный парламентом ЕС в июне 2020 года, она направлена на значительное снижение (возможно, даже полное устранение) риска, связанного с «зелеными» финансовыми продуктами, путем предоставления системы классификации для определения того, является ли экономическая деятельность экологически

устойчивой. Включение в таксономию ограничено видами деятельности, которые способствуют достижению по крайней мере одной из шести экологических целей:

1. Смягчение последствий изменения климата;
2. Адаптация к изменению климата;
3. Устойчивое использование и охрана водных и морских ресурсов;
4. Переход к экономике замкнутого цикла, предотвращение образования отходов и их переработка;
5. Предотвращение загрязнения и борьба с ним; и
6. Защита здоровых экосистем.

В соответствии с положениями о таксономии институциональные инвесторы и управляющие активами, предлагающие инвестиционные продукты в качестве экологически устойчивых, должны будут объяснить, использовали ли они критерии таксономии и каким образом. Это является частью растущих требований к раскрытию информации для инвесторов, связанных с устойчивостью.

Раскрытие информации об устойчивом развитии

Еще двумя важными нововведениями ЕС являются Положение о раскрытии информации об устойчивом финансировании (SFDR) и Директива о нефинансовой отчетности (NFRD). В соответствии с SFDR инвесторы будут обязаны обеспечивать большую прозрачность в отношении:

- каким образом систематически оценивается влияние рисков устойчивого развития на их финансовые продукты (например, интегрируется в процессы комплексной проверки и исследований);
- как управляющие активами рассматривают и стремятся устранить потенциально негативные последствия инвестиционной деятельности для факторов устойчивого развития; и
- продукты, маркированные с явной ориентацией на экологию.

Сотрудничество инвесторов в области изменения климата

Запущенная в 2017 году программа Climate Action 100+ представляет собой инвестиционную сеть, объединяющую более 500 инвесторов, представляющих крупнейшие в мире компании-эмитенты парни-

ковых газов. Ее участники проводят совместные мероприятия с компаниями и сотрудничают над предложениями акционеров, а также разрабатывают инструменты и критерии, позволяющие отслеживать прогресс компаний в достижении нулевого уровня выбросов.

Климатические критерии

Еще одним направлением деятельности ЕС является разработка климатических критериев. Они играют важную роль в инвестициях, выступая, как следует из их названия, в качестве средства сравнения для оценки эффективности инвестиций (в случае активно управляемых фондов) или в качестве ориентира для разработки инвестиционных решений, целью которых является воспроизведение (или отслеживание) структуры определенных широко распространенных фондов. используемые ориентиры (например, индексы фондового рынка, такие как FTSE 100 или S&P 500, в случае так называемых пассивных или индексных фондов).

Однако наиболее широко используемые критерии основаны главным образом на размере компании (по крайней мере, в отношении акций) и, таким образом, непосредственно не отражают низкоуглеродные факторы в своих методологиях. Это повышает вероятность того, что значительная и, учитывая растущую долю активов, управляемых в рамках индексных стратегий, растущая часть инвестиционного сообщества может придерживаться экологически неустойчивых инвестиционных стратегий.

На самом деле, некоторые исследования показывают, что текущие контрольные показатели, скорее всего, будут в большей степени соответствовать сценарию ведения бизнеса в обычном режиме, где температура повышается в диапазоне от 4°C до 6°C (от 7,2°F до 10,8°F), что приводит к катастрофическому разрушению Земли.

Поэтому ЕС разработал два типа климатических критериев для акций и корпоративных облигаций, которые направлены на то, чтобы начать с более низкой интенсивности выбросов углекислого газа по сравнению с их инвестиционным потенциалом, а затем постоянно снижать пороговые значения выбросов каждый год как минимум на 7% в соответствии с оценками МГЭИК о ежегодном сокращении, необходи-

мом для достижения температуры в 1,5°C. (2,7°F) температурный сценарий. На рисунке 3.5 представлены глобальные инвестиции в переход к энергетике по странам (2020 год).

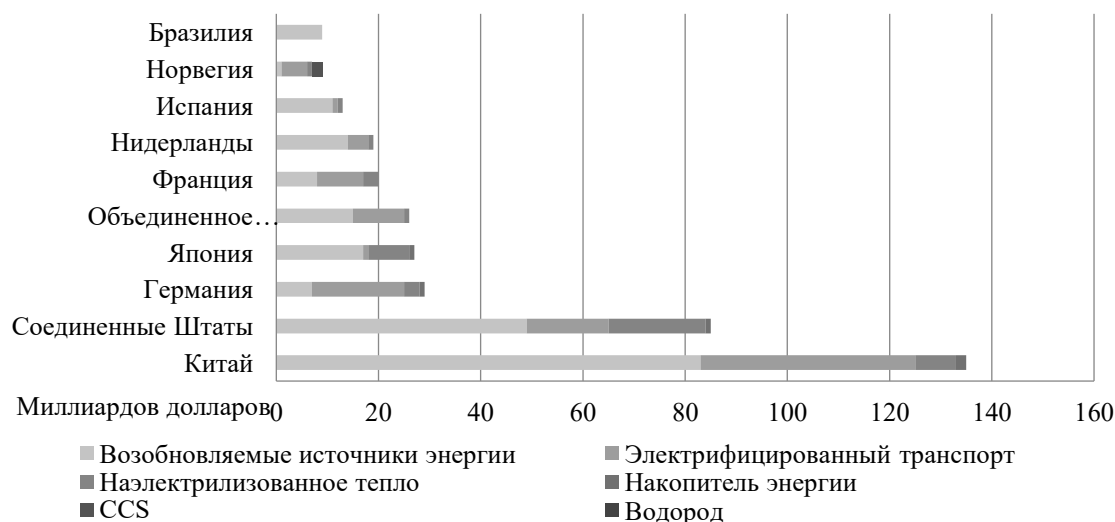


Рис. 3.5. Глобальные инвестиции в переход к энергетике по странам (2020 год)

На Генеральной Ассамблее ООН в 2020 году директивные органы страны обязались обеспечить уровень выбросов CO₂ достичь максимального уровня выбросов до 2030 года и достичь углеродной нейтральности до 2060 года – цель, которая должна стать основой для разработки политики на следующие пять лет и последующий период.

Усилия по дальнейшему внедрению экологических соображений в экономику уже предпринимаются: создается национальный углеродный рынок, а семь министерств и ведомств Китая, включая центральный банк, ранее заявили о своей поддержке институциональных инвесторов в проведении экологических стресс-тестов и обязательном раскрытии экологической информации эмитентами государственных долговых обязательств. собственный капитал.

Политики страны все активнее взаимодействуют с международными партнерами по вопросам, касающимся «зеленых» финансов и «зеленой таксономии». Рынок «зеленых» облигаций страны в настоящее время является крупнейшим в мире, но он сталкивается с препятствиями, связанными с доступом инвесторов и отсутствием международной гармонизации. В 2020 году ведущие регулирующие органы объявили, что исключают проекты, связанные с ископаемым топливом,

из своей таксономии «зеленых облигаций», что приблизит страну к международной практике.

Целевая группа по раскрытию финансовой информации, связанной с изменением климата

Наиболее влиятельной международной системой раскрытия информации о рисках и возможностях, связанных с изменением климата, влияющих на компании и финансовые учреждения, является система Целевой группы по раскрытию финансовой информации, связанной с изменением климата (Task Force on Climate-related Financial Disclosures – TCFD).

Программа TCFD была запущена в 2015 году по просьбе министров финансов стран G20 и управляющих центральными банками, которые обратились к Совету по финансовой стабильности – организации, координирующей работу национальных органов финансового надзора и международных органов по установлению стандартов, – с просьбой изучить риски изменения климата для стабильности финансовой системы и принять соответствующие ответные меры.

Цель TCFD – предоставить компаниям и финансовым учреждениям набор рекомендаций и основу для предоставления более качественной информации, чтобы помочь инвесторам, кредиторам, страховщикам и другим финансовым заинтересованным сторонам выявлять, учитывать и количественно оценивать риски и возможности, связанные с климатом, при принятии решений. TCFD также придерживается мнения, что более качественная информация поможет инвесторам взаимодействовать с компаниями по вопросам устойчивости их стратегий и капитальных затрат, включая более эффективное распределение капитала, что должно способствовать плавному переходу к более устойчивой экономике с низким уровнем выбросов углерода.

На рисунке 3.6 представлены основные элементы финансовой отчетности TCFD, связанной с изменением климата.



Рис. 3.6. Основные элементы финансовой отчетности TCFD, связанной с изменением климата

В ходе работы TCFD была введена влиятельная классификация рисков, связанных с климатом, на физические риски и риски переходного периода, в соответствии с которой компаниям рекомендуется представлять отчетность по обоим этим аспектам. Одной из примечательных рекомендаций было использование анализа климатических сценариев (рис. 3.7).

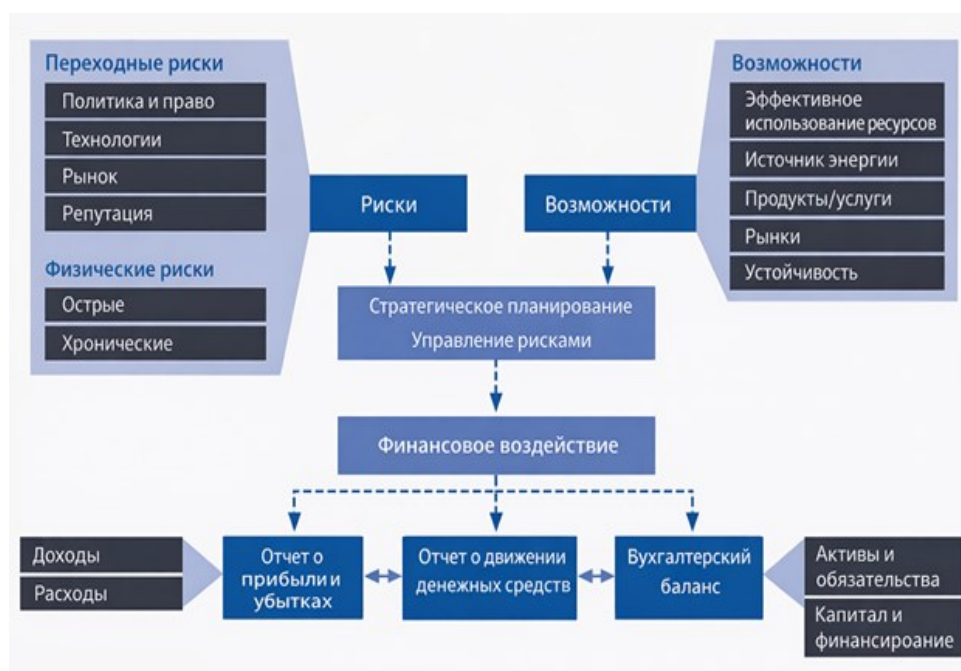


Рис. 3.7. Климатические риски, возможности

и финансовое воздействие в соответствии с рекомендациями TCFD

Все большее число организаций государственного и частного секторов заявляют о своей поддержке TCFD рекомендаций, включающие более 1300 компаний с рыночной капитализацией в 12,6 трлн долларов США (9,1 трлн фунтов стерлингов) и финансовые учреждения, ответственные за активы в размере 150 трлн долларов США (107,8 трлн фунтов стерлингов). Хотя первоначально они были задуманы как руководящие принципы для добровольной отчетности, юрисдикции, включая Великобританию, ЕС и Новую Зеландию, объявили о политике, требующей раскрытия информации в соответствии с TCFD.

Ценообразование на выбросы углерода

Среди правительств, финансовых кругов и деловых кругов растет консенсус относительно фундаментальной роли ценообразования на выбросы углерода в процессе перехода к декарбонизированной экономике. Установление цены на выбросы углекислого газа рассматривается как один из наиболее эффективных методов борьбы с изменением климата: это часто называют принципом «загрязнитель платит».

Существует много видов ценообразования на выбросы углерода; наиболее распространенными являются система торговли квотами на выбросы (ETS) и налоги на выбросы углерода, которые примерно соответствуют квотам и тарифам в международной торговле.

Система торговли квотами на выбросы

ETS – это система, основанная на обмене квот на единицы выбросов, при которой субъекты, превышающие свои лимиты на выбросы, должны покупать разрешения у тех, кто выбросил меньше. Общее количество выбросов является фиксированным, а для установления цены используются рыночные механизмы.

Теоретически это создает экономический стимул для сокращения выбросов с наименьшими затратами; вместо того чтобы устанавливать одинаковые уровни сокращения для всех участников, определение цен помогает вознаградить тех, кто может позволить себе сократить больше.

Эффективность на практике, однако, в решающей степени зависит от структуры ETS. Если система будет слишком строгой, это может

способствовать переводу отраслей в юрисдикции с меньшими ограничениями (явление, известное как «утечка углерода»), и, таким образом, не приведет к сокращению выбросов. В результате бесплатное распределение квот (для обеспечения промышленности начального «буфера») стало широко используемой функцией ETS, хотя в некоторых случаях чрезмерное распределение приводило к тому, что цена единицы выбросов была слишком низкой, чтобы должным образом стимулировать декарбонизацию.

Налогообложение выбросов парниковых газов

Налогообложение выбросов парниковых газов использует другой подход, напрямую устанавливая четкую цену за выбросы парниковых газов (например, за тонну CO₂). Преимущество этого заключается в предсказуемости, хотя ставка налога на выбросы углерода, наряду с эластичностью спроса на различные продукты и степенью, в которой компании могут переложить расходы на выбросы углерода на своих конечных потребителей, будут ключевыми факторами, определяющими эффективность. Было подсчитано, что в 2020-х годах явная глобальная цена на углерод составит от 40 до 80 долларов США (от 29 до 58 фунтов стерлингов) за тонну CO₂, что более чем удвоится и составит от 50 до 100 долларов США (от 36 до 72 фунтов стерлингов) на тонну CO₂ к 2030 году, что необходимо для достижения целей Парижского соглашения. Это значительно выше текущей средней мировой цены, которая, по оценкам Международного валютного фонда (МВФ), составляет 2 доллара США (1,4 фунта стерлингов) за тонну CO₂.

Установление цен на выбросы углерода и торговля сертификатами о торговле квотами на выбросы были первоначально опробованы в Великобритании в начале 2000-х годов, процесс, который в значительной степени способствовал быстрому вытеснению угля из структуры производства электроэнергии в Великобритании (который обеспечивал менее 1% электроэнергии в 2020 году по сравнению с 40% в 2012 году). Впоследствии ЕС принял торговлю квотами на выбросы в качестве одной из своих ведущих мер политики в области климата, создав ETS ЕС в 2005 году. Он охватывает основные энергетические и углеродоемкие отрасли, регулируя примерно половину европейской экономики с помощью цены на выбросы углерода. На рис. 3.8 представлена карта углеродных рынков по всему миру.

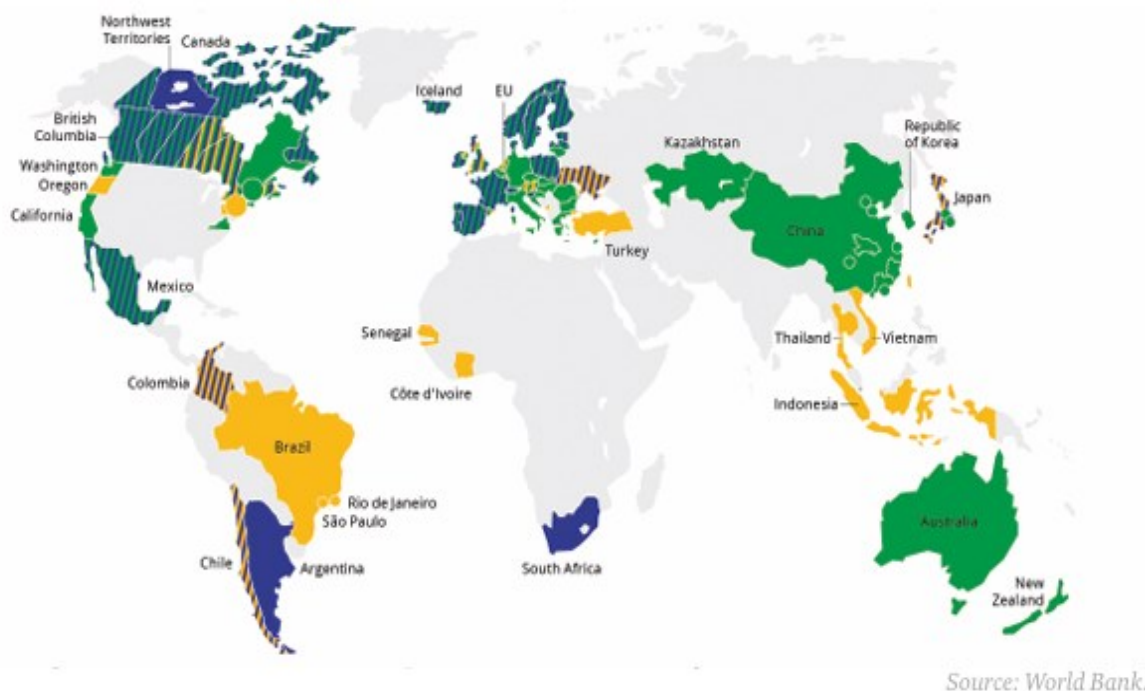


Рис. 3.8. Карта углеродных рынков

Ожидается, что после запуска пилотных схем в некоторых провинциях Китая в 2021 году будет запущена полноценная национальная схема. Когда это произойдет, Китай станет крупнейшим углеродным рынком в мире, заменив ETS ЕС. В целом, по состоянию на 2020 год, реализована или запланирована 61 инициатива по установлению цен на выбросы углерода, которые примерно поровну распределены между углеродным налогообложением и механизмами ETS. Они покрывают около 22% глобальных выбросов парниковых газов и отвечают за получение доходов в размере 45 млрд долларов США (32,4 млрд фунтов стерлингов).

3.3. Управление активами

Как распорядители капитала, управляющие активами играют ключевую роль в направлении капитала к устойчивому развитию. Будь то напрямую (например, принимая решение профинансировать конкретный проект «зелёной» инфраструктуры или приобрести долговые обязательства компании с высоким углеродным следом) либо косвенно (например, используя права инвесторов для назначения и поощрения

членов совета директоров компаний, а также через соответствующее взаимодействие с компаниями-объектами инвестиций), решения, принимаемые управляющими активами, могут вносить как положительный, так и отрицательный вклад в ESG-факторы, такие как глобальная траектория выбросов.

Экологические профили портфелей управляющих активами в последние годы находятся под усиленным вниманием со стороны СМИ и гражданского общества, часто в контексте кампаний за отказ от инвестиций в ископаемое топливо. Однако мандаты клиентов – владельцев активов – могут накладывать ограничения на доступные управляющим активами варианты (в особенности в случае индексных фондов). Исключения (exclusions) остаются лишь одной из целого ряда возможных стратегий управления экологическими рисками наряду с позитивным скринингом или фондами импакт-инвестирования.

Исторически, однако, большинство мировых активов под управлением не относится ни к одной из этих двух категорий, а инвестируется в различные классы активов и стратегии, которые могут прямо не учитывать цели, связанные с изменением климата или охраной окружающей среды. Эта ситуация меняется, поскольку как владельцы активов, так и управляющие активами усиливают свои усилия в области устойчивого развития.

В декабре 2020 года более 30 управляющих активами с совокупными активами под управлением свыше 9 трлн долл. США (6,5 трлн фунтов стерлингов) присоединились к инициативе Net Zero Asset Manager, взяв на себя обязательство поддерживать инвестиции, согласованные с достижением нулевых чистых выбросов к 2050 году или ранее. Эта инициатива отражает растущее число владельцев активов, устанавливающих цели по нулевым чистым выбросам для своих портфелей (например, Альянс владельцев активов Net Zero, созданный ООН, который объединяет институциональных инвесторов с активами свыше 5 трлн долл. США (3,6 трлн фунтов стерлингов)).

В результате растущего интереса инвесторов управляющие активами всё больше сосредотачиваются на разработке стандартизированных рамок и наборов данных, позволяющих оценивать климатические

и экологические риски в разных секторах вплоть до уровня отдельных компаний или их ценных бумаг. Это основано на понимании того, что:

1. компании в одном и том же секторе могут сталкиваться с разным уровнем риска; и
2. эти риски, вероятно, будут сложными, взаимосвязанными и затрагивающими все сектора, а не только те, которые характеризуются высокими выбросами углерода.

Одной из таких рамок, используемой компаниями для отчётности и раскрытия информации, а инвесторами – для оценки экологических (включая социальные и управленческие) рисков компаний, являются стандарты SASB, организация, основанная в 2011 году для разработки и распространения стандартов бухгалтерского учёта в области устойчивого развития.

Эти стандарты выявляют финансово существенные вопросы, которые с разумной вероятностью могут повлиять на финансовое положение или операционные результаты компании и, следовательно, наиболее важны для инвесторов.

SASB предоставляет интерактивный проприетарный инструмент, который определяет и сопоставляет темы раскрытия информации по различным отраслям и секторам, – так называемую «карту существенности» (materiality map).

Экологические факторы охватывают:

- выбросы парниковых газов (ПГ);
- качество воздуха;
- управление энергопотреблением;
- управление водными ресурсами и сточными водами;
- управление отходами и опасными материалами; и
- воздействие на экосистемы.

Анализ SASB отражает разнообразие различных секторов: выбросы ПГ считаются существенными более чем для 50% отраслей в таких секторах, как добыча и переработка полезных ископаемых и транспорт, но менее чем для 50% отраслей в таких секторах, как здравоохранение или технологии и коммуникации, где более заметную роль играет управление энергией, отходами и опасными материалами.

Примером того, как экологический риск (в данном случае вызванный физическими проявлениями изменения климата) влияет на различные отрасли, является анализ компании Schroders, представленный на рис. 3.9 (основанный на их внутренних проприетарных показателях). Он демонстрирует потенциальные затраты для некоторых компаний на страхование своих активов от последствий физического изменения климата. Анализируемые отраслевые экспозиции, как правило, различаются в зависимости от капиталоемкости бизнеса.

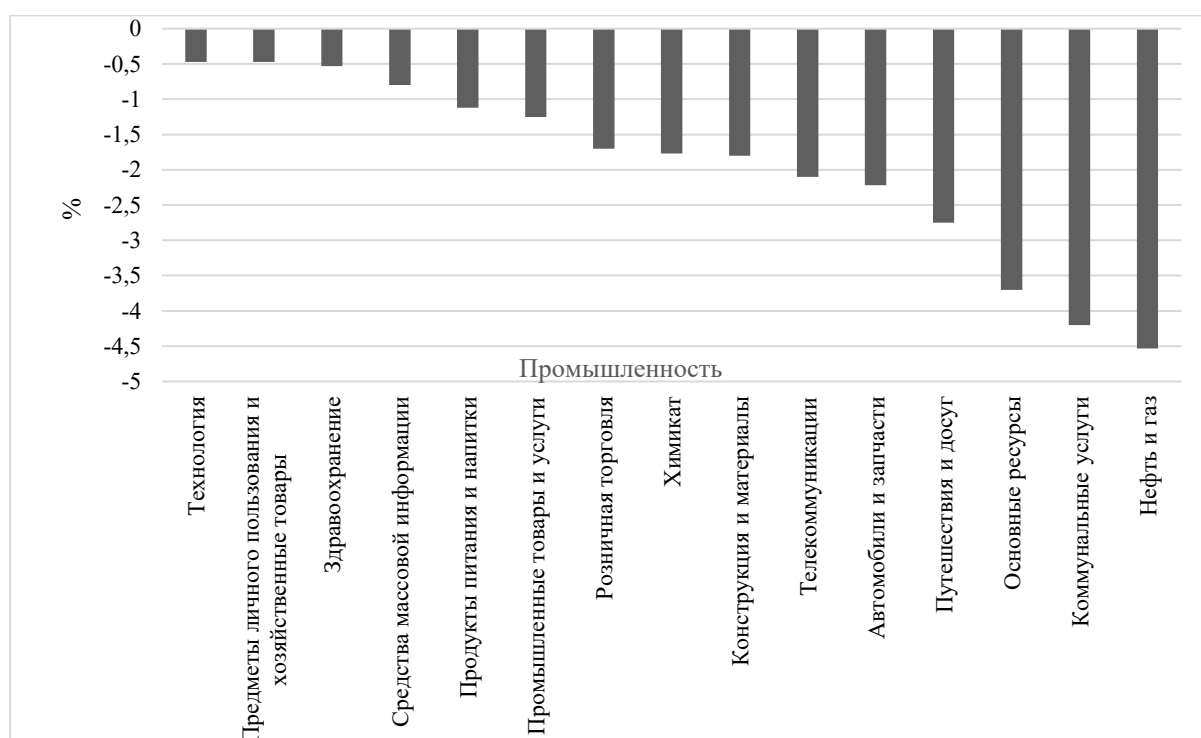


Рис. 3.9. Корректировка стоимости предприятия с учётом физических климатических рисков по отраслям

Однако существуют различные определения существенности и соответствующие показатели отчётности в рамках множества стандартов и систем, используемых для отчётности в области устойчивого развития, включая GRI, Совет по стандартам раскрытия климатической информации (Climate Disclosure Standards Board, CDSB), Интегрированную отчётность и CDP. В то время как SASB сосредоточен на финансовой существенности, GRI использует значительно более широ-

кий подход, ориентированный на заинтересованные стороны и двойную призму существенности, а отчётность CDP фокусируется прежде всего на выбросах и цепочках поставок.

В 2020 году разработчики стандартов и аудиторско-консалтинговые компании предприняли согласованные усилия по совместной работе над созданием комплексной отчётности с целью:

- согласования раскрываемой информации;
- определения ключевых показателей устойчивого развития для упрощения подготовки и интерпретации раскрытий; и
- масштабирования внедрения отчётности в области устойчивого развития, в том числе в соответствии с рекомендациями TCFD.

После публикации в 2019 году руководств, в которых был изложен подход к определению финансовой существенности климатических и других новых рисков, и возможностей, Фонд МСФО (IFRS) провёл в 2020 году консультации по вопросу необходимости международного стандарта, а также по тому, следует ли рассматривать исключительно финансовую существенность или двойную существенность, и какую роль в этом процессе может играть IFRS.

Стандартизированное раскрытие информации важно для инвесторов, поскольку обеспечивает доступ к надёжным и сопоставимым данным. В то же время многие инвесторы интегрируют всё более доступные климатические и экологические данные в собственные проприетарные инвестиционные модели, отражающие их внутренние взгляды на климатический и энергетический переход.

Хотя некоторые экологические риски могут быть оценены количественно, другие требуют более качественного подхода – например, через взаимодействие с компаниями с целью согласования стимулов менеджмента с целями устойчивого развития. Управляющие активами усилили индивидуальную работу с компаниями, а также всё чаще сотрудничают между собой для достижения этих целей.

3.4. Подходы к учёту существенных экологических факторов и стратегии управления рисками

Экологические риски могут быть эффективно интегрированы в анализ компаний и процессы принятия инвестиционных решений с использованием различных финансовых инструментов и моделей. Согласно исследованию G20 по зелёным финансам, финансовым институтам необходимо сочетать два типа подходов для оценки экологических рисков:

1. Понимание экологических факторов, которые могут представлять риски для финансовых активов и обязательств (например, некорректная оценка обязательств по загрязнению окружающей среды или страховых полисов от стихийных бедствий может создавать риск по обязательствам при заниженной вероятности наступления события), а также анализ того, как такие риски могут изменяться со временем;

2. Трансформация экологических факторов риска в количественные показатели финансового риска, которые, в свою очередь, могут использоваться при управлении рисками и принятии инвестиционных решений.

Типы инструментов анализа рисков и соответствующие метрики в первую очередь зависят от классов активов и видов рисков, которым подвержена финансовая организация (например, аналитик по инструментам с фиксированным доходом в наибольшей степени будет заинтересован в оценке кредитного риска). Аналогично, выбор подхода зависит от характера прямой или косвенной подверженности экологическому фактору риска.

Например, вероятность физических рисков, связанных с наводнениями, должна учитываться иначе, чем переходные риски, возникающие в результате перехода к низкоуглеродной экономике вследствие изменений государственной политики.

В зависимости от инвестиционной стратегии и целей могут применяться различные уровни анализа: на уровне отдельного актива, на уровне портфеля, а также на макроэкономическом или системном уровне.

Важно оценивать, в какой степени экологические и климатические факторы могут повлиять на цепочку создания стоимости компании – цепочку поставок, операционную деятельность и активы, логистику и рынок – поскольку это непосредственно отражается на её финансовых результатах (рис. 10).

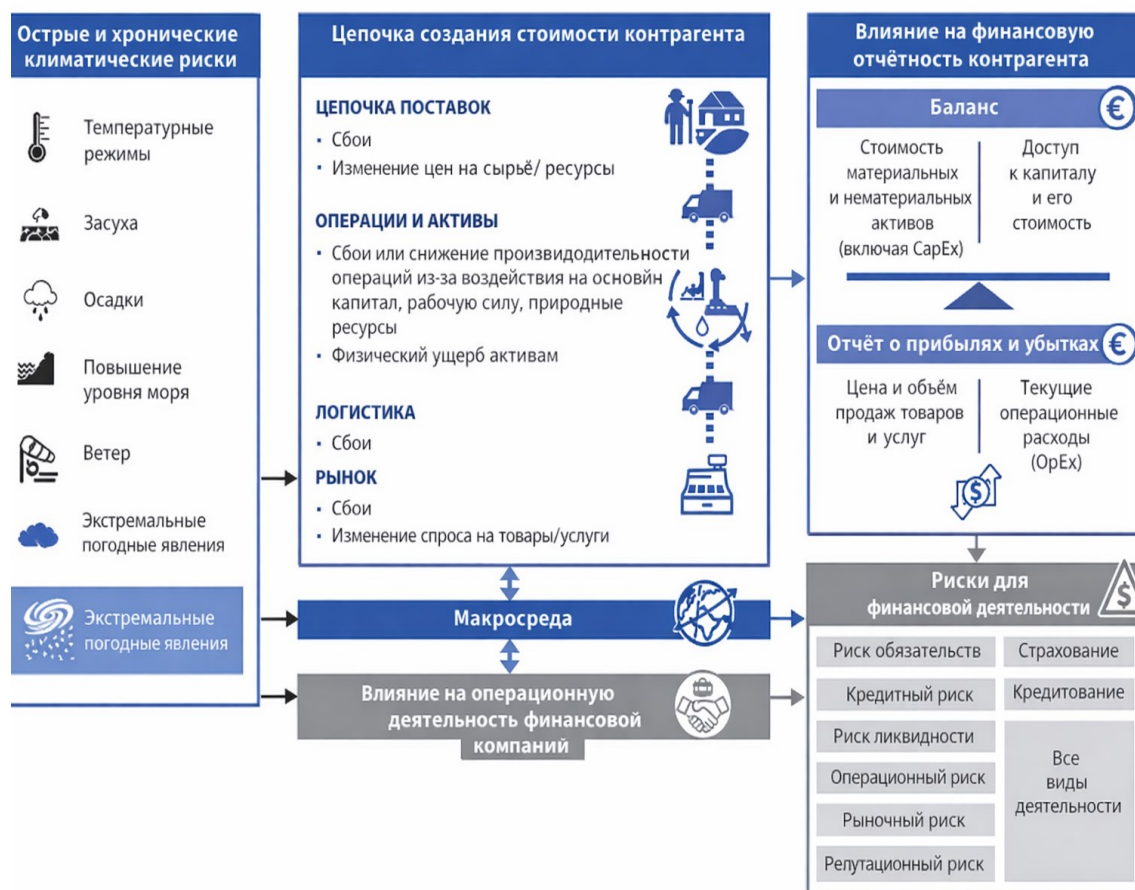


Рис. 3.10. Системная взаимосвязь между цепочкой создания стоимости компании и влиянием изменений погодных условий на её финансовые результаты

Уровни экологического анализа

Важно отметить, что оценка экологических рисков проводится совместно с оценкой социальных и управленческих факторов на следующих уровнях:

- А. Уровень компании или проекта;
- Б. Отраслевой уровень;
- В. Уровень страны;
- Г. Рыночный уровень.

Уровень компании или проекта

На уровне компании или проекта оценка существенных экологических факторов риска оказывает влияние на ключевые финансовые показатели, отражаемые и раскрываемые в финансовой отчётности (такие как отчёт о прибылях и убытках и бухгалтерский баланс).

Например, компании, осуществляющие деятельность в регионах с дефицитом водных ресурсов, подвержены более высоким рискам по сравнению с компаниями, работающими в регионах с высокой обеспеченностью водой. В связи с этим важно анализировать, насколько эффективно компания управляет данными рисками (например, демонстрирует ли она повышение водной эффективности с течением времени).

Зачастую аналитики и портфельные управляющие используют собственные внутренние системы экологического (а также социального и управленческого) скоринга, основанные на сочетании данных внешних независимых провайдеров и внутреннего анализа.

Далее проводится качественная и количественная оценка, позволяющая определить существенность экологических рисков для конкретной компании, а также их влияние на ключевые показатели эффективности и рентабельности, применяемые при оценке стоимости компании и её сравнении с аналогами.

Это может включать принятие решения о корректировке целевого коэффициента цена/прибыль (P/E), отражающего конкурентоспособность компании по сравнению с компаниями-аналогами с более высокими или низкими экологическими стандартами.

Также могут корректироваться предположения по затратам с учётом будущих капитальных вложений в экологические мероприятия (направленные на смягчение воздействия или адаптацию).

Отраслевой уровень

Экологические и климатические факторы оказывают различное по степени влияние на разные отрасли. Некоторые сектора – в силу высокой углеродоёмкости или расположения активов – имеют более высокую подверженность:

экологическим рискам, таким как:

- химическая промышленность;
- энергетика;
- производство стали и цемента;
- добывающая промышленность;
- производство продуктов питания и напитков;
- транспорт;

или

физическим рискам, связанным со стихийными бедствиями, например, для:

- зданий;
- городской инфраструктуры.

Компании в этих секторах, как правило, подвержены влиянию экологической премии за риск, что может отражаться на используемой ставке дисконтирования.

Таким образом, наряду с анализом на уровне компании, необходимо учитывать отраслевые факторы и накладывать их на результаты корпоративного анализа. Корректировки производятся с целью устранения региональных или отраслевых перекосов в соответствии с инвестиционной стратегией и процессом управляющего.

Страновой уровень

Экологическое регулирование, цели по сокращению выбросов и их правоприменение могут существенно различаться в разных юрисдикциях.

Инвестиции часто носят трансграничный характер, поэтому при оценке компании необходимо учитывать особенности регулирования и страновые факторы, связанные как со страной её регистрации, так и со странами присутствия её операционной деятельности.

Раскрытие и прозрачность экологических данных также различаются по регионам – например, компании на развивающихся рынках, как правило, предоставляют менее полный объём раскрытия информации.

Страновой анализ важен не только для корпоративных ценных бумаг, но и для государственных облигаций. Изменение климата, качество воздуха, дефицит воды, уязвимость к природным катастрофам

и продовольственная безопасность могут оказывать прямое и немедленное влияние на способность или готовность государства выполнять долговые обязательства (кредитный риск), а также на его ESG-профиль.

Например, устойчивое ухудшение показателей страны по продовольственной безопасности и высокая уязвимость к климатическим изменениям могут побудить управляющего активами сократить позицию в её облигациях, несмотря на их дефицит и привлекательную относительную доходность.

В то же время возможна и противоположная стратегия – удержание повышенной доли в портфеле при допущении, что изначально низкий экологический рейтинг является приемлемым, если ожидаются реформы и активное продвижение «зелёной» экономики со стороны правительства, что может привести к улучшению ESG-оценки.

Рыночный уровень

Учитывая сквозной характер экологических рисков, центральные банки и Банк международных расчётов предупреждают о потенциальных системных последствиях как физических, так и переходных рисков:

«В наихудшем сценарии центральные банки могут столкнуться с ситуацией, когда им придётся выступать в роли климатических спасателей последней инстанции по требованию национальных заинтересованных сторон».

Учет подобных обще-рыночных эффектов может повлиять на стратегическое распределение активов инвестора и его долгосрочную инвестиционную стратегию.

Однако исследования также указывают на ограничения традиционных стратегий снижения рисков – таких как диверсификация и хеджирование.

В отчёте Unhedgeable Risk Кембриджский институт лидерства в области устойчивого развития предупреждает, что в случае изменения настроений инвесторов в сторону ухода из углеродоёмких секторов может оказаться недостаточно доступных активов – включая низкоуглеродные – для эффективного перераспределения капитала.

Исследование показало, что около половины потенциального снижения стоимости моделируемых портфелей акций и инструментов с фиксированным доходом является «нехеджируемым», то есть инвесторы и владельцы активов останутся подверженными риску, если не будут предприняты системные меры по его снижению.

Это подтверждает необходимость предсказуемых мер государственной политики, приоритетом которых является фактическое сокращение выбросов и упорядоченный переход к низкоуглеродной экономике. Всё большее число инвесторов (в том числе участники инициативы Climate Action 100+) выступают в поддержку такого подхода.

Анализ экологических рисков

Невозможно описать все существующие подходы к оценке экологических рисков инвесторами, поскольку единого универсального стандарта не существует. Однако на основе сочетания независимых исследований и данных третьих сторон, а также применения практических методологических рамок, специалисты могут картировать и анализировать экологические риски и издержки по различным классам активов, компаниям и секторам для проведения собственных количественных и качественных оценок рисков.

Ниже представлены некоторые из подходов, используемых инвесторами для оценки существенных экологических рисков (и возможностей):

- А. Расчёт углеродного следа и другие углеродные метрики;
- Б. Подход на основе природного капитала;
- В. Климатический сценарный анализ.

А. Расчёт углеродного следа и другие углеродные метрики

Расчёт углеродного следа – один из наиболее распространённых подходов, применяемых компаниями и инвесторами. Углеродный след портфеля фактически измеряет объём выбросов и углеродную интенсивность, связанные с деятельностью компаний, входящих в портфель.

Измерение углеродного следа портфеля позволяет инвестору:

- сравнивать его с глобальными бенчмарками;

- определять приоритетные направления и меры по сокращению выбросов;
- отслеживать прогресс в достижении целей по их снижению.

При расчёте углеродного следа используется международный стандарт учёта выбросов – GHG Protocol Standards.

Если охваты 1 и 2 (Scope 1 и Scope 2) включают прямые источники выбросов (например, топливо, используемое в корпоративном транспорте, и приобретённую электроэнергию), то охват 3 (Scope 3) включает все косвенные выбросы, возникающие в результате деятельности организации.

К ним относятся выбросы как со стороны поставщиков, так и со стороны потребителей, как показано в табл. 3.3.

Таблица 3.3. Стандарты GHG протоколов – примеры прямых и косвенных выбросов

Выброс 1 (Scope 1)	Выброс 2 (Scope 2)	Выброс 3 (Scope 3)
Сжигание топлива. Транспортные средства компании. Неконтролируемые (фугитивные) выбросы	Приобретённая электроэнергия, тепло и пар	Приобретённые товары и услуги. Деловые поездки.\ Поездки сотрудников на работу и с работы. Утилизация отходов. Использование проданной продукции. Транспортировка и распределение (вверх и вниз по цепочке поставок). Инвестиции. Арендованные активы и франшизы

Преимущества расчёта углеродного следа включают возможность агрегировать данные о выбросах по различным отраслям и цепочкам создания стоимости, а также на уровне стран и инвестиционных портфелей. Это позволяет проводить сравнение между компаниями или портфелями – в разрезе секторов и географических регионов – и фокусировать анализ на показателях углеродной интенсивности.

Однако данный подход имеет свои ограничения и сложности в качестве инструмента оценки риска и всё чаще рассматривается как излишне ретроспективный или статичный.

В зависимости от целей расчёт углеродного следа может использоваться как абсолютная или относительная метрика. Он может применяться, например, для оценки общего объёма выбросов углерода, связанных с конкретной компанией – объектом инвестирования – или инвестиционным портфелем.

Это основано на понимании того, что инвестиции, которые вносят непропорционально высокий вклад в глобальные выбросы, могут быть более подвержены будущим регуляторным мерам и политике по ограничению выбросов углерода.

В качестве альтернативы инвесторы могут стремиться отслеживать углеродную интенсивность выбросов (например, выбросы, соотнесённые с определённым показателем, таким как выручка компании).

TCFD рекомендует владельцам активов и управляющим раскрывать показатель средневзвешенной углеродной интенсивности, связанной с их инвестициями.

Это может служить показателем углеродной эффективности компаний, обеспечивая определённую сопоставимость между компаниями разного масштаба, а также учитывая, что высокий уровень выбросов углерода не является идеальным индикатором высокого климатического риска.

Угольная электростанция и сталелитейный завод, использующий уголь, могут иметь схожие уровни выбросов. Однако возобновляемая энергетика значительно проще – и для двух третей населения мира дешевле – может заменить уголь при производстве электроэнергии, тогда как более чистые и экономически доступные альтернативы углю в сталелитейной отрасли пока распространены в меньшей степени.

Соответственно, регуляторные приоритеты и будущий профиль прибыльности этих двух предприятий могут существенно различаться.

Полезной отправной точкой является анализ заявленных компаниями целевых показателей по сокращению выбросов и связанных с ними экологических амбиций, в том числе с учётом различных сценариев углеродного ценообразования в рамках климатических сценариев.

Обязательства публичных компаний являются лишь одной – пусть и важной – частью инвестиционных портфелей. Методологии оценки экологического профиля частных компаний, субнационального и наднационального долга, а также других классов активов всё ещё находятся в стадии развития.

Принципы ответственного инвестирования ООН (PRI), Финансовая инициатива ЮНЕП (UNEP FI) и Группа институциональных инвесторов по изменению климата (IIGCC) разрабатывают методологические рамки, направленные на поддержку инвесторов в бенчмаркинге и управлении процессом перехода к достижению углеродной нейтральности (net zero).

Инструменты оценки температурного соответствия

Paris Agreement Capital Transition Assessment (PACTA) – это открытый инструмент, разработанный организацией 2° Investing Initiative при поддержке UN PRI, предназначенный для оценки соответствия финансовых портфелей климатическим сценариям.

Анализ учитывает бизнес-планы компаний и планы капитальных вложений на ближайшие пять лет. Инструмент сопоставляет структуру портфеля с траекторией, необходимой для достижения целей Парижского соглашения.

Существует две версии инструмента:

- для публично обращающихся ценных бумаг (акции и инструменты с фиксированным доходом);*
- open-source набор данных и моделей для частных портфелей (например, кредитных портфелей банков).*

CDP и инициатива Science Based Targets также разработали инструменты температурного рейтингования.

При этом на рынке представлен широкий спектр аналитических продуктов, используемых для оценки климатического соответствия портфелей.

Б. Подход на основе природного капитала

Термин, часто используемый для описания взаимосвязи между природой и измерением/оценкой её роли в принятии решений, – это природный капитал.

Концепция природного капитала помогает компаниям выявлять, измерять, оценивать и приоритизировать своё воздействие на биоразнообразие и экосистемы, а также зависимость от них, что в конечном итоге даёт бизнесу более глубокое понимание связанных рисков и возможностей.

Понимание ценности как воздействия на природный капитал, так и зависимости от него позволяет руководителям бизнеса и финансовым специалистам оценить значимость этих факторов для своей организации и, соответственно, принимать более обоснованные решения.

Оценка экологических факторов с использованием Natural Capital Protocol (NCP) – методологической рамки для принятия решений – позволяет организациям выявлять, измерять и оценивать прямое и косвенное воздействие компаний на природный капитал, а также их зависимость от него.

В настоящее время протокол содержит отраслевые рекомендации для сектора производства одежды, пищевой промышленности и производства напитков, а также для лесной отрасли.

Инструменты оценки рисков, связанных с природными ресурсами, для инвесторов и регуляторов

Integrated Biodiversity Assessment Tool (IBAT) for Business, разработанный Международным союзом охраны природы (IUCN), представляет собой централизованную глобальную базу данных по биоразнообразию, включающую ключевые районы биоразнообразия и официально охраняемые природные территории.

С помощью интерактивного картографического инструмента лица, принимающие решения, могут оперативно получать и использовать актуальную информацию для выявления рисков и возможностей, связанных с биоразнообразием, в границах конкретного проекта.

Enabling a Natural Capital Approach (ENCA) – это инструмент государственной политики и методические рекомендации, разработанные Министерством окружающей среды, продовольствия и сельского хозяйства Великобритании.

CERES и WWF разработали инструменты оценки водных рисков, ориентированные на инвесторов, кредиторов и регуляторов:

– *CERES Aqua Gauge* – комплексный инструмент оценки управления корпоративными водными рисками (разработан CERES и CDP).

– *WWF Water Risk Filter* – инструмент фильтрации и анализа водных рисков.

В. Климатический сценарный анализ

Сценарный анализ – это подход к перспективной (forward-looking) оценке рисков и возможностей. Он представляет собой процесс оценки того, как организация, сектор, страна или инвестиционный портфель могут функционировать в различных будущих состояниях, с целью выявления ключевых факторов влияния и возможных результатов.

Климатические риски признаны одними из наиболее сложных макроэкономических рисков – наименее изученных и наиболее трудно поддающихся количественной оценке.

TCFD рекомендует компаниям и финансовым организациям: «Описывать устойчивость стратегии организации с учётом различных климатических сценариев, включая сценарий с повышением температуры на 2°C (3,6°F) или ниже, а также – при необходимости – сценарии, предполагающие усиление физических климатических рисков».

В настоящее время не существует единой общепринятой методологии проведения сценарного анализа среди инвесторов. Тип применяемых подходов и моделей в значительной степени зависит от целей и масштаба анализа.

Группа институциональных инвесторов по изменению климата (IGCC) опубликовала практическое руководство для инвесторов, предлагающее полезную методологическую рамку для проведения климатического сценарного анализа.

В руководстве выделяются две ключевые цели проведения сценарного анализа:

- Финансовое воздействие – использование сценарного анализа для оценки и ценообразования климатических рисков и возможностей.
- Согласование (alignment) – приведение портфеля(ей) в соответствие со сценарием будущего с повышением температуры на 2°C (3,6°F) или ниже. Обычно такая цель основывается на определённой системе инвестиционных убеждений и принципов.

Однако на более общем уровне не существует универсальной («one size fits all») методологии, которую инвесторы могли бы использовать для определения существенности факторов. В связи с этим они применяют финансовое моделирование и такие инструменты, как анализ финансовых коэффициентов.

Директива ЕС о нефинансовой отчётности (NFRD) (рассмотренная в Разделе 3), которая помогает аналитикам и инвесторам оценивать нефинансовые показатели крупных компаний, обобщает наиболее эффективный и рекомендуемый подход. Он предполагает:

- использование набора прозрачных и достоверных источников данных и допущений – как количественных, так и качественных;
- применение признанных и общепринятых методологий, как правило поддерживаемых отраслевыми ассоциациями, государственными органами или международными институтами;
- фокус на существенности – с особым вниманием к бизнес-модели, операционной деятельности и финансовым результатам;
- формирование набора результатов, которые могут быть измерены с использованием ключевых показателей эффективности (KPI).

Для того чтобы финансовая система могла более полно учитывать риски (и возможности), связанные с изменением климата, необходимы более обширные данные, повышение уровня раскрытия информации, совершенствование аналитических инструментов, развитие продвинутого сценарного анализа и внедрение новых методов управления рисками.

3.5. Возможности, связанные с изменением климата и экологическими факторами

Повышение осведомлённости об изменении климата и экологическом воздействии привело к ускоренному поиску жизнеспособных общественных и экономических решений, обеспечивающих переход к менее углеродоёмкой экономике.

Оценки объёма инвестиций, необходимых для такого перехода, достигают триллионов долларов, а масштаб требуемых изменений будет всеобъемлющим – затрагивающим практически все аспекты современной жизни.

Согласно исследованию Глобальной комиссии по экономике и климату, в ближайшие 15 лет мировые инвестиции в инфраструктуру составят около 90 трлн долларов США (64,7 трлн фунтов стерлингов), что требует срочного пересмотра подходов, чтобы направить этот капитал на низкоуглеродные и энергоэффективные проекты. В отчёте подчёркивается, что «необходимы трансформационные изменения в том, как мы строим города, производим и используем энергию, перевозим людей и грузы, а также управляем природными ландшафтами».

Неудивительно, что растёт число инвестиционных стратегий, ориентированных преимущественно на возможности, связанные с низкоуглеродным переходом и зелёными финансами. Инвестиции в такие сектора, как технологии и ресурсная эффективность, управление отходами, циркулярная экономика, устойчивое сельское и лесное хозяйство, – лишь часть доступных возможностей, связанных с климатической и экологической повесткой.

Инвестиционные возможности уже становятся заметными: по оценке FTSE Russell, в 2020 году объём зелёной экономики (совокупная рыночная капитализация компаний, получающих выручку от деятельности, приносящей экологические выгоды) составлял около 5% от общего объёма мирового рынка акций. С 2009 года этот сектор рос быстрее, чем рынок в целом, и, по оценкам, превзошёл по размеру нефтегазовый сектор.

В данном разделе представлен обзор некоторых из этих возможностей в разрезе:

- А. Циркулярной экономики (экономики замкнутого цикла);
- Б. Чистых и технологических инноваций;
- В. Зелёных и ESG-ориентированных финансовых продуктов;
- Г. «Голубой» экономики.

Также подчёркивается, что чистые технологии и инновации будут играть критически важную роль – как с точки зрения инвестиций, так и с точки зрения смягчения последствий и адаптации к изменениям климата и экологической деградации. В разделе рассматриваются и наиболее распространённые финансовые инструменты, поддерживающие экологические («зелёные») направления инвестирования.

В связи с расширением рынка инвестиционных возможностей – как на частных, так и на публичных рынках – компании стремятся интегрировать принципы циркулярной экономики в основу своих бизнес-моделей:

Jurong Island

Остров Джуронг в Сингапуре входит в десятку крупнейших химических парков мира. Близкое расположение предприятий на острове «создаёт экосистему, в которой продукт одной компании может становиться сырьём для другой. Например, отходы некоторых компаний сжигаются для выработки пара, используемого в промышленности. Аналогично, сточные воды очищаются и повторно используются в производственных процессах».

Промышленный девелопер JTC Corporation совместно с местными компаниями и регуляторами изучает дополнительные возможности развития циркулярной экономики посредством картирования потоков воды, энергии и отходов.

Heineken

В рамках программы Zero Waste Programme в 2018 году 102 из 165 производственных площадок компании не отправляли отходы на полигоны. Вместо этого отходы перерабатывались в корм для животных, возвращались в материальные циклы, использовались для компостирования или направлялись на энергетическую утилизацию.

Schneider Electric

Компания специализируется на управлении энергией и автоматизации. Она использует переработанные и пригодные для вторичной переработки материалы в своей продукции, продлевает срок службы изделий через модели лизинга и оплаты по мере использования (pay-per-use), а также внедрила схемы обратного приёма продукции (take-back) в своей цепочке поставок. В настоящее время циклические (циркулярные) виды деятельности обеспечивают 12% её выручки и позволяют сэкономить 100 000 метрических тонн первичных ресурсов в период 2018–2020 гг.

Stora Enso

Компания предлагает возобновляемые решения в сфере упаковки, биоматериалов, деревянного строительства и производства бумаги. Снижение отходов лежит в основе «биоэкономики» и способствует развитию циркулярной экономики. В 2019 году Европейский инвестиционный банк запустил инвестиционный фонд для поддержки циркулярной биоэкономики.

Close the Loop

Эта австралийская компания перерабатывает использованные картриджи для принтеров и мягкий пластик, превращая их в дорожное покрытие путём смешивания с асфальтом и переработанным стеклом. В результате получается дорожное покрытие, которое, по оценкам, до 65% более долговечно по сравнению с традиционным асфальтом. Для строительства одного километра дороги используется эквивалент 530 000 пластиковых пакетов, 168 000 стеклянных бутылок и отходы тонера из 12 500 картриджей для принтеров.

Технологические инновации и развитие новых бизнес-направлений, связанных с экологией, существуют уже достаточно давно. Однако термин **cleantech** как обобщающее понятие, «охватывающее инвестиционный класс активов, технологии и бизнес-секторы, включающие чистую энергетику, экологические и устойчивые («зелёные») продукты и услуги», стал особенно популярным примерно 20 лет назад.

Как и в случае со многими другими технологическими инновациями – такими как интернет или GPS – государственная поддержка и благоприятная политическая и нормативная среда сыграли ключевую роль в стимулировании раннего роста технологий, таких как ветровая и солнечная энергетика. Однако по мере зрелости этих технологий не-субсидируемые солнечная и ветровая энергетика стали самым дешёвым источником новой электроэнергии в большинстве регионов мира; строительство новых мощностей ветра и солнца обходится дешевле, чем эксплуатация 60% действующих угольных электростанций по состоянию на 2020 год.

В результате наблюдается растущий интерес со стороны частных инвесторов к этой сфере. За последние семь лет – в период интенсив-

ной цифровизации и развития автоматизации – объём венчурных инвестиций в cleantech, по оценкам, рос в три раза быстрее, чем аналогичные инвестиции в сферу искусственного интеллекта.

Далее рассматриваются некоторые технологии, способные сыграть роль в декарбонизации секторов, существенно влияющих на глобальные выбросы.

Энергетика как «движущая сила» экономики означает, что сокращение выбросов, связанных с производством энергии, оказывает каскадный эффект на все отрасли. Производство низкоуглеродной электроэнергии находится в центре этих преобразований – за счёт таких источников, как солнечная фотоэлектрическая энергия, наземная и офшорная ветроэнергетика, гидроэнергетика, ядерная энергетика, приливная и геотермальная энергия.

Топливо из биомассы (например, биотопливо, такое как биоэтанол) также может рассматриваться как возобновляемый источник энергии – однако это зависит от устойчивости источника сырья, поскольку ведутся серьёзные дискуссии об экологических последствиях масштабного выращивания культур для производства биотоплива.

Несмотря на важность электроэнергии, она является лишь одной составляющей энергетической системы. Более сложной задачей является декарбонизация отопления и охлаждения. Для жилых и коммерческих зданий возможными решениями являются геотермальные и воздушные тепловые насосы, когенерация (СНР), а также централизованное теплоснабжение.

Ещё более сложной задачей остаётся декарбонизация высокотемпературных производственных процессов.

Использование возобновляемой энергии

Использование возобновляемой энергии для производства водорода – который может сгорать при высоких температурах – всё чаще становится предметом стратегий правительств и инвесторов, хотя в настоящее время отсутствует развитая поддерживающая инфраструктура для водорода. К другим перспективным технологиям относятся исследования в области ядерного синтеза и аккумуляторов нового по-

коления. Электрификация промышленных процессов – при использовании чистых источников энергии – является ключевым инструментом декарбонизации промышленности.

В производстве стали – характеризующемся значительным углеродным следом – важными направлениями являются использование электродуговых печей в сочетании с увеличением переработки стали и применением альтернативных восстановителей (например, водорода или газа вместо угля). В химической промышленности вклад могут внести использование «зелёного» водорода, синтетических видов топлива, новых катализаторов и альтернативного сырья (включая биогенные материалы), а также разработка лёгких материалов и альтернатив пластика.

Строительный сектор формирует до 40% общего объёма выбросов парниковых газов (ПГ) вследствие совокупного углеродного следа зданий на протяжении всего жизненного цикла – включая как «встроенный» (embodied) углерод, так и выбросы, связанные с эксплуатацией (энергия для отопления, охлаждения и освещения). Встроенный углерод связан со строительными материалами, процессом строительства, внутренними элементами и оборудованием, а также с демонтажем и утилизацией по окончании срока службы здания.

С технологической точки зрения в этом секторе важно учитывать, что CO₂ является неизбежным побочным продуктом химической реакции при производстве наиболее распространённого вида цемента. Разработка альтернатив «клинкеру» (одному из основных компонентов цемента) будет играть ключевую роль. Несколько крупных производителей цемента уже начали внедрение прорывных технологий по производству цемента с более низкими выбросами и более высокой энергоэффективностью.

В транспортной отрасли многие крупнейшие мировые автопроизводители начали трансформировать свои бизнес-модели в сторону аккумуляторных электромобилей (BEV), при этом мировые продажи электромобилей выросли на 43% в 2020 году. Вопрос о том, будут ли аккумуляторы и электрификация играть решающую роль в декарбонизации тяжёлого транспорта или же будут использоваться другие виды топлива (такие как аммиак, водородные топливные элементы или биотопливо) для грузовиков, самолётов и судов, остаётся открытым и является предметом активных исследований и инвестиций.

С учётом значительных выбросов, связанных с производством, упаковкой и потреблением продуктов питания, инновации необходимы и в пищевой промышленности. Разработка альтернативных источников белка (например, растительных или выращенного в лаборатории мяса) представляет собой быстрорастущий рынок. Также потребуются дальнейшие инновации в сельскохозяйственных технологиях — например, в области точного и регенеративного земледелия или разработки менее токсичных удобрений.

Стандарты экологической устойчивости в сфере недвижимости

Сектор недвижимости в настоящее время переживает значительные изменения: крупнейшие девелоперы и управляющие компании усиливают практики устойчивого развития в рамках своей роли в борьбе с изменением климата.

В Великобритании объединение Better Buildings Partnership (BBP) — коалиция крупнейших владельцев коммерческой недвижимости — взяло на себя обязательство достичь нулевого уровня чистых выбросов углерода к 2050 году. Это амбициозная цель, реализация которой потребует существенных изменений в существующих практиках на всех этапах жизненного цикла здания.

BBP считает, что действующие в Великобритании стандарты и нормативы по энергоэффективности, направленные на повышение энергетических характеристик зданий, на самом деле не являются «соответствующими поставленным задачам» и не позволяют достичь цели по углеродной нейтральности. Эти стандарты ориентированы прежде всего на проектные показатели, а не на фактическую эксплуатационную эффективность здания, что приводит к так называемому «разрыву производительности» (performance gap).

В связи с этим BBP запустила инициативу Design for Performance (DfP), основанную на австралийской системе National Australian Built Environment Rating System (NABERS), которая измеряет и оценивает операционную энергоэффективность коммерческих офисных зданий. Система NABERS доказала свою эффективность, поскольку делает акцент на целевых показателях, фактических результатах и прозрачности. Недавно была опубликована версия

NABERS UK Guide to Design for Performance, адаптированная для британского рынка.

В ближайшие годы можно ожидать, что и другие правительства, объявившие о намерении достичь углеродной нейтральности к 2050 году, начнут ужесточать действующие стандарты энергоэффективности и регулирование в сфере недвижимости, а также внедрять передовые практики, подобные описанным выше.

Зелёные и ESG-ориентированные продукты

Риски и возможности, связанные с экологической устойчивостью и смягчением последствий изменения климата, требуют переориентации финансовых продуктов и услуг для содействия переходу к низкоуглеродной экономике. В этой сфере уже произошёл ряд значительных изменений, и в ближайшие годы ожидается стремительное расширение как ассортимента, так и глубины таких «зелёных» продуктов и услуг.

Зелёные облигации, кредиты и другие маркированные ESG-инструменты

Первый выпуск зелёных облигаций был осуществлён в 2007 году Европейским инвестиционным банком с целью привлечения финансирования для проектов, связанных с климатом. Зелёные облигации были созданы для финансирования проектов, приносящих положительный экологический и/или климатический эффект. Большинство из них представляют собой зелёные облигации формата «use of proceeds» (целевое использование привлечённых средств) или облигации, обеспеченные активами (рис. 3.11).

В последние годы выпуск зелёных облигаций банками и корпорациями значительно ускорился: совокупный объём эмиссии превысил отметку в 1 трлн долларов США (0,7 трлн фунтов стерлингов) к концу 2020 года. Если в 2015 году годовой объём размещения составлял около 44,5 млрд долларов США (32 млрд фунтов), то к 2019 – 2020 годам он увеличился в пять раз (рис. 3.11, 3.12, 3.13).

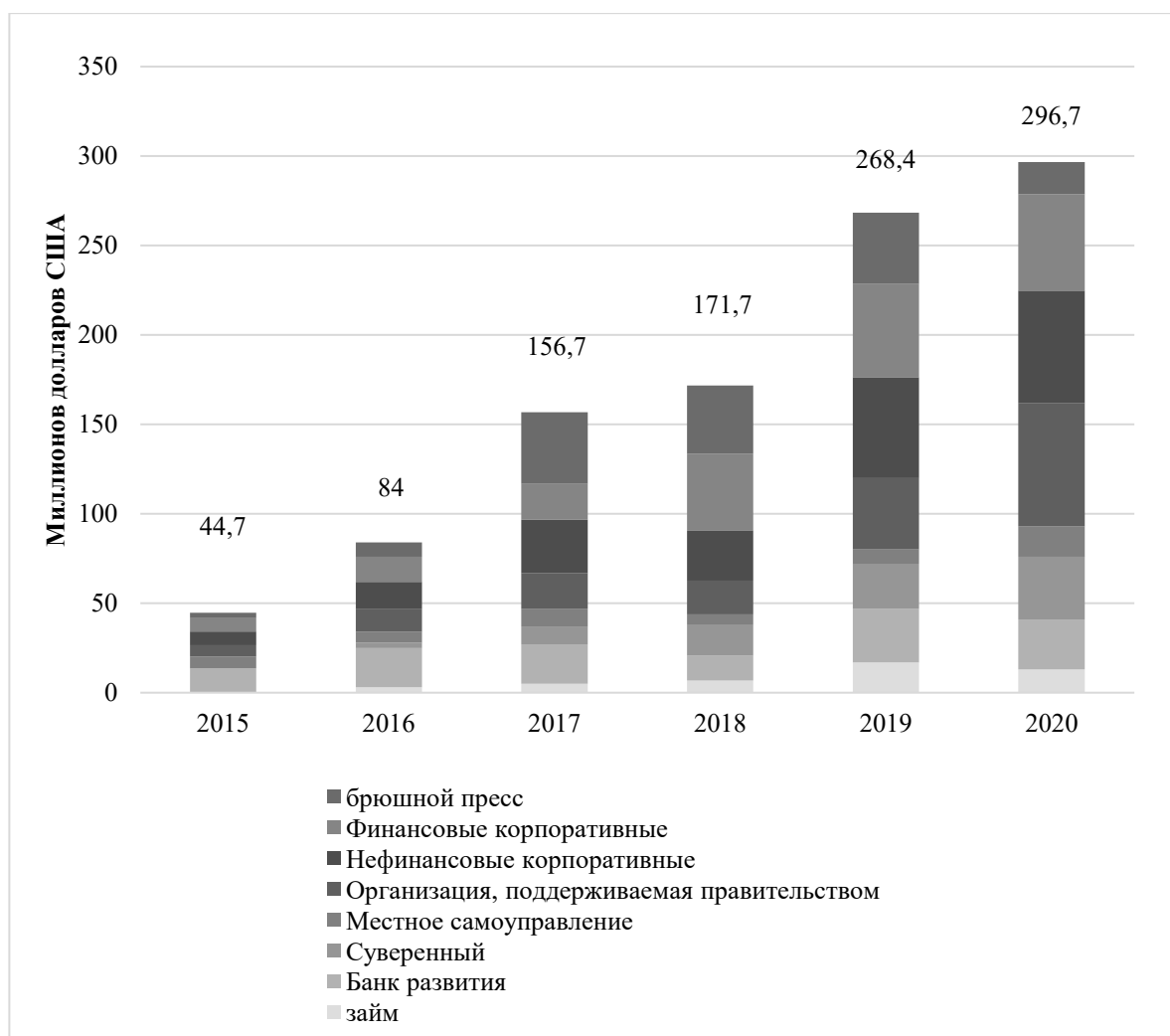


Рис. 3.11. Объем выпуска зеленых облигаций и зеленых займов, с 2015 по 2020 год*

* *Примечание.* Данные приведены до конца 2020 года, по состоянию на 27 апреля 2021 года. Все долговые инструменты были отобраны в соответствии с Методологией Базы данных по экологическим облигациям Climate Bonds и Методологией базы данных по облигациям социального и устойчивого развития. Определение «зеленые» заимствованы из Таксономии климатических облигаций, а классификация типов эмитентов соответствует конвенции по климатическим облигациям.

В то время как инвестиции в чистую энергетику и низкоуглеродное строительство продолжают занимать доминирующую долю размещений, финансирование низкоуглеродного транспорта значительно выросло, а эмитенты из сектора информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) и обрабатывающей промышленности вышли на рынок зелёных облигаций (рис. 3.12).



Рис. 3.12. Использование поступлений от зеленых облигаций и займов в 2020 году

Помимо зелёных облигаций, которые в первую очередь ориентированы на финансирование решений в области борьбы с изменением климата, наблюдается рост выпуска других маркированных долговых инструментов, главным образом зелёных и устойчивых кредитов, условия финансирования по которым привязаны к показателям климатической или экологической эффективности (например, инвесторы могут получать повышенный купон по облигации, если компания не достигает установленных целевых показателей (рис. 3.13)).

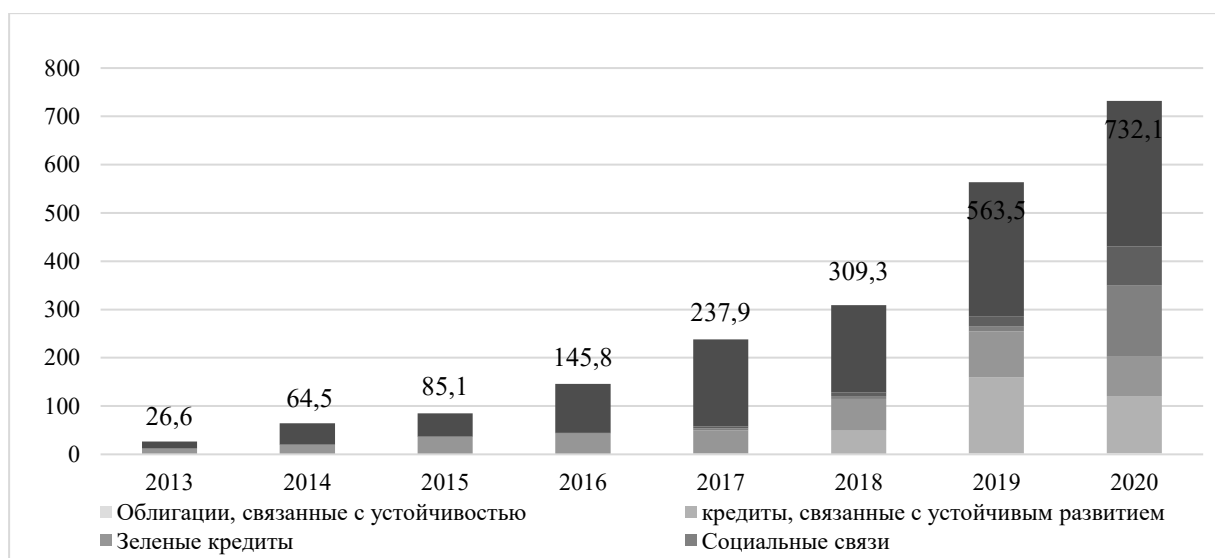


Рис. 3.13. Глобальный объём выпуска устойчивых долговых инструментов, 2013–2020 гг. (млрд долл. США)

Что считать «зелёным»?

Международная ассоциация рынков капитала (ICMA) разработала добровольные рекомендации – Принципы зелёных облигаций (Green Bond Principles, GBP), которые были учреждены в 2014 году консорциумом инвестиционных банков с целью поддержания целостности рынка зелёных облигаций за счёт обеспечения прозрачности, раскрытия информации и отчётности.

В рамках контроля целевого использования привлечённых средств проводится внешняя проверка – как правило, в форме заключения независимой стороны (*second party opinion*), которая отслеживает и подтверждает, что средства действительно используются в соответствии с заявленными целями.

Инициатива Climate Bonds Initiative регулярно публикует информацию о состоянии рынка зелёных облигаций. Таксономия Climate Bonds и отраслевые критерии были научно разработаны для соответствия целям Парижского соглашения по ограничению глобального потепления уровнем ниже 2°C (3,6°F), при этом перечень отраслевых критериев постоянно расширяется. В последнее время организация также уделяет внимание вопросам финансирования переходного периода (*transition finance*) и опубликовала рамочную методологию для разграничения зелёного и переходного финансирования.

В 2018 году были разработаны Принципы зелёных кредитов (Green Loan Principles, GLP) Ассоциацией рынка кредитования Великобритании и Азиатско-Тихоокеанской ассоциацией рынка кредитования (APLMA). Четыре ключевых принципа GLP включают:

1. Чётко определённое «зелёное» целевое использование кредитных средств.
2. Ясная оценка и доведение до сведения кредиторов экологических целей проекта.
3. Строгое управление средствами кредита через специальные проектные счета.
4. Предусматривается подробная и строгая отчётность.

В дополнение к Принципам зелёных кредитов (GLP) в 2019 году Ассоциация рынка кредитования Великобритании, Азиатско-Тихоокеанская ассоциация рынка кредитования (APLMA) и Ассоциация по синдицированию и торговле кредитами США (LSTA) разработали Принципы кредитов, привязанных к показателям устойчивого развития (Sustainability-Linked Loan Principles, SLLP).

Помимо маркированных долговых инструментов, зелёное и устойчивое финансирование включает также долговые обязательства компаний, ведущих деятельность в соответствующих секторах. В отчёте Climate Bonds Initiative Bonds and Climate Change: State of the Market 2018 представлена информация о масштабах рынка немаркированных климатических облигаций по сравнению с рынком зелёных облигаций.

Климатически ориентированные эмитенты (climate-aligned issuers) – это компании, которые получают 75% и более своей выручки от «зелёных» направлений бизнеса. По данным Climate Bonds Initiative, по состоянию на 30 сентября 2020 года объём находящихся в обращении облигаций таких эмитентов составил 913 млрд долл. США (656 млрд фунтов стерлингов), увеличившись по сравнению с 811 млрд долл. США (583 млрд фунтов стерлингов) на 30 июня 2018 года.

Площадка LGX (Luxembourg Green Exchange) запустила сегмент климатически ориентированных эмитентов в дополнение к уже существующим сегментам зелёных, устойчивых и социальных облигаций.

Голубая экономика

Всемирный банк определяет синюю экономику как «устойчивое использование ресурсов океана для обеспечения экономического роста, повышения благосостояния и создания рабочих мест при сохранении здоровья морских экосистем».

Все прочие определения данного термина, по сути, отражают более широкий взгляд на устойчивую экономическую и социальную деятельность, связанную с мировым океаном и прибрежными территориями.

Рамочная программа развития голубой экономики

Всемирный банк и Европейская комиссия запустили Рамочную программу развития голубой экономики (Blue Economy Development Framework, BEDF) – новый этап в сфере международного управления океанами. Она направлена на поддержку (развивающихся) прибрежных государств в переходе к диверсифицированной и устойчивой синей экономике при одновременном повышении устойчивости к изменениям климата.

Цель BEDF – сформировать дорожную карту, помогающую правительствам:

- разрабатывать и внедрять политические, фискальные и административные реформы;
- выявлять возможности создания добавленной стоимости в секторах синей экономики;
- определять стратегические направления финансовых инвестиций.

BEDF призвана содействовать прибрежным странам и регионам в подготовке инвестиционных планов и программ реформирования политики в отношении прибрежных и морских ресурсов на основе доказательной базы.

Ключевые факты

1. Спектр экологических факторов, оказывающих существенное влияние на инвестиции, широк и многогранен. К ним относятся, помимо прочего:

- а) изменение климата;

- б) природные ресурсы (включая водные ресурсы, биоразнообразие, землепользование и лесное хозяйство, а также морские ресурсы);
- в) загрязнение, отходы и циркулярная экономика.

2. Обусловленное выбросами парниковых газов (ПГ) в атмосферу ускоряющееся изменение климата несёт значительные риски для здоровья человека, экономики и экосистем. Эффективные меры реагирования предполагают сочетание мер по смягчению последствий изменения климата и адаптации к ним.

3. Парижское соглашение 2015 года было принято с целью мобилизации глобального ответа на угрозу изменения климата на фоне растущей обеспокоенности, выражаемой научным сообществом. Долгосрочная цель соглашения – удержать рост средней глобальной температуры значительно ниже 2 °C (3,6 °F) по сравнению с доиндустриальным уровнем и ограничить его 1,5 °C (2,7 °F).

4. С момента подписания Парижского соглашения формируется глобальный консенсус о том, что для реализации его целей необходимо достичь нулевых чистых выбросов диоксида углерода примерно к 2050 году. В результате правительства, компании и инвесторы всё активнее принимают цели по достижению углеродной нейтральности (net zero).

5. Установление цены на выбросы углерода многими экономистами рассматривается как один из наиболее эффективных способов борьбы с изменением климата. Углеродные рынки последовательно развиваются по всему миру, однако текущие уровни цен на углерод остаются низкими.

6. Политикам и инвесторам необходимо учитывать одновременно:

- физические риски изменения климата (связанные с бездействием в климатической сфере); и
- переходные риски изменения климата (связанные с активными климатическими мерами).

Рост затрат на выбросы углерода сам по себе несёт финансовые риски, поскольку может влиять на стоимость высокоуглеродных активов с потенциальными цепными эффектами для различных секторов. Это подчёркивает необходимость упорядоченного и справедливого перехода к низкоуглеродной экономике.

7. Деградация окружающей среды, истощение природных ресурсов и связанные с этим потери биоразнообразия создают множество взаимосвязанных вызовов как для государств, так и для бизнеса. Такие

проблемы, как дефицит воды, вырубка лесов и неустойчивые сельскохозяйственные практики, отходы и загрязнение, всё сильнее влияют на деловую и инвестиционную деятельность. Для смягчения части этих проблем модель циркулярной экономики продвигает более эффективное использование сырья в сочетании с расширенным повторным использованием, переработкой и управлением отходами.

8. Существенные экологические вопросы – это факторы, которые могут оказывать значительное, как положительное, так и отрицательное, влияние на бизнес-модель компании и ключевые драйверы её стоимости, такие как операционные и капитальные затраты, рост выручки, маржинальность и риск. Набор существенных факторов различается от сектора к сектору.

9. Экологические риски могут быть эффективно интегрированы в анализ компаний и процессы принятия инвестиционных решений с использованием различных финансовых инструментов и моделей. Типы инструментов анализа рисков и соответствующих показателей в первую очередь зависят от классов активов и видов рисков, которым подвержены финансовые институты. Аналогично, выбор подхода определяется характером прямого и/или косвенного воздействия экологического фактора риска. Инвесторы разработали совокупность метрик – от расчёта углеродного следа до прогнозного анализа климатических сценариев.

10. Во всём мире на страновом и региональном уровнях растёт число политических инициатив, направленных на интеграцию климатических и экологических факторов в экономику и финансовую систему. Требования к раскрытию информации, связанной с климатом (как обязательные, так и добровольные), усиливаются на всех этапах инвестиционной цепочки – от владельцев капитала (пенсионных фондов и страховых компаний) до бенефициаров (компаний-объектов инвестирования).

11. В сочетании с регуляторной поддержкой технологические инновации приводят к росту инвестиционных возможностей, связанных с предоставлением климатических и экологических решений, в том числе в сферах чистой энергетики и мобильности, устойчивого строительства и передовых материалов. Появляется всё больше специализированных инвестиционных продуктов – включая низкоуглеродные (активные и индексные) фонды, долговые инструменты, привязанные к показателям устойчивого развития, и другие, – нацеленных на использование этого спектра возможностей.

Вопросы для самопроверки

1. Что влияет на теневое ценообразование на выбросы углерода?
2. Что можно считать стратегией адаптации к изменению климата?
3. Что такое «природный капитал»?
4. Какие из источников выбросов входят в область применения 3 стандартов Протокола по выбросам парниковых газов?
5. Какие организации является целевой группой по раскрытию финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD)?
6. Какая цель является четко сформулированной ООН в области устойчивого развития (ЦУР)?
7. Что является примером предлагаемой планетарной границы?
8. Что представляет собой риск перехода?
9. Какой метод обращения с отходами является наиболее распространенным в мире?
10. Что лучше всего описывает принципы экономики замкнутого цикла?
11. Что является обязательным условием для того, чтобы облигация или заем считались «зелеными» в соответствии с такими принципами, как Принципы зеленых облигаций (GBP) или Принципы зеленых займов (GLP)?
12. Долгосрочная цель Парижского соглашения (2015 г.) заключается в том, чтобы удержать рост глобальной средней температуры выше доиндустриального уровня, но значительно ниже какого уровня?
13. Примерно к какому году для получения разумной возможности ограничить повышение средней глобальной температуры до 1,5°C (2,7°F), Межправительственная группа экспертов по изменению климата (МГЭИК) рекомендует, чтобы глобальные выбросы CO₂ достигли «чистого нуля»?
14. Что такое «голубая экономика»?
15. Какова основная цель таксономии ЕС?

Глава 4. СОЦИАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ

4.1. Социальные мегатенденции и их последствия

Социальные факторы имеют значение как с точки зрения бизнеса, так и с точки зрения инвестиций и всё в большей степени учитываются при инвестиционном анализе и принятии инвестиционных решений. Во многих случаях инвесторы ожидают от компаний управления этими вопросами по принципу «лучших в классе» (best-in-class), то есть чтобы компания превосходила своих конкурентов по ряду существенных для отрасли показателей (например, в области охраны труда и техники безопасности или управления персоналом), снижая тем самым своё воздействие на местные сообщества. В других случаях социальный фактор может стать основой инвестиционной возможности (например, гендерное равенство в фондах). От компаний всё чаще ожидается открытое, прозрачное и ответственное взаимодействие со своими стейкхолдерами.

В данной главе сначала даётся обзор различных социальных факторов и их существенного влияния на потенциальные инвестиционные возможности. Затем рассматриваются наиболее значимые социальные мегатренды с акцентом на их взаимосвязь с деятельностью бизнеса и инвестиционными возможностями. Далее приводятся описания того, как выявлять и применять существенные социальные факторы, с фокусом на социальный анализ на уровне страны, сектора и отдельной компании – как в развитых, так и в развивающихся экономиках. Наконец, все вышеупомянутые темы практически иллюстрируются на примерах (case studies).

Инвесторы стремятся лучше понимать социальные мегатренды и их влияние на бизнес и инвестиционные возможности. В данном разделе рассматриваются ключевые социальные мегатренды и анализируется, каким образом они могут влиять на инвестиционные результаты.

Что такое социальные мегатренды?

Социальные мегатренды – это долгосрочные структурные изменения в обществе, которые формируются под воздействием демографических, технологических, экономических и культурных факторов. К ним относятся:

а) глобализация;

- б) автоматизация и искусственный интеллект (ИИ);
- в) неравенство и формирование благосостояния;
- г) цифровая трансформация, социальные медиа и доступ к электронным устройствам;
- д) изменения в труде, досуге и образовании;
- е) изменения в индивидуальных правах и обязанностях, а также в семейных структурах;
- ж) изменения демографической структуры, включая здоровье и продолжительность жизни;
- з) урбанизация;
- и) религия.

Некоторые экологические мегатренды также оказывают значительное социальное воздействие. К ним относятся:

- изменение климата и переходные риски;
- дефицит водных ресурсов;
- массовая миграция.

Все эти факторы со временем изменяют то, как люди живут, работают и взаимодействуют друг с другом, и будут продолжать формировать общество в будущем.

А. Глобализация

Одним из крупнейших факторов, способствующих интеграции рынков капитала, является глобализация. Тенденция к более глубокой интеграции усилилась по мере снижения торговых барьеров и роста трансграничных потоков капитала, товаров, услуг и рабочей силы.

Глобализация привела к формированию сложных международных цепочек поставок и росту транснациональных корпораций. Это позволило компаниям повысить эффективность и снизить издержки, однако одновременно усилило риски, связанные с условиями труда, правами человека, экологическим воздействием и геополитической нестабильностью.

Компании с глобальными цепочками поставок сталкиваются с повышенными репутационными и операционными рисками, если социальные стандарты в этих цепочках не соблюдаются должным образом.

Б. Автоматизация и искусственный интеллект (AI)

Автоматизация и искусственный интеллект относятся к использованию технологий, которые позволяют машинам выполнять задачи, ранее выполнявшиеся человеком. Это включает роботизацию, машинное обучение и алгоритмические системы принятия решений.

Технологический прогресс способен значительно повысить производительность и снизить издержки, однако он также приводит к вытеснению рабочих мест, необходимости переквалификации работников и потенциальному росту социального неравенства. Влияние автоматизации различается в зависимости от отрасли, уровня квалификации работников и географического региона.

Последствия для инвесторов

Инвесторам важно понимать, каким образом компании внедряют автоматизацию и ИИ. Использование этих технологий может привести к росту прибыльности и конкурентных преимуществ, однако при отсутствии надлежащего управления социальными последствиями – такими как массовые увольнения или ухудшение условий труда – может повлечь репутационные, регуляторные и операционные риски. Компании, способные эффективно управлять переходом к автоматизации, с большей вероятностью создадут долгосрочную стоимость.

В. Неравенство и формирование благосостояния

Рост неравенства доходов и благосостояния является устойчивым социальным трендом во многих странах. Он может сдерживать экономический рост, усиливать социальную напряжённость и повышать политические риски.

Для компаний это означает изменения в структуре потребительского спроса, усиление регулирования и рост ожиданий общества в отношении справедливой оплаты труда, налогообложения и социальной ответственности бизнеса.

Г. Цифровая трансформация, социальные медиа и доступ к электронным устройствам

Цифровизация радикально изменила способы взаимодействия между людьми, компаниями и государствами. Социальные сети и цифровые платформы ускорили распространение информации и повысили

прозрачность, но одновременно увеличили риски, связанные с дезинформацией, кибербезопасностью и утечками данных.

Компании сталкиваются с необходимостью управлять цифровыми рисками, включая защиту персональных данных, конфиденциальность, киберустойчивость и репутационные риски, связанные с присутствием в социальных медиа.

Д. Изменения в труде, досуге и образовании

Рост удалённой работы, гибких форм занятости и потребности в непрерывном обучении существенно меняет рынок труда. Эти изменения влияют на требования к навыкам работников, корпоративную культуру и модели организации бизнеса.

Инвесторы оценивают способность компаний адаптироваться к этим изменениям, инвестировать в развитие человеческого капитала и поддерживать вовлечённость сотрудников.

Е. Изменения в индивидуальных правах, обязанностях и семейных структурах

Социальные нормы и семейные модели эволюционируют, что влияет на потребительское поведение, участие в рынке труда и социальную политику. Компании всё чаще сталкиваются с ожиданиями в области равенства, инклюзивности, гендерного баланса и баланса между работой и личной жизнью.

Ж. Демографические изменения, включая здоровье и долголетие

Старение населения в развитых странах и рост численности населения в развивающихся экономиках создают как риски, так и инвестиционные возможности. Увеличивается спрос на медицинские услуги, фармацевтику, уход за пожилыми людьми, а также на финансовые продукты, ориентированные на долгосрочное планирование и накопление.

3. Урбанизация

Рост доли городского населения требует масштабных инвестиций в инфраструктуру, жильё, транспорт, энергетику и коммунальные услуги. В то же время урбанизация усиливает социальное неравенство,

нагрузку на окружающую среду и потребность в устойчивом городском развитии.

Кейс: влияние глобальной пандемии COVID-19

Пандемия COVID-19 является одним из крупнейших глобальных кризисов в области здравоохранения, экономики и социальной сферы в новейшей истории. Хотя она затрагивает все слои населения, особенно разрушительное воздействие она оказывает на людей, находящихся в наиболее уязвимом положении, включая людей, живущих в бедности, пожилых людей, людей с инвалидностью, подростков и коренные народы.

Медицинские и экономические последствия непропорционально сильно затрагивают бедные слои населения, особенно бездомных, поскольку они не имеют возможности безопасно укрыться и поэтому в наибольшей степени подвержены риску заражения вирусом. Люди, не имеющие доступа к водопроводу, а также беженцы, мигранты и вынужденные переселенцы также, вероятно, понесут несоразмерно большие потери как в ходе самой пандемии, так и в период после неё. Это может выражаться в ограничении свободы передвижения, сокращении возможностей трудоустройства и росте ксенофобии.

К другим последствиям относятся:

- в сфере образования – вследствие масштабного закрытия школ и университетов;

- рост неравенства – исследования показывают, что люди с низким уровнем дохода чаще заражаются COVID-19 и умирают от него. Вероятной причиной является то, что малообеспеченные семьи чаще проживают в перенаселённом жилье и работают на низкоквалифицированных должностях, таких как работа в супермаркетах и сфере ухода за пожилыми людьми, которые были признаны жизненно важными в период кризиса. В США миллионы людей с низкими доходами могут не иметь доступа к медицинской помощи из-за отсутствия или недостаточного медицинского страхования;

- психологические последствия – существует обеспокоенность возможным ростом числа самоубийств, усугубляемым социальной изоляцией вследствие карантинных мер и требований социального дистанцирования, а также страхом, безработицей и финансовыми трудностями;

- решоринг – процесс, при котором компании и государства принимают решение снизить риски цепочек поставок за счёт переноса производства стратегически важных товаров обратно в страны с высокой стоимостью рабочей силы;
- рабочая среда – изменение спроса на офисные здания и рост доли удалённой работы.

И. Урбанизация

Места, где живут люди, также меняются. В глобальном масштабе население всё в большей степени перемещается из сельских районов в городские. В 1950-е годы примерно 30% населения мира проживало в городской среде. Ожидается, что к 2050 году этот показатель вырастет до 68%.

Этот сдвиг может иметь различные последствия для общества, в том числе

- экономические – резкий рост и изменения уровня издержек, которые зачастую вытесняют местный рабочий класс с рынка (например, за счёт роста цен на жильё и услуги).
- Экологические – усиление проблемы «городских островов тепла», при которой городские территории производят и удерживают тепло, что становится всё более серьёзной проблемой.
- Социальные – рост смертности от неинфекционных заболеваний, связанных с образом жизни, включая онкологические и сердечно-сосудистые заболевания. Жители бедных городских районов (таких как трущобы) несоразмерно чаще страдают от болезней, травм, преждевременной смерти, а сочетание плохого здоровья и бедности со временем закрепляет социальное неблагополучие.

Эти социальные последствия создают возможности для бизнеса в связи с растущей потребностью в развитии инфраструктуры, однако одновременно требуют от компаний решения социальных и экологических проблем, связанных с городской средой проживания (например, загрязнения и систем управления отходами).

4.2. Ключевые социальные проблемы и деловая активность

С чего инвесторам начать внедрение социальных факторов в инвестиционные решения?

1. Хорошей отправной точкой является определение того, какие социальные факторы являются наиболее спорными или финансово существенными для каждой отрасли.

2. На следующем этапе инвесторы могут оценить степень подверженности конкретных компаний этим отраслевым социальным факторам, а также то, управляет ли компания соответствующими рисками и каким образом. Это может зависеть от её бизнес-модели, а также от характера и географического расположения её операционной деятельности.

3. Наконец, при необходимости инвесторам следует оценить ключевые социальные факторы в цепочке поставок.

Следует отметить, что социальные элементы, обладающие наибольшей финансовой значимостью, зависят от специфики конкретной отрасли. Рамочная модель Sustainability Accounting Standards Board (SASB) предоставляет рекомендации по определению финансово существенных тем в разрезе отраслей.

Социальные факторы также можно разделить на те, которые влияют на внешних заинтересованных сторон (например, клиентов, местные сообщества и органы власти), и на факторы, затрагивающие внутренние группы заинтересованных сторон (например, сотрудников компании).

Внутренние социальные факторы

А. Развитие человеческого капитала

Долгосрочная стратегия компании должна учитывать развитие её персонала. Это означает, что сотрудники:

- Должны быть хорошо подготовлены к выполнению своих задач и обязанностей;
- работают в соответствии с актуальными стандартами и нормативными требованиями;
- сохраняют высокий уровень мотивации.

Эффективное управление человеческим капиталом формирует корпоративную культуру и модели поведения, при которых сотруд-

ники настроены позитивно и демонстрируют высокую продуктивность, а не склонны к чрезмерному принятию рисков или действиям, способным нанести ущерб отношениям с клиентами.

Оно способствует социальной инклюзии, активной гражданской позиции и личностному развитию, а также повышает конкурентоспособность и уровень занятости.

При анализе компании с точки зрения развития человеческого капитала инвестору следует оценить следующие аспекты. В частности, ответить на вопросы:

Осуществляет ли компания:

- определение необходимых навыков и компетенций для реализации своей стратегии, а также выявление внутренних пробелов и дефицита квалификаций в отрасли («борьба за таланты»)?
- формирование привлекательного ценностного предложения для привлечения талантов и развитие компетенций действующих сотрудников с целью их удержания?
- разработку показателей для мониторинга инвестиций в развитие человеческого капитала (например, часы обучения, наставничество и т.д.) и оценки их отдачи (ключевые показатели эффективности – KPI, такие как вовлечённость сотрудников, текучесть кадров и способность закрывать вакансии за счёт внутренних кандидатов)?

В. Условия труда, здоровье и безопасность

Одним из наиболее значимых социальных факторов, учитываемых институциональными инвесторами, являются вопросы охраны труда и техники безопасности. Их основная цель – защита работников от несчастных случаев и смертельных исходов.

Отдельным направлением является профессиональное здоровье, направленное на ограничение вредных производственных воздействий с целью минимизации риска профессиональных заболеваний (например, силикоза) или травм (например, вибрационной болезни – «синдром белых пальцев»).

Примером значимости факторов охраны труда и безопасности может служить катастрофа на фабрике Rana Plaza, рассматриваемая в приведённом ниже кейсе.

Катастрофа Rana Plaza

24 апреля 2013 года в результате конструктивного дефекта произошло обрушение восьмизэтажного коммерческого здания Rana Plaza в Дакке, Бангладеш. В результате трагедии погибло 1 134 человека. Около 2 500 пострадавших были извлечены из-под завалов живыми. Это считается самой смертоносной аварией, связанной с обрушением здания, в современной истории человечества.

Владельцы здания проигнорировали предупреждения о запрете его эксплуатации после того, как накануне были обнаружены трещины. Работникам швейных фабрик приказали вернуться на рабочие места на следующий день, и здание обрушилось в утренние часы пик.

Высокое число жертв по крайней мере частично объясняется решением руководства вернуть сотрудников на производство. Утверждалось, что это было связано с давлением необходимости выполнить заказы покупателей в срок. Некоторые отмечают, что спрос на быструю моду и дешёвую одежду способствовал минимальному контролю со стороны брендов одежды, а наличие сильных профсоюзов могло бы смягчить давление со стороны менеджмента.

Эта масштабная трагедия привлекла внимание к повсеместным нарушениям прав человека в швейной отрасли, а также к неспособности правительства Бангладеш и компаний, размещающих там заказы, создать рабочие места, которые уважают и защищают жизни работников и снижают риски для компаний и их инвесторов.

В результате катастрофы Rana Plaza более 175 брендов, таких как adidas, Marks & Spencer и H&M, подписали Бангладешское соглашение (Bangladesh Accord), в рамках которого они обязались соблюдать более высокие стандарты пожарной безопасности, охраны труда и здоровья в Бангладеш.

Под руководством Interfaith Center on Corporate Responsibility в мае 2013 года была создана инициатива Bangladesh Investor Initiative – коалиция инвесторов, включающая 250 институциональных инвесторов и представляющая более 4,5 трлн долларов США (3,2 трлн фунтов стерлингов) активов под управлением. Цель инициативы – добиться решительных корпоративных действий в ответ на трагедию Rana Plaza, включая участие компаний в Соглашении.

Показатели в области охраны труда и техники безопасности должны оцениваться как для штатных сотрудников, так и для подрядчиков. Например, ряд нефтегазовых компаний раскрывают информацию только о смертельных случаях среди своих постоянных работников, не включая данные по подрядчикам. Учитывая масштаб использования контрактного труда в этом секторе, инвесторам крайне важно понимать, обеспечивает ли компания безопасные условия труда. Это особенно актуально для добывающих компаний на развивающихся рынках.

Помимо минимизации несчастных случаев и смертельных исходов, концепция охраны труда и техники безопасности эволюционировала в более широкое понимание условий труда, направленных на повышение благополучия сотрудников – например, через эргономичную организацию рабочих мест и гибкий график работы.

Всё большее внимание также уделяется психическому здоровью (например, рискам профессионального выгорания в финансовом секторе) и другим льготам для сотрудников, способствующим их благополучию вне рабочего места (включая медицинские обследования, компенсацию абонементов в спортзал и обучающие программы по вопросам питания и здоровья).

Ещё одним примером является «финансовое благополучие» (financial wellness) – термин, широко используемый среди работодателей и HR-подразделений в США. Поддержка сотрудников в решении личных финансовых вопросов, таких как ведение бюджета и планирование пенсионных накоплений, помогает снизить уровень стресса и отвлечённости работников.

В. Права человека

Ещё одним важным социальным фактором для инвестиционных специалистов являются права человека. Это права, присущие каждому человеку независимо от:

- расы;
- пола;
- национальности;
- этнической принадлежности;
- языка;

- религии;
- или любого иного статуса.

Права человека включают, например:

- право на жизнь и свободу;
- свободу от рабства и пыток;
- свободу мнения и выражения;
- право на труд и образование.

Каждый человек обладает этими правами без какой-либо дискриминации.

Важнейшей основой международных прав человека является Всеобщая декларация прав человека (UDHR). Эта декларация была провозглашена Генеральной Ассамблеей ООН 10 декабря 1948 года резолюцией 217А и представляет собой общий стандарт достижений для всех народов и всех государств.

Нарушения прав человека, как правило, происходят глубоко внутри цепочек поставок. Компании, к которым крупные инвесторы чаще всего имеют прямую экспозицию, а также их поставщики первого и второго уровня, реже напрямую вовлечены в подобные практики.

Например, в швейной промышленности нарушения прав человека с большей вероятностью происходят в развивающихся странах, где производится одежда, а не в магазинах, где она продаётся. Однако, как потребители, так и правительства ожидают от компаний ответственности за деятельность по всей их цепочке поставок.

Г. Трудовые права

Оценка того, как компании соблюдают трудовые права, важна для инвесторов, поскольку позволяет получить представление о корпоративной культуре и уровне удовлетворённости сотрудников.

Наиболее значимые трудовые права обобщены в Международных трудовых стандартах. Они направлены на обеспечение женщинам и мужчинам возможностей для получения достойной и продуктивной работы – в условиях свободы, равенства, безопасности и уважения человеческого достоинства – и закреплены в основополагающих конвенциях Международной организации труда (МОТ).

К ним относятся:

- свобода объединения и защита права на организацию;

- право на объединение и ведение коллективных переговоров;
- запрет принудительного труда и его упразднение;
- минимальный возраст для трудоустройства;
- наихудшие формы детского труда;
- равная оплата труда;
- недискриминация (в сфере занятости и профессии).

Свобода объединения и трудовые отношения

Компания функционирует наиболее эффективно и результативно, когда её сотрудники настроены позитивно и работают продуктивно. Это позволяет снизить издержки, связанные с текучестью кадров, прогулами и забастовками.

Для обеспечения защиты прав работников они должны иметь свободу создавать или вступать в ассоциации или профсоюзы, представляющие их интересы. В некоторых странах или отраслях это право ограничено. Например, ряд компаний в сфере розничной торговли известны своей антипрофсоюзной позицией. Компания Walmart подвергалась давлению со стороны нескольких международных институциональных инвесторов с целью занять более благожелательную позицию по отношению к профсоюзам.

Когда свобода объединения обеспечена, другие нарушения трудовых прав – такие как принудительный труд, детский труд и дискриминация – как правило, лучше предотвращаются. Отсутствие свободы объединения может иметь место непосредственно в компаниях-объектах инвестирования, но чаще встречается в их цепочках поставок. Взаимодействуя с компаниями по данному вопросу, инвесторы могут способствовать улучшению трудовых отношений в конкретном секторе или стране.

Современное рабство и принудительный труд

Две темы, которые реже упоминаются в политиках ответственного инвестирования, – это современное рабство и принудительный труд. Современное рабство относится к ситуациям эксплуатации, из которых человек не может уйти или отказаться из-за угроз, насилия,

принуждения, обмана и/или злоупотребления властью. Это собирательный термин, включающий такие практики, как принудительный труд, долговая кабала, принудительные браки и торговля людьми.

Международная организация труда (МОТ) определяет принудительный труд как: «любую работу или службу, требуемую от какого-либо лица под угрозой какого-либо наказания, на выполнение которой это лицо не дало добровольного согласия».

Современное рабство и принудительный труд могут иметь место в любых видах работ или услуг – как в частном, так и в государственном секторе, на формальном и неформальном рынках труда, – но чаще всего встречаются в отраслях с низким уровнем регулирования и высокой потребностью в рабочей силе. По оценкам, не менее 25 миллионов человек находятся в условиях принудительного труда.

Такие практики часто скрыты в цепочках поставок второго и последующих уровней. Однако большинство компаний, заявляющих о борьбе с современным рабством и принудительным трудом, ограничивают свою проверку первыми подрядчиками и поставщиками.

Помимо явных форм, принудительный труд может принимать более скрытые формы, что затрудняет его выявление. Применение или угроза физического насилия не являются обязательными признаками принудительного труда. Долговая кабала, угрозы сообщить о работнике иммиграционным властям или изъятие удостоверяющих личность документов также могут «принуждать» работников.

Растущая сложность и международный характер цепочек поставок делают прозрачность особенно необходимой. В 2015 году парламент Соединённого Королевства принял Закон о современном рабстве (Modern Slavery Act), направленный на борьбу с современным рабством.

Прожиточный минимум (living wage)

В секторах, где занято большое количество работников физического труда (например, в производстве одежды и обуви, пищевой промышленности, потребительской электронике или розничной торговле),

заработная плата часто недостаточна для покрытия базовых жизненных расходов работников (питание, одежда, жильё, здравоохранение и образование).

Преимущества выплаты прожиточного минимума очевидны. Работники, получающие заработную плату на уровне прожиточного минимума, могут удовлетворять свои основные потребности и потребности своих семей, а также откладывать сбережения, что повышает их шансы выбраться из бедности.

Они работают стандартное рабочее время вместо чрезмерных переработок, чтобы «свести концы с концами», и с большей вероятностью отправляют своих детей в школу, а не на работу.

Таким образом, внимание к выплате прожиточного минимума также способствует соблюдению ряда других фундаментальных прав человека в глобальных цепочках поставок.

Platform Living Wage Financials

Платформа Living Wage Financials (PLWF) была создана в конце 2018 года. Это коалиция (преимущественно нидерландских) финансовых институтов, которая поощряет и контролирует компании из своего инвестиционного портфеля в части решения проблемы невыплаты прожиточного минимума в глобальных цепочках поставок.

Коалиция инвесторов управляет активами на сумму более €2,6 трлн (£1,9 трлн) и использует своё влияние для взаимодействия с компаниями, в которые инвестирует. Они:

- оценивают показатели компаний по выплате прожиточного минимума;*
- обсуждают результаты оценки;*
- поддерживают инновационные пилотные проекты.*

В конечном итоге участники платформы принимают устойчивые инвестиционные решения с учётом (или отсутствия) прогресса – в соответствии с индивидуальными стратегиями и политикой каждого члена платформы.

Внешние социальные факторы

Д. Противодействие со стороны стейкхолдеров и спорные источники поставок

Когда компания осуществляет деятельность в определённом регионе, ей следует стремиться к выстраиванию прочных отношений с заинтересованными сторонами, включая местные сообщества. Это позволяет компании продолжать деятельность без политического вмешательства, неформальных протестов и сбоев в работе.

Компаниям следует уделять особое внимание местным сообществам (расположенным вблизи их операционной деятельности), вовлекать их в процессы взаимодействия со стейкхолдерами, чтобы понимать их потребности и опасения, а также учитывать способы их решения.

Одним из инструментов обеспечения участия «снизу-вверх» является принцип свободного, предварительного и осознанного согласия (Free Prior Informed Consent, FPIC).

Свободное, предварительное и осознанное согласие (FPIC)

Компания, планирующая осуществлять деятельность на землях предков или использовать ресурсы территории, принадлежащей коренным народам, должна обеспечить соблюдение принципа FPIC:

1. Свободное (Free) означает отсутствие манипуляций или принуждения в отношении коренных народов, а также то, что процесс определяется и контролируется самими затрагиваемыми сторонами.

2. Предварительное (Prior) подразумевает, что согласие запрашивается заблаговременно – до начала или официального разрешения какой-либо деятельности, и что участникам предоставляется достаточное время для проведения консультаций.

3. Осознанное (Informed) означает, что соответствующие коренные народы получают достаточную информацию по ключевым аспектам проекта, таким как его характер; масштаб; темпы реализации; обратимость; охват проекта; причины его реализации; срок действия.

Это наиболее сложный элемент из четырёх, поскольку разные группы могут считать различную информацию более значимой. Коренные народы также должны иметь доступ к основным отчётам об экономическом, экологическом и культурном воздействии проекта. Используемый язык должен быть понятен коренным народам.

Спорные источники поставок (controversial sourcing) также представляют проблему для компаний, чьи поставщики работают в странах с формирующейся экономикой. Компании пользуются преимуществами низкой стоимости продукции своих поставщиков, однако, когда практики, ориентированные исключительно на снижение издержек в этих цепочках поставок, становятся публичными, часто возникает серьёзная дискуссия об этичности таких подходов.

Довольно известным примером являются так называемые «конфликтные минералы» и «кровавые алмазы» – природные ресурсы, добываемые в зонах вооружённых конфликтов и продаваемые для финансирования продолжения боевых действий. Наиболее заметный современный пример связан с восточными провинциями Демократической Республики Конго (ДРК), где различные армии, повстанческие группировки и внешние организации получали прибыль от добычи полезных ископаемых, одновременно способствуя насилию и эксплуатации во время конфликтов в регионе.

Инвесторам следует учитывать риски, связанные со спорными источниками поставок и противодействием со стороны заинтересованных сторон, поскольку они могут перерасти в операционные и репутационные риски для компании-объекта инвестиций.

Е. Ответственность за продукцию и защита прав потребителей

Защита прав потребителей включает законы и иные формы государственного регулирования, направленные на защиту прав потребителей. Она основывается на концепции потребительских прав, согласно которой потребители имеют неотъемлемое право на базовое здоровье и безопасность. Эти права обеспечиваются посредством:

- а) контроля безопасности продукции;
- б) предоставления потребителям необходимой информации;
- в) предотвращения вводящей в заблуждение рекламы.

Ответственность за продукцию – это юридическая ответственность компании за производство или продажу дефектных товаров. Законодательство основывается на принципе, что производители и продавцы обладают большей информацией о продукции, чем потребители. Следовательно, именно бизнес несёт ответственность, когда что-то идёт не так (даже если потребитель частично виноват).

Иски по ответственности за продукцию могут приводить к гражданским судебным разбирательствам и значительным денежным компенсациям в пользу истцов. Это может повлиять на стоимость акций компании, особенно если она регулярно сталкивается с отзывами продукции или судебными исками. Инвесторам следует учитывать данный фактор при инвестиционном анализе.

Существует три основных вида ответственности за продукцию:

- признание компании ответственной за недостатки конструкции (дизайна);
- производственные дефекты;
- отсутствие предупреждения потребителей о возможной опасности.

Ответственность за продукцию часто приводит к репутационным рискам, поскольку потребители могут легко выражать своё мнение через социальные сети или бойкотировать продукцию или услуги компании. Особенно в секторе потребительских товаров аналитики должны учитывать такие риски.

Ж. Социальные возможности

Недостаток социальных возможностей, особенно в развивающихся странах, является важной социальной проблемой. Многие Цели устойчивого развития (SDGs) сосредоточены именно на этой области. Наиболее тесно связанные направления – это доступ к базовым потребностям и услугам в сфере здравоохранения (включая воду), образования, энергетики, жилья и финансовой инклюзии.

Изначально такими вопросами занимались преимущественно специализированные инвесторы – институты развития, НКО и фонды, инвестировавшие, например, в микрофинансовые организации и фонды воздействия (impact funds), чтобы обеспечить доступ населения

к услугам в области коммуникаций, финансов, здравоохранения и питания.

Однако обеспечение широкого и доступного доступа к базовым товарам и услугам также оказалось эффективной бизнес-моделью. Сегодня это всё чаще рассматривается как возможность как для бизнеса, так и для инвесторов – особенно при согласовании инвестиций с целями SDG или при стремлении одновременно получить финансовую и социальную отдачу от инвестиций.

Аналогичным инструментом для инвесторов является Индекс доступа к лекарствам (Access to Medicine Index). Он анализирует, как 20 крупнейших фармацевтических компаний мира обеспечивают доступ к лекарствам в 106 странах с низким и средним уровнем дохода по 82 заболеваниям, состояниям и патогенам. Оценка проводится по направлениям, где компании обладают наибольшим потенциалом и ответственностью для изменений, таким как исследования и разработки (R&D) и ценовая политика.

3. Благополучие животных и антимикробная резистентность

Вопросы благополучия животных становятся всё более значимыми для потребителей и инвесторов. Признаётся, что минимизация вреда животным важна не только с этической точки зрения, но и с позиции влияния интенсивного животноводства на здоровье человека.

В результате антимикробной резистентности (когда бактерии, вирусы и некоторые паразиты становятся устойчивыми к антибиотикам, противовирусным и противомаларийным препаратам) стандартные методы лечения становятся менее эффективными, инфекции сохраняются дольше, могут приводить к смертности и легче распространяться.

Растущая инициатива инвесторов Farm Animal Investment Risk and Return (FAIRR) занимается рисками и возможностями, связанными с интенсивным животноводством. FAIRR уделяет особое внимание росту антимикробной резистентности из-за интенсивных методов ведения сельского хозяйства и ненадлежащего использования антибиотиков.

Компании, работающие по таким моделям, с большей вероятностью столкнутся с судебными исками и давлением с требованием изменить свою практику.

4.3. Применение социальных факторов в инвестициях

Существенность или оценка рисков

Первым шагом в оценке существенности или рисков может быть определение того, какое влияние социальные факторы и тенденции могут оказать на компании-объекты инвестиций в различных секторах и странах.

Например, некоторые отрасли, такие как добывающая промышленность, нефть и газ, более подвержены рискам нарушений прав человека или проблемам в области охраны труда и техники безопасности. Такая оценка существенности должна быть частью традиционной системы управления рисками компании.

Нефинансовые риски, включая социальные риски, могут оказывать существенное влияние на результаты инвестиций и поэтому должны учитываться.

Помимо рисков, отдельные компании или сектора могут предоставлять инвестиционные возможности, если они заранее выявляют социальные тенденции и адаптируют свою стратегию, чтобы извлечь из них выгоду, а не оказаться в неблагоприятном положении.

Кейс-стади: Amazon и Apple

В данном кейсе подробно рассматриваются социальные аспекты деятельности компаний Apple и Amazon.

Amazon

Amazon – транснациональная технологическая компания со штаб-квартирой в Сиэтле (США), работающая в сферах электронной коммерции, облачных вычислений, цифрового стриминга и искусственного интеллекта. Компания известна тем, что трансформирует устоявшиеся отрасли за счёт технологических инноваций и масштабирования.

Бывшие и действующие сотрудники, СМИ и политики критиковали Amazon за плохие условия труда. Примеры:

В 2011 году сотрудники склада в Брейнигсвилле (Пенсильвания) работали при температуре 38°C. В результате работники страдали от

обезвоживания, некоторые теряли сознание. Несмотря на возможность открыть погрузочные ворота для вентиляции, это не разрешалось из-за риска краж.

Работники-«сборщики» (pickers), которые перемещаются по складам с тележкой и сканером, могут проходить до 15 миль за смену. При невыполнении нормативов им объявляют выговор. Сканеры в режиме реального времени отслеживают их скорость работы и фиксируют «периоды бездействия».

В марте 2019 года сообщалось, что с 2013 по 2018 год службы экстренной помощи выезжали 189 раз в 46 складов Amazon в 17 штатах США по случаям, связанным с суицидальными попытками сотрудников. Работники связывали психологические срывы с социальной изоляцией, агрессивным контролем и напряжёнными условиями труда.

В ответ на критику по поводу низких зарплат генеральный директор Джефф Безос объявил, что с 1 ноября 2018 года минимальная почасовая оплата в США и Великобритании составит 15 долларов или 10,78 фунтов. Компания также заявила о поддержке повышения федеральной минимальной зарплаты в США.

Хотя низкие зарплаты могут временно повышать прибыльность, аналитики должны учитывать риск законодательных изменений, социальных протестов, высокой текучести кадров и низкой мотивации, что в перспективе может привести к сбоям и росту затрат.

Apple / Foxconn / Inventec

Apple – американская транснациональная технологическая компания со штаб-квартирой в Купертино (Калифорния), занимающаяся разработкой и продажей электроники, программного обеспечения и онлайн-сервисов.

Apple подвергалась критике из-за трудовых практик поставщиков Foxconn и Inventec:

а) В 2006 году сообщалось о плохих условиях труда на заводах, производивших iPod. На одном производственном комплексе работало более 200 000 человек, проживавших на территории предприятия. Рабочая неделя превышала 60 часов, заработная плата составляла около 100 долларов в месяц, более половины дохода уходило на аренду и питание. Apple инициировала расследование и начала ежегодные аудиты

поставщиков, постепенно повышая стандарты и разрывая контракты с нарушителями.

б) В 2010 году Apple расследовала практики Foxconn после серии самоубийств сотрудников (18 попыток, 14 смертей), что вызвало широкий общественный резонанс.

в) В 2014 году расследование ВВС показало, что чрезмерные переработки сохранялись. Apple не согласилась с выводами ВВС, заявив, что делает больше других компаний для обеспечения безопасных условий труда.

г) Подобные скандалы могут снижать лояльность клиентов и приводить к штрафам и забастовкам. Например, 24 апреля 2012 года акции Apple снизились на 5%, что связывали с беспорядками на Foxconn.

Thai Union

Thai Union – тайский производитель морепродуктов с более чем 49 000 сотрудников по всему миру. Среди брендов – Chicken of the Sea, John West, Sealect и Petit Navire.

В 2015 году Greenpeace обвинила компанию в серьезных нарушениях прав человека и экологических норм, предупредив инвесторов о финансовых рисках.

а) Это привело к снижению выручки из-за бойкота продукции и расторжению контрактов с субподрядчиками, что увеличило издержки.

б) В 2015 году компания приняла новые кодексы поведения и прекратила сотрудничество с 17 поставщиками, связанными с принудительным трудом и торговлей людьми.

в) В декабре 2015 года Thai Union объявила о переводе переработки креветок полностью под собственный контроль для обеспечения прозрачности и достойных условий труда.

г) В декабре 2016 года был подписан меморандум с World Tuna Purse Seine Organization о внедрении честных трудовых практик.

д) В мае 2018 года компания заключила соглашение с Greenpeace о мерах против незаконного и чрезмерного вылова рыбы и улучшении условий труда в цепочках поставок. Greenpeace отметила прогресс компании.

е) Был принят Кодекс поведения судов (Vessel Code of Conduct), разработанный совместно с Greenpeace и Международной федерацией транспортников.

При инвестиционной оценке компании необходимо учитывать как социальные риски, так и эффективность их управления. Продолжающиеся нарушения могут привести к бойкотам и оттоку инвесторов, что негативно скажется на стоимости акций. В то же время улучшение социальных показателей способно укрепить бренд и обеспечить устойчивый рост доходов.

Ключевые факты

1. Социальные мегатренды имеют достаточно широкий спектр и включают:

- а) глобализацию;
- б) автоматизацию и искусственный интеллект в производстве и сфере услуг;
- в) неравенство и формирование благосостояния;
- г) цифровую трансформацию и социальные сети;
- д) изменения в труде, досуге и образовании;
- е) изменения в индивидуальных ролях и обязанностях, а также в семейных структурах;
- ж) изменения демографической структуры, включая здоровье и продолжительность жизни;
- з) урбанизацию;
- и) религию.

2. Экологические мегатренды, имеющие социальное воздействие, включают:

- а) изменение климата и переходные риски;
- б) дефицит водных ресурсов;
- в) массовую миграцию.

Наиболее важные внутренние и внешние факторы были описаны ранее в данной главе. Эти факторы:

Внутренние социальные факторы

- а) развитие человеческого капитала;
- б) охрана труда и техника безопасности;
- в) права человека;

- г) трудовые права;
- д) свобода объединений и трудовые отношения;
- е) принудительный труд;
- ж) прожиточный минимум.

Внешние социальные факторы

- а) противодействие со стороны стейкхолдеров / спорные источники поставок;
- б) ответственность за продукцию / защита прав потребителей;
- в) социальные возможности;
- г) благополучие животных и антимикробная резистентность.

3. Страны, отрасли и компании по-разному подвержены влиянию социальных мегатрендов и социальных факторов. Анализ того, какие социальные факторы являются существенными для инвестиционной точки зрения, следует начинать с понимания их значимости на географическом и отраслевом уровнях. После этого можно определить уровень воздействия на конкретную компанию, анализируя, в каких секторах она работает и в каких странах или регионах она в основном присутствует (рассматривая расположение ключевых поставщиков, производственных мощностей, клиентов и основные налоговые юрисдикции).

4. Определив, какие социальные факторы релевантны для конкретной компании, аналитики оценивают, каким образом компания управляет рисками и возможностями, связанными с этими факторами, по сравнению с конкурентами. В частности, анализ включает оценку:

- 1. корпоративной стратегии;
- 2. действующих политик;
- 3. внедрённых процессов и мер;
- 4. показателей эффективности;
- 5. публичного раскрытия информации.

Этот процесс также предполагает анализ:

- 1. текущих показателей;
- 2. динамики прогресса во времени;
- 3. того, как этот прогресс соотносится со среднеотраслевыми показателями и ключевыми конкурентами.

5. Всё чаще инвесторы интегрируют социальные факторы в коэффициентный анализ и финансовые модели компаний-реципиентов

инвестиций, чтобы лучше понимать потенциальное влияние социальных факторов на финансовые результаты компании.

Вопросы для самопроверки

1. Какие социальные тенденции важно учитывать при инвестиционном анализе?
2. Что является примером внутреннего и внешнего социального фактора?
3. Почему важна оценка (социальной) существенности?
4. Что подразумевается под понятием справедливого перехода?
5. Что такое инициатива FAIRR?
6. Руководство ОЭСР для многонациональных предприятий
7. Что означает «офшоринг»?
8. В каких случаях требуется добровольное предварительное обоснованное согласие (FPIC)?
9. Что анализирует Индекс доступности лекарств?
10. С чем из нижеследующего не связан рост автоматизации и искусственного интеллекта?
11. На что направлен корпоративный критерий соблюдения прав человека?
12. Что такое платформа Living Wage Financials?
13. Что из перечисленного включено в трудовые права?
14. Что происходило с неравенством доходов за последние несколько десятилетий?
15. Какой элемент таксономии ЕС имеет социальный аспект?

Глава 5. УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ

5.1. Что такое управление?

Корпоративное управление – это процесс, посредством которого компания управляется и контролируется. В разных странах действуют различные правила – система корпоративного управления формируется на основе правовой системы страны, в которой зарегистрирована компания, – однако в своей основе корпоративное управление связано с людьми и процессами.

Эффективное корпоративное управление также предполагает формирование соответствующей корпоративной культуры, которая способствует достижению устойчивых бизнес-результатов без чрезмерного принятия рисков и при надлежащем ведении деятельности. Надлежащее корпоративное управление должно приводить к высоким показателям работы компании и долгосрочному процветанию в интересах акционеров и других заинтересованных сторон. Корпоративная культура должна поддерживать долгосрочный успех бизнеса в интересах всех стейкхолдеров.

Хотя в основе корпоративного управления лежит человеческий фактор (люди в составе совета директоров), для эффективного выполнения своих обязанностей члены совета опираются на определённые процессы. В крупных и сложных компаниях роль этих процессов возрастает; в небольших компаниях руководство может иметь более непосредственное представление о деятельности бизнеса, тогда как в крупных организациях это невозможно.

Обычно компании разрабатывают политики и кодексы поведения, однако для уверенности в их практическом применении они полагаются на соответствующие процессы. Инвесторы оценивают корпоративное управление компании по качеству её политик и процессов, а также по тому, насколько тщательно и добросовестно совет директоров контролирует их реализацию. В конечном итоге они оценивают управление по профессионализму, компетентности и вдумчивости членов совета директоров.

Оценка эффективности системы корпоративного управления позволяет инвесторам понять механизмы подотчётности и процессы при-

нятия решений, которые лежат в основе всех ключевых решений, влияющих на распределение капитала инвесторов и создание долгосрочной стоимости. Компания с эффективной системой управления лучше способна справляться с основными рисками, включая экологические и социальные. И наоборот, если компания не управляет важным долгосрочным риском (в том числе экологическим или социальным), это может свидетельствовать о наличии фундаментальных проблем в системе корпоративного управления, препятствующих решению этих вопросов.

На практике корпоративное управление сводится к двум пунктам: подотчётность (accountability) и согласованность интересов (alignment). Эти концепции отражены во многих ключевых элементах стандартов корпоративного управления и ожиданий инвесторов.

Подотчётность

Люди должны:

- получать полномочия и ответственность за принятие решений;
- нести ответственность за последствия своих решений и за эффективность выполняемой работы.

Подотчётность и совет директоров

Так же как сотрудники работают наиболее эффективно, осознавая свою подотчётность руководителю, старшие менеджеры должны чувствовать ответственность перед независимыми директорами в составе совета.

В свою очередь, совет директоров наиболее эффективен тогда, когда его независимые (неисполнительные) члены ощущают подотчётность перед акционерами за результаты работы.

Поэтому корпоративное управление уделяет большое внимание структуре совета директоров и независимости его членов.

Смешанный набор компетенций директоров также имеет большое значение: обсуждения и дебаты должны учитывать различные точки зрения, чтобы избежать «группового мышления».

Повышение разнообразия в совете директоров – как гендерного, так и с точки зрения профессионального опыта и компетенций – спо-

способствует формированию более требовательной корпоративной культуры и, как показывает практика, повышает вероятность создания долгосрочной стоимости.

Роль председателя совета директоров крайне важна для обеспечения сбалансированной дискуссии в совете. Поэтому многие инвесторы предпочитают, чтобы председатель был независимым неисполнительным директором.

Если председатель не является независимым, а особенно если он совмещает эту должность с ролью генерального директора (СЕО), это может привести к чрезмерной концентрации власти и ослабить способность совета:

- осуществлять надзорные функции;
- оспаривать и обсуждать результаты деятельности и стратегические планы;
- формировать повестку заседаний совета и стратегическую повестку компании;
- влиять на планирование преемственности;
- обсуждать вознаграждение руководства.

Подотчётность и отчётность

Достоверная отчётность необходима для обеспечения подотчётности. Годовая финансовая отчётность компании представляет собой формальный процесс, посредством которого директора отчитываются перед акционерами за финансовые результаты и общие показатели деятельности бизнеса.

Именно поэтому на многих ежегодных общих собраниях акционеров (AGM) первым пунктом повестки является утверждение отчёта и финансовой отчётности, часто посредством формального голосования.

Отсюда – ключевая важность прозрачного и честного бухгалтерского учёта, а также независимости аудита этой отчётности. Не случайно аудитор ежегодно формально отчитывается перед акционерами и в большинстве стран переизбирается на AGM.

Достоверность финансовых показателей, на которые ориентируются инвесторы при оценке результатов деятельности, лежит в основе

их способности привлекать менеджмент и совет директоров к ответственности.

В некоторых странах (например, в Германии) голосование за «освобождение» директоров от ответственности фактически снимает с них юридическую ответственность за действия в течение года и обычно зависит от того, содержит ли годовой отчёт полное и достоверное раскрытие информации о деятельности компании и её положении на конец года.

Согласованность интересов и агентская проблема

Согласованность интересов связана с решением агентской проблемы. С момента публикации в 1932 году работы The Modern Corporation and Private Property Адольфа Берле и Гардинера Минса агентская проблема рассматривается как неизбежное следствие разделения собственности и контроля.

Она заключается в том, что интересы профессиональных менеджеров (агентов) могут не полностью совпадать с интересами владельцев бизнеса, вследствие чего компания может управляться не так, как того желают собственники.

Эта проблема особенно усиливается в крупных публичных компаниях, где собственность распределена между множеством инвесторов, владеющих небольшими долями.

При этом агентская проблема не решается простым выполнением менеджментом указаний акционеров:

- сложно определить единую позицию среди множества инвесторов;
- даже при наличии единственного акционера директора по закону обязаны действовать в интересах успеха компании, а не напрямую в интересах акционеров;
- бездумное следование указаниям акционеров может привести к нарушению обязанностей директоров;
- рост краткосрочной цены акций не равен обеспечению долгосрочного успеха бизнеса.

Кроме того, агентская проблема может возникать и внутри инвестиционной цепочки – между управляющими компаниями, портфельными менеджерами и конечными бенефициарами.

Таким образом, агентская проблема представляет риск расхождения интересов акционеров и директоров/менеджмента. Корпоративное управление стремится обеспечить большую согласованность интересов через систему стимулов и механизмов подотчётности.

Согласованность интересов и вознаграждение руководителей

Основная задача системы вознаграждения руководителей – минимизировать агентскую проблему и не допустить ситуации, когда менеджеры действуют в собственных интересах в ущерб владельцам. Поэтому структуры вознаграждения:

- направлены на согласование интересов менеджмента и акционеров;
- включают элементы, зависящие от результатов деятельности;
- ориентированы на долгосрочные цели;
- предусматривают долгосрочное «созревание» выплат;
- включают сочетание ключевых показателей эффективности (KPI), связанных с бизнес-результатами и динамикой акций.

Часто значительная часть стимулирования связана с акционерным капиталом, хотя это иногда может чрезмерно смещать фокус в сторону цены акций, а не устойчивых результатов бизнеса.

Подотчётность: комитеты совета директоров

Три ключевых комитета совета директоров, как правило предусмотренные кодексами корпоративного управления, отвечают за решение описанных задач:

Комитет по назначениям (в некоторых странах – комитет по корпоративному управлению)

- обеспечивает сбалансированный и эффективный состав совета и подотчётность менеджмента.

Аудиторский комитет

- контролирует финансовую отчётность и аудит, обеспечивая подотчётность в части отчётности;

- курирует внутренний аудит (если он существует);
- часто отвечает и за надзор за рисками (если нет отдельного комитета по рискам).

Комитет по вознаграждениям (или компенсационный комитет)

- обеспечивает согласование интересов через систему вознаграждения руководителей.

5.2. Развитие формализованного подхода к корпоративному управлению

Корпоративные неудачи и скандалы стали мощным стимулом для формализации корпоративного управления и разработки соответствующих кодексов. Когда компании терпят крах и инвесторы теряют деньги, часто возникает давление с требованием улучшить подход к управлению. Примерами этого являются Обзор Уокера (Walker Review), проведённый после финансового кризиса 2008 года, а также недавние обзоры Кингмана (Kingman Review) и Брайдона (Brydon Review), инициированные после краха компании Carillion.

Кодексы корпоративного управления

Первый в мире официальный Кодекс корпоративного управления появился в Великобритании в 1992 году. Комитет Кэдбери был создан в мае 1991 года Советом по финансовой отчетности (FRC), Лондонской фондовой биржей и представителями бухгалтерской профессии для рассмотрения так называемых «финансовых аспектов корпоративного управления». Его создание последовало за скандалами Cararo и Polly Peck.

Компания Cararo успешно приобрела Fidelity, но впоследствии выяснилось, что прибыль Fidelity была значительно завышена. Рыночная стоимость акций Polly Peck на протяжении многих лет росла на основе финансовой отчетности, которая позже оказалась вводящей в заблуждение. Комитет Кэдбери был создан из-за выявленных проблем в области бухгалтерского учета и управления.

После начала работы комитета (еще до публикации отчета) разразился скандал с Maxwell/Mirror Group, а также произошло громкое банкротство Bank of Credit and Commerce International (BCCI) на фоне

обвинений в отмыывании денег и других нарушениях регулирования. Стало очевидно, что необходимы серьезные изменения.

Многие рекомендации Комиссии Кэдбери до сих пор считаются лучшей практикой и были включены в кодексы и руководства по всему миру. Например, комитет предложил, чтобы каждая публичная компания имела аудиторский комитет, проводящий заседания не реже двух раз в год. На момент публикации отчета такие комитеты существовали лишь у двух третей крупнейших 250 компаний Великобритании (сегодня они стали обычной практикой).

Основная идея комитета заключалась в том, что ни одно лицо не должно обладать «неограниченными полномочиями принятия решений». Например, роли председателя совета директоров и генерального директора не должны совмещаться, как это часто происходило тогда.

Из базовых концепций подотчетности и согласования интересов вырос формализованный свод принципов надлежащего управления. Подходы к управлению различаются в разных странах в зависимости от культуры, исторического развития и корпоративного законодательства.

На базовом уровне некоторые страны, включая Германию и Нидерланды, используют двухуровневую систему управления с полностью независимым наблюдательным советом, контролирующим правление. В других странах действует одноуровневая модель:

- в Японии советы часто доминируются исполнительными директорами;
- в США и Франции нередко совмещаются должности CEO и председателя;
- Великобритания занимает промежуточную позицию.

Модель Кодекса Кэдбери «соблюдай или объясняй» была принята во многих странах мира. Сегодня крайне редко можно встретить рынок без официального кодекса корпоративного управления. После принятия кодекса в Японии в 2015 году США остались единственным крупным рынком без такого кодекса, что во многом связано с тем, что корпоративное право там регулируется на уровне штатов, а не федерального законодательства.

Большинство стран используют принцип «соблюдай или объясняй», Нидерланды предпочитают формулировку «применяй или объясняй», а в Австралии используется более прямой подход «если нет –

почему нет?». Суть одинакова: компания либо соблюдает стандарт, либо публикует разумное и содержательное объяснение того, как совет директоров реализует соответствующий принцип.

Такие объяснения становятся все более значимыми, поскольку дают совету возможность продемонстрировать, как он обеспечивает создание стоимости в интересах акционеров и других заинтересованных сторон.

Готовность компаний предоставлять содержательные объяснения различается. Некоторые считают корпоративное управление слишком негибким. Действительно, существует риск, что инвесторы подходят к кодексам слишком строго, ожидая полного соблюдения вместо объяснения – что не соответствует изначальному замыслу кодексов.

Иногда проблема негибкости связана с ролью прокси-консультантов (ISS и Glass Lewis), которые дают рекомендации по голосованию. Они часто строго интерпретируют требования кодексов. Некоторые считают, что прокси-консультанты должны трактовать стандарты строго, а окончательную гибкость должны проявлять сами акционеры, учитывая специфику компании. В этом случае проблема возникает не из-за строгости рекомендаций, а из-за того, что инвесторы слишком буквально следуют им, не применяя собственное суждение.

Как и скандалы Sarago и Polly Peck стали толчком к созданию Комитета Кэдбери, последующие кризисы продолжили развивать стандарты управления по всему миру:

В Великобритании возмущение уровнем вознаграждений в недавно приватизированных коммунальных компаниях привело к отчету Гринбери (1995), который усилил прозрачность структуры вознаграждения и KPI, влияющих на премии (для долгосрочных схем – минимум три года).

Скандалы Enron, Tyco и WorldCom в США привели к принятию Закона Сарбейнса–Оксли (2002), усилившего требования к финансовой отчетности и создавшего Совет по надзору за бухгалтерским учетом публичных компаний (РСАОВ), установив стандарты независимости аудиторов.

Крахи Ahold (Нидерланды) и Parmalat (Италия) в 2003 году усилили требования к независимости советов директоров и аудиторов в Европе. Европа больше не могла считать Enron исключительно американской проблемой.

Финансовый кризис 2008 года вызвал изменения во всем мире, усилив внимание к корпоративной культуре, вознаграждениям руководителей и аудиту. Появились кодексы ответственного инвестирования (stewardship codes). В США был принят Закон Додда–Франка (2010), усиливший регулирование банков.

В Японии скандал Olympus (2011–2012) выявил сокрытие убытков более чем на 1,5 млрд долларов. В 2015 году Toshiba также признала завышение прибыли. Эти события поставили вопросы о культурных особенностях корпоративного управления в Японии и способствовали быстрому развитию стандартов управления и раскрытия ESG-информации.

Таким образом, именно корпоративные скандалы исторически становились главным двигателем развития стандартов корпоративного управления во всем мире.

Краткий обзор скандалов

Saparo (1984) – Saparo, сталелитейная и инженерная компания, осуществила поглощение британской публичной компании Fidelity, производителя электротехнического оборудования. Поглощение последовало за серией предупреждений о снижении прибыли и падением цены акций более чем наполовину. Однако положение Fidelity оказалось значительно хуже, чем предполагалось и чем отражалось в отчетности. Saparo подала в суд на аудитора за нарушение обязанности проявлять должную осмотрительность.

Polly Peck (1990/91) – Текстильная и торговая компания, стремительно выросшая в 1980-е годы и вошедшая в индекс FTSE 100 в 1989 году. Позже выяснилось, что значительная часть заявленной прибыли возникала из-за высокой инфляции и процентных ставок в Турецком Кипре, где велась большая часть операций. Генеральный директор Асил Надир бежал в Северный Кипр в 1993 году, вернулся в 2010 году и в 2012 году был признан виновным по десяти эпизодам хищения.

Maxwell/Mirror Group (1991) – После гибели медиамагната Роберта Максвелла в Атлантическом океане выяснилось крайне слабое

финансовое положение его компаний. Было раскрыто мошенническое использование средств пенсионного фонда Mirror Group Newspapers. В 1992 году компании обанкротились.

BCCI (1991) – Один из крупнейших частных банков мира, структура которого была намеренно запутанной (Люксембург, Каймановы острова, Женева, Кувейт). Банк обходил регуляторные ограничения, в том числе тайно приобрёл американский банк через посредников. В 1991 году регуляторы закрыли BCCI, выявив отмывание денег, финансирование преступных структур и крайне рискованное кредитование.

Enron (2001) – Американская энергетическая компания использовала внебалансовые структуры и агрессивные методы учета, создавая иллюзию высокой прибыльности. Финансовому директору разрешили обходить кодекс поведения компании. Крах Enron привел к распаду аудитора Arthur Andersen после уничтожения документов, связанных с расследованием SEC.

HIH (2001) – Австралийская страховая компания обанкротилась, не раскрыв масштабы убытков. Из-за агрессивного роста и недостаточных резервов дефицит активов достигал 5,3 млрд австралийских долларов.

Tyco International (2002) – После убыточных сделок возникли обвинения против CEO Денниса Козловски и CFO Марка Шварца. Их судили за незаконные выплаты в размере 150 млн долларов, хотя предполагаемый объём хищений превышал 500 млн долларов.

WorldCom (2002) – Компания скрывала падение роста, капитализируя текущие расходы и завышая прибыль на 3,8 млрд долларов. Впоследствии было установлено завышение активов на 11 млрд долларов.

Ahold (2002/03) – Нидерландская торговая сеть скрывала ухудшение показателей через сомнительный учет совместных предприятий, скрытые расходы и манипуляции с бонусами поставщиков.

Parmalat (2002/03) – Итальянская молочная компания скрывала убытки через двойное выставление счетов и фиктивные доходы. Более 4 млрд евро денежных средств на балансе оказались несуществующими.

Satyam (2009) – Основатель индийской IT-компании признался в фальсификации отчетности в течение пяти лет. Аудитор PwC был впоследствии временно отстранён от аудита публичных компаний Индии.

Olympus (2011/12) – Японская компания скрывала убытки через завышенные суммы приобретений. Новый CEO Майкл Вудфорд стал информатором, после чего мошенничество было раскрыто.

Volkswagen (2015) – Компания использовала программное обеспечение («defeat devices») для обхода тестов выбросов в США. Скандал также выявил проблемы управления и чрезмерную концентрацию контроля у ключевых акционеров.

Carillion (2018) – Британская компания-аутсорсер обанкротилась из-за кассового кризиса. При долгах более 1,3 млрд фунтов и пенсионном дефиците 800 млн фунтов компания не выдержала финансового давления.

Wirecard (2020) – Немецкая финтех-компания рухнула после подтверждения исчезновения 1,9 млрд евро. Выяснилось, что значительная часть бизнеса была фиктивной, а основные операции в Европе малоприбыльными.

5.3. Взаимодействие с акционерами и согласование интересов миноритарных акционеров

Взаимодействие с акционерами – это активный диалог между компаниями и их инвесторами, в ходе которого последние ясно выражают свои позиции по проблемным вопросам (часто включая аспекты ESG). Такое взаимодействие способствует обеспечению подотчетности членов совета директоров за их действия, что со временем должно повышать качество принимаемых ими решений.

Для миноритарных акционеров – к которым институциональные инвесторы почти всегда относятся – ключевым вопросом является защита от возможной эксплуатации со стороны доминирующих или контролирующих акционеров. Во многих случаях защита миноритариев закреплена в корпоративном законодательстве, а также в правилах листинга и иных формальных механизмах. Эти положения часто дополнительно отражаются в кодексах корпоративного управления, однако поскольку речь идет о фундаментальных правах собственности и предотвращении злоупотреблений, в большинстве стран такие гарантии имеют прямую юридическую основу.

Эксплуатация миноритарных акционеров может выражаться в выводе средств из компании способами, выгодными для контролирующих акционеров, но не для остальных владельцев. Именно поэтому к сделкам со связанными сторонами обычно предъявляются повышенные требования по раскрытию информации, а незаинтересованные акционеры получают право их одобрения.

Миноритарные акционеры также не заинтересованы в радикальном изменении компании, в которую они инвестировали, без возможности проголосовать по соответствующему вопросу. Например, в Великобритании применяются так называемые «классовые тесты»:

- если сделка затрагивает более 5% активов, прибыли, стоимости или капитала компании, требуется дополнительное раскрытие информации (сделки класса 2);

- если затрагивается более 25%, необходимо одобрение акционеров на основании подробного обоснования (сделки класса 1).

Еще одной важной областью защиты акционеров являются преимущественные права (*pre-emption rights*). Эти права позволяют инвестору сохранить свою долю участия в компании. В законодательстве многих стран (за исключением, например, США) закреплено, что компания не должна выпускать новые акции, не предоставив существующим акционерам право приобрести их в объеме, достаточном для сохранения прежней доли владения. Поскольку такие права предоставляются акционерам прежде потенциальных внешних инвесторов, они называются преимущественными, а крупное размещение акций часто называется «выпуском прав» (*rights issue*).

Поскольку выпуск прав – процедура достаточно сложная, особенно при небольшом объеме эмиссии, компании часто запрашивают

на годовом общем собрании разрешение на размещение ограниченной доли акций (до 5% или 10%) без соблюдения преимущественного права, то есть без обязательного предложения их существующим акционерам. Инвесторы обычно готовы предоставить такое разрешение, но при наличии определенных защитных механизмов.

Даже если размещение проводится не полностью на преимущественной основе, от компаний обычно ожидается предоставление крупным институциональным инвесторам так называемого «мягкого преимущественного права» (soft pre-emption) – то есть возможности приобрести акции пропорционально их текущей доле, но в менее формализованной и более быстрой процедуре.

Более крупные размещения, особенно по цене ниже рыночной, вызывают больше споров. Одним из особенно непопулярных среди защитников прав миноритариев механизмов являются «общие мандаты» (general mandate) в Гонконге, позволяющие выпуск до 20% акционерного капитала, потенциально со скидкой. Такие операции наносят явный ущерб существующим акционерам.

Еще одна сфера возможной эксплуатации миноритарных акционеров – система акций с разными классами (dual-class shares). Обычно один класс акций предоставляется основателям компании (или ограниченной группе лиц) и дает им множественные голоса по сравнению с акциями, доступными остальным инвесторам. Именно такие акции чаще всего свободно обращаются на фондовом рынке (и нередко используются для вознаграждения сотрудников, особенно в американских технологических компаниях).

В результате менеджмент, который напрямую выигрывает от наличия множественных голосов и зачастую сохраняет контроль, чувствует меньшую подотчетность широкой базе акционеров, с интересами которых он менее согласован.

Акции с двойным классом часто критикуются инвесторами и редко встречаются за пределами США. Однако их распространенность растет на фоне успеха технологических компаний, чьи основатели стремятся сохранить контроль над голосованием.

Совет институциональных инвесторов США (Council for Institutional Investors) занимает относительно взвешенную позицию по этому вопросу, признавая, что двойной класс может быть полезен на раннем этапе развития компании, но настаивая на наличии «положений

о прекращении действия» (sunset clauses), чтобы объединение классов происходило максимум через семь лет. Академические исследования показывают, что по истечении этого срока акции с двойным классом, как правило, начинают оказывать негативное влияние на результаты компании.

Спорным примером стала компания Snap Inc. (материнская компания Snapchat), которая пошла еще дальше и разместила акции вообще без права голоса. Учитывая, что компания практически не предполагала выплату дивидендов, проданные инструменты фактически напоминали скорее варранты, чем полноценные акции.

5.4. Ключевые характеристики

Текущая редакция Кодекса корпоративного управления Великобритании была опубликована в 2018 году. Она включает 18 принципов, сгруппированных по пяти направлениям:

- руководство советом директоров и цель компании;
- разделение обязанностей;
- состав совета, преемственность и оценка деятельности;
- аудит, риски и внутренний контроль;
- вознаграждение.

Эти направления во многом совпадают с темами кодексов корпоративного управления в большинстве стран мира, как и (в целом) ожидания и обязанности трёх основных комитетов совета директоров, которые существуют почти во всех крупных компаниях:

- комитет по аудиту (иногда – комитет по аудиту и рискам);
- комитет по назначениям (иногда – комитет по корпоративному управлению или их сочетание);
- комитет по вознаграждениям (в США – компенсационный комитет; некоторые компании теперь отражают в его названии также ответственность перед сотрудниками).

Ожидается, что комитеты по аудиту и вознаграждениям будут состоять исключительно из независимых неисполнительных директоров, а в комитете по назначениям такие директора должны составлять большинство (председатель совета не должен возглавлять этот комитет в период поиска своего преемника).

Некоторые компании создают дополнительные комитеты совета – либо для решения отдельных вопросов, либо на постоянной основе, – однако при этом они должны разумно подходить к вопросу их состава. Например, большинство компаний финансового сектора теперь имеют отдельный комитет по рискам, который, как правило, также состоит из независимых неисполнительных директоров. Если отдельного комитета по рискам нет, контроль за рисками обычно входит в сферу ответственности комитета по аудиту.

Кодекс также определяет требования к раскрытию информации, направленные на обеспечение прозрачности работы совета директоров и демонстрацию его эффективности перед акционерами.

Одновременно с новым Кодексом было опубликовано Руководство по эффективности работы совета директоров (Guide to Board Effectiveness). Оно построено по той же структуре и тем же пяти направлениям, что и сам Кодекс. Руководство не только содержит разъяснения, но и предлагает вопросы, которые помогают членам совета оценить, насколько эффективно они исполняют свои обязанности. Кроме того, в нём приводятся вопросы, которые члены совета могут задавать менеджменту для лучшего понимания корпоративной культуры.

Почти половина основного текста данного Руководства посвящена первой теме – руководству советом директоров и цели компании. По сути, речь идёт о корпоративной культуре, стратегии и поддержании надлежащих отношений с ключевыми заинтересованными сторонами.

Хотя это британский документ, прямо предназначенный для помощи советам директоров, затронутые в нём темы полезны и для инвесторов при оценке эффективности корпоративного управления по всему миру.

Структура совета директоров, разнообразие, эффективность и независимость

Поскольку корпоративное управление в своей основе связано с людьми, ключом к его эффективному осуществлению является наличие в составе совета директоров правильных людей с соответствующими

щими навыками и опытом, а также формирование такой культуры работы совета, которая позволяет каждому его члену эффективно участвовать в обсуждениях. Это легко сформулировать, но трудно реализовать на практике.

Советы директоров стремятся обеспечить наличие множества компетенций – зачастую их больше, чем количество отдельных директоров. Если какой-либо вопрос имеет высокую значимость для бизнеса, обычно ожидается, что знания по нему будут иметь как минимум несколько человек. Это связано с тем, что совет редко чувствует себя комфортно, полагаясь на единственную точку зрения, тем более что один человек не всегда может быть доступен.

Необходимо идти на компромиссы и планировать будущее, готовясь к ожидаемым изменениям в составе совета, а также быть готовыми к непредвиденным обстоятельствам (например, смерти или конфликтам интересов). Разумеется, совет может привлекать специализированные знания через экспертов, приглашённых для выступлений на заседаниях или предоставляющих консультации иным образом. Важно определить, какие навыки и опыт должны постоянно присутствовать в составе совета, а какие целесообразнее получать на нерегулярной основе через независимых консультантов.

Помимо обучения директоров, советам необходимо учитывать потребность в обновлении состава, поскольку навыки имеют «срок полураспада» и со временем теряют актуальность. Потребности совета также меняются по мере эволюции стратегии компании, поэтому важно регулярно обновлять матрицу компетенций. Вопросы срока полномочий директоров и их независимости рассматриваются ниже.

Для успешной работы совета требуется множество видов разнообразия, однако наиболее важным является разнообразие мышления. К другим видам относятся гендерное, расовое, возрастное, культурное, национальное разнообразие, а также разнообразие опыта – все они часто способствуют формированию разнообразия взглядов. Цель заключается в предотвращении «группового мышления» в совете, которое может привести к отсутствию критического анализа и обсуждения.

Хотя концепция разнообразия мышления признаётся широко, большинство инициатив сосредоточены на видимых аспектах – гендере и расе. В ряде стран введены квоты для женщин-директоров (в частности, в Норвегии, которая первой внедрила такой подход, и во

Франции), и большинство рынков движутся к ожиданию, что не менее 30% директоров публичных компаний должны составлять женщины. Вопрос расового разнообразия активно обсуждается в США уже несколько лет, а британский обзор Parker Review 2017 года призвал обеспечить наличие как минимум одного директора небелой расы в составе каждого совета публичной компании к 2021 году. Однако эта цель, по всей видимости, не будет достигнута, поскольку оценка 2020 года показала, что 60% компаний её не выполнили. Новый импульс этим инициативам придало движение Black Lives Matter в 2020 году, что может привести к дальнейшим изменениям.

Председателю совета важно эффективно раскрывать потенциал каждого его члена. Это менее заметно для внешних наблюдателей, но является ключевым элементом эффективности совета. Инвесторы могут получить представление о стиле работы председателя через прямой диалог с ним и другими членами совета, однако наиболее очевидным индикатором обычно является общее качество состава совета. Сильные директора, как правило, не присоединяются к советам, где они не могут эффективно участвовать в работе, либо быстро покидают их.

К сожалению, для инвесторов с широко диверсифицированным портфелем это означает, что слабые советы часто остаются слабыми, и улучшить их без масштабных изменений сложно.

Оценка работы совета (иногда называемая оценкой эффективности или самооценкой) требуется многими кодексами корпоративного управления и может способствовать повышению эффективности, выявляя проблемы. Однако некоторые инвесторы относятся к таким оценкам скептически, поскольку слабые советы и председатели могут сравнительно легко ограничить их влияние, и это не всегда заметно для инвесторов. Трудно оценить, была ли процедура действительно эффективной – хотя вероятность успеха выше, если оценка проводится внешним независимым фасилитатором, а не исключительно внутренними силами.

В некоторых странах требуется раскрывать как процесс проведения оценки совета, так и её результаты, что помогает инвесторам лучше понять ситуацию в компании.

Раскрытие информации в годовом отчёте ВНР о навыках и разнообразии совета директоров

Навыки и опыт

Общее количество директоров: 11

Горнодобывающая отрасль (3)

Старший руководитель, который обладает:

- глубоким операционным или техническим опытом в горнодобывающей отрасли в крупной компании, работающей в нескольких странах;*
- успешным опытом оптимизации и управления портфелем крупных, глобальных, сложных производственных активов, обеспечивающих стабильные и устойчивые высокие показатели эффективности (по затратам, доходности и объёму производства);*
- успешным руководством геологоразведочными проектами с доказанными результатами;*
- реализацией крупных капитальных проектов, показавших успешные результаты с точки зрения эффективности и доходности;*
- подтверждёнными результатами в области охраны труда, техники безопасности и охраны окружающей среды.*

Нефть и газ (2)

Старший руководитель, который обладает:

- глубоким техническим и операционным опытом в нефтегазовой отрасли в крупной компании, работающей в нескольких странах;*
- успешным руководством производственными операциями, обеспечивающими стабильные и устойчивые высокие показатели эффективности (по затратам, доходности и объёму добычи);*
- успешным руководством геологоразведочными проектами с доказанными результатами;*
- реализацией крупных капитальных проектов, показавших успешные результаты с точки зрения эффективности и доходности;*
- подтверждёнными результатами в области охраны труда, техники безопасности и охраны окружающей среды.*

Глобальный опыт (7)

Опыт работы в различных регионах мира на протяжении длительного времени, включая глубокое понимание глобальных рынков, а также макрополитической и экономической среды.

Стратегия (9)

Опыт разработки и реализации общеорганизационной стратегии в отраслях с длительными производственными циклами, а также разработки и реализации стратегий трансформации бизнеса.

Риски (11)

Опыт и глубокое понимание системных рисков, мониторинга систем управления рисками и механизмов контроля, а также способность выявлять ключевые возникающие и существующие риски для организации.

Экспертиза в цепочке создания стоимости сырьевых товаров (6)

Комплексный опыт по всей цепочке создания стоимости (value chain) или товарной цепочке – понимание потребителей, факторов спроса в маркетинге (включая особенности отдельных географических рынков) и других аспектов развития товарной цепочки.

Финансовая экспертиза

Обширный релевантный опыт в сфере финансового регулирования и способность анализировать финансовую отчётность и понимать ключевые финансовые драйверы бизнеса, включая глубокое понимание корпоративных финансов, внутренних финансовых контролей и опыт оценки достаточности систем финансового и риск-контроля.

Экспертиза в области государственной политики (3)

Обширный опыт, непосредственно связанный с вопросами государственной политики и регулирования, включая ESG (в частности, изменение климата), взаимодействие с сообществами, социальную ответственность, трансформационные процессы и экономические вопросы.

Охрана труда, безопасность, экология и взаимодействие с сообществами (7)

Обширный опыт работы со сложными рисками и системами управления в области охраны труда, техники безопасности, экологии и взаимодействия с местными сообществами.

Технологии (2)

Недавний опыт и экспертиза в разработке, выборе и внедрении передовых и трансформирующих бизнес технологий и инноваций, а также в реагировании на цифровые изменения и вызовы.

Распределение капитала и эффективность затрат (7)

Обширный прямой опыт, полученный на уровне старшего руководителя, в обеспечении дисциплины распределения капитала, повышении эффективности затрат и управлении денежными потоками, с подтверждёнными долгосрочными результатами.

Независимость совета директоров также является ключевым вопросом.

Цель состоит в том, чтобы сформировать совет, независимый от управленческой команды и обладающий независимостью мышления, чтобы он мог эффективно оспаривать решения руководства, а также ранее принятые в компании решения (включая предыдущие решения самого совета).

Деловая этика

Компания обязана соблюдать законы своей страны регистрации (официально называемой страной инкорпорации), а транснациональная группа должна действовать в соответствии с законодательством каждой страны, в которой она осуществляет деятельность. В некоторых аспектах, таких как взяточничество и коррупция, многие юрисдикции применяют экстерриториальные нормы, что означает, что компания может быть признана виновной в правонарушении независимо от того, в какой точке мира произошло коррупционное действие. Например, Закон США о борьбе с коррупцией за рубежом (Foreign Corrupt Practices Act) и Закон Великобритании о борьбе со взяточничеством

(UK Bribery Act) имеют экстерриториальное действие; при этом британский закон прямо требует от компаний наличия процедур, предотвращающих совершение взяточничества агентами или другими лицами от их имени.

Многие компании, особенно базирующиеся в странах с формализованной правовой системой, склонны считать, что соблюдения закона достаточно. Однако многие инвесторы ожидают большего, и компании, стремящиеся быть ответственными участниками мировой экономики и привлекать капитал на публичных рынках, вероятно, должны идти дальше формального соблюдения законодательства.

Компаниям необходимо вести деятельность с учетом принципов деловой этики и более широкой ответственности перед заинтересованными сторонами и обществом. Это повышает их шансы на долгосрочное процветание, поскольку невыполнение этических обязательств может привести к ухудшению отношений с одной или несколькими ключевыми группами стейкхолдеров. В крайних случаях этический провал может привести к утрате лицензии на осуществление деятельности на конкретном рынке или даже к утрате возможности функционировать как бизнес в целом.

Этичный подход к ведению бизнеса включает в себя следующие аспекты:

- формирование корпоративной культуры и установление ожидаемых стандартов поведения для всех сотрудников, нетерпимость к ненадлежащему поведению;
-
- справедливое отношение к работникам, поддержание высоких стандартов в области охраны труда и техники безопасности, соблюдение прав человека и предотвращение современных форм рабства;
- предоставление ценности клиентам и недопущение дискриминационного или иного эксплуататорского поведения, включая отказ от сговора с конкурентами или других антиконкурентных практик;
- предотвращение взяточничества, коррупции и мошенничества;
- своевременные и справедливые расчеты с поставщиками, отказ от злоупотребления доминирующим положением при переговорах;
- выстраивание надлежащих отношений с местными сообществами вблизи производственных объектов и готовность к диалогу по ключевым вопросам;

- честный подход к регуляторной и политической лоббистской деятельности (включая недопущение противоречий между лоббированием и публично заявленной позицией компании) и отказ от стремления к недобросовестным преимуществам;

- стремление уплачивать справедливый и надлежащий уровень налогов, соблюдение налогового законодательства и признание того, что уклонение от налогов (tax avoidance), а не только незаконное неуплата налогов (tax evasion), может быть неэтичным;

- осознание того, что репутация компании – ценный актив, который может быть подорван неэтичным или ненадлежащим поведением бизнеса или его сотрудников.

Как правило, надзор за вопросами деловой этики поручается аудиторскому комитету в рамках его более широкой ответственности за управление рисками, однако различные компании могут выстраивать соответствующие механизмы по-разному.

Компания с устойчивым этическим подходом и сильной корпоративной культурой должна иметь надежные процедуры для подачи сообщений о нарушениях (whistleblowing), которые широко доводятся до сведения сотрудников и доступны всем работникам (а возможно, также подрядчикам и поставщикам). Эти процедуры должны позволять любому обеспокоенному лицу сообщать о проблемах представителям соответствующего уровня старшинства и независимости, чтобы возможные нарушения заявленных этических стандартов могли быть своевременно выявлены и при необходимости устранены.

Обычно контроль за такими процедурами осуществляется аудиторским комитетом (иногда комитетом по рискам или иной профильной структурой на уровне совета директоров), чтобы независимые директора могли убедиться в независимости процесса и быть уверенными, что компания соблюдает стандарты, установленные советом.

На практике подход компании к деловой этике, как и ее корпоративная культура, зачастую трудно оценить внешним наблюдателям, поскольку и независимым директорам, и акционерам сложно получить полное и объективное представление о внутренней ситуации.

5.5. Структурные различия

Разделение между наблюдательным советом и правлением (исполнительным органом) отражает одно из фундаментальных структурных различий в корпоративном управлении в мире – между так называемой двухуровневой системой совета директоров, характерной, например, для Германии, Нидерландов, стран Скандинавии и Китая, и одноуровневой (или унитарной) системой, более типичной для Великобритании, США, Японии, Франции и большинства других стран мира.

Однако это структурное различие включает и другие особенности, поскольку существует несколько форм одноуровневой модели:

- В США и Франции в совет директоров входит один исполнительный директор, который часто совмещает должности председателя совета и генерального директора (хотя эта давняя традиция объединения двух совершенно разных ролей постепенно уходит в прошлое в США – сегодня около половины компаний из индекса S&P 500 имеют независимого председателя совета). В Австралии генеральный директор обычно является единственным исполнительным директором в составе совета (и, как правило, не занимает должность председателя), при этом его кандидатура обычно не выносится на голосование акционеров.

- В Японии, как правило, действует одноуровневый совет директоров, в котором доминируют исполнительные директора, а число неисполнительных директоров невелико (и они не обязательно являются независимыми).

- В большинстве других стран одноуровневые советы включают нескольких исполнительных директоров и большинство неисполнительных (причём большинство из них – независимые), один из которых выполняет функции председателя.

В отличие от этого, наблюдательные советы в целом формируются схожим образом: все их члены являются неисполнительными. Однако в некоторых случаях они не являются независимыми, поскольку в их состав могут входить прямые представители крупных акционеров или представители работников, а иногда председателем наблюдательного совета становится бывший генеральный директор компании (хотя эта прежняя практика постепенно уходит в прошлое).

Ни одна модель корпоративного управления не является однозначно лучшей по сравнению с другими. Они сформировались под влиянием правовых традиций и культур соответствующих стран. Лучшие практики были определены и включены в международные инициативы, такие как Принципы ICGN и Принципы Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

В том же духе инвесторы часто ожидают, что компании будут придерживаться международных лучших практик и выходить за рамки локальных стандартов, закреплённых в национальных кодексах. «Справочник по корпоративному управлению» ОЭСР (OECD Corporate Governance Factbook) является хорошим источником подробной информации о структурах и подходах к корпоративному управлению в 49 юрисдикциях.

Очевидно, что приведённый далее краткий обзор охватывает значительно меньшее число стран и подчёркивает особенности систем корпоративного управления лишь в нескольких ведущих рынках.

Корпоративное управление в Австралии

В Австралии действует одноуровневая структура совета директоров с единственным исполнительным директором (часто называемым управляющим директором вместо или наряду с CEO). Этот человек, как правило, не подлежит избранию акционерами, которые ежегодно голосуют за назначение неисполнительных директоров.

Советы директоров также сравнительно невелики по сравнению с публичными компаниями в большинстве других крупных рынков – обычно в них шесть или семь директоров. Хотя некоторые компании перешли к ежегодному переизбранию всех директоров (за исключением CEO), многие по-прежнему проходят переизбрание только раз в три года.

Австралийская прямолинейность в формулировке принципа «соблюдай или объясняй» – «если нет, то почему нет?» – иногда отражается в достаточно конфронтационных отношениях между компаниями и их акционерами.

Австралия была одной из первых стран, сделавших обязательными пенсионные накопления (superannuation), а также увеличивших их до существенного уровня, поэтому «super funds» (пенсионные

фонды) сегодня обладают значительным влиянием. Они всё активнее используют своё влияние и нередко выступают с согласованной позицией через специализированные организации, в частности через Australian Council of Superannuation Investors (ACSI).

Инвесторы оказывают серьёзное влияние на австралийские компании, что продемонстрировал пример горнодобывающей компании Rio Tinto в 2020 году. Генеральный директор и два других высокопоставленных руководителя были отправлены в отставку после общественного возмущения, вызванного разрушением компанией объекта Джуукан-Гордж (пещер, свидетельствующих о непрерывном проживании людей на протяжении 46 000 лет и считавшихся священными для народа Puutu Kuntũ Kuurama и Pinikura) с целью разработки месторождения железной руды. Несмотря на наличие у компании официальной лицензии на такие действия, общественное возмущение и обеспокоенность, выраженные политиками и инвесторами, сделали невозможным отсутствие ответных мер со стороны компании.

Акционерные резолюции в Австралии встречаются относительно часто – чаще они подаются только в США. Это частично объясняется гибкой интерпретацией законодательства, а также силой и организованностью акционеров. Это проявляется, например, при назначении директоров: нормы права и регулирования трактуются таким образом, что для выдвижения кандидата требуется лишь минимальный пакет акций при условии соблюдения установленного срока уведомления.

Хотя пороги для внесения других акционерных резолюций выше – 5% выпущенного капитала или 100 акционеров, – активистам, использующим социальные сети, особенно легко собрать необходимое число акционеров.

Корпоративное управление во Франции

Хотя во Франции предусмотрена возможность создания двухуровневых советов директоров, подавляющее большинство французских советов являются одноуровневыми и возглавляются лицом, совмещающим должности председателя совета и генерального директора (CEO), которого по-прежнему иногда называют *Président Directeur Général* (PDG).

Стандарты требуют, чтобы 40% директоров были женщинами, а примерно треть состава совета представляли сотрудники компании, что обеспечивает чёткое присутствие голоса заинтересованных сторон в зале заседаний совета. Французское законодательство особенно строго относится к конфликтам интересов, и акционерам предлагается голосовать по сделкам со связанными сторонами (часто по нескольким резолюциям в течение одного года), даже если их стоимость относительно невелика.

Помимо этого, два аспекта французского корпоративного управления особенно необычны и заслуживают отдельного рассмотрения:

- требование о совместном аудите;
- существование двойных голосующих прав для некоторых акционеров.

Что касается аудита, Франция – единственный крупный рынок, где требуется, чтобы финансовую отчётность проверяли две аудиторские фирмы, а не одна, как это обычно происходит. Как правило, это одна из компаний «Большой четвёрки» (Deloitte, EY, KPMG и PricewaterhouseCoopers (PwC)) и одна фирма следующего уровня. Некоторые считают такую систему спорной, полагая, что проблемы могут «провалиться между» двумя аудиторами. Однако сторонники этого подхода утверждают, что вероятность пропуска существенных вопросов ниже, поскольку больше специалистов анализируют ключевые риски.

Дублирование работы (и затрат) минимизируется тем, что обе аудиторские фирмы совместно проверяют только головную компанию и консолидированную отчётность. Аудит остальных подразделений бизнеса распределяется между ними (обычно меньшая фирма проверяет менее половины). Ротация аудиторских фирм осуществляется поочередно, что обеспечивает преемственность при обязательной смене аудитора.

В соответствии с так называемым Законом Флоранжа 2014 года (названным в честь металлургического завода на севере Франции, закрытие которого стало символом риска дальнейшего промышленного спада), если только две трети акционеров не проголосуют против, французские компании обязаны предоставлять двойные голосующие права долгосрочным акционерам – тем, кто владеет акциями определённым образом не менее двух лет.

Структура этого требования такова, что немногие институциональные инвесторы (особенно за пределами Франции) соответствуют критериям. Даже долгосрочный пенсионный фонд или страховая компания могут столкнуться с тем, что непрерывность владения будет считаться нарушенной из-за обычных практик – например, смены депозитария, управляющей компании или участия в программе заимствования акций. Таким образом, на практике двойные голосующие права воспринимаются как механизм закрепления контроля менеджмента или крупных акционеров и ограничения влияния миноритариев.

Спорный характер Закона Флоранжа и его долгосрочные последствия иллюстрируются двумя примерами.

Первый – компания Renault. Французское государство владело 15% акций и не смогло убедить руководство компании и её партнёра по бизнесу Nissan не предлагать отказ от применения закона на общем собрании акционеров 2015 года. Непосредственно перед собранием государство приобрело дополнительно почти 5% акций, чего оказалось достаточно, чтобы заблокировать отказ от действия закона. В результате государство получило двойные голосующие права по своему пакету акций, после чего вскоре сократило долю обратно до 15%. Впоследствии этот шаг (согласованный тогдашним министром экономики Эммануэлем Макроном) рассматривается как один из моментов, с которых началось ухудшение партнёрских отношений между Renault и Nissan.

Второй пример – медиаконгломерат Vivendi. Бизнесмен Венсан Боллоре фактически закрепил контроль над компанией в 2015 году, когда ему удалось заблокировать резолюцию об отказе от применения Закона Флоранжа. На тот момент его доля в Vivendi составляла чуть менее 15%. Хотя большинство акционеров поддержали отказ, не удалось набрать требуемые две трети голосов. В результате вскоре его доля дала ему около 20% голосов (а затем и больше), чего оказалось достаточно для установления фактического полного контроля над компанией и радикального изменения её стратегии.

Корпоративное управление в Германии

Двухуровневая структура совета директоров в Германии отделяет акционеров от операционной деятельности компании и от непосредственного контроля над менеджментом. Акционеры назначают половину членов наблюдательного совета, а другая половина назначается из числа работников компании. Все члены наблюдательного совета обязаны действовать в наилучших интересах корпорации.

Такое участие работников в работе совета называется соуправлением (co-determination) и теоретически позволяет советам принимать более долгосрочные решения и получать поддержку персонала даже по сложным вопросам. Безусловно, за последние 70 лет немецкий бизнес был весьма успешным, и было создано множество компаний мирового уровня. Однако по неофициальным данным, нередко проводятся заседания наблюдательного совета без присутствия представителей работников, где и обсуждаются ключевые вопросы, тогда как полные заседания носят более формальный характер.

Поскольку акционеры голосуют за назначение половины членов наблюдательного совета, который, в свою очередь, отвечает за назначение правления (management board), наблюдательный совет подотчётен именно акционерам, а не правлению. Ощущение дистанции между правлением и акционерами усиливается системой соуправления, которая позволяет менеджменту чувствовать себя как минимум столь же подотчётным заинтересованным сторонам (stakeholders), как и акционерам.

Символом отдалённости акционеров от принятия решений является ситуация с вознаграждением руководства: Немецкий кодекс корпоративного управления (Kodex) предусматривает, что акционеры голосуют по структуре вознаграждения менеджмента лишь в консультативном порядке, тогда как окончательное решение принимает наблюдательный совет.

Независимость мышления в наблюдательном совете была усилена отказом от прежней практики, когда уходящий руководитель становился председателем наблюдательного совета. В целях повышения независимости немецкое законодательство (п. 100 (2) Закона об акционерных обществах – Aktiengesetz) теперь предусматривает двухлетний «период охлаждения» между уходом из правления и вступлением

в наблюдательный совет, если только кандидат не был избран после выдвижения его 25% акционеров.

Кодекс подтверждает, что такие лица не должны считаться независимыми, и что в составе наблюдательного совета не должно быть более двух бывших членов правления.

Предполагается, что стратегия компании разрабатывается совместно наблюдательным советом и правлением, хотя инициатива обычно исходит от правления. Основная роль наблюдательного совета – осуществлять контроль над правлением. При этом все крупные сделки (согласно Кодексу, это «решения или меры, которые существенно изменяют чистые активы, финансовое положение или результаты деятельности компании») требуют одобрения наблюдательного совета.

Таким образом, структура наблюдательного совета удерживает акционеров на одну ступень дальше от непосредственного контроля над менеджментом.

Корпоративное управление в Италии

В Италии действует одноуровневая структура совета директоров, как правило, с одним исполнительным директором и независимым председателем. Особенность системы корпоративного управления страны связана с её историей: в большинстве компаний контроль традиционно сосредоточен у одного акционера или группы акционеров (часто это государство – на национальном или региональном уровне, семья-основатель или, в некоторых случаях, крупные финансовые институты страны).

Доминирование таких групп означало, что выдвижение и избрание совета директоров полностью находилось под их контролем, в результате чего миноритарные акционеры могли чувствовать себя непредставленными и сталкиваться с полностью зависимыми советами директоров.

Чтобы гарантировать представительство интересов миноритарных акционеров, была разработана система *voto di lista* («голосование по спискам»): определённая часть мест в совете (обычно около 30%) резервируется исключительно для представителей миноритариев.

Акционеры, владеющие минимальной долей (обычно 1%), могут выдвигать список (группу) кандидатов в директора; как правило, предлагается несколько списков.

Список, набравший наибольшее количество голосов, считается основным, и председатель назначается из него.

Список, занявший второе место, признаётся «миноритарным» и получает места, зарезервированные для представителей миноритарных инвесторов.

Итальянская ассоциация инвесторов Assogestioni ежегодно организует формирование миноритарных списков для выборов в советы директоров.

Проблемы могут возникать в компаниях с широкой институциональной базой инвесторов и относительно небольшой долей «контролирующего» акционера: существует вероятность, что список, предназначенный как «миноритарный», получит больше голосов, чем основной. В таких случаях прокси-консультанты (агентства по голосованию) могут рекомендовать своим клиентам поддержать список, предназначенный быть доминирующим, чтобы именно он сформировал председателя и большинство мест в совете. В обычных условиях они, напротив, рекомендуют поддерживать миноритарный список Assogestioni, чтобы обеспечить присутствие независимых директоров.

Ещё одна особенность итальянской системы – выборы статутных аудиторов. Это не внешние аудиторы, проверяющие финансовую отчётность, а лица, обладающие юридической функцией подтверждения законности определённых действий совета директоров. Обычно среди трёх–пяти кандидатов один является юристом, а другой – бывшим аудитором финансовой отчётности.

Они также назначаются по системе *voto di lista* и служат дополнительным механизмом защиты прав миноритарных акционеров.

И советы директоров, и статутные аудиторы избираются на многолетний срок (обычно пять лет) и не подлежат переизбранию в течение этого периода. Хотя такая система обеспечивает чёткий горизонт планирования, в последний год мандата могут возникать сложности, поскольку совет может избегать принятия решений, которые могли бы чрезмерно ограничить его преемников. Формально нет препятствий для повторного назначения того же состава совета, однако на практике это происходит реже, чем можно было бы ожидать.

Корпоративное управление в Японии

Во многих японских компаниях (а также в Тайване и Южной Корее) существует институт статутных аудиторов, действующих наряду с независимой аудиторской фирмой, проверяющей финансовую отчётность.

Обычно это небольшое нечётное число лиц (чаще всего три или пять), которые избираются акционерами индивидуально, как правило, на трёхлетний срок с ротацией. Формально они считаются независимыми, однако на практике их независимость может вызывать сомнения, поскольку многие из них представляют семейные компании или банки-кредиторы, тесно связанные с крупными корпорациями.

В определённой степени статутные аудиторы выполняли функцию независимого контроля, сходную с ролью независимых неисполнительных директоров, однако их возможности были ограничены узким мандатом и, зачастую, недостаточной независимостью.

После реформ корпоративного управления, инициированных в рамках «третьей стрелы» программы Abenomics (экономических реформ при премьер-министре Синдзо Абэ), всё больше японских компаний отказываются от модели со статутными аудиторами и переходят к структуре «совета с комитетами», более привычной для других стран и предполагающей наличие неисполнительных директоров.

Этот переход оказался непростым, поскольку в Японии исторически не существовало устойчивой традиции неисполнительных директоров. Культура пожизненной службы в одной компании и сильная конкуренция внутри отраслей затрудняли формирование независимого пула специалистов, готовых участвовать в работе советов разных компаний.

Японский Кодекс корпоративного управления, впервые введённый в 2015 году и пересмотренный в 2018 году, акцентирует внимание прежде всего на независимости неисполнительных директоров, а не на той ценности, которую они могут принести благодаря своему опыту и взглядам. Сосредоточенность исключительно на критерии независимости привела к назначению некоторых лиц, чья практическая ценность для совета могла быть сомнительной, однако со временем понимание роли неисполнительных директоров постепенно развивается.

На момент написания текста ведётся работа по дальнейшему обновлению Кодекса, и ожидается введение требования о том, чтобы не менее 30% членов совета директоров составляли женщины.

Хотя конгломераты дзайбацу, доминировавшие в японской экономике на протяжении десятилетий, были официально распущены после 1945 года, культура семейных групп компаний, связанных перекрёстным владением акциями, сохранилась. Считалось, что такие перекрёстные владения препятствуют свежему стратегическому мышлению и инновациям.

Поэтому Японский кодекс корпоративного управления содержит положения, направленные на сокращение перекрёстных владений (в частности, принцип 1.4 требует раскрытия политики по их постепенному уменьшению).

Ещё одно ключевое направление Кодекса – усиление независимости советов директоров: требуется наличие как минимум одного независимого неисполнительного директора в каждой компании, даже если продолжает применяться модель со статутными аудиторами.

Корпоративное управление в Нидерландах

Оспариваемое предложение о поглощении голландской химической компании AkzoNobel со стороны американского конкурента PPG в 2017 году привлекло пристальное внимание к системе корпоративного управления в Нидерландах. В большинстве стран подобное предложение – особенно после пересмотра условий, предложенных PPG после отклонения первоначального и второго предложений, а также при наличии значительной поддержки со стороны крупных акционеров – привело бы к активным переговорам. Однако AkzoNobel так и не вступила в переговорный процесс.

Вместо этого компания успешно отстаивала позицию, согласно которой совет директоров несёт столь же серьёзные обязанности перед заинтересованными сторонами (в частности, перед сотрудниками), как и перед акционерами. Совет также утверждал, что предложенная акционерам цена является непривлекательной (хотя сами акционеры в значительной степени и зачастую публично выражали несогласие с этим), а гарантии для сотрудников – недостаточными.

AkzoNobel отказалась проводить внеочередное общее собрание акционеров (EGM), предложенное несколькими акционерами, на котором предполагалось рассмотреть вопрос об отстранении председателя наблюдательного совета Энтони Бургманса. В мае 2017 года суд по корпоративным спорам (Enterprise Chamber) поддержал позицию совета директоров в трактовке нидерландской модели корпоративного управления, включая право не вступать в переговоры по сделке, несмотря на поддержку инвесторов, и решение не проводить предложенное внеочередное собрание. Бургманс покинул совет перед ежегодным общим собранием 2018 года.

Фактически судебное решение подтвердило позицию совета по вопросу предложений о поглощении, а компания также получила значительную политическую поддержку – впоследствии были предложены дополнительные механизмы защиты от поглощений для всех нидерландских компаний.

Тем не менее, в определённой степени акционеры в итоге получили большую часть желаемого. Позднее компания продала подразделение по производству специальных химикатов, сосредоточившись на красках и покрытиях, и вернула основную часть вырученных средств акционерам.

Как и в других странах с двухуровневой структурой управления, в Нидерландах акционеры назначают наблюдательный совет, однако при этом остаются на определённой дистанции от непосредственного контроля за деятельностью менеджмента в части стратегии и результатов работы. Случай AkzoNobel показывает, что в нидерландской модели корпоративного управления акционеры не всегда стоят на первом месте, и интересы других стейкхолдеров должны учитываться.

Особенно это проявляется в вопросах поглощений, которые традиционно являются чувствительной темой в стране и остаются таковой даже после демонтажа большинства структур типа Stichting, позволявших удерживать акционеров на расстоянии в случае враждебного поглощения и обеспечивать позиции менеджмента и наблюдательного совета.

Однако случай AkzoNobel также демонстрирует, что вне ситуации поглощения влияние акционеров остаётся значительным: в долго-

срочной перспективе спор привёл к изменениям в составе совета директоров, существенной реструктуризации компании и возврату значительной стоимости акционерам.

Корпоративное управление в США

США выделяются с точки зрения корпоративного управления. После того как Япония ввела собственный Кодекс корпоративного управления, США остаются единственным крупным рынком – и практически единственной страной – не имеющей собственного национального кодекса корпоративного управления. Причина кроется в фундаментальной особенности американской политической системы – взаимоотношениях между федеральным правительством и отдельными штатами.

Корпоративное право относится к компетенции штатов, поэтому федеральный уровень не может устанавливать единый свод правил для регулирования деятельности корпораций. Более того, наличие у каждого штата собственного корпоративного законодательства привело к своеобразной «гонке ко дну» в стандартах регулирования: штаты конкурировали друг с другом за налоговые поступления от зарегистрированных компаний. Эту конкуренцию в итоге выиграл небольшой штат Делавэр, где сейчас зарегистрировано более половины всех публичных корпораций США. Поэтому решения судов штата Делавэр имеют непропорционально большое значение для корпоративной жизни страны.

В отсутствие общенационального кодекса корпоративного управления предпринимались различные попытки сформировать лучшие практики на рыночной основе. Наиболее значимые из них:

1. Commonsense Corporate Governance Principles (Принципы разумного корпоративного управления), впервые опубликованные в июле 2016 года и пересмотренные в октябре 2018 года. Они были разработаны коалицией представителей компаний, включая руководство Berkshire Hathaway, BlackRock, General Electric, General Motors, JPMorgan Chase и Verizon Communications, а также крупнейших американских инвесторов. Эти принципы в основном посвящены внутрен-

ней работе системы корпоративного управления, эффективности совета директоров, подотчётности и согласованию интересов через систему вознаграждения.

2. Corporate Governance Principles for US Listed Companies, разработанные Investor Stewardship Group (ISG) и вступившие в силу в начале 2018 года. Как следует из названия, они были созданы коалицией инвесторов (частично тех же, кто участвовал в создании Commonsense Principles). Эти принципы в большей степени касаются взаимоотношений компаний с акционерами, чем внутреннего устройства управления. ISG также разработала Stewardship Principles – своего рода зеркальные обязанности инвесторов в ответ на обязанности компаний.

3. Corporate Governance Policies Совета институциональных инвесторов (СИ). В них подробно изложена позиция СИ – ведущей организации, представляющей долгосрочных инвесторов в США – по всему спектру вопросов корпоративного управления. Это скорее не свод принципов, а описание вероятной позиции членов СИ по вопросам, выносимым на голосование акционеров или обсуждаемым в рамках публичной политики.

В совокупности первые две инициативы фактически выполняют функцию кодекса корпоративного управления в том виде, в каком он понимается в других странах.

На федеральном уровне в США регулируется не столько корпоративное управление, сколько законодательство о ценных бумагах. Поэтому особое значение имеет Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) и устанавливаемые ею правила. Например, SEC определяет требования к независимости и компетенциям членов аудиторских комитетов компаний, зарегистрированных в США. Эти стандарты были установлены Законом Сарбейнса-Оксли.

В целом США часто закрепляют в законодательстве правила, которые в других странах ранее были сформулированы как принципы. Два примера содержатся в законе Додда-Франка:

1. Обязательное голосование по вопросу вознаграждения руководства – так называемое «say on pay». Согласно закону, такое голосование должно проводиться не реже одного раза в три года, однако ак-

ционерам также предлагается проголосовать за более частую периодичность; большинство институциональных инвесторов поддерживает ежегодное голосование.

2. Право «доступа к прокси» (access to the proxy), позволяющее акционерам, соответствующим определённым критериям, включать своего кандидата в официальный прокси-документ компании, избегая затрат и административной сложности полноценной борьбы за места в совете директоров.

На практике право доступа к прокси используется редко. Однако сочетание этих двух механизмов способствовало позитивной динамике в отношениях между компаниями и акционерами. Всё больше компаний теперь обеспечивают возможность встреч акционеров с независимыми неисполнительными директорами, особенно с независимым председателем совета (при наличии ведущего независимого директора). Ещё несколько лет назад подобный диалог считался бы крайне необычным.

5.6. Влияние корпоративного управления на инвестиционные возможности

Из трёх факторов ESG именно корпоративное управление чаще всего учитывается традиционными инвестиционными аналитиками. Согласно опросу CFA Institute по ESG за 2017 год, 67% респондентов по всему миру принимают во внимание факторы управления в своём анализе и при принятии инвестиционных решений (по сравнению с 64% в 2014 году); это больше, чем доля тех, кто учитывает экологические и социальные факторы (по 54% для каждого). В регионе EMEA 74% аналитиков указали, что принимают во внимание вопросы управления.

Первостепенная роль управления логична. Академические исследования показывают, что из трёх факторов ESG именно управление имеет наиболее чёткую связь с финансовыми результатами. Мета-исследование Friede, Busch и Bassen (2015) по взаимосвязи ESG и финансовой эффективности отмечает, что:

– 62% рассмотренных ими исследований выявили положительную корреляцию между качеством управления и финансовыми результатами компании;

– аналогичная корреляция была выявлена в 58% экологических исследований и в 55% социальных исследований.

Аналогично, в середине 2016 года один британский управляющий активами оценил, что компании с хорошим или улучшающимся корпоративным управлением в среднем опережали компании со слабым или ухудшающимся управлением на 30 базисных пунктов в месяц в течение предыдущих семи лет. Экологические и социальные факторы также демонстрировали способность помогать инвесторам выбирать более успешные компании и избегать менее успешных, однако разброс результатов был примерно вдвое меньше.

Хорошее корпоративное управление является фундаментом эффективности компании – как с точки зрения долгосрочного создания стоимости для акционеров, так и с точки зрения формирования более широкого благосостояния для общества и всех заинтересованных сторон. Если компания обеспечивает качественное управление, с большей вероятностью она будет подходить к экологическим и социальным вопросам с долгосрочной перспективой, избегая значительных рисков или эффективно управляя ими и используя соответствующие возможности.

Сбои в управлении могут быть разрушительными для акционеров и других поставщиков капитала. Описание провалов совета директоров в случае Enron (рыночная капитализация компании снизилась с 60 млрд долларов США в декабре 2000 года до нуля в октябре 2001 года) является показательным. В отчёте специального комитета по расследованию говорится:

«Надзор за операциями со связанными сторонами со стороны совета директоров и руководства Enron оказался несостоятельным по многим причинам. Уже на базовом уровне сама концепция операций такого масштаба с финансовым директором была ошибочной. Совет директоров установил ряд механизмов контроля, однако они были недостаточными и не были должным образом реализованы. Некоторые старшие руководители не обеспечили достаточный надзор и не отреагировали должным образом, когда возникли вопросы, требовавшие решительных действий. Совет возложил на комитет по аудиту и комплаенсу расширенные обязанности по рассмотрению этих операций, однако комитет проводил проверки поверхностно. Совету директоров не предоставлялась важная информация, которая могла бы побудить его

к действиям, но при этом совет также не в полной мере осознавал значение части информации, которая всё же доводилась до его сведения. Внешние аудиторы Enron якобы проверяли систему внутреннего контроля компании, но не выявили и не довели до сведения комитета по аудиту недостатки в её реализации».

Корпоративное управление важно, поскольку неправильный состав совета директоров – либо недостаточное присутствие компетентных людей за столом – снижает вероятность принятия оптимальных решений, что может привести к значительному разрушению стоимости и игнорированию ключевых рисков, включая экологические и социальные. Кроме того, если интересы менеджмента и акционеров не согласованы, возникает риск утраты стоимости и для других заинтересованных сторон.

Таким образом, компании со слабым управлением рискуют уничтожить стоимость или, по крайней мере, создавать её в меньшем объёме, чем могли бы. Эти положения справедливы как для частных, так и для публичных компаний: управление – будь оно хорошим или плохим – не является исключительной прерогативой публичных компаний и предметом заботы только публичных инвесторов в акции.

Корпоративное управление столь же важно и в инвестициях прямых инвестиций (*private equity*), и в инфраструктурных проектах (включая инициативы государственно-частного партнёрства), где стоимость также может быть утрачена. Базовые элементы понимания хорошего управления – подотчётность и согласование интересов, а также осознание того, что управление в своей основе связано с людьми (подбор правильного сочетания навыков, опыта и разнообразия взглядов в совете директоров) – применимы к любой ситуации.

Хотя некоторые утверждают, что в частных инвестициях проблема управления менее остра, поскольку инвесторы напрямую представлены в совете директоров (что также характерно для многих инфраструктурных проектов), это действительно снижает риск искажения информации и недостаточной реакции, но само по себе не устраняет все риски управления. Особенно учитывая высокий уровень заёмного финансирования во многих подобных инвестициях, запас прочности часто невелик, поэтому в случае ошибок крах может быть стремительным и даже более оперативные структуры управления могут не спасти ситуацию.

Как показывают последующие краткие кейсы (о Theranos, Uber и WeWork), риски, связанные с провалами корпоративного управления в частных компаниях, могут быть весьма значительными.

Кейс: Совет директоров Theranos

В 2014 году, примерно в то время, когда компания привлекала средства от частных инвесторов по оценке, которая (по крайней мере временно) позволила ей считаться так называемым «единорогом» (частная компания с оценкой более 1 млрд долларов США), компания, утверждавшая, что революционизирует анализ крови с помощью эксклюзивной технологии, имела следующий состав совета директоров:

- Элизабет Холмс, 30 лет – основатель, генеральный директор и председатель совета*
- Санни Балвани, 48 лет – президент и операционный директор, бывший инженер-программист*
- Райли Бектел, 62 года – председатель совета строительной компании Bechtel Group*
- Уильям Фрист, 62 года – бывший хирург по пересадке сердца и лёгких, впоследствии сенатор США*
- Генри Киссинджер, 90 лет – бывший государственный секретарь США*
- Ричард Ковачевич, 70 лет – бывший CEO Wells Fargo*
- Джеймс Мэттис, 63 года – генерал морской пехоты США в отставке*
- Сэм Нанн, 75 лет – бывший сенатор США, председатель Комитета Сената по вооружённым силам*
- Уильям Перри, 86 лет – бывший министр обороны США*
- Гэри Ругхед, 61 год – адмирал ВМС США в отставке*
- Джордж Шульц, 93 года – бывший государственный секретарь США.*

Таким образом, инновационную технологическую компанию в сфере анализа крови контролировал совет, в котором независимые директора были исключительно мужчинами, в основном с военным или дипломатическим опытом, а не с медицинским или научным образова-

нием. Средний возраст (без учёта исполнительных директоров) составлял 73 года. В совете было больше бывших госсекретарей США в возрасте за 90 лет, чем людей с медицинской подготовкой. Никто из них не имел опыта или даже базовых знаний в области лабораторной диагностики крови.

Степень надзора, которую такой совет мог осуществлять за менеджментом и операционной деятельностью, с самого начала была, вероятно, ограниченной. Его влияние дополнительно ослаблялось структурой акций с двойным классом, при которой основатель владела 99% голосующих прав.

Кроме того, по имеющимся данным, совет собирался нечасто, а посещаемость некоторых директоров была низкой. Это говорит о том, что совет функционировал менее эффективно, чем мог бы. Возможно, это неудивительно. Журналист-расследователь *Wall Street Journal* Джон Каррейру в своей книге *Bad Blood* сообщает, что в 2011 году Элизабет Холмс сказала одному из кандидатов на работу в компании:

«Совет директоров – это просто формальность. Все решения здесь принимаю я».

В итоге все более 700 млн долларов США, инвестированные в бизнес (вместе с его в значительной степени теоретической оценкой в 10 млрд долларов), были потеряны, когда выяснилось, что компания фальсифицировала результаты тестов и вводила инвесторов в заблуждение относительно характера и эффективности своей технологии.

Оглядываясь назад, можно сказать, что совет директоров *Theranos* демонстрировал множество тревожных сигналов («красных флагов»), указывавших на возможные проблемы. Как минимум, состав совета мог быть лучше спроектирован для обеспечения эффективного контроля за высокорискованной технологической компанией на ранней стадии развития с неподтверждённым лидерством.

Предупреждающие сигналы в других компаниях могут быть менее очевидными, но инвесторам всегда необходимо задавать два ключевых вопроса:

Есть ли в совете директоров правильное сочетание навыков и опыта – и достаточно ли их – чтобы эффективно контролировать

следующий этап развития бизнеса? Если существуют очевидные проблемы, инвесторам следует подумать, как их можно восполнить.

Существует ли правильная динамика в работе совета, позволяющая компетентным членам совета высказываться и быть услышанными? Речь идёт о поведенческих аспектах, которые неизбежно труднее выявить извне; тем не менее, часто существуют признаки того, что динамика в совете работает не так эффективно, как могла бы.

Theranos – не единственный «единорог», столкнувшийся с проблемами корпоративного управления, повлиявшими на оценку его стоимости.

Наглядным примером является Uber, компании в сфере транспортных сетей, которая была вынуждена изменить практики корпоративного управления после серии серьёзных скандалов, повлиявших на её рост. Полномочия основателя и генерального директора были перераспределены, привилегированные права голоса скорректированы, а независимость совета директоров усилена.

В 2019 году WeWork была вынуждена отказаться от планируемого первичного публичного размещения акций (IPO), а её оценка резко снизилась по сравнению с предполагаемой капитализацией при размещении. Инвесторы насторожились из-за ряда проблем в корпоративном управлении, включая доминирующее положение основателя и генерального директора Адама Ноймана в принятии решений (которое сохранялось даже после его возможной смерти – его жена должна была получить право выбора преемника), а также сделки со связанными сторонами с участием CEO.

Хотя эти проблемы были частично устранены на поздних этапах подготовки IPO, их оказалось достаточно, чтобы вызвать у инвесторов более широкие сомнения – в том числе ключевые вопросы о бизнес-модели компании и отсутствии чёткого пути к прибыльности. Финансовый консультант в резонансной статье Financial Times о падении компании весьма проникательно охарактеризовал стиль управления Ноймана, отметив:

«Как можно перейти от успеха, достигаемого благодаря тому, что ты никого не слушаешь, к успеху, достигаемому благодаря умению слушать?»

Немногие провалы корпоративного управления столь разрушительны с точки зрения уничтожения стоимости, как в случаях Theranos или WeWork, и немногие советы директоров столь лишены разнообразия и релевантных компетенций, как совет Theranos.

Академическая литература предоставляет убедительные доказательства положительного влияния разнообразия. Исследование Carter, Simpkins и Simpson (2003), охватывающее компании из списка Forbes 1000, выявило статистически значимую положительную связь между присутствием женщин или представителей меньшинств в совете директоров и стоимостью компании, измеряемой показателем Tobin's Q (отношение рыночной стоимости компании к стоимости замещения её активов).

Исследование Bernile, Bhagwat и Yonker (2017) пришло к выводу, что разнообразие в составе совета директоров снижает волатильность доходности акций (что согласуется с тем, что разнообразный опыт служит механизмом контроля), а компании с более разнообразными советами, как правило, принимают более стабильные и последовательные решения, менее подверженные индивидуальным особенностям отдельных руководителей.

Кроме того, хотя разнообразные советы принимают меньше финансовых рисков, «это поведение не распространяется на реальные рискованные инвестиции» – такие советы чаще инвестируют в исследования и разработки (R&D). В целом исследование показывает, что большая неоднородность состава совета директоров в среднем связана с более высокой прибылью и оценкой компании.

Провалы в корпоративном управлении приводят к штрафам, дополнительным обязательствам, судебным разбирательствам и иным издержкам. Доходы также снижаются по мере утраты доверия – клиенты бойкотируют компанию или переходят к конкурентам, а прибыль падает из-за дополнительных расходов на снижение будущих рисков. Все эти факторы негативно влияют на стоимость ценных бумаг.

Анализ корпоративного управления должен быть ключевым элементом практики оценки бизнеса.

Ключевые факты

1. Корпоративное управление – это процесс, посредством которого компания управляется и контролируется. Оно формируется под влиянием национального законодательства и культуры, и сегодня почти во всех странах существует официальный, хотя и необязательный к исполнению, кодекс корпоративного управления, устанавливающий стандарты и ожидания.

2. Однако в рамках этих формальных норм корпоративное управление в конечном итоге сводится к людям и их взаимодействию; им необходима информация и возможность привлекать соответствующих лиц к ответственности за принимаемые решения.

3. Подотчётность выражается в достаточном контроле за деятельностью менеджмента, чтобы руководство поощрялось, стимулировалось и подвергалось конструктивному давлению с целью эффективного обеспечения долгосрочных интересов бизнеса.

4. Наряду с подотчётностью вторым ключевым принципом хорошего корпоративного управления является согласование интересов (alignment). Наиболее явно это проявляется в сфере вознаграждения, где целью является согласование интересов менеджмента с интересами долгосрочных акционеров. Это означает, что создание долгосрочной стоимости бизнеса отражается в вознаграждении отдельных менеджеров.

5. Для достижения этих двух основных целей – подотчётности и согласования интересов – каждый совет директоров должен создать три независимых и эффективных комитета, отвечающих за ключевые направления: назначения, аудит и вознаграждение.

6. Кодексы и рекомендации по корпоративному управлению, а также лежащие в их основе законы, как правило, изменяются в ответ на скандалы в отдельных компаниях. Кодекс Кэдбери в Великобритании стал первым в мире кодексом корпоративного управления и послужил моделью для многих других.

7. Скандалы часто связаны с чрезмерным, агрессивным ростом и завышенными амбициями, в сочетании с чрезмерной самоуверенностью менеджмента и советов директоров, которые недостаточно критически оценивают принимаемые решения.

8. Эффективные советы директоров должны обладать разнообразием навыков и опыта среди своих членов, а также корпоративной культурой в зале заседаний, позволяющей использовать различные точки зрения при рассмотрении ключевых вопросов, стоящих перед компанией. Независимость имеет значение, прежде всего независимость мышления, но также важны знания и профессиональная компетентность.

9. Хорошие советы директоров обеспечивают, чтобы компания действовала этично и надлежащим образом и имела корпоративную культуру, способствующую созданию долгосрочной стоимости в интересах всех заинтересованных сторон.

10. Двухуровневая структура совета директоров характерна для Германии, Нидерландов, Скандинавии и Китая, тогда как одноуровневая структура более типична для США, Великобритании, Японии, Франции и большинства других стран мира. В США и Франции в совете директоров обычно присутствует один исполнительный директор, часто совмещающий должности председателя и генерального директора. В Японии одноуровневые советы директоров в основном состоят из исполнительных директоров и лишь небольшого числа независимых; большинство одноуровневых советов находятся между этими моделями.

11. Аудит предполагает тщательную проверку и подтверждение достоверности финансовой отчётности. Однако он включает лишь ограниченное требование по анализу прочих материалов, публикуемых вместе с финансовой отчётностью, и раскрытию выявленных несоответствий.

12. Новые расширенные отчёты аудиторов предоставляют более ценные сведения о работе аудитора, а также потенциально о качестве системы контроля и отчётности в проверяемой компании.

Вопросы для самопроверки

1. Какие два ключевых аспекта лежат в основе корпоративного управления?

2. Почему роль председателя совета директоров считается критически важной для эффективного корпоративного управления?

3. Какой комитет совета директоров создаётся не во всех компаниях и при каких условиях он формируется?
4. Какой из корпоративных скандалов сыграл существенную роль в формировании первого кодекса корпоративного управления?
5. Какая модель соблюдения принципов, разработанная в рамках Кодекса Кэдбери, до сих пор применяется в Кодексе корпоративного управления Великобритании?
6. Какой элемент вознаграждения руководителей, как правило, включает показатели, основанные на ESG-результатах?
7. Какие факторы считаются основанием для сомнений в независимости отдельного директора?
8. Какие два крупных европейских корпоративных скандала 2003 года привели к пересмотру подходов к корпоративному управлению в Европе?
9. В какой сфере этического корпоративного поведения наиболее вероятно применение экстерриториального законодательства?
10. Какая крупная страна по состоянию на 2020 год не имела национального кодекса корпоративного управления?
11. Каков максимальный срок, в течение которого аудиторская фирма может обслуживать публичную компанию в ЕС?
12. Что входит в число трёх ключевых элементов раскрытия информации в новых расширенных аудиторских отчётах?

Глава 6. ESG-АНАЛИЗ, ОЦЕНКА И ИНТЕГРАЦИЯ

6.1. Зачем инвесторам внедрять ESG?

Существует множество подходов к ESG-анализу, а также широкий спектр инструментов и методов интеграции ESG-факторов. Эти методы охватывают весь инвестиционный процесс – от анализа компаний, оценки активов и принятия портфельных решений до осуществления функций ответственного владения.

Методы ESG-анализа используют разнообразные источники данных – от коммерчески доступных баз данных до результатов первичных аналитических исследований.

В данной главе представлен обзор наиболее распространённых и ключевых методов, приведено обобщение ведущих провайдеров ESG-исследований, а также рассмотрены практические примеры (кейсы) интеграции ESG-факторов в рамках различных инвестиционных стратегий.

Инвестиционная компания может преследовать несколько различных целей и задач при интеграции ESG-факторов в инвестиционный процесс. К ним могут относиться:

- А. Выполнение требований фидуциарной ответственности и/или нормативного регулирования;
- Б. Удовлетворение запросов клиентов и бенефициаров;
- В. Снижение инвестиционных рисков;
- Г. Повышение инвестиционной доходности;
- Д. Расширение набора инструментов и аналитических методов, используемых инвестиционными специалистами;
- Е. Повышение качества взаимодействия с эмитентами и реализации функций ответственного владения;
- Ж. Снижение репутационных рисков как на уровне инвестиционной компании в целом, так и на уровне отдельных инвестиций.

Следует отметить, что приоритеты интеграции ESG могут различаться в зависимости от характера деятельности компании. Некоторые организации являются исключительно управляющими активами, другие – владельцами активов, например, пенсионные фонды. Существуют также структуры со смешанными характеристиками, совмеща-

ющие функции управляющего и владельца активов, как это имеет место в ряде страховых компаний или крупных эндаументов, использующих как внутренних управляющих, так и сторонние управляющие компании.

Выполнение требований фидуциарной ответственности и/или нормативного регулирования; либо удовлетворение запросов клиентов и бенефициаров

Значительная часть инвестиционных специалистов по-прежнему не интегрирует ESG-факторы в инвестиционный процесс. Согласно глобальному опросу CFA Institute по ESG за 2017 год, ESG не интегрировали 24 % инвесторов в акции, 55 % инвесторов в инструменты с фиксированным доходом и от 79 до 92 % инвесторов в альтернативные активы (включая прямые инвестиции, недвижимость, инфраструктуру и хедж-фонды). Более поздние исследования также свидетельствуют о том, что интеграция ESG до сих пор не является повсеместно принятой практикой. Так, в Обзоре ответственного инвестирования Royal Bank of Canada (RBC) за 2020 год отмечено, что 25 % респондентов в целом и 36 % респондентов в США не интегрируют ESG-факторы.

Тем не менее такие инвесторы – либо их клиенты-владельцы активов – могут подпадать под действие определённых национальных регуляторных требований, например, Директивы ЕС о правах акционеров, нормативных актов Министерства труда и пенсий Великобритании (Department for Work and Pensions, DWP) или Кодекса ответственного владения Великобритании. В подобных случаях регуляторы или клиенты могут требовать определённого уровня интеграции ESG, даже если сам инвестор не считает, что интеграция ESG способствует повышению доходности или снижению рисков. В таких ситуациях цель интеграции ESG заключается прежде всего в выполнении минимальных нормативных требований или ожиданий клиентов.

За последние два десятилетия характер дискуссии существенно эволюционировал. Исторически правовые вопросы касались того, соответствуют ли отдельные элементы стратегий исключения (например, исключение табачных компаний) фидуциарным обязанностям, сформулированным на основе принципа «осмотрительного лица». В настоящее время правовые и регуляторные стандарты всё чаще указывают

на то, что отказ от интеграции отдельных аспектов ESG может рассматриваться как несоответствие фидуциарным обязанностям.

В течение последнего десятилетия данные вопросы анализировались в рамках инициативы Программы ООН по окружающей среде в сфере финансов (UNEP FI) совместно с юридической фирмой Freshfields и Принципами ответственного инвестирования ООН (UN PRI). Их анализ, охватывающий различные юрисдикции, показал, что фидуциарные обязанности инвесторов предполагают необходимость:

1. Включать экологические, социальные и управленческие (ESG) факторы в инвестиционный анализ и процесс принятия инвестиционных решений с учётом инвестиционного горизонта;

2. Содействовать повышению стандартов ESG-деятельности компаний и иных организаций, в которые осуществляются инвестиции;

3. Понимать и учитывать предпочтения бенефициаров и вкладчиков в области устойчивого развития, вне зависимости от того, являются ли такие предпочтения финансово существенными.

По состоянию на 2021 год к ключевым обновлениям в области регулирования относятся:

- Директива ЕС о правах акционеров II;
- Кодекс ответственного владения Великобритании;
- разъяснения Министерства труда США (Department of Labor, DoL).

Следует отметить, что в течение последнего десятилетия позиция Министерства труда США неоднократно менялась. Однако независимо от этих изменений общий посыл оставался неизменным: инвесторы обязаны учитывать действующие регуляторные требования, касающиеся интеграции ESG-факторов в инвестиционный процесс.

Снижение инвестиционных рисков и повышение инвестиционной доходности

Многие инвесторы стремятся интегрировать ESG-факторы в инвестиционный процесс с целью более глубокого понимания инвестиционных рисков и их снижения. ESG-анализ позволяет выявлять нефинансовые факторы, которые могут оказывать существенное влияние на

финансовые результаты компаний и стоимость активов в долгосрочной перспективе.

Часть инвесторов также рассматривает интеграцию ESG как инструмент повышения инвестиционной доходности, в том числе за счёт формирования дополнительной альфы. Это может достигаться, например, посредством выявления компаний с устойчивыми бизнес-моделями, более эффективным управлением рисками или недооценённых рынком ESG-характеристик.

Результаты последних опросов показывают, что большинство инвестиционных компаний в первую очередь используют ESG-интеграцию именно для снижения инвестиционных рисков, а не для повышения доходности. Тем не менее существует и группа организаций, которые одновременно рассматривают ESG как механизм управления рисками и как источник потенциального роста инвестиционной доходности (табл. 6.1).

Таблица 6.1. Как и почему инвесторы используют информацию ESG

Ответы на вопрос опроса: Учитываете ли вы ESG-информацию при принятии инвестиционных решений?	Все		Размер активов под управлением			Распределение ESG			Регион		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(12)
		Существенная разница в ответах по сравнению со строками	Большой	Маленький	Разница (3)-(4)	Высокий	Низкий	Разница (6)-(7)	США	Европа	Разница

N=419 Да, по- тому что	82,1 %	2-8	85,9 %	80,3 %		93,2 %	75,0 %	***	75,2 %	84,4 %	*
Инфор- мация ESG су- ще- ственна для эф- фектив- ности инве- стиций	63,1 %	1,7-8	60,3 %	64,5 %		69,3 %	58,3 %	**	55,7 %	64,4 %	
Расту- щий спрос клиен- тов/сте йкхол- деров	33,1 %	1,7-8	54,3 %	22,4 %	***	35,3 %	31,8 %		33,0 %	39,3 %	
... мы счи- таем, что та- кая по- литика эффек- тивна для осу- ществ- ления измене- ний в фирмах	32,6 %	1,7-8	31,9 %	32,9 %		46,0 %	22,4 %	***	25,8 %	40,7 %	**
... это часть нашей strate- гии ин- вести-	32,6 %	1,7-8	43, %	27,2 %	***	38,7 %	28,1 %	**	47,4 %	30,4 %	***

цион-ного про-дукта											
...мы рас-сма-три-ваем это как этиче-скую ответ-ствен-ность	32,6 %	1,7-8	25,0 %	36,4 %	**	41,3 %	26,0 %	***	18,6 %	40,7 %	***
...мы ожи-даем, что это станет реаль-ностью в б бли-жай-шем бу-дущем	31,7 %	1,7-8	31,9 %	31,6 %		34,0 %	30,2 %		29,9 %	37,0 %	
...вы-полне-ние обыч-ных клиент-ских поруче-ний	25,0 %	1-3,5-6,8	37,1 %	18,9 %	***	33,3 %	18,8 %	***	23,7 %	30,4 %	*
Нет, потому что..	17,9 %		14,1 %	19,7 %	***	6,8 %	25,0 %	***	24,8 %	15,6 %	*
...спрос стейк-холде-ров на такую	26,7 %	3-5,6-8	15,8 %	30,4 %		9,1 %	29,7 %	***	21,9 %	24,0 %	

поли- тику от- сут- ствует											
...нас нет до- ступа к надеж- ным не- финан- совым данным	21,3 %	6-7	21,1 %	21,4 %		9,1 %	23,4 %	*	18,8 %	32,0 %	
...ин- форма- ция ESG не имеет сущес- твен- ного значе- ния для эффек- тивно- сти ин- вести- ций	13,3 %	1,7	5,3 %	16,1 %		18,2 %	12,5 %		21,9 %	4,0 %	**
...мы счи- таем, что та- кая по- литика неэф- фек- тивна для сти- мули- рования измене- ний в фирмах	12,0 %	1,7	15,8 %	10,7 %		18,2 %	10,9 %		12,5 %	16,0 %	

...это нарушило бы наши фидуциарные обязательства перед стейкхолдерами	12,0 %	1,7	5,3 %	14,3 %		9,1 %	12,5 %		21,9 %	8,0 %	
...такая информация не является существенной для диверсифицированного инвестиционного портфеля	10,7 %	1-2	5,3 %	12,5 %		9,1 %	10,9 %		6,3 %	16,0 %	
...включение такой информации наносит 47,4% ущерба эффективно-	4,0 %	1-5,8	5,3 %	3,6 %		0,0 %	4,7 %	*	6,3 %	4,0 %	

сти инвести- ций											
З-зна- чение разно- сти (да против нет)	< 0,001	< 0,00 1	< 0,00 1		< 0,00 1	< 0,00 1		< 0,00 1	< 0,00 1		
N=количество респондентов											

Расширение набора аналитических инструментов и методов, а также повышение качества взаимодействия с компаниями и реализации функций ответственного владения

Судя по результатам ESG-опросов, проводимых как академическими исследователями, так и практикующими инвестиционными специалистами, не все инвестиционные компании считают, что интеграция ESG-факторов непосредственно приводит к улучшению доходности с поправкой на риск.

В то же время многие инструменты интеграции ESG, такие как ESG- модели сбалансированных показателей и системы оценки, активно используются для выстраивания диалога с менеджментом компаний и поддержки деятельности в области ответственного владения (stewardship).

Эти же инструменты способны повышать прозрачность и понятность бизнес-модели компании, способствуя более глубокому пониманию факторов создания стоимости, корпоративного управления и долгосрочной устойчивости бизнеса.

Репутационные риски на уровне инвестиционной компании

Инвестиционные компании могут рассматривать интеграцию ESG-факторов как необходимое условие поддержания сильной репутации и ограничения репутационных рисков во взаимодействии со стейкхолдерами. Подтверждением разнообразия взглядов на эту тему в корпоративном мире служит недавнее заявление Business Roundtable (август 2019 года), подписанное 181 генеральным директором компаний

(включая крупнейшие инвестиционные банки и управляющие активами).

В этом заявлении руководители взяли на себя обязательство управлять своими компаниями в интересах всех заинтересованных сторон – клиентов, сотрудников, поставщиков, местных сообществ и акционеров.

В заявлении было отмечено:

«...Хотя каждая из наших компаний реализует собственное корпоративное предназначение, нас объединяет фундаментальная приверженность всем нашим стейкхолдерам. Мы берём на себя обязательства:

- создавать ценность для наших клиентов, продолжая традицию лидерства американских компаний в удовлетворении и превосхождении ожиданий потребителей;*

- инвестировать в наших сотрудников, обеспечивая справедливое вознаграждение, значимые социальные гарантии, а также поддержку через обучение и развитие навыков, необходимых в условиях быстро меняющегося мира, содействуя разнообразию, инклюзивности, достоинству и уважению;*

- вести честное и этическое взаимодействие с поставщиками, выступая надёжными партнёрами для компаний любого масштаба, помогающих нам достигать наших целей;*

- поддерживать сообщества, в которых мы работаем, уважая людей и защищая окружающую среду посредством внедрения устойчивых практик во всей нашей деятельности;*

- формировать долгосрочную ценность для акционеров, предоставляющих капитал, необходимый для инвестиций, роста и инноваций, обеспечивая прозрачность и эффективное взаимодействие с ними.*

Каждый из наших стейкхолдеров имеет ключевое значение. Мы обязуемся создавать ценность для всех них ради будущего успеха наших компаний, сообществ и страны».

Важной составляющей исследований потребительских брендов являются отношение к вопросам устойчивого развития и изменения климата, а также восприятие политики в области разнообразия и инклюзивности. В этой связи управление ESG-рисками и возможностями

становится неотъемлемой частью управления брендом и репутационной стоимостью компании.

6.2. Различные подходы к интеграции ESG-факторов

Существует множество подходов к интеграции ESG-анализа в инвестиционный процесс. В этом разделе приведено краткое резюме этих подходов.

Важно отметить, что ESG-анализ может быть либо качественным, либо количественным. Аналогично, он может быть интегрирован в инвестиционный процесс на опережающей (*ex-ante*) основе (например, при оценке стоимости) или на последующей (*ex-post*) основе (например, при мониторинге портфеля). Существуют также методы, которые можно рассматривать как гибридные (сочетающие качественные и количественные элементы) или систематические.

Эти методы и техники в настоящее время используются по-разному: качественно, количественно, фундаментально, активно или пассивно – и на разных этапах инвестиционного процесса.

Качественный ESG-анализ

Качественный ESG-анализ применяется в инвестиционных процессах, которые основаны на глубоком анализе конкретной компании, исследованиях и фундаментальном анализе акций.

Инвестиционные команды анализируют ESG-данные для формирования мнения о способности компании управлять определёнными ESG-рисками.

Они объединяют это мнение с результатами финансового анализа, учитывая конкретные аспекты ESG-рисков компании при оценке общей устойчивости и качества бизнеса.

Аналитики и портфельные менеджеры могут использовать эти выводы при определении внутренней стоимости, корректируя свои предположения, используемые в модели (например, рост, маржинальность или стоимость капитала).

Некоторые качественные методы могут привести к изменению профиля риска компании. Например, инвесторы могут снизить целевую цену (или увеличить требуемую доходность) вследствие управлен-

ческих слабостей, использования недостаточно проверяемых ESG-данных или повышенной подверженности неблагоприятным ESG-событиям.

Количественный ESG-анализ

Количественный ESG-анализ применяется в инвестиционных процессах, где ESG-факторы измеряются количественно и интегрируются в модели.

Инвестиционные команды используют ESG-данные для оценки финансового воздействия ESG-рисков и возможностей, а также для сравнения компаний. Этот подход, как правило, агрегируется в ESG-баллы, которые затем используются для фильтрации вселенной инвестиций или корректировки весов в портфеле.

Количественные систематические и тематические подходы к интегрированному ESG-анализу

Количественные подходы могут использовать ESG-данные в различных формах, как правило, используя сторонние данные или собственные (proprietary) модели, а не прямой фундаментальный анализ. Этот подход чаще применяется количественными инвесторами, но может использоваться и фундаментальными инвесторами.

Некоторые компании используют собственные ESG-скоринговые модели, которые комбинируют данные из разных источников, иногда с использованием машинного обучения для выявления закономерностей или прогнозирования будущих ESG-показателей.

Количественные подходы, как правило, масштабируемы, что делает их эффективными для широких инвестиционных вселенных.

ESG-данные включаются в инвестиционный процесс на опережающей (ex-ante) основе (например, при построении портфеля, выборе акций или факторных моделях) и на последующей (ex-post) основе (например, при мониторинге портфеля, управлении рисками или отчетности).

Количественные подходы могут применяться пассивными инвесторами, например, при построении ESG-индексов или ETF, а также активными инвесторами – при управлении портфелем и перераспределении активов.

Систематические и тематические подходы

Систематические и тематические ESG-подходы всё чаще применяются институциональными инвесторами. Например, японские государственные пенсионные фонды (GPIF) используют ESG-индексы, разработанные поставщиками данных, и инвестируют в стратегии, основанные на ESG-факторах. Эти стратегии могут быть пассивными или активными и включать тематические инвестиции (например, климат, гендерное равенство или охрана окружающей среды).

Тематические фонды могут быть ориентированы на определённые ESG-темы, такие как климат, или более широко – на устойчивые возможности, и часто используют ESG-данные для оценки материальности и инвестиционного потенциала (см. Раздел 10 по устойчивым инвестициям).

Интерфейсы прикладного программирования (API)

API используются для извлечения и обработки больших массивов ESG-данных и применяются для более сложных и эффективных аналитических задач.

Компании всё чаще используют API для интеграции ESG-данных напрямую в свои аналитические платформы и инвестиционные модели, что позволяет автоматизировать обновления и повысить масштабируемость ESG-анализа.

Искусственный интеллект и алгоритмы

Искусственный интеллект (AI) и алгоритмы всё чаще применяются для анализа ESG-данных. Эти методы используются для обработки неструктурированных данных, таких как:

- корпоративные отчёты;
- новостные статьи;
- сообщения в социальных сетях;
- спутниковые изображения.
- AI-подходы позволяют:
- выявлять ESG-риски и возможности;
- улучшать качество ESG-оценок;
- обнаруживать противоречия или потенциальный гринвошинг (greenwashing).

–

Примеры включают:

- обработку естественного языка (NLP) для анализа текстов;
- машинное обучение для выявления закономерностей;
- компьютерное зрение для анализа изображений и спутниковых данных.

Количественные и качественные подходы: различия и терминологическая путаница

Комбинация информации может быть как качественной, так и количественной, что иногда приводит к терминологической путанице.

Например, использование качественного анализа, который затем переводится в числовые оценки, может выглядеть как количественный подход, хотя по сути остаётся качественным.

В инвестиционной терминологии “систематическое инвестирование” часто ассоциируется с:

- высокой частотой сделок;
- использованием факторов и статистического арбитража;
- низкой ролью дискреционных решений.

Однако некоторые количественные ESG-подходы не являются высокочастотными и могут включать фундаментальные элементы.

Инструменты и элементы ESG-анализа

Помимо подходов, описанных выше, в ESG-анализе используется множество инструментов, включая:

- рейтинги ESG: оценки третьих сторон (например, рейтинговые агентства ESG);
- композитные индикаторы и индексы;
- внутренние ESG-оценки, разрабатываемые инвестиционными командами;
- анализ цепочек поставок;
- анализ сценариев и стресс-тестирование;
- SWOT-анализ ESG-факторов (сильные и слабые стороны, возможности и угрозы);
- секторальный анализ ESG;
- внешние ESG-исследования;
- самостоятельный сбор ESG-данных;

- материальные матрицы рисков.

ESG-данные как входной параметр инвестиционных решений или для снижения информационной асимметрии

Одним из ключевых применений ESG-данных является улучшение инвестиционных решений за счёт снижения информационной асимметрии между инвесторами и компаниями.

Элементы интеграции ESG

Ключевые элементы интеграции ESG включают:

- корректировку прогнозов финансовых показателей (выручка, расходы, капитальные затраты);
- корректировку оценочных мультипликаторов;
- корректировку ставок дисконтирования (например, WACC);
- управление рисками и аллокацию капитала;
- формирование портфеля и отбор активов;
- активное владение и взаимодействие с компаниями (engagement);
- голосование и политика голосования.

Различия между анализом компании (бизнеса) и анализом ценных бумаг

Существует два ключевых различия, которые многие практики инвестиционного анализа выделяют в рамках фундаментального инвестиционного анализа:

различие между оценкой компании или бизнеса; и
оценкой ценной бумаги – акции, облигации или конвертируемого инструмента (либо другого торгуемого инструмента, включая деривативы).

Хотя в повседневной речи эти различия часто используются взаимозаменяемо, многие инвесторы придают им разные значения. Акции и облигации могут обладать характеристиками, которых нет у компаний, такими как бета акции или волатильность, которые могут выражаться различными способами.

Оценка компании или бизнеса обычно фокусируется на анализе фундаментальных характеристик бизнеса, таких как его конкурентные

преимущества (или их отсутствие), иногда описываемые как экономический ров (business moat, термин, популяризированный Уорреном Баффетом в Annual Letters). Эти характеристики могут проявляться в продуктах или услугах компании, её поставщиках, сотрудниках, управлении, организационной структуре, системе стимулов, корпоративной культуре или ресурсах (природных, интеллектуальных или инновационных). Многие из этих характеристик могут рассматриваться как относящиеся к категории ESG:

- природный капитал – в рамках фактора E;
- корпоративная культура или анализ цепочки поставок – в рамках фактора S;
- структура управления или система стимулов менеджмента – в рамках фактора G.

Бизнес может обладать сильными ESG-характеристиками, которые приводят к оценке устойчивого или конкурентного преимущества, что, в свою очередь, может привести к положительной оценке компании или бизнеса.

Статистические характеристики акции или облигации компании могут отличаться от её фундаментальных бизнес-характеристик. Например, бета или волатильность акции являются характеристиками ценной бумаги, а не компании или бизнеса как таковых. Это важно, поскольку среди инвесторов, использующих факторное инвестирование, ведётся дискуссия о том, являются ли такие характеристики ESG-компонентами, которые устойчиво отражаются в ESG-факторах акций или облигаций.

Это важный вопрос, поскольку оценка сильных или слабых сторон компании или бизнеса может приводить к оценке стоимости её ценных бумаг.

6.3. Типовые этапы интегрированной ESG-оценки

Компании и инвестиционные команды могут не иметь ESG-факторов, формально встроенных в свою инвестиционную философию, но при этом использовать ESG-инструменты в рамках инвестиционных процессов. Эти инструменты могут применяться параллельно с финансовым анализом или быть частично интегрированы в него.

Как правило, процесс включает следующие этапы:

А. этап исследования (research stage);

Б. этап оценки стоимости (valuation stage);

В. этап формирования портфеля (portfolio construction stage), который приводит к принятию инвестиционных решений.

А. Этап исследования и генерации инвестиционных идей Сбор информации

Практики (инвестиционные специалисты) собирают финансовую и ESG-информацию из различных источников. Как правило, это сочетание:

- отчетности компаний,
- исследований третьих сторон,
- первичных исследований.

Данные могут быть как качественными, так и количественными – либо их комбинацией.

Например, к качественным данным относятся:

- анкеты компаний,
- интервью с менеджментом,

тогда как количественные данные могут включать:

- показатели выбросов загрязняющих веществ,
- данные об углеродной интенсивности,
- статистику по травматизму или текучести персонала.

Оценка материальности (Materiality assessments)

Этап исследования, как правило, включает проведение оценки материальности (существенности), направленной на выявление ESG-факторов, которые с высокой вероятностью могут повлиять на финансовые результаты компании. Материальность обычно измеряется по двум параметрам:

- вероятности наступления воздействия;
- масштаб (величине) потенциального влияния.

Оценка материальности считается критически важной, поскольку исследования показывают, что нематериальные (несущественные) факторы не оказывают значимого влияния на финансовые показатели, оценку компании или ее бизнес-модель.

Этот подход отличается от некоторых стратегий социально ответственного инвестирования (SRI), которые могут учитывать и нематериальные факторы. Например, исключение компаний, производящих продукцию из свинины, по религиозным причинам для определенных групп инвесторов – фактор, который типичный финансовый инвестор не будет считать материальным с точки зрения ESG.

Инвесторы, рассматривающие ESG-анализ и ESG-интеграцию прежде всего, как способ повышения качества инвестиционного процесса, обычно фокусируются на тех ESG-вопросах, которые они считают финансово существенными, то есть на факторах, способных оказать в будущем положительное или отрицательное финансовое влияние.

По состоянию на 2021 год продолжают дискуссии относительно таксономии и определений, используемых в сфере ESG и устойчивого развития. Например, Европейский союз разрабатывает таксономию устойчивых инвестиций.

Существуют также инвесторы, обозначающие свои стратегии как «этические» или «импакт-инвестиции». Подобные стратегии могут учитывать факторы, которые инвестор, применяющий интегрированный ESG-подход, не рассматривает как финансово существенные.

Оценка различных форм материальных и нематериальных факторов

Одна из концепций оценки различных форм «капитала» – материальных и нематериальных факторов (табл. 6.2) – была разработана Международным советом по интегрированной отчетности (International Integrated Reporting Council, IIRC).

Таблица 6.2. Примеры материальных и нематериальных активов

Материальные активы	Нематериальные активы	Применимо как к материальным, так и к нематериальным активам
Земля Заводы-изготовители Запасы Мебель Механическое оборудование	Деловая репутация Патенты Авторские права Интеллектуальная собственность и ноу-хау Программное обеспечение и инновационные активы Корпоративная культура Производительность труда сотрудников Другие формы социальных активов и отношений	Методы ESG-анализа Существенность

Отношения между регулятором и компанией могут рассматриваться как нематериальный актив (или как обязательство – в случае негативных отношений). Негативные отношения повышают вероятность судебных разбирательств, что увеличивает издержки и может привести к штрафам, а это напрямую влияет на денежные потоки.

Объем капитала, который банки и страховые компании обязаны удерживать, может зависеть от оценки аналитиками их отношений и репутации в глазах регуляторов и общества. Это, в свою очередь, влияет на показатели доходности капитала, денежные потоки и оценку стоимости бизнеса.

Фармацевтические компании с позитивной репутацией и продуктами, удовлетворяющими неудовлетворенные медицинские потребности, могут получать более быстрые или более предсказуемые регуляторные одобрения. Это отражается в оценке вероятности успеха будущих продуктов. Например, вероятность успеха может быть снижена с отраслевого среднего уровня 70 % до 60 % для компании с плохой репутацией или повышена до 80 % для компании с положительной репутацией. Это влияет на расчеты дисконтированных денежных потоков с учетом риска (risk-adjusted DCF): более быстрое одобрение положительно сказывается на денежных потоках, следовательно, репутация и бренд являются нематериальными активами.

Обслуживание клиентов, воспринимаемая ценность бренда и общий уровень удовлетворенности клиентов могут использоваться как входные параметры для определения будущих темпов роста продаж и, соответственно, денежных потоков. Различия в темпах роста могут зависеть от оценки инвестором репутации и силы бренда – как с точки зрения потенциальных возможностей, так и рисков. Компания с высоким уровнем удовлетворенности клиентов или сильной репутацией бренда может, по оценкам инвесторов, расти быстрее среднеотраслевых показателей.

Высокая удовлетворенность сотрудников также может влиять на прогнозы инвесторов. Например, гостиничная сеть с высоким уровнем удовлетворенности персонала может легче привлекать новых сотрудников и обеспечивать более высокий уровень сервиса, что ведет к росту повторных продаж, закладываемых в финансовые модели инвесторов, либо к готовности инвесторов применять более высокие оценочные коэффициенты (например, покупать акции с более высоким коэффициентом цена/прибыль (P/E) или облигации с более низким кредитным спредом).

Слабая цепочка поставок или напряженные отношения с поставщиками могут привести к снижению прогнозных показателей или к применению более низких мультипликаторов оценки. Это можно наблюдать, например, в продовольственных цепочках поставок супермаркетов, где имели место случаи обнаружения конины в продуктах из-за недостаточного контроля поставщиков. Аналогичная ситуация возможна при сомнениях в устойчивости источников сырья. Напротив, эффективное управление цепочкой поставок – гибкие и короткие, устойчивые логистические цепочки – может формировать более позитивное отношение инвесторов.

Следует учитывать, что данные факторы могут носить пересекающийся характер. Например, проблемы в цепочке поставок и нарушения трудовых стандартов могут усугубляться действием законодательства о современном рабстве или иных регуляторных норм, что одновременно затрагивает как регуляторную оценку, так и оценку устойчивости цепочки поставок со стороны инвесторов.

Генерация инвестиционных идей

Инвестиционные идеи могут формироваться на основе собранных данных. Некоторые практики начинают этот этап с применения оценочного (valuation screen) или фундаментального скрининга, который может включать ESG-факторы. Такой скрининг может сочетать:

- позитивный подход (например, отбор компаний с высоким уровнем качества корпоративного управления – высокий G);
- негативный подход (исключение компаний с низким уровнем G);
- подход на основе динамики (отбор компаний с улучшающимся G или исключение компаний с ухудшающимся G).

Подобный метод обычно называют «позитивным» или «best-in-class» скринингом.

Инвестиционные идеи также могут формироваться на основе тем, связанных с ESG-мегатрендами. Например, тематикой инвестиционных возможностей может быть расширение доступа к чистой воде или к энергетическим услугам. Такой подход принято называть «тематическим инвестированием» (thematic investing).

На данном этапе могут использоваться чек-листы как внутренние, так и внешние, которые позволяют выявлять «красные флаги» и сужать инвестиционный подход. Например,:

- недопустимо низкий уровень корпоративного управления;
- чрезмерное количество ESG-контroversий (реальные события в сфере ESG, вызывающие споры между заинтересованными сторонами или оказывающие общественное воздействие, например, разрушение плотины).

Метод «красных флагов» может применяться не только на этапе генерации идей, но и на последующих стадиях инвестиционного процесса.

Разработка и построение ESG-скоринговой карты

Скоринговые карты могут быть разработаны и использованы для оценки ESG-факторов, особенно когда нет доступного стороннего ESG-рейтинга.

Например, кредитный аналитик выявляет компанию, для которой отсутствует сторонний ESG-рейтинг, но которая выпускает облигации

инвестиционного уровня, потенциально интересные для инвестирования. В этом случае аналитик создает собственную ESG-оценку. Создается **кастомизированный инструмент ESG самооценки**, отражающий отраслевые риски, релевантные эмитенту. Руководство компании или команда по связям с инвесторами заполняет этот инструмент. На основе полученных данных формируется **ESG-скоринговая карта**, где каждый фактор оценивается по шкале от 0 до 5.

Высокие или низкие оценки далее используются при оценке стоимости компании или для углубленного анализа.

Пример: ключевой ESG-социальный риск для фармацевтических компаний – этический маркетинг (выявляется через процесс картирования рисков, risk-mapping):

Компания X: отсутствует политика, есть история нарушений → 0 баллов;

Компания Y: краткая политика, нарушений нет → 3 балла;

Компания Z: подробная политика, одно незначительное нарушение → 4 балла. Баллы могут использоваться следующим образом: 0 баллов делают компанию малопривлекательной для инвестиций; 5 баллов могут привести к дальнейшему инвестиционному анализу.

Может случиться так, что оценка в 0 баллов сделает компанию непривлекательной, а оценка в 5 баллов приведет к дальнейшей инвестиционной деятельности. В качестве альтернативы, при дальнейшей оценке используются суммарные оценки по всем факторам в системе показателей. Система показателей позволяет оценить тот или иной фактор с качественной точки зрения и присвоить ему количественную оценку.

Рейтинговые агентства ESG могут предоставлять собственные баллы, и подобная система оценок обычно используется в коммерчески доступных ESG-рейтингах. Эти баллы могут использоваться «как есть» или корректироваться аналитиками с учетом их собственного мнения. Полученные оценки затем могут агрегироваться для последующей оценки компаний или генерации инвестиционных идей.

Технику скоринговых карт можно применять как к публичным, так и к частным компаниям. Основные трудности при создании скоринговых карт для частных компаний связаны с тем, что для них, как правило, нет рейтинга агентства, а также ограничено количество публичной информации.

Эта методика также может быть адаптирована для оценки стран (например, для анализа суверенных облигаций) или для инфраструктурных и недвижимых активов. Примеры: для инфраструктуры – оценка экологических политик и приверженности плану углеродной нейтральности; для стран – оценка уровня коррупции и других институциональных факторов.

Оценка существенности и карты рисков

Некоторые ESG-факторы могут быть существенными для компаний определенной отрасли (например, дефицит воды может нарушить работу горнодобывающих или пищевых компаний, которые сильно зависят от чистой воды в производственных процессах), но не иметь значимого влияния на другие сектора (например, дефицит воды почти не влияет на медиа- или финансовые компании).

Следует отметить, что не все риски можно контролировать. Для материальных ESG-рисков, которые компания не управляет, выделяют два типа рисков:

1. Неуправляемый риск – риск, который нельзя снизить с помощью инициатив компании;
2. Пробел в управлении (management gap) – риск, который теоретически может быть управляем через соответствующие инициативы, но на данный момент не контролируется.

Некоторые риски управляемы, например, риск производственного травматизма, который можно снизить с помощью:

- внедрения строгих процедур безопасности;
- наличия планов реагирования на чрезвычайные ситуации и тренировок по безопасности;
- формирования культуры безопасной работы.

Некоторые риски невозможно (полностью) контролировать, например, выбросы углерода самолетами во время полета. Авиакомпания может управлять некоторыми аспектами (например, модернизировать воздушные суда, устанавливать удлиненные законцовки крыльев – winglets, внедрять информационные и коммуникационные технологии для сокращения времени простоя самолетов на рулежной дорожке), но полностью контролировать все выбросы невозможно. Это означает, что у авиакомпании существует неуправляемый углеродный

риск, который учитывается в оценке ее неуправляемого риска по данному фактору.

Неуправляемый риск — лишь одна из двух составляющих неуправляемого ESG-риска. Вторая составляющая — пробел в управлении (management gap). Он отражает управляемую часть материальных ESG-рисков, с которыми сталкивается компания, и указывает на недостаточность мер управления этими рисками, что фиксируется в оценке управленческой зрелости компании (management score).

Человеческий капитал

Человеческий капитал трудно контролировать. Компания может нанимать сотни тысяч сотрудников, и крайне сложно представить программы управления, которые могли бы полностью устранить все риски сексуальных домогательств, низкого морального духа или высокой текучести персонала. Тем не менее ожидается, что компания имеет полный контроль над соответствующими политиками. Более того, по мнению Sustainalytics, сильные политики способны эффективно формировать корпоративную культуру, которая снижает материальные риски сексуальных домогательств или рабочего окружения с разрушительным низким моральным духом и высокой текучестью. Однако компании сталкиваются с трудностями при снижении рисков в цепочке поставок труда. Поэтому применяется управляемый риск, чтобы обозначить, что часть риска по данному вопросу всё же остается неконтролируемой.

Определение того, какие ESG-факторы являются наиболее существенными, не является точной наукой, и между инвесторами могут быть значительные различия в том, что они считают наиболее важным, даже при анализе одной и той же компании.

Это связано с тем, что обычно речь идет о прогнозе и экспертной оценке того, насколько один ESG- или риск-фактор может повлиять на финансовый показатель, такой как будущий денежный поток.

Методические рамки, такие как карты материальности (materiality maps), предоставляемые SASB, полезны для ориентиров, но инвестиционные специалисты часто формируют собственное мнение о том, что является наиболее существенным.

Разнообразие мнений относительно материальности наглядно демонстрируется на примерах карт материальности, приведенных в табл. 6.3, иллюстрирующей различные точки зрения инвесторов.

Таблица 6.3 Пример карты существенности секторов высокого уровня по факторам ESG

	1	2	3	4	5	6
Авиакомпании	Воздействие климатических изменений	Качество занятости	Развитие общества	Владение и контроль		
Автомобили	Нормативный порог и соответствие требованиям	Управление ресурсами	Ответственность за продукт	Владение и контроль		
Банки (DM)	Развитие общества	Конфиденциальность и защита клиентов	Структура правления	Вознаграждение руководителей	Деловая этика и культура	
Банки (EM)	Развитие общества	Ответственность за продукт	Деловая этика и культура	Владение и контроль		
Напитки	Управление ресурсами	Ответственность за продукт	Деловая этика и культура			
Капитальные блага	Нормативный порог и соответствие требованиям	Деловая этика и культура	Владение и контроль			
Химикаты	Нормативный порог и соответствие требованиям	Управление ресурсами	Ответственность за продукт	Деловая этика и культура		
Строительные материалы	Воздействие климатических изменений	Управление ресурсами	Нормативный порог и соответствие требованиям	Здоровье и безопасность	Деловая этика и культура	
Еда, дом, личная гигиена	Управление ресурсами	Воздействие климатических изменений	Оценка и раскрытие информации	Ответственность за продукт		

Розничная торговля продуктами питания	Управление ресурсами	Ответственность за продукт	Структура правления			
Досуг	Оценка и раскрытие информации	Воздействие климатических изменение	Нормативный порог и соответствие требованиям			
Роскошь	Управление ресурсами	Права человека	Конфиденциальность и защита клиентов	Владение и контроль	Вознаграждение руководителей	
Добыча полезных ископаемых	Нормативный порог и соответствие требованиям	Управление ресурсами	Оценка и раскрытие информации	Здоровье и безопасность	Деловая этика и культура	
Нефть и газ	Воздействие климатических изменение	Управление ресурсами	Здоровье и безопасность	Деловая этика и культура	Владение и контроль	
Фармацевтика	Ответственность за продукт	Развитие общества	Права человека	Деловая этика и культура		
Недвижимость	Воздействие климатических изменение	Оценка и раскрытие информации	Нормативный порог и соответствие требованиям			
Розничная торговля	Управление ресурсами	Загрязнение воздуха, воды и почвы	Здоровье и безопасность	Ответственность за продукт	Владение и контроль	
Технологии	Загрязнение воздуха, воды и почвы	Ответственность за продукт	Здоровье и безопасность	Условия трудоустройства	Деловая этика и культура	
Телекоммуникации	Нормативный порог и соответствие требованиям	Управление ресурсами	Развитие общества	Конфиденциальность и защита клиентов	Владение и контроль	Вознаграждение руководителей

Коммуналь- ные услуги	Норматив- ный порог и соответ- ствие тре- бованиям	Воздей- ствие кли- матиче- ских изме- нение	Управление ресурсами	Конфиденци- альность и за- щита клиен- тов		
Ключ	Экологический		Общественный		Управление	

Составление карты ESG-рисков может также проводиться на этапе исследования. В этом случае отдельная компания (акции или облигации) либо сектор сопоставляются с конкретной темой или фактором, обычно признанным «существенным».

Составление карты рисков также может применяться к портфелю или инвестиционному универсуму, чтобы определить, какие секторы или компании вносят наибольший вклад в определенный профиль риска (например, климатический риск или риски, связанные с водой), например, компании с высокой углеродо- или водоемкостью. Примеры методик составления карт рисков включают расчёт углеродного следа (carbon footprinting) или тестирование портфелей по различным климатическим сценариям.

Составление карты может применяться не только к рискам, но и к существенным возможностям (например, возможности от переработки отходов или перехода на возобновляемые источники энергии). Оценка может проводиться по десятибалльной шкале или с использованием качественных категорий, таких как низкий или высокий риск.

Б. Этап оценки стоимости и интегрированной оценки компании

После этапа исследования и соответствующего составления карты рисков и материальности (описанного в разделе А) специалисты оценивают влияние материальных финансовых и ESG-факторов на корпоративные показатели и инвестиционную эффективность компании.

Это может привести к корректировкам:

- прогнозируемых финансовых показателей;
- переменных в модели оценки стоимости, таких как стоимость капитала или темпы роста в терминальный период при расчете дисконтированных денежных потоков;
- мультипликаторов оценки;

- прогнозируемых финансовых коэффициентов;
- внутренних кредитных оценок;
- предположений в качественных или количественных моделях.

Независимо от того, используется ли процесс пороговой оценки, корректировки в моделях могут вноситься как в положительном, так и в отрицательном направлении на основании проведенной оценки.

Корректировки входных данных DCF (Discounted Cash Flow)

Например, процессы и политики компании в области управления экологией оцениваются как сильные или слабые. После такой оценки стоимость капитала, используемая для дисконтирования денежных потоков в анализе DCF, корректируется вниз или вверх на 1 % с учетом этого фактора.

Аналогичные корректировки могут применяться на уровне страны или сектора, когда ESG-риск страны или сектора влияет на изменение стоимости капитала или предположений о темпах роста в терминальный период. Например, угольная отрасль может быть признана оказывающей негативное воздействие на окружающую среду.

Заметьте, что оценка экологического (E) фактора приводит к изменению предположений финансовой модели. Более высокая стоимость капитала – при прочих равных условиях – приведет к снижению расчетной внутренней стоимости компании. Это пример того, как E-фактор влияет на модель оценки.

Размер корректировки обычно определяется на усмотрение аналитика, хотя могут существовать рекомендации, которыми он пользуется.

Явные корректировки прибыли и убытков, продаж, баланса и маржи на основе ESG-оценки

Вместо изменения предположений по дисконтированию можно корректировать явные предположения по продажам или марже.

Например, анализ сильного управления компанией своими сотрудниками (оценка по метрикам вовлеченности или удовлетворенности сотрудников) ведет к прогнозу высокого уровня удовлетворенно-

сти клиентов в будущем. Это, в свою очередь, повышает прогноз продаж на пять лет выше среднеотраслевого уровня, учитывая сильный социальный фактор компании.

Прямая корректировка может быть выражена в абсолютных величинах:

- оценка штрафа за экологические нарушения в размере 400 млн USD (288 млн GBP);
- прогнозируемое влияние углеродного налога в виде конкретной суммы в долларах США в год.

Корректировки могут вноситься напрямую в строки баланса или капитальных расходов. Аналитик может предположить, что ESG-факторы приведут к снижению или увеличению будущих капитальных расходов компании. Прогнозируемое событие обесценения ESG, например завод, не соответствующий стандартам, может привести к списанию стоимости и уменьшению балансовой стоимости компании.

Корректировки мультипликаторов с учетом ESG

Корректировки могут также применяться к мультипликаторам оценки:

- Инвестор может решить, что компания стоит определенного премиального или дисконтного коэффициента P/E по сравнению с конкурентами из-за ESG-факторов.
- Либо инвестор может быть готов инвестировать только при дисконте, например, 50 % к P/E относительно эталонного индекса, если компания признана высокорискованной с точки зрения ESG.
- Напротив, инвестор может быть готов платить 50 % премии к P/E за компанию с сильными ESG-характеристиками.

Корректировка может быть и абсолютной. Например, инвестор может присвоить «справедливое значение P/E» 16х для компании с сильными ESG-факторами, 14х для компании со средним ESG и 12х для компании с низким ESG.

Как ESG-анализ может дополнять традиционный финансовый анализ

Теперь можно рассмотреть несколько теоретических примеров. (Эти примеры полезны для понимания того, как ESG-факторы влияют

на отраслевую и корпоративную эффективность и показывают, насколько интегрированы ESG-подходы и методы.)

Одна из теоретических концепций фундаментального анализа может быть выражена следующим образом:

Слабый или сильный ESG-фактор:

- слабый или сильный драйвер бизнеса / экономический «ров»;
- рост или падение продаж и маржи;
- рост или падение долгосрочных денежных потоков;
- рост или падение внутренней стоимости компании;
- рост или падение цены акции.

Пример:

Высокая вовлеченность или удовлетворенность сотрудников (подтверждено занятием первого места в сравнении с конкурентами по опросам или на X % выше порогового значения):

- высокая удовлетворенность клиентов (оценена по высокому Net Promoter Score);
- более высокие темпы роста продаж по сравнению с конкурентами;
- более высокая оценка компании по сравнению с конкурентами.

Оценка нематериального ESG-фактора, такого как отношения с сотрудниками, дополняет анализ удовлетворенности клиентов и предположения, которые используются в модели прогнозирования роста продаж (традиционный финансовый фактор).

Другой пример:

Высокая углеродная интенсивность (подтверждено показателями Score 1 и 2 как в абсолютном выражении, так и относительно сектора):

- повышенный риск из-за углеродных налогов;
- более высокая стоимость долга для финансирования новых проектов;
- увеличение налоговой нагрузки;
- повышенный риск дефолта по долгам на балансе;

- изменение кредитного рейтинга долга;
- снижение стоимости корпоративного долга.

Здесь оценка Е-фактора, такого как углеродная нагрузка, приводит к анализу риска влияния на ценообразование долга. Это дополняет традиционный подход к оценке риска дефолта.

Еще один пример:

Слабое корпоративное управление в частной компании (подтверждено советом директоров с низкой квалификацией, отсутствием независимости, ограниченным разнообразием подходов):

- повышенный риск неправильного распределения капитала;
- снижение будущих денежных потоков или трудности с первичным размещением акций (IPO) на рынках капитала;
- снижение оценки компании или повышение риска банкротства.

Здесь оценка G-фактора в частной компании влияет как на оценку стоимости, так и на возможный выход для инвестора частного капитала.

Проблема раскрытия компанией информации по ESG-темам

Компании имеют разные политики раскрытия информации и отчетности. Для публичных компаний соблюдаются минимальные стандарты бухгалтерской отчетности, но эти стандарты различаются в разных регионах. Раскрытие ESG-данных часто не является обязательным в рамках обычных стандартов отчетности. Хотя концепция «существенных факторов, влияющих на финансовые показатели» является стандартной, руководство компании имеет широкую свободу в выборе того, что именно раскрывать. С другой стороны, может возникать проблема избыточного раскрытия – особенно несущественной ESG-информации.

Отсутствие раскрытия релевантных ESG-данных компанией не обязательно означает, что она плохо управляет своими ESG-рисками или возможностями. Небольшие компании с ограниченными ресурсами обычно уделяют меньше внимания раскрытию информации. Существуют географические различия в отчетности, поэтому культурные

особенности могут приводить к разным суждениям о значимости отдельных ESG-факторов. Руководство также может считать определенную информацию малозначимой для инвесторов или коммерчески чувствительной. Так, ESG-информация может быть доступна другим заинтересованным сторонам (например, данные по цепочке поставок для поставщиков или аудит цепочки поставок для бизнес-клиентов), но не публиковаться для инвесторов.

Раскрытие информации варьируется в зависимости от географии и зависит от размера компании (из-за ресурсов) и отраслевой практики. Некоторые ESG-данные легче собрать и раскрыть, но инвесторы могут не считать их существенными. Тем не менее, с точки зрения других заинтересованных сторон, такие данные могут быть важны, и компания может решить раскрыть эту нефинансовую, но несущественную для инвесторов информацию.

В то же время, отсутствие раскрытия может быть индикатором слабого управления, и многие инвесторы предпочитают видеть релевантное раскрытие, чтобы иметь возможность делать суждения. Один из распространенных методов – запросить у руководства компании, часто через отдел по связям с инвесторами, раскрытие недостающих ESG-данных или объяснение причин их отсутствия.

Другие проблемы заключаются в том, что раскрытая ESG-информация может быть неаудированной, неполной или несопоставимой с данными других компаний.

Хотя плохое раскрытие информации создает вызов для эффективности рынка, такая относительная неэффективность может, по мнению некоторых, стать источником превосходной доходности с учетом риска для опытного инвестора. Этот аргумент предполагает, что подобный инвестиционный анализ строится на более качественных суждениях о качественных, невычисляемых факторах и прогнозе того, как события могут разворачиваться в будущем.

В. Принятие инвестиционного решения, формирование портфеля и методы интеграции ESG на практике

Применение различных подходов к ESG-анализу и интеграции в разных классах активов.

Мы рассмотрим следующие примеры из практики:

Пример 1 – Количественный системный подход к экологическому подходу к глобальным акциям.

Пример 2 – Фундаментальная интеграция ESG.

Пример 3 – Анализ ESG, подтверждающий коэффициент премиальной оценки.

Тематическое исследование 4 – Анализ сценария ESG DCF.

Тематическое исследование 5 – Анализ кредитоспособности, интегрирующий ESG.

Тематическое исследование 6 – Практика интеграции ESG в кредитоспособность.

Тематическое исследование 7 – Анализ суверенного долга.

Кейс 1

Количественный системный подход к мандату с экологической направленностью в глобальных акциях

Фонд с целевым назначением финансировать климатические исследования хочет инвестировать часть своих средств в системную стратегию глобальных акций, ориентированную на компании с положительными экологическими характеристиками. Фонд обсуждает мандат с инвестиционным менеджером, работающим по количественному системному подходу. Фонд определяет, что следующие правила и факторы являются важными:

- использование как минимум двух внешних систем ESG-оценки;*
- собственная проприетарная система оценки;*
- все инвестируемые компании должны иметь публично доступную политику экологического управления;*
- среднее значение рейтинговых систем должно соответствовать минимальному критерию по экологическому (E) баллу;*
- ребалансировка портфеля – ежеквартально.*

На практике для конкретных мандатов могут быть установлены многие дополнительные правила и условия, включая другие аспекты ESG или устоявшиеся количественные и фундаментальные факторы, например, качество или географию.

Менеджер фонда конвертирует внешние E-баллы с помощью собственной формулы. Используется база данных для выделения компаний без политики экологического управления. В команде менеджера

есть внутренний отдел, который применяет подход со скоркартой для оценки компаний по материальным экологическим рискам и возможностям. Этот балл комбинируется с внешними оценками, устанавливается минимальный порог, и нижние 20 % компаний признаются неприемлемыми для фонда.

Оставшиеся компании взвешиваются так, чтобы примерно соответствовать заданному глобальному бенчмарку по факторам momentum, quality и volatility, а также по другим ESG-факторам и в рамках других критериев построения портфеля, таких как tracking error и рыночный бета.

Эти расчеты выполняются ежеквартально, и портфель корректируется соответственно. Правила пересматриваются один раз в год в консультации с конечным клиентом. Производительность и ESG-показатели фиксируются и оцениваются.

Кейс 2

Фундаментальная интеграция ESG

Этот инвестиционный менеджер корректирует наиболее релевантные финансовые прогнозы (выручку, прибыль или доходность на капитал, капитальные и операционные расходы, денежные потоки) на основе материальных ESG-факторов. Также учитывается потенциальное влияние ESG на общую оценку ценной бумаги путем корректировки целевых мультипликаторов (скидка или премия, ставка дисконтирования) в анализе коэффициентов.

Анализируется химический сектор. Оцениваются следующие тенденции:

- старение населения, которое потребует больше продуктов для здоровья и благополучия;*
- регулирование, влияющее на переход к биоразлагаемым или биопроизводным пластикам;*
- растущая чувствительность потребителей к «зеленым» вопросам.*

Компания рассматривается как привлекательная, если она положительно отражается на этих тенденциях.

Компания А – один из ведущих мировых поставщиков специализированных химических продуктов на основе возобновляемого сырья,

используемого в средствах личной гигиены, науках о жизни и промышленной химии. Она занимает лидирующие позиции в отрасли по устойчивому развитию, отличаясь от конкурентов, производящих химические продукты на основе нефтехимии.

Две трети сырья компании А поступает из природных источников, и компания хорошо позиционирована для участия в вышеописанных тенденциях.

Компания А открыла новый химический завод с возобновляемым сырьем растительного происхождения. Инвестиционный менеджер считает, что этот завод позволит компании захватить большую часть цепочки создания стоимости в производстве ПАВ (поверхностно-активных веществ) и взимать премию, так как потребители готовы платить больше за устойчивые продукты. Это приведет к росту выручки за счет увеличения доли рынка и цен.

Прогнозируется, что продажи компании вырастут на два процентных пункта выше среднеотраслевого уровня в течение следующих десяти лет. Это учитывается в прогнозе DCF, на основе которого рассчитывается стоимость.

Эта стоимость затем проверяется с помощью P/E-мультипликатора. Менеджер фонда готов платить премию 50 % на основе P/E из-за сильного роста продаж и прибыли.

В настоящее время компания А торгуется с премией по P/E всего 10 % к сектору химии, а прогноз DCF предполагает потенциал роста цены акции на 35 %. Компания выбрана для включения в портфель менеджера фонда.

Кейс 3

ESG-анализ, поддерживающий премиальный мультипликатор оценки

Инвестор пересматривает свой портфель. Компания Z показывает хорошие результаты и в настоящее время торгуется с премией 50 % к сектору на основе P/E.

Для достижения долгосрочного создания стоимости в соответствии с философией инвестора необходимо иметь сильную уверенность в способности компании сохранять свои отраслевые лидирующие продукты и прибыльность.

Ключевые операционные риски для компании включают:

- поддержание технического лидерства компании через инвестиции в человеческий и физический капитал;
- возможность задержек в производстве или дефектов продукции, которые могут повлиять на репутацию и долю рынка.

Данные по факторам E и S были оценены с использованием внешних баз данных. Компания вошла в топ-10 % по соответствующим критериям. Три ключевые области были признаны настолько сильными, что было рекомендовано применение еще более высокой премии P/E, и компания осталась в портфеле.

Эти области включают:

1. Качество и эффективность активов:

Компания имела лидирующую в отрасли интенсивность использования ресурсов (воды и энергии) на единицу выручки, более высокие показатели по переработке воды и отходов, а также меньшую углеродную интенсивность по сравнению с конкурентами.

2. Привлечение и удержание талантов:

Инвестор оценил вовлеченность сотрудников и систему компенсаций, чтобы понять риски, связанные с привлечением и удержанием специалистов. Средняя зарплата сотрудников компании значительно выше, чем у конкурентов, и текучесть кадров низкая. В высококомплексной отрасли с интенсивными НИОКР это свидетельствует о том, что компания хорошо позиционирована для привлечения и удержания лучших специалистов, что, в свою очередь, должно повысить инновационный потенциал компании.

3. Устойчивая бизнес-модель:

Эти элементы были признаны превосходящими по сравнению с конкурентами:

- а) позиционирование компании, позволяющее создавать более маленькие, быстрые и энергоэффективные электронные устройства;
- б) ориентированность на клиентов, включая послепродажные улучшения и восстановление продуктов для повышения эффективности капитала клиентов;
- в) культура инноваций и сотрудничества с внутренними и внешними заинтересованными сторонами, способная создавать новые бизнес-возможности и более широкие социальные выгоды.

Кейс 4

ESG-анализ сценариев DCF

Эта инвестиционная команда использует интегрированный подход. Вместо того чтобы иметь отдельных ESG-аналитиков, менеджеры портфеля команды проводят ESG-анализ и интегрируют его сами. Они считают, что это лучший способ оценить и анализировать акции. Команда использует несколько источников ESG-информации, так как это представляет собой большое количество мнений по ESG, требующих интерпретации, а менеджеры портфеля лучшие всего способны фильтровать эту информацию и определять, как она соотносится с бизнес-моделью и оценкой компании.

Команда начинает с фундаментального анализа для выявления любых материальных положительных или отрицательных ESG-факторов. Затем эта оценка интегрируется в анализ конкурентной позиции и устойчивости бизнеса, который используется в моделях оценки. Цель – инвестировать только в компании, которые демонстрируют сильные результаты в четырех областях:

- 1. бизнес-модель;*
- 2. возможности доли рынка;*
- 3. рост конечного рынка;*
- 4. управление и ESG.*

Команда Global Equities выявила несколько ESG-рисков (условные обязательства) и ESG-возможностей (условные активы) для ведущей страховой компании в сфере здравоохранения и поставщика услуг по управлению расходами на здравоохранение и IT, обслуживающего 5 % расходов на здравоохранение в США.

ESG-риски

Так как компания является хранителем персональных и медицинских данных миллионов людей, ей необходимо обеспечивать безопасность этих данных: любые ошибки могут иметь долгосрочные последствия, включая регуляторные и политические риски, а также потенциальное нарушение социального контракта компании с клиентами и обществом в целом.

Команда поставила руководству компании вопрос о риске утечки персональных данных, уточнив, как этот риск управляется и

какие политики существуют для его снижения. Руководство признало, что информация о безопасности данных не доступна на их сайте, но несколько представителей руководства заверили команду в качестве политик, обучения и общего управления обработкой и безопасностью данных. Тем не менее, команда смоделировала сценарий DCF, учитывая возможное влияние утечек персональных данных.

ESG-возможности

Бизнес по аналитике данных рассматривался как потенциальный ESG-актив. Этот аналитический бизнес позволяет создавать более дешевые и эффективные решения в сфере здравоохранения для компаний, государственных структур и пациентов, создавая конкурентное преимущество и ESG-условный актив.

Например, аналитика выявила 150 пациентов с диабетом, которые неправильно принимали лекарства, из которых 123 находились в Техасе, что позволило клиенту реализовать меры профилактического здравоохранения, ориентированные на конкретные локации.

В другом случае с использованием аналитики данных департамент здравоохранения США обнаружил кластеры пациентов с астмой на определенных улицах и в зданиях, которые коррелировали с наличием тараканов, что позволило успешно привлечь к ответственности неэффективных арендодателей и, в конечном итоге, повысить уровень жизни арендаторов.

Команда оценила материальность всей этой информации и присвоила рейтинг по четырем компонентам сильных сторон компании:

- бизнес-модель;
- возможности доли рынка;
- рост конечного рынка;
- управление и ESG.

Затем команда провела сценарный DCF-анализ, включая материальные ESG-риски и возможности. Команда предпочитает использовать DCF и явные сценарные модели для продаж, маржи и оборачиваемости активов, так как считает этот метод более точным, чем корректировка ставки дисконтирования или терминальной стоимо-

сти для оценки конкретной компании. Также проводятся оценки методом *sum-of-the-parts* и стандартный анализ финансовых коэффициентов.

Анализ был рецензирован внутри команды, а допущения подвергнуты стресс-тестированию, критическому рассмотрению и уточнению перед подтверждением рейтинга и оценки. В процессе рецензирования допущения оперативно корректируются, чтобы увидеть, как изменяются дальнейшие сценарии оценки. К ним относятся:

- для сценария роста – увеличение EBIT-маржи и темпов роста продаж;
- для сценария снижения – нормализация продаж до более низкого темпа роста (3 %) с анализом влияния на продажи более чем за один год.

Основные выводы поддержали значительный потенциал роста оценки и низкую вероятность умеренного снижения. Акция была включена в портфель после процесса формирования портфеля.

Кейс 5

Кредитный анализ с интеграцией ESG

Этот кредитный инвестор, анализируя корпоративную облигацию для инвестирования, оценивает бизнес-профиль эмитента, его рыночную позицию и конкурентные преимущества, а также фундаментальные кредитные показатели (такие как маржа, уровень долговой нагрузки и денежные потоки). Далее анализ переходит к оценке руководства и отраслевых материальных ESG-показателей, таких как выбросы углерода, уровень производственных травм и состав совета директоров.

ESG-анализ состоит из количественной оценки и качественного исследования.

Количественный показатель формируется на основе собственной методики, которая агрегирует метрики от поставщиков ESG-данных, а также из других сторонних источников.

Кредитные аналитики также проводят качественную оценку, изучая ESG-политики и цели компании, которые могут быть изложены в корпоративном отчете о устойчивом развитии или на сайте

компании, а также учитывают информацию, полученную в ходе взаимодействия с руководством.

Аналитик оценивает как количественный балл, так и качественное исследование при присвоении рейтинга устойчивости компании. Эта мера ESG-рисков эмитента может влиять на общий внутренний рейтинг аналитика. Конкретно, аналитик может повысить внутренний рейтинг, если риски ESG низкие, или понизить его, если ESG-риски считаются высокими или плохо управляемыми.

Рассматривается компания из сектора напитков. Исследование выявляет несколько сильных сторон и проблем, некоторые из которых могут быть материальными с финансовой точки зрения. Например, поскольку вода является ключевым компонентом ингредиентов напитков, усилия по обеспечению стабильного водоснабжения рассматриваются как ESG-сильная сторона, так и кредитное преимущество. Более того, управление водными ресурсами является материальным вопросом для отрасли, поскольку нехватка воды может повлиять на урожай и цены на сырье, что увеличивает себестоимость продукции.

Аналитик взвешивает сильные и слабые стороны компании и сравнивает показатели (гипотетических) брендов напитков с их отраслевыми аналогами. Суммарная картина материальной ESG-информации показывает, что компания обладает сильным ESG-профилем, и ей присвоен высокий рейтинг устойчивости, который также учитывается в итоговом внутреннем кредитном рейтинге, поэтому было принято решение о вложении инвестиций.

Кейс 6

Практика интеграции ESG в кредитный анализ

Кредитная команда использует несколько источников информации. Она опирается на центральную ESG-/ответственную команду для получения данных о корпоративной политике, подходах и инвестиционных инструментах.

На уровне конкретной компании кредитная команда рассматривает собственные показатели ESG-риска, то есть количественный ESG-балл (QESG), разработанный компанией. Этот QESG-балл отражает текущее состояние общей ESG-эффективности компании.

QESG-бал поддерживается информацией о компании, предоставленной отдельной командой по надзору и взаимодействию (которую некоторые специалисты рассматривают как команду активного владения), что даёт представление о потенциальной траектории развития ESG в будущем.

Был проведён анализ государственного нефтедобывающего предприятия. ESG-факторы стали повторяющейся темой в кредитном обсуждении: показатели безопасности труда компании были ниже среднеотраслевых, а также компания в прошлом сталкивалась с частыми разливами нефти и утечками. Разливы и утечки могут привести к штрафам и простоям производства, что негативно влияет на денежный поток компании.

Было проведено исследование государственного нефтедобывающего предприятия. ESG-факторы стали повторяющейся темой в кредитном обсуждении: показатели безопасности труда компании были ниже среднеотраслевых, а также в прошлом компания сталкивалась с частыми разливами нефти и утечками. Разливы и утечки могли привести к штрафам и простоям производства, что негативно влияло на денежный поток компании.

После первоначального анализа кредитного комитета компании был присвоен ESG-бал 4 (ниже среднего по шкале от 1 до 5, где 1 – лучший показатель). Облигации, приобретённые через процесс новой эмиссии, были сохранены, но из-за низкого ESG-бала дальнейшее кредитное воздействие не осуществлялось.

Позднее в том же году ESG-бал был повышен до 3 (с 4) с учётом улучшений компании по следующим ESG-факторам:

1. улучшение безопасности работников (частота травм на миллион отработанных человеко-часов снизилась на 35 % по сравнению с предыдущим годом);

2. прогресс в снижении воздействия на окружающую среду (повторное использование воды увеличилось на 66 % по сравнению с предыдущим годом, а выбросы оксидов серы сократились на 45 % по сравнению с предыдущим годом).

После повышения балла инвесторы увеличили позицию по облигациям. Способность компании управлять ESG-рисками была оценена как улучшенная и адекватная.

Кейс 7

Анализ суверенного долга

Инвестор использует ESG для расширенного анализа суверенных эмитентов с целью лучше оценить связанные с ESG риски и возможности.

Инвестор присваивает стране оценку финансовой устойчивости (FSS) на основе общей прочности баланса и ESG-факторов. FSS варьируется от +4 до –4 для стран и валют, которые входят в инвестиционный набор, а страны с рейтингом ниже –4 исключаются из анализа. При этом FSS определяется после анализа ESG-факторов, и даже сильный суверенный баланс может быть значительно снижена из-за слабых ESG-факторов. В этом примере страна с крепким балансом может быть существенно негативно оценена с точки зрения ESG.

На момент анализа инвестор считал, что российские десятилетние государственные облигации предлагают привлекательную реальную доходность 3 % при недооценке российского рубля более чем на 10 % по сравнению с долларом США по паритету покупательной способности. Однако инвестор полагал, что оценка должна рассматриваться совместно с тщательным анализом баланса и ESG-факторов для определения базового инвестиционного риска.

Прочность баланса оценивалась на основе следующих показателей:

- валовой внутренний продукт (ВВП);*
- уровень инфляции;*
- доходы государства;*
- фискальный баланс;*
- общий государственный долг;*
- сальдо текущего счёта;*
- Резервы валюты; и*
- внешний долг.*

По этому показателю России была присвоена высокая оценка.

Хотя баланс России в этой оценке считается сильным, показатели управления (G-факторы) оцениваются очень низко согласно глобальным индикаторам управления Всемирного банка. Инвестор считает, что фактор управления сильно влияет на социальные и экологические показатели, поскольку правительство определяет политику

в области окружающей среды и социальных вопросов, что, в свою очередь, влияет на долгосрочный устойчивый экономический рост страны.

Эти G-факторы учитывались:

- политическая стабильность;*
- отсутствие насилия или терроризма;*
- эффективность правительства;*
- качество регулирования;*
- верховенство закона;*
- контроль коррупции; и*
- подотчетность и участие граждан.*

Использовались оценки сторонних рейтинговых агентств. Инвестор определил низкую и ухудшающуюся оценку по индикатору правительства. Рейтинги по верховенству закона и контролю коррупции были оценены как относительно низкие и неизменные со временем. Инвестор считал, что это неблагоприятно для притока прямых иностранных инвестиций из-за отсутствия четко определенных прав собственности, международных санкций и, следовательно, долгосрочного экономического роста. Эти факторы повлияли на показатель FSS.

Затем инвестор использовал следующие индексы для оценки силы социального капитала:

- индекс ожидаемой продолжительности жизни;*
- индекс образования; и*
- индекс человеческого развития.*

Инвестор оценил, что низкий уровень расходов на здравоохранение в России в сочетании с неблагоприятной демографической ситуацией может отрицательно сказаться на продолжительности жизни. Это, в свою очередь, приведет к сокращению будущей рабочей силы, снижению производительности и будущего экономического роста, а также, вероятно, негативно повлияет на кредитоспособность государства в долгосрочной перспективе. Социальный аспект, хотя и не оказывает немедленного экономического влияния, был признан неблагоприятным для FSS в долгосрочной перспективе.

С учетом всех факторов России была присвоена оценка FSS –4, что является минимально возможным значением.

При формировании портфеля между двумя странами с одинаковой реальной доходностью предпочтение будет отдано той, у которой выше FSS. Это объясняется убеждением, что страна с более высокими стандартами по всем или некоторым факторам обеспечит лучший результат инвестиций на протяжении инвестиционного горизонта.

Обсуждение ESG в сфере облигаций и отличия от акций

Исторически практикующие специалисты по корпоративным облигациям адаптировали для своих нужд рамки материальности и устойчивости, а также методы ESG, используемые инвесторами в акции. В последнее время начали использоваться новые методы, специально ориентированные на облигации. Это связано с тем, что облигации отличаются по следующим характеристикам:

- кредитное качество;
- продолжительность (duration);
- графики платежей;
- встроенные опционы;
- старшинство (seniority);
- валюты;
- обеспечение (collateral); и
- инвестиционный горизонт.

Акции, как правило, не обладают такими характеристиками, и поэтому для них требуются другие методы интеграции ESG.

Инвесторы в корпоративные облигации могут использовать аналогичные принципы материальности и ESG, что и инвесторы в акции, но адаптировать их с учётом того, что материальность отличается между акциями и облигациями. Инвесторы в облигации могут считать более существенными ESG-факторы, влияющие на прочность баланса (а, следовательно, и на риски дефолта по долгам), тогда как инвесторы в акции больше озабочены будущими возможностями роста.

С точки зрения возможностей ESG может быть менее актуален для инвесторов в облигации, так как для них первоочередным является влияние ESG-факторов на способность компании выполнять свои долговые обязательства. Например, инвестор в акции может более благо-

приятно оценить приобретение компании в сфере «зелёных технологий», поскольку ожидает будущей ценности технологии, тогда как инвестор в облигации может беспокоиться о размере долга, необходимого для финансирования этой сделки. ESG-оценки (будь то сторонние или внутренние) сопровождают или интегрируются в внутренний кредитный анализ и инвестиционные решения.

Инвесторы в государственные облигации начали учитывать ESG, но использовать те же рамки материальности, что и инвесторы в акции или корпоративные облигации, оказалось непросто. Это связано с тем, что некоторые факторы на уровне страны (например, мир, коррупция, простота ведения бизнеса, свобода слова, уровень образования, стабильность регулирования и юридическая надёжность) могут быть не существенными для инвесторов в акции или корпоративные облигации. Кроме того, материальный фактор (например, климатическая политика или политика по углероду) будет по-разному влиять на анализ и оценку. Это усложняет превращение ESG-анализа в значимые суждения о кредитных рейтингах или спредах для суверенных стран. Тем не менее, определённые ESG-факторы (например, политический риск и факторы управления) обычно интегрируются инвесторами в анализ суверенных долгов, даже если они явно не обозначены как ESG.

Анализ ESG для муниципальных облигаций также может отличаться. В муниципальной сфере (регион, штат или город) оцениваются как практики управления и менеджмента эмитента, так и:

- общая прозрачность;
- отчётность;
- уровень коррупции;
- бюджетные практики;
- пенсионные обязательства; и
- контракты.

Некоторые инвесторы рассматривают инвестиции в муниципальные облигации для создания инклюзивных сообществ как менее рискованные из-за социальных выгод. В то же время могут быть и двойные цели: ожидаются рыночные доходности наряду с социальным эффектом. Это отличается от социального воздействия, которое не всегда предполагает рыночную (скорректированную на риск) доходность. Экологические факторы (например, качество воздуха в регионе и свя-

занные с этим риски для здоровья жителей) и качество инфраструктуры (например, очистные сооружения для сточных вод) также могут создавать риски, влияющие на способность эмитента выполнять долговые обязательства.

В целом, хотя философские подходы к идентификации материальных ESG-факторов и их применению в анализе схожи, тип факторов может различаться в разных классах активов, а методы интеграции ESG могут также варьироваться.

6.4. Оценка ESG-паевого инвестиционного фонда и управляющего фондом

Рейтинги устойчивого развития Morningstar и Real Impact Tracker (RIT) являются примерами оценки ESG паевых фондов и управляющих фондами.

Рейтинги устойчивого развития Morningstar

По состоянию на 2021 год Morningstar охватывал более 20 000 паевых инвестиционных фондов и более 2 000 ETF с оценкой от 1 до 5 (система была запущена в 2018 году). Для разработки рейтингов фондов используются рейтинги компаний от Sustainalytics (теперь часть Morningstar), а итоговый рейтинг доступен бесплатно. Morningstar применяет «подход, основанный на составе портфеля» – взвешенное среднее ESG-оценок компаний портфеля. Усилия управляющих по вовлечению акционеров и публичной адвокации, а также их уровень профессионализма, корпоративная культура и инвестиционная стратегия в расчет не берутся. Одним из ключевых замечаний к этому подходу является то, что подход, основанный на составе портфеля, игнорирует целенаправленную ESG-стратегию и носит обязательно ретроспективный характер.

Учитывая, что корреляция между двумя основными рейтинговыми системами (Sustainalytics и MSCI) низкая и переменная, а Morningstar использует только данные Sustainalytics для расчетов, сопоставимость между рейтингами и другими системами ограничена.

Real Impact Tracker (RIT)

RIT применяет более комплексный подход, проводя глубокую проверку (due diligence) при оценке управляющих. Его «сертифицированное сообщество» доступно публично с деталями проведенной оценки.

Вместо использования «подхода, основанного на составе портфеля», RIT оценивает:

- корпоративную культуру;
- философию управления;
- влияние процессов; и
- усилия в области государственной политики.

Система баллов Mercer

Инвестиционные консультанты, такие как Mercer, также оценивают ESG-возможности управляющих фондами, что часто делается на уровне стратегии фонда. У Mercer используется 4-балльная система, где высший рейтинг ESG = 1 присваивается менее чем 5% инвестиционных команд.

Возможные характеристики, на которые обращают внимание инвестиционные консультанты Mercer:

- Демонстрация того, что ESG-факторы учитываются в процессе принятия решений инвестиционными командами и корпоративной культуре.
- Предприняты усилия по включению ESG-факторов в оценочные метрики, с использованием собственного суждения команды относительно значимости и временных горизонтов.
- Долгосрочный инвестиционный горизонт и низкая текучесть портфеля.
- Политики и практики владения включают достаточный контроль, интеграцию с инвестиционным процессом и прозрачность.
- Для альтернативных активов есть доказательства применения лучших практик в области прозрачности и оценки, с мониторингом и улучшением ESG-показателей по мере необходимости для портфельных компаний и секторов.

- Продемонстрирована готовность к сотрудничеству с другими институциональными инвесторами для улучшения работы компании, сектора или рынка.

- Приверженность интеграции ESG видна во всей организации.

Цель таких оценщиков ESG – сформировать мнение о практиках и процессах интеграции ESG у различных управляющих фондами и стратегий, чтобы конечные пользователи, как розничные, так и институциональные, могли сопоставить свои ESG- и инвестиционные потребности с фондами, предоставляющими наилучшие соответствующие услуги. Их ограничения включают:

- различные методологии (некоторые сосредоточены на инвестиционных процессах, другие – на составе портфеля);
- использование разных источников данных или рейтинговых провайдеров;
- ограниченные источники данных, не прошедшие аудит;
- временные ресурсы, необходимые для проведения сравнений;
- относительно непрозрачный и несопоставимый способ проведения этих оценок.

6.5. Инструменты с фиксированным доходом, рейтинговые агентства и кредитный ESG скоринг

Прямое воздействие климатических изменений на физическую инфраструктуру, корпоративные скандалы и значимость человеческого капитала – это ESG-риски, влияющие на облигации. На них воздействуют надзор, прозрачность и подотчетность.

Методы интеграции ESG могут применяться к разным классам активов. Этот раздел сосредоточен на классе активов с фиксированным доходом.

В широком смысле ESG-факторы могут влиять на ценовую динамику облигации и её кредитный риск на разных уровнях.

Уровень эмитента и компании: Это риски, которые влияют на конкретный выпуск облигаций, а не на весь рынок. Они связаны с такими факторами, как корпоративное управление эмитента, соблюдение им нормативных требований, устойчивость баланса и специфические для компании элементы, такие как репутация бренда. Например, до-

ходность корпоративного долга автопроизводителя Volkswagen повысилась и оставалась высокой в течение длительного периода после скандала с фальсификацией данных о выбросах.

Уровень отрасли и региона: Эти риски возникают из более широких проблем, затрагивающих всю отрасль или регион. Они могут быть связаны с нормативно-правовыми факторами, технологическими изменениями, связанными с деятельностью компании, а также с рынками, на которых она закупает или продает продукцию. Например, считается, что энергетические компании более подвержены рискам, связанным с изменением климата, чем медиа-компании.

Для некоторых инвесторов существует предположение, что отдельные ESG-факторы могут влиять на ценовую динамику облигаций, но при этом фактически не влиять на кредитоспособность эмитента. Это связано с тем, что ESG-фактор может не рассматриваться как влияющий на риск банкротства, даже если он потенциально может влиять на цену. Это подчеркивает разницу между анализом рейтинга и оценкой актива.

Хорошее управление ESG-рисками не только влияет на цены активов, но и может фундаментально защищать человеческие жизни. Например, в результате оползня на шахте Rio Tinto в штате Юта, США, в 2013 году никто не пострадал. Лазерная система сканирования Rio Tinto отправила ранние предупреждения, что позволило оперативно эвакуировать людей с места происшествия. С другой стороны, недавний прорыв дамбы компании Vale в Бразилии в 2019 году привел к гибели многих людей.

Глобальные и региональные рейтинговые агентства

Существуют глобальные и региональные рейтинговые агентства (CRA). Исторически ESG-анализ обычно не учитывался CRA. Однако в последние годы ситуация изменилась. Важным этапом эволюции стал шаг S&P (глобальное рейтинговое агентство), которое в 2019 году внедрило ESG в рамках своих кредитных оценок. Всемирный банк также запустил свою базу данных по суверенному ESG в конце 2019 года.

Опросы инвесторов показывают, что фактор G остаётся более важным для кредитных инвесторов, чем факторы E и S. Кредитные ин-

весторы объясняют это тем, что риск снижения (например, риск банкротства и, следовательно, возможность потери всего капитала кредитного инвестора) важнее любого потенциального upside или возможности. Можно сказать, что upside более важен для инвесторов в акции. Потенциал роста ограничен для большинства кредитных инвесторов, тогда как риск снижения из-за банкротства напрямую влияет на доходность. Кредитные инвесторы считают предотвращение мошенничества и корпоративное управление важными факторами защиты от риска снижения (негативных кредитных событий).

Так как фактор G напрямую связан с предотвращением риска снижения, его прямая значимость для кредитных инвесторов прослеживается легче.

Многие из проблем аналогичны тем, что существуют в рейтингах ESG для акций. Эти проблемы включают:

- недостаток прозрачности;
- непоследовательные или изменяющиеся методологии;
- использование оценочных данных;
- отсутствие сопоставимости во времени и между поставщиками данных и компаниями.

Также существуют специфические проблемы для оценки инструментов с фиксированным доходом:

- горизонт инвестирования (например, трёхмесячные бумаги или 50-летние облигации);
- отсутствие права голоса через доверенное лицо;
- различные уровни вовлеченности менеджмента;
- уникальные особенности суверенного кредитования.

Оценка корпоративного кредитного риска

При оценке кредитного риска до 2016 года рейтинговые агентства (CRA) обычно не пытались учитывать экологическое, этическое или социальное влияние выпуска облигаций. Например, CRA могли частично игнорировать показатели экологического ущерба (например, выбросы CO₂ компании) или возможности в области экологии.

До 2016 года, при анализе углеродоёмких компаний, CRA обычно фокусировались на других материальных факторах – включая финансовые, регулирующие и юридические аспекты, которые могли влиять

на кредитный профиль компании. Однако к 2020 году многие CRA начали учитывать широкий спектр ESG-факторов (и оценивать их значимость). Они оценивают реакцию компании на ESG-риски и «ESG-события» и связывают это с потенциальными финансовыми последствиями, состоянием баланса или денежными потоками, например, с возможностью выполнять долговые обязательства.

Кроме того, в 2018–2019 годах Moody's и S&P разработали новые системы оценки ESG, которые продолжают эволюционировать и сегодня.

Как правило, CRA оценивают предсказуемость и надёжность способности эмитента генерировать будущие денежные потоки для выполнения своих долговых обязательств. Для этого они изучают, сможет ли компания продать свои активы для покрытия обязательств (при этом некоторые активы могут быть обесценены из-за ESG-проблем, например, угольные активы).

Уровни риска судебных разбирательств также часто анализируются, включая:

- экологические иски;
- трудовые споры;
- нарушения прав человека (например, законы против современного рабства).

В этом смысле ESG-риск, связанный с судебными разбирательствами, всегда учитывался в анализе CRA.

С количественной стороны анализ CRA фокусируется на:

- общем риске банкротства эмитента;
- прочности его баланса;
- сравнении с другими эмитентами.

Используя стандартный анализ кредитных коэффициентов, CRA могут тестировать:

- как ESG-факторы влияют на способность эмитента превращать активы в деньги (анализ прибыльности и денежных потоков);
- влияние изменения доходности – в результате ESG-события – на стоимость капитала в зависимости от доли долга в капитальной структуре эмитента (анализ коэффициента покрытия процентов и структуры капитала);

- в какой степени расходы, связанные с ESG, снижают способность эмитента генерировать прибыль и повышают риски рефинансирования;

- насколько эффективно руководство эмитента использует контролируемые активы для получения продаж и прибыли (коэффициенты эффективности).

В целом рейтинг CRA обычно:

- основывается на аналитическом суждении (как количественном, так и качественном), используя всю информацию, признанную аналитиками материальной;

- ориентирован на будущее с различной временной перспективой;

- состоит из динамических и относительных показателей;

- отражает относительную вероятность дефолта.

Заинтересованный инвестор в фиксированный доход может проводить собственную оценку значимости факторов или делать суждения, отличные от CRA (см. кейс-стади). Многие инвесторы считают аналогичное верным и для рейтингов ESG по акциям.

Как правило, кредитные инвесторы используют информацию из кредитных рейтингов, чтобы оценить, торговать и определить кредитный риск ценных бумаг с фиксированным доходом, а также решить, подходят ли они для инвестиций, но рейтинги – не единственный источник данных.

Сочетание исследований инвестора, анализа и суждений определяет пригодность инвестиций в облигации на основе множества факторов, одним из которых могут быть кредитные рейтинги. Другие факторы могут включать собственные показатели и рекомендации аналитиков по ценным бумагам. Следует отметить, что не все кредиты имеют рейтинг.

Тем не менее, кредитные рейтинги играют важную роль в оценке кредитного риска выпуска облигаций и обычно используются для определения и ограничения инвестиционных мандатов широкого круга институциональных инвесторов. Например, многие инвесторы в инвестиционный кредит имеют ограниченную или нулевую возможность инвестировать в высокодоходные облигации спекулятивного уровня.

Зелёные облигации (green bonds) как отдельный класс кредитных инструментов

Зелёные облигации (облигации, финансирующие экологические проекты) или облигации, соответствующие критериям В-согр, иногда рассматриваются как отдельный класс кредитных инструментов. Как только выполняются определённые ESG или критерии устойчивого развития, кредитный риск зелёной облигации обычно оценивается так же, как и стандартного кредита.

Обычно зелёная облигация – это инструмент с фиксированным доходом, привязанный к проектам, создающим экологическую пользу. Эмитенты используют привлечённые средства для различных мероприятий, направленных на смягчение последствий изменения климата, адаптацию к нему или на другие экологические цели, такие как охрана природы или контроль загрязнения. Примеры включают проекты в области возобновляемой энергии, общественного транспорта, энергоэффективных зданий и производственных процессов, управления сельскохозяйственными землями, обращения с отходами и водными ресурсами.

Часто зелёная облигация имеет форму проверки или гарантии от сторонней организации. Эта организация подтверждает, что финансирование соответствует критериям, установленным в облигации, хотя условия могут различаться для разных выпусков. Всё ещё ведутся дискуссии о том, что делает облигацию «зелёной», так как нет глобального консенсуса относительно типов капитальных проектов, подходящих под зелёные облигации. Тем не менее, существует несколько рамочных документов, которые могут начать стандартизироваться с публикацией EU Green Taxonomy и возможным введением EU Green Bond Standard в 2021 году.

Отметим, что сертификация B-corporation – это частная сертификация, выдаваемая коммерческим компаниям организацией B Lab, глобальной некоммерческой организацией, которая проверяет социальные и экологические показатели, публичную прозрачность и юридическую ответственность с целью балансирования прибыли и социальной миссии.

Принципы зелёных облигаций

Принципы представляют собой совокупность добровольных рамочных документов, миссия и стратегическое видение которых заключаются в продвижении роли, которую глобальные долговые рынки капитала могут играть в финансировании прогресса в области экологической и социальной устойчивости.

Принципы определяют лучшие практики выпуска облигаций, направленных на достижение социальных и/или экологических целей, посредством глобальных рекомендаций и руководящих указаний, способствующих повышению прозрачности и раскрытия информации. Тем самым они поддерживают целостность и надежность рынка. Кроме того, Принципы повышают осведомленность участников финансовых рынков о значимости экологического и социального воздействия инвестиций, что в конечном итоге направлено на привлечение дополнительного капитала для поддержки устойчивого развития.

Принципы зелёных облигаций направлены на поддержку эмитентов в финансировании экологически устойчивых проектов, способствующих формированию экономики с нулевым уровнем чистых выбросов и обеспечивающих защиту окружающей среды. Выпуск облигаций в соответствии с GBP (Green Bond Principles – принципы зеленых облигаций) должен обеспечивать прозрачное подтверждение их «зелёных» характеристик наряду с предоставлением инвестиционной возможности для инвесторов.

Рекомендуя эмитентам раскрывать информацию об использовании средств, привлеченных посредством выпуска зелёных облигаций, GBP способствуют качественному повышению прозрачности рынка. Это позволяет отслеживать направление финансовых средств на экологические проекты и одновременно улучшает понимание их предполагаемого воздействия.

GBP устанавливают укрупнённые категории допустимых «зелёных» проектов, учитывая разнообразие существующих подходов и продолжающееся развитие понимания экологических проблем и их последствий. При необходимости они также отсылают к другим организациям и инициативам, которые разрабатывают дополнительные определения, стандарты и таксономии для определения экологической устойчивости проектов.

GBР призывают всех участников рынка использовать данную основу для формирования собственных устойчивых практик, опираясь при необходимости на широкий набор дополнительных критериев.

Зелёные облигации (Green Bonds) представляют собой любой тип облигационного инструмента, в рамках которого привлечённые средства, либо эквивалентная им сумма, направляются исключительно на финансирование или рефинансирование, полностью или частично, новых и/или существующих допустимых зелёных проектов (см. раздел «Использование средств» ниже) и соответствуют четырём ключевым компонентам GBР.

Предполагается, что некоторые допустимые зелёные проекты могут иметь сопутствующие социальные эффекты – пример на рис. 6.1. При этом классификация облигации как зелёной должна определяться эмитентом исходя из основной цели финансируемых проектов. Облигации, средства которых намеренно направляются как на допустимые зелёные, так и на социальные проекты, называются облигациями устойчивого развития.

Важно отметить, что зелёные облигации не следует рассматривать как взаимозаменяемые с облигациями, которые не соответствуют четырём ключевым компонентам GBР.

Вместе с тем облигации, выпущенные на основе более ранних руководств по зелёным облигациям, опубликованных до настоящей версии, считаются соответствующими Принципам зелёных облигаций.



Рис. 6.1. Ветроэнергетические установки в море

Принципы зелёных облигаций (Green Bond Principles, GBP) представляют собой добровольные процессные рекомендации, направленные на повышение прозрачности и раскрытия информации, а также на обеспечение целостности и надежности развития рынка зелёных облигаций путем разъяснения подходов к их выпуску.

GBP предназначены для широкого применения участниками рынка: они предоставляют эмитентам рекомендации по ключевым компонентам, необходимым для выпуска надёжных и достоверных зелёных облигаций; помогают инвесторам благодаря обеспечению доступности информации, необходимой для оценки экологического воздействия инвестиций в зелёные облигации; а также содействуют андеррайтерам, предлагая важные шаги, способствующие проведению сделок таким образом, чтобы сохранялась целостность рынка.

GBP рекомендуют эмитентам четкий процесс и раскрытие информации, которые инвесторы, банки, андеррайтеры, организаторы размещения, агенты по размещению и другие участники рынка могут использовать для понимания характеристик конкретной зелёной облигации.

Принципы зелёных облигаций подчеркивают необходимость обеспечения прозрачности, точности и достоверности информации, которая должна раскрываться и представляться эмитентами заинтересованным сторонам на основе ключевых компонентов и основных рекомендаций.

Соответствие GBP предполагает наличие четырёх ключевых компонентов:

1. Использование средств (Use of Proceeds)
2. Процесс оценки и отбора проектов (Process for Project Evaluation and Selection)
3. Управление средствами (Management of Proceeds)
4. Отчетность (Reporting)

Ключевым элементом зелёной облигации является использование средств, привлечённых в результате её размещения, для финансирования допустимых зелёных проектов (Green Projects), которые должны быть надлежащим образом описаны в юридической документации по соответствующей ценной бумаге.

Все обозначенные допустимые зелёные проекты должны обеспечивать чётко выраженные экологические выгоды, которые подлежат оценке эмитентом и, по возможности, количественному измерению.

В случае если все средства или их часть используются либо могут быть использованы для рефинансирования, эмитентам рекомендуется предоставлять оценку соотношения между финансированием новых проектов и рефинансированием. При необходимости также следует уточнять, какие инвестиции или портфели проектов могут быть рефинансированы, а также, насколько это применимо, указывать ожидаемый ретроспективный период (look-back period) для рефинансируемых допустимых зелёных проектов.

GBP прямо признают несколько широких категорий допустимых зелёных проектов, которые способствуют достижению экологических целей, таких как:

- смягчение последствий изменения климата;
- адаптация к изменению климата;
- сохранение природных ресурсов;
- сохранение биоразнообразия;
- предотвращение и контроль загрязнения окружающей среды.

Зелёные проекты могут включать активы, инвестиции и виды деятельности, а также другие связанные и поддерживающие расходы, например научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (R&D), которые могут относиться более чем к одной категории и/или экологической цели.

Три из указанных выше экологических целей – предотвращение и контроль загрязнения, сохранение биоразнообразия и адаптация к изменению климата – одновременно выступают и как категории проектов в приведённом перечне. В данном контексте они относятся к проектам, специально направленным на достижение соответствующих экологических целей.

Категории допустимых зелёных проектов, перечисленные без определённого порядка, включают, но не ограничиваются следующими направлениями:

- Возобновляемая энергетика (включая производство энергии, её передачу, оборудование и продукцию);

- Энергоэффективность (например, в новых и модернизированных зданиях, системах накопления энергии, централизованных системах теплоснабжения, интеллектуальных сетях, энергоэффективном оборудовании и продукции);

- Предотвращение и контроль загрязнения окружающей среды (включая сокращение выбросов загрязняющих веществ в атмосферу, контроль выбросов парниковых газов, рекультивацию загрязнённых почв, предотвращение образования отходов, сокращение объёмов отходов, их переработку, а также получение энергии из отходов с высокой энерго- и экологической эффективностью).

- Экологически устойчивое управление живыми природными ресурсами и землепользованием (включая экологически устойчивое сельское хозяйство; экологически устойчивое животноводство; климатически ориентированные сельскохозяйственные ресурсы и технологии, такие как биологическая защита растений или капельное орошение; экологически устойчивое рыболовство и аквакультуру; экологически устойчивое лесное хозяйство, включая лесоразведение и лесовосстановление, а также сохранение или восстановление природных ландшафтов);

- Сохранение наземного и водного биоразнообразия (включая защиту прибрежных, морских и водосборных экосистем);

- Экологически чистый транспорт (например, электрический, гибридный, общественный, железнодорожный, немоторизованный и мультимодальный транспорт, инфраструктура для транспортных средств, использующих чистую энергию, а также проекты по сокращению вредных выбросов);

- Устойчивое управление водными ресурсами и сточными водами (включая устойчивую инфраструктуру для обеспечения чистой и/или питьевой водой, очистку сточных вод, устойчивые городские системы водоотведения, регулирование русел рек и другие меры по снижению риска наводнений);

- Адаптация к изменению климата (включая мероприятия по повышению устойчивости инфраструктуры к последствиям изменения климата, а также информационно-поддерживающие системы, такие как системы климатических наблюдений и раннего предупреждения);

– Продукты, производственные технологии и процессы, адаптированные к циркулярной экономике (например, разработка и внедрение повторно используемых, перерабатываемых и восстановленных материалов, компонентов и продукции; инструменты и сервисы циркулярной экономики), а также сертифицированные экологически эффективные продукты (рис. 6.2);

– «Зелёные» здания, соответствующие региональным, национальным или международно признанным стандартам или системам сертификации экологической эффективности.



Рис. 6.2. Проекты, направленные на сортировку отходов

Процесс оценки и отбора проектов

Эмитент зелёной облигации должен ясно и чётко доводить до сведения инвесторов следующую информацию:

- Экологические цели устойчивого развития, которым соответствуют допустимые зелёные проекты;
- Процесс, с помощью которого эмитент определяет, каким образом проекты соответствуют категориям допустимых зелёных проектов (примеры таких категорий приведены выше);
- Дополнительную информацию о процедурах, посредством которых эмитент выявляет и управляет предполагаемыми социальными и экологическими рисками, связанными с соответствующими проектами.

Эмитентам также рекомендуется:

- рассматривать и представлять указанную выше информацию в контексте общей стратегии, политики, целей и/или процессов эмитента, связанных с экологической устойчивостью;
- при необходимости предоставлять информацию о соответствии проектов официальным или рыночным таксономиям устойчивого финансирования, связанным критериям допустимости, включая, при наличии, критерии исключения, а также раскрывать применяемые экологические стандарты или сертификаты, используемые при отборе проектов;
- иметь процедуры выявления и минимизации существенных рисков потенциального негативного социального и/или экологического воздействия, связанных с соответствующими проектами. Такие меры могут включать проведение анализа компромиссов (trade-off analysis) и последующий мониторинг, если эмитент оценивает потенциальные риски как значимые.

Управление средствами

Чистые поступления от размещения зелёной облигации, либо сумма, эквивалентная этим чистым поступлениям, должны быть:

- зачислены на отдельный субсчёт,
- переведены в отдельный инвестиционный портфель,

- либо иным образом отслеживаться эмитентом соответствующим образом.

Эта процедура должна быть подтверждена эмитентом в рамках формализованного внутреннего процесса, связанного с операциями кредитования и инвестирования эмитента в допустимые зелёные проекты.

Пока зелёная облигация находится в обращении, остаток отслеживаемых чистых поступлений должен периодически корректироваться, чтобы соответствовать объёму средств, распределённых на допустимые зелёные проекты в течение соответствующего периода.

Эмитент также должен информировать инвесторов о предполагаемых формах временного размещения средств, которые ещё не были распределены на проекты.

Средства зелёных облигаций могут управляться:

- по каждой облигации отдельно (подход «облигация за облигацией»);
- либо на агрегированной основе для нескольких зелёных облигаций (портфельный подход).

GBR поощряют высокий уровень прозрачности и рекомендуют дополнять систему управления средствами внешней проверкой со стороны независимого аудитора или другой третьей стороны, которая подтверждает:

- метод внутреннего отслеживания средств,
- распределение средств, полученных от размещения зелёных облигаций.

Отчётность

Эмитенты должны предоставлять и поддерживать в открытом доступе актуальную информацию об использовании средств, полученных от размещения зелёных облигаций.

Такая информация должна:

- обновляться ежегодно до полного распределения средств,
- а также публиковаться оперативно в случае существенных изменений.

Годовой отчёт должен включать:

- перечень проектов, на которые были направлены средства от зелёных облигаций;
- краткое описание проектов;
- объёмы распределённых средств;
- ожидаемый экологический эффект от реализации проектов.

В случаях, когда соглашения о конфиденциальности, конкурентные соображения или большое количество проектов ограничивают возможность раскрытия детальной информации, GBR рекомендуют представлять данные:

- в обобщённой форме,
- либо на уровне агрегированного портфеля (например, процент средств, направленных на определённые категории проектов).

Прозрачность имеет особое значение для информирования о ожидаемом и/или фактически достигнутом экологическом воздействии проектов (рис. 6.3).

GBR рекомендуют использовать:

- качественные показатели эффективности,
- а также, по возможности, количественные показатели,
- и раскрывать основную методологию и предположения, применяемые при количественной оценке воздействия.

Эмитентам рекомендуется, по возможности, использовать и применять руководящие рекомендации и шаблоны отчётности по воздействию, представленные в Harmonised Framework for Impact Reporting.

Использование краткого сводного документа, отражающего основные характеристики зелёной облигации или программы зелёных облигаций и демонстрирующего её ключевые параметры в соответствии с четырьмя основными компонентами GBR, может помочь участникам рынка лучше понять особенности выпуска.



Рис. 6.3. Устойчивая вода и сохранение биоразнообразия

Рамочная программа зелёных облигаций (Green Bond Framework)

Эмитенты должны объяснить, каким образом их зелёная облигация или программа зелёных облигаций соответствует четырём ключевым компонентам Принципов зелёных облигаций (GBP), а именно:

- Использование средств (Use of Proceeds).
- Процесс оценки и отбора проектов (Process for Project Evaluation and Selection).
- Управление средствами (Management of Proceeds).
- Отчётность (Reporting).

Такое описание должно быть представлено в рамочной программе зелёных облигаций (Green Bond Framework) или в юридической документации по выпуску облигаций.

Указанные рамочные программы и/или юридическая документация должны быть доступны инвесторам в удобном и легко доступном формате.

Эмитентам рекомендуется обобщать в рамочной программе зелёных облигаций ключевую информацию с учётом общей стратегии устойчивого развития эмитента. В частности, это может включать ссылки на пять основных экологических целей, определённых в GBP:

- смягчение последствий изменения климата;

- адаптация к изменению климата;
- сохранение природных ресурсов;
- сохранение биоразнообразия;
- предотвращение и контроль загрязнения окружающей среды.

Эмитентам также рекомендуется раскрывать информацию о таксономиях устойчивого финансирования, экологических стандартах или системах сертификации, которые используются при отборе проектов.

Типы зелёных облигаций

В настоящее время выделяют четыре типа зелёных облигаций (по мере развития рынка могут появляться дополнительные типы, которые будут включаться в обновления Принципов зелёных облигаций – Green Bond Principles, GBP).

1. Стандартная зелёная облигация с целевым использованием средств (Standard Green Use of Proceeds Bond). Это необеспеченное долговое обязательство, по которому инвестор имеет право требования только к эмитенту (полный регресс к эмитенту). Такая облигация соответствует требованиям GBP, а привлечённые средства направляются на финансирование или рефинансирование зелёных проектов.

2. Зелёная облигация, обеспеченная доходами (Green Revenue Bond). Это долговое обязательство без регресса к эмитенту, соответствующее GBP, при котором кредитный риск инвестора связан с заложенными денежными потоками (например, доходами, сборами, налогами и т.п.). Средства от размещения облигаций направляются на финансирование связанных или несвязанных зелёных проектов.

3. Зелёная проектная облигация (Green Project Bond). Это проектная облигация, выпускаемая для финансирования одного или нескольких зелёных проектов. Инвестор напрямую принимает на себя риски проекта или проектов, с возможным правом требования к эмитенту или без него. Такая облигация также должна соответствовать требованиям GBP.

4. Обеспеченная зелёная облигация (Secured Green Bond). Это обеспеченная облигация, чистые поступления от которой используются исключительно для финансирования или рефинансирования: зе-

лѐных проектов, являющихся обеспечением конкретного выпуска облигаций (так называемая обеспеченная зелёная облигация с залогом проектов – Secured Green Collateral Bond); или зелёных проектов эмитента, инициатора или спонсора, которые могут являться или не являться обеспечением конкретного выпуска облигаций полностью или частично (так называемая стандартная обеспеченная зелёная облигация – Secured Green Standard Bond).

Secured Green Standard Bond может представлять собой отдельный класс или транш более крупной сделки.

Категория обеспеченных зелёных облигаций может включать (но не ограничивается):

- покрытые облигации (covered bonds),
- секьюритизации,
- коммерческие бумаги, обеспеченные активами (asset-backed commercial paper),
- обеспеченные облигации (secured notes),
- другие обеспеченные структуры.

В таких инструментах денежные потоки от активов обычно служат источником погашения, либо активы выступают обеспечением по облигациям с приоритетом перед другими требованиями кредиторов.

Для каждой обеспеченной зелёной облигации эмитент, инициатор или спонсор должен чѐтко указать в маркетинговых материалах, документации по размещению или иным способом, какой из методов применяется – то есть является ли облигация Secured Green Collateral Bond или Secured Green Standard Bond.

Двойной учѐт зелёных проектов не допускается. Один и тот же зелёный проект не может одновременно учитываться в рамках обеспеченной зелёной облигации и любого другого действующего инструмента зелёного финансирования. Эмитент, инициатор или спонсор (в зависимости от случая) должен обеспечить полное соответствие всем основным компонентам Принципов зелёных облигаций (GBP).

Оценка кредитного риска государства

Конкурентоспособность страны, её рост и потенциальный рост, качество управления и политическая стабильность – всё это важные

составляющие процветания. При этом может учитываться множество ESG-факторов, включая доступность и управление:

- ресурсами (включая демографические тенденции, человеческий капитал, образование и здравоохранение);
- развивающимися технологиями; и
- государственными регламентами и политикой.

Тем не менее, обычно рейтинговые агентства (CRA) в первую очередь интересуется способность правительства генерировать достаточно доходов для погашения своих финансовых обязательств.

Каждое рейтинговое агентство использует собственную методологию при оценке суверенного долга, но обычно рассматриваются следующие аспекты:

- экономический рост; и
- управление (governance).

То, как E- и S-факторы влияют на экономический рост и его потенциал, может быть косвенным, и подход CRA к оценке этого аспекта продолжает развиваться. Фактор G является более очевидным и прямым показателем, который исторически анализировался. В отношении G каждое крупное рейтинговое агентство использует собственную методику оценки, что во многом повторяет сложности, связанные с ESG-рейтинговыми оценками акций.

Таким образом, существует множество методов интеграции ESG-факторов в различные классы активов, хотя большинство инвесторов стремятся использовать эти инструменты для максимизации доходности с учётом риска. Несмотря на то, что отдельные инструменты специфичны для конкретного класса активов, общая методология – выявление существенных ESG-факторов и их последующая интеграция в оценку и анализ – остаётся схожей.

По состоянию на 2026 год эта область остаётся динамичной, как и в последние годы, а экспертные методы и инструменты анализа продолжают развиваться.

Ключевые факты

1. Инвесторы интегрируют ESG-инструменты с целью повышения инвестиционной доходности, снижения инвестиционных рисков,

удовлетворения требований клиентов, а также соблюдения регуляторных и нормативных требований.

2. Существует множество подходов к интеграции ESG-анализа в инвестиционный процесс компании. Многие из этих подходов могут комбинироваться между собой, при этом отдельные методы более применимы к определённым классам активов и типам рисков.

3. Количественные и качественные методы ESG-анализа могут использоваться на всех этапах инвестиционного процесса – от генерации инвестиционных идей и аналитических исследований до оценки активов, и формирования инвестиционного портфеля.

4. Оценка существенности является одним из ключевых инструментов ESG-анализа, поскольку инвесторы, как правило, проводят различие между существенными ESG-факторами, оказывающими влияние на инвестиционные решения, и несущественными факторами, которые такого влияния не имеют.

5. Первичные ESG-данные поступают из прямых источников, тогда как вторичная ESG-информация представляет собой обработанные, интерпретированные или оценённые данные. В рамках анализа инвесторы могут использовать оба типа источников. Как и любые данные, ESG-информация требует корректной интерпретации с учётом контекста.

6. ESG-рейтинговые агентства используют сочетание ESG-данных и собственных аналитических методологий для присвоения ESG-рейтингов акциям и долговым инструментам. В настоящее время между рейтингами различных агентств наблюдается неоднородная корреляция, что обусловлено различиями в методологиях.

7. Кредитные рейтинговые агентства (CRA) всё активнее учитывают ESG-факторы, в особенности факторы корпоративного управления (G), при формировании кредитных рейтингов. Данный процесс уже получил развитие и, как ожидается, будет ускоряться в дальнейшем.

8. Инвестиционные консультанты и владельцы активов используют ESG-оценку для анализа и отбора управляющих компаний, включая её в систему критериев принятия инвестиционных решений.

9. Провайдеры индексов применяют ESG-факторы при формировании ESG-индексов, которые могут носить как тематический, так и универсальный характер.

10. Инвесторы используют широкий спектр ESG-рейтингов и аналитических методов – как разработанных внутри организации, так и полученных от сторонних поставщиков – для повышения качества оценки активов и принятия инвестиционных решений.

11. Инструменты ESG-анализа и методы интеграции ESG продолжают развиваться высокими темпами, что обусловлено растущим спросом со стороны инвесторов и конечных клиентов.

Вопросы для самопроверки

1. Каковы ключевые цели и задачи интеграции ESG-факторов в инвестиционный процесс?

2. На каких методологических и информационных основаниях строится качественный ESG-анализ в рамках инвестиционного процесса?

3. Какие источники информации и аналитические суждения лежат в основе выводов профессиональных ESG-аналитиков и портфельных управляющих?

4. Какие ключевые компоненты и инструменты включает система интеграции ESG-факторов в инвестиционную деятельность?

5. Как определяется и применяется понятие существенности (materiality) в ESG-инвестировании?

6. Каков типовой хронологический порядок формирования и внедрения системы ESG-показателей в инвестиционном процессе?

7. С какими основными проблемами качества данных и раскрытия нефинансовой информации сталкиваются инвесторы при интеграции ESG-факторов?

8. Какой фактор, как правило, является определяющим при ESG-оценке суверенных эмитентов и инструментов суверенного долга?

9. Какова экономическая и инвестиционная сущность «зелёных» облигаций и их роль в устойчивом финансировании?

10. Какие инвестиционные рекомендации может сформулировать аналитик в случае, если компания демонстрирует показатели ESG ниже среднего уровня?

Глава 7. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ МАНДАТЫ, АНАЛИТИКА ПОРТФЕЛЯ И ОТЧЕТНОСТЬ КЛИЕНТОВ

7.1. Подотчетность перед клиентами и согласование с ними

В данной главе предпринимается попытка связать воедино основные идеи предыдущих глав и показать, каким образом рассмотренные темы реализуются на практике:

Подотчётность перед клиентами и согласованность с ними, в том числе:

- через инвестиционные мандаты и ожидания, устанавливаемые клиентами;
- через то, каким образом управляющие фондами доносят до клиентов информацию о своей работе в области экологических, социальных и управленческих факторов (ESG).

В главе отмечается, что проблемы агентских отношений могут возникать как внутри инвестиционной цепочки, так и между инвесторами и корпоративным менеджментом, и что ключевые принципы корпоративного управления – подотчётность и согласованность интересов – могут быть использованы для выработки адекватных решений этих проблем и в инвестиционной сфере. Проектирование инвестиционных мандатов таким образом, чтобы они обеспечивали инвестиционные процессы, ориентированные на долгосрочные горизонты, к которым, как правило, стремятся владельцы активов, является критически важной задачей, хотя её практическая реализация остаётся сложной.

В более широком смысле в главе анализируются методы оценки, применяемые клиентами и их консультантами для выбора подходящих управляющих фондами и получения уверенности в том, что они продолжают реализовывать согласованные инвестиционные процессы.

Основатель Vanguard Джон Богл называл наше общество обществом «двойного агентства» – то есть таким, в котором корпоративные агенты (на практике – генеральные директора компаний), обязанные представлять интересы акционеров, сталкиваются с управляющими активами/агентами, которые сами обязаны представлять интересы пайщиков взаимных фондов и своих других клиентов, зачастую пенсионных фондов.

По мнению Богла, существует сходство между агентской проблемой, для решения которой предназначено корпоративное управление, и агентскими проблемами, возникающими в инвестиционной цепочке. Как и в корпоративном управлении, эти агентские проблемы в инвестиционной цепочке могут быть решены (хотя и не полностью устранены) за счёт тщательной **согласованности** и **подотчётности**:

- Согласованность должна быть выстроена таким образом, чтобы временные горизонты и структура оценки работы и вознаграждения портфельных управляющих максимально отражали как результаты, фактически получаемые обслуживаемыми ими клиентами, так и те временные горизонты, в течение которых требуется достижение этих результатов.

- Подотчётность предполагает, что портфельные управляющие реагируют на чётко выраженные намерения своих клиентов и предоставляют отчётность в полном объёме, насколько это требуется.

Клиентские инвестиционные мандаты могут обеспечивать реализацию этих двух элементов при условии их качественного проектирования. Существует ряд этапов грамотной разработки мандатов, а также процессов надзора и мониторинга, позволяющих оценить, действительно ли мандаты реализуются на практике. Эти этапы можно охарактеризовать следующим образом.

А. Уточнение потребностей клиента: определение ESG-инвестиционной стратегии

Первым шагом в эффективной разработке мандата является чёткое формулирование клиентом своих потребностей и их ясное изложение в виде инвестиционных убеждений в области ESG. Это, в свою очередь, требует от клиента определения своих инвестиционных целей и убеждений. Институциональные клиенты, как правило, хорошо осознают цели, которых они стремятся достичь (их целевую доходность с поправкой на риск на соответствующем временном горизонте), однако им может быть сложнее чётко сформулировать свои инвестиционные убеждения.

Тем не менее именно эти убеждения определяют, каким образом клиент будет создавать стоимость и формировать инвестиционный подход. Инвестиционные убеждения – которые могут быть зафиксированы, например, в Заявлении об инвестиционных принципах (Statement

of Investment Principles) – должны направлять общий ESG-подход (и инвестиционный подход в целом) и помогать формировать мандат, согласованный с выбранным инвестиционным управляющим.

Б. Полная согласованность инвестиционного подхода с ESG-убеждениями клиента

После того как инвестиционные убеждения клиента определены, следующей задачей становится обеспечение их практической реализации в инвестиционном подходе управляющего. Это может потребовать чёткого определения базовых ожиданий, включая такие вопросы, как соответствующие подходы к ESG-скринингу.

Как отмечается в отчёте Принципов ответственного инвестирования (PRI), владельцы активов должны обеспечивать, чтобы мандаты охватывали инвестиции по всем классам активов (что подразумевается формулировками мандата), а также чтобы уровень амбиций включал, при необходимости, интеграцию ESG-факторов и взаимодействие с эмитентами по всем классам активов в соответствии с инвестиционными убеждениями и стратегиями клиента.

В. Разработка ориентированных на клиента ESG-осознанных инвестиционных мандатов

Обеспечение полной операционной реализуемости мандата обычно осуществляется посредством детального процесса запроса предложений (Request for Proposals, RFP). Как правило, он принимает форму подробного опросника, направляемого длинному списку потенциальных управляющих. Исследования показывают, что в настоящее время такие опросники содержат как минимум отдельные вопросы по ESG. Однако для клиентов, менее ориентированных на ESG, эти вопросы, как правило, немногочисленны и носят поверхностный характер.

Для владельцев активов, которые относятся к ESG более серьёзно, вопросы будут более детализированными и требовательными и составят значимую часть процесса принятия решений в рамках RFP. Этот процесс обычно используется для формирования короткого списка потенциальных управляющих, после чего следует так называемый этап «парада кандидатов» – серия встреч между соответствующими представителями владельца активов (иногда инвестиционным

комитетом совета, членами исполнительной команды или просто инвестиционным консультантом – в зависимости от масштаба мандата и внутренних ресурсов владельца активов) и несколькими потенциальными управляющими фондами (как правило, около трёх), прошедшими на данный этап отбора.

Г. Адаптация ESG-инвестиционного подхода к ожиданиям клиента

Разные типы клиентов имеют существенно различающиеся ожидания в отношении ESG-вопросов и общего инвестиционного подхода. Реагирование на эти различные ожидания может требовать принципиально разных инвестиционных подходов и, соответственно, разных типов фондов. Крайне важно находить способы обеспечить согласованность клиента и управляющего фондом в рамках выбранного подхода, а также полное понимание соответствующих ожиданий. Это может быть реализовано как за пределами юридического инвестиционного мандата, так и в его рамках.

Д. Привлечение управляющих к ответственности

После согласования мандата клиент стремится убедиться, что управляющий действительно выполняет его условия. Обычно это сводится к достаточно узкой оценке того, обеспечивает ли управляющий финансовые результаты в соответствии с ожиданиями. Безусловно, если фактические результаты существенно отличаются от ожидаемых для конкретных рыночных условий, следует задавать вопросы о недостаточной эффективности.

Однако на практике это происходит не так часто. В случае ESG-мандатов оценка, как правило, охватывает более широкий круг вопросов. Она принимает две основные формы:

- мониторинговые встречи между клиентом и управляющим фондом;
- измерение и отчётность управляющего по показателям ESG-эффективности.

Каждая из этих областей более подробно рассматривается в последующих разделах данной главы.

7.2. Выяснение потребностей клиентов: определение инвестиционной стратегии ESG

Для того чтобы интегрировать долгосрочную перспективу, рассмотренную в Разделе 1, а также ESG-подход в инвестиционные мандаты, которые владельцы активов передают управляющим, сами владельцы активов должны сформировать чёткое понимание собственных взглядов на ESG и на инвестиции в целом. В настоящее время для владельцев активов стало обычной практикой формулировать свои инвестиционные убеждения – то есть общее философское представление о том, какие инвестиционные подходы будут обеспечивать доходность и создание стоимости на релевантном временном горизонте. Большинство владельцев активов сегодня включают в такие убеждения и позицию по ESG-факторам.

Ассоциация Pensions and Lifetime Savings Association (PLSA) разрабатывает для своих членов Контрольный перечень практик ответственного владения (Stewardship Checklist), который поощряет именно такое формирование более широкого, философски выверенного подхода.

Пример

Контрольный перечень практик ответственного владения PLSA (PLSA Stewardship Checklist)

В данном контрольном перечне (полезном не только для пенсионных схем, но и для всех владельцев активов) выделяются три ключевых требования.

Для обеспечения эффективной и содержательной стратегии ответственного владения (stewardship) инвесторам следует:

✓ Чётко определить, как stewardship вписывается в их инвестиционную стратегию и политику и каким образом он помогает достигать инвестиционных целей. Это должно включать:

- ясное и согласованное понимание советом попечителей и соответствующими организациями (например, работодателем) общей миссии, назначения и целей;

- определённый и согласованный набор инвестиционных убеждений – включая убеждения по вопросам ESG – на таком уровне детализации, который, с одной стороны, комфортен для всех участников, а

с другой – достаточно конкретен, чтобы реально информировать и направлять инвестиционную стратегию и цели;

- надёжную систему принятия решений и мониторинга инвестиционной политики схемы – в том числе по вопросам ESG – и роли, которую в этом играет активное и ответственное владение активами участников. Такая система может быть оформлена либо в виде отдельной политики, либо быть полностью интегрирована в инвестиционную политику схемы;

- стратегию того, как stewardship учитывается в процессе отбора управляющих и в дальнейшем мониторинге взаимоотношений с ними.

- ✓ Стремиться обеспечить, чтобы управляющие фондами и другие поставщики услуг эффективно интегрировали долгосрочные ESG-факторы в свой инвестиционный подход.

Используя процедуры due diligence и процесс назначения управляющих, пенсионные схемы должны получить чёткое понимание подходов потенциальных управляющих к интеграции ESG и к stewardship. Необходимо убедиться, что эти подходы полностью соответствуют инвестиционной стратегии, политике и целям схемы на соответствующем временном горизонте.

- ✓ Работать совместно со своими консультантами для оценки доступных ресурсов для осуществления stewardship-деятельности, охвата активов и выбора подходящей организационной структуры.

Некоторые схемы располагают ресурсами для создания собственной команды по stewardship. Другим потребуется передать эти функции на аутсорсинг – либо существующему управляющему активами, либо специализированному провайдеру «overlay»-услуг в области stewardship. Следует отметить, что делегирование функций stewardship **не освобождает** схемы от ответственности: они должны сохранять контроль над выбранным подходом и иметь чёткое понимание действий, осуществляемых от их имени.

Как указывает PLSA, инвестиционная философия часто формируется исходя из общей цели организации, закреплённой в её учредительных документах. Для многих владельцев активов сегодня крайне важно, чтобы ESG было интегрировано в эту цель. Не в последнюю очередь потому, что с октября 2019 года изменения в Правилах инвестирования профессиональных пенсионных схем Великобритании (Occupational Pension Scheme Investment Regulations, 2005) обязали

пенсионные схемы отражать в своём Заявлении об инвестиционных принципах (Statement of Investment Principles, SIP) политику в отношении того, каким образом они учитывают финансово значимые ESG-факторы в своём инвестиционном подходе, а также в какой степени они осуществляют stewardship, включая взаимодействие с компаниями и голосование.

Новые требования к раскрытию информации, введённые в соответствии с Директивой ЕС о правах акционеров II (Shareholder Rights Directive II), будут усиливать аналогичный подход по всему Европейскому союзу. Во многих других странах мира также были сформированы сопоставимые ожидания. Отправной точкой инвестиционного процесса часто является то, как ESG рассматривается в контексте общей инвестиционной философии или цели организации.

Ниже приведены два достаточно показательных примера того, как такие цели формулируются крупнейшими глобальными владельцами активов.

Из заявления CPP Investment Board (Канада):

«CPP Investments инвестирует активы CPP с одной ключевой целью – максимизировать доходность без чрезмерного риска потерь, принимая во внимание факторы, которые могут повлиять на финансирование CPP. Наша инвестиционная стратегия направлена на использование наших сравнительных преимуществ при одновременном соблюдении приверженности ответственному инвестированию».

Из заявления AustralianSuper:

«Мы прилагаем все усилия для максимизации инвестиционной доходности в долгосрочной перспективе, чтобы участники могли рассчитывать на лучшее будущее. Как долгосрочные инвесторы, мы фокусируемся на вложениях в сочетание качественных активов, способных со временем увеличивать накопления участников. При этом мы балансируем доходность с пониманием рисков, которые необходимо принять для достижения этой цели, и стремимся обеспечивать конкурентоспособную доходность по сравнению с аналогами.

Наши четыре ключевых инвестиционных убеждения лежат в основе нашего инвестиционного подхода. Строгая система корпоратив-

ного управления и дисциплинированный инвестиционный процесс помогают нам распределять и управлять сбережениями участников и сохранять статус одного из ведущих пенсионных фондов Австралии.

Наши четыре инвестиционных убеждения:

- 1. Мы возвращаем всю прибыль участникам.*
- 2. Мы верим в активное управление – как распределение активов, так и отбор ценных бумаг.*
- 3. Мы используем масштаб для снижения издержек и более эффективного структурирования инвестиций.*
- 4. Мы осознаём нашу ответственность перед более широким сообществом, что соответствует нашим обязательствам по максимизации выгод для участников».*

То, каким образом цель организации, её инвестиционные убеждения и философия рассматривают влияние ESG на инвестиционную доходность – как источник рисков или как фактор создания стоимости, – определяет, как ESG будет интегрировано в инвестиционные мандаты и чего владелец активов будет ожидать от управляющих фондами. Это чётко изложено в статье McKinsey от октября 2017 года.

В статье предлагается рамочная структура для формирования инвестиционной политики и философии, а затем – их практической реализации. В ней говорится, что:

«Устойчивая инвестиционная стратегия состоит из базовых элементов, хорошо знакомых институциональным инвесторам: баланса между риском и доходностью и гипотезы о том, какие факторы в наибольшей степени влияют на финансовые результаты компаний».

Исходя из этих двух базовых элементов, McKinsey предлагает владельцам активов задать себе два фундаментальных вопроса при формировании ESG-инвестиционной философии.

1. Являются ли ESG-факторы более важными для управления рисками или для создания стоимости?

«Если мандат ориентирован на управление рисками, стратегия может быть направлена на исключение компаний, секторов или регионов, которые инвесторы считают особенно рискованными с точки зрения ESG-факторов, либо на ведение диалога с корпоративным менеджментом о снижении ESG-рисков. Если же фокус сделан на создании стоимости, инвесторы могут, напротив, увеличивать долю в портфеле

компаний или секторов, демонстрирующих сильные показатели по ESG-факторам, которые, по их мнению, связаны с созданием стоимости».

2. Какие ESG-факторы являются существенными?

McKinsey отмечает, что этот вопрос значительно сложнее, чем может показаться на первый взгляд, и что существуют масштабные проекты в области раскрытия информации, посвящённые определению существенных факторов на уровне отраслей – не говоря уже об уровне отдельных компаний. Характер инвестиционного портфеля добавляет ещё один уровень сложности. Компания утверждает:

«Отбор существенных факторов зачастую в определённой степени зависит от структуры портфеля по классам активов, географическим регионам и конкретным компаниям. Например, факторы корпоративного управления, как правило, имеют особенно важное значение для инвестиций в частный капитал, поскольку такие инвестиции как правило, характеризуются крупными долями владения и ограниченным регуляторным надзором».

7.3. Полное соответствие инвестиций требованиям ESG клиента

После того как клиент – владелец активов – сформировал свою инвестиционную философию и инвестиционные убеждения, их необходимо перевести в конкретные параметры мандатов, которые он передаёт управляющим фондами. Как отмечает McKinsey, существует два ключевых вопроса, на основе которых это может быть реализовано на практике:

1. Является ли ESG инструментом управления рисками или источником инвестиционных преимуществ?

2. Какие аспекты ESG являются наиболее значимыми с точки зрения владельца активов?

Определение ответов на эти вопросы станет отправной точкой для формирования выдаваемых мандатов. Кроме того, по мере детализации ожиданий эти ответы должны быть отражены непосредственно в условиях самих инвестиционных мандатов.

Полученные ответы также помогут сформировать общую стратегическую аллокацию активов (Strategic Asset Allocation, SAA) владельца активов – то есть долгосрочную структуру распределения активов по классам активов и регионам. Они могут также служить ориентиром при принятии решений по тактической аллокации активов (Tactical Asset Allocation, TAA) – краткосрочным отклонениям от SAA в ответ на более краткосрочные рыночные и иные обстоятельства.

Пример

Пенсионный фонд, обеспокоенный изменением климата

Пенсионный фонд обладает устойчивыми убеждениями относительно надвигающихся последствий изменения климата.

- Фонд может создать несколько инвестиционных мандатов, ориентированных на вложения в новые технологии, включая производство возобновляемой энергии.

- Основные мандаты фонда по акциям и долговым инструментам могут включать скрининг, предусматривающий исключение инвестиций в компании, связанные с ископаемым топливом.

- Фонд может требовать, чтобы любой мандат на инвестиции в государственные облигации включал активный ESG-overlay, направленный на ограничение вложений в страны, где физические последствия изменения климата, вероятно, будут наиболее острыми.

Инвестиционный портфель фонда (foundation), обеспокоенный нарушениями прав человека

Инвестиционный портфель фонда, инвестиционные убеждения которого в значительной степени основаны на обеспокоенности нарушениями прав человека, с большей вероятностью будет:

- применять подход скрининга по всем портфелям, требующий исключения любых инвестиций, в отношении которых выдвигаются серьёзные обвинения в нарушениях прав человека;

- исключать вложения в отдельные страны, где нарушения прав человека воспринимаются как систематическое явление либо где стандарты в области прав человека быстро ухудшаются.

Разумеется, на практике инвестиционные убеждения и мандаты, создаваемые для их отражения, редко бывают столь одномерными, как это может показаться на примере двух приведённых выше кейсов. Кроме того, клиент всегда ожидает, что наряду с реализацией более

широких требований, предъявляемых к инвестиционному подходу, будут обеспечиваться и инвестиционные доходы.

В статье McKinsey также предлагается полезная рамочная модель для понимания различных способов, с помощью которых ESG-соображения могут быть отражены в инвестиционном подходе владельца активов и, тем самым, полностью внедрены в практическую деятельность его управляющих фондами. Эта модель представлена в табл. 7.1.

Таблица 7.1. Применение практик устойчивого инвестирования

Аспект	Элементы устойчивого инвестирования
Инвестиционный мандат	• Учет ESG-факторов, включая их приоритизацию • Целевые показатели
Инвестиционные убеждения и стратегия	• Обоснование интеграции ESG • Существенные ESG-факторы
Инвестиционные операционные элементы: Инструменты и процессы	• Негативный скрининг • Позитивный скрининг • Проактивное взаимодействие
Ресурсы и организация	• ESG-экспертиза и компетенции • Интеграция с инвестиционными командами • Сотрудничество и партнерства
Управление результативностью	• Оценка внешних управляющих (скрининг и последующий контроль) • Контроль внутренних управляющих (включая стимулы)
Публичная отчетность	• Подотчетность • Прозрачность

Сами управляющие фондами, стремясь получить мандаты, отражающие ESG-ориентированные требования клиентов, будут разрабатывать собственные политики, обеспечивающие полноценную интеграцию ESG-подходов в управление портфелями. Это является одновременно элементом маркетинга их инвестиционного подхода и способом дифференциации в условиях насыщенного и конкурентного инвестиционного рынка. Наличие общей, рамочной политики также помогает формировать и развивать соответствующее мышление внутри са-

мих инвестиционных команд. ESG-политика должна формально описывать инвестиционный подход компании и степень интеграции ESG в её деятельность.

Такая ESG-политика предоставляет управляющему фондами возможность подчеркнуть значимость – либо, в отдельных случаях, ограниченную применимость – норм и принципов ответственного инвестирования (например, разработанных в рамках PRI) для инвестиционной стратегии или стратегий компании. Ряд инвестиционных стратегий сталкивается с присущими им ограничениями, которые могут быть обусловлены, в частности:

- отсутствием релевантных ESG-данных в рамках соответствующего инвестиционного охвата; или
- относительным дефицитом методологий и лучших практик по применению ESG-интеграции в конкретном классе активов.

При этом важно отметить, что рынок ESG развивается крайне быстрыми темпами, и новые продукты и решения постоянно выводятся на рынок, в результате чего пробелов в предложении становится всё меньше. Соответствуют ли эти новые решения потребностям инвесторов – предстоит оценивать самим владельцам активов.

Пример

Мультистратегическая инвестиционная компания

В интересах мультистратегической инвестиционной компании, которая управляет как фундаментальными, так и количественными ESG-стратегиями, подчёркивать, что мероприятия активного владения (такие как взаимодействие с компаниями – engagement) более релевантны для более концентрированных фундаментальных стратегий, чем для более диверсифицированных количественных портфелей.

Применение ESG к отдельным классам активов – таким как сырьевые товары или фонды денежного рынка – находится на начальной стадии развития.

Ниже приведены два примера **ESG-философий** ведущих компаний по управлению активами.

RBC Global Asset Management

«Мы инвестируем в устойчивые, качественные компании по привлекательным оценкам и осуществляем ответственное владение ими

в долгосрочной перспективе. Для этого мы используем анализ нематериальных факторов, ESG и бизнеса в сочетании с тщательным анализом рисков. Финансовый анализ и ESG-оценка неразрывно связаны при оценке бизнеса. В долгосрочной перспективе компании успешно развиваются тогда, когда инвестируют в ESG-нематериальные факторы, которые ведут к более устойчивым и стабильным финансовым результатам.

Мы рассматриваем ESG-факторы как нетрадиционные источники рисков и возможностей, которые, по нашему мнению, должны быть частью оценки каждой компании... Значимость конкретных ESG-вопросов различается от отрасли к отрасли, поэтому мы считаем важным интегрировать ESG непосредственно в анализ компании, а не использовать его лишь в виде предварительного скрининга или надстройки (overlay). Это облегчает взаимодействие с компаниями и обеспечивает включение ESG-рисков и возможностей в фундаментальный оценочный анализ, лежащий в основе финансовых показателей».

Generation Investment Management

«Наш инвестиционный процесс лежит в основе нашего дифференцированного взгляда на динамику факторов, которые формируют и определяют результаты деятельности компаний. Мы формируем портфели устойчивых компаний, опираясь на уверенность, полученную в результате глубоких исследований и анализа.

Устойчивая компания – это компания:

(1) текущая прибыль которой не формируется за счёт будущей прибыли;

(2) чьи практики устойчивого развития, продукты и услуги способствуют росту выручки, прибыльности и конкурентных преимуществ;

(3) которая предоставляет товары и услуги, соответствующие низкоуглеродному, процветающему, справедливому, здоровому и безопасному обществу».

Эти философские заявления затем должны быть реализованы в виде ESG-политик, охватывающих широкий круг практических вопро-

сов. Независимо от инвестиционной стратегии или класса активов, такая ESG-политика должна определять, каким образом портфельный управляющий:

- рассматривает ESG-вопросы при обзорах портфеля;
- формирует обоснование и методологию оценки ESG на уровне портфеля;
- оценивает подверженность ESG-рискам в рамках функции управления рисками;
- определяет влияние ESG-факторов на портфель;
- учитывает ESG-аспекты в процессе принятия инвестиционных решений;
- раскрывает информацию об ESG-экспозиции инвесторам фонда.

Портфельным управляющим также следует находить способы встраивания ESG-информации в годовые или промежуточные отчёты наряду с финансовыми данными и комментариями управляющего для инвесторов фонда. Годовые отчёты могут включать:

- ESG-активности по портфелю;
- частоту взаимодействия с компаниями (engagement);
- ключевые мероприятия и достигнутые результаты.

Портфели с долей частных или некотируемых ценных бумаг могут дополнительно представлять отчётность о результатах портфеля в сопоставлении с ключевыми показателями эффективности (KPI) за определённый инвестиционный период и относительно конкурентов.

Последовательное и регулярное раскрытие ESG-информации способствует соблюдению ESG-политики портфеля, своевременному реагированию на ESG-вопросы и эффективному надзору за управлением портфелем.

7.4. Адаптация инвестиционного подхода ESG к ожиданиям клиентов

Инициатива ICGN Model Mandate Initiative Международной сети корпоративного управления (ICGN): модельные условия контрактов между владельцами активов и управляющими активами предоставляет полезную основу и предлагает лучшие практики для инвестиционных мандатов с учётом ESG по следующим направлениям:

- мониторинг и использование ESG-факторов;
- интеграция ESG-факторов в процесс принятия инвестиционных решений;
- соблюдение передовых практик ответственного владения (stewardship);
- требования к голосованию и отчётности.

Как указано в документе:

«Не менее важным, чем установление стандартов в контрактах с управляющими фондами, является то, каким образом клиенты могут эффективно привлекать своих управляющих к ответственности в рамках этих мандатов. Предполагаемые стандарты будут наиболее эффективно реализовываться в тех случаях, когда управляющие на регулярной основе несут ответственность за их выполнение и отчитываются о результатах».

Согласно отчёту PRI за 2016 год *How asset owners can drive responsible investment* («Как владельцы активов могут стимулировать ответственное инвестирование»), инвестиционные мандаты должны обязывать инвестиционных управляющих:

- реализовывать инвестиционные убеждения владельца активов и соответствующие инвестиционные политики.
- Интегрировать ESG-вопросы в инвестиционные исследования; анализ; и процессы принятия инвестиционных решений.
- Инвестировать в соответствии с временными горизонтами владельца активов, понимая ключевые риски, которыми необходимо управлять для достижения целей портфеля владельца активов.
- Реализовывать эффективные процессы ответственного владения (stewardship), включая взаимодействие с компаниями и эмитентами по вопросам ESG; и для публичных акций – голосование по всем принадлежащим акциям.
- Такое взаимодействие должно соответствовать политике ответственного инвестирования владельца активов и связанным с ней документам.
- Конструктивно и проактивно взаимодействовать с органами государственной власти и регуляторами по вопросам ответственного инвестирования и ESG.

– Такое взаимодействие должно соответствовать политике ответственного инвестирования владельца активов и связанным с ней документам.

– Отчитываться о предпринятых действиях и достигнутых результатах. Отчётность должна позволять владельцу активов оценить, каким образом инвестиционный управляющий реализовал инвестиционные убеждения и политики владельца активов; и понять, как это повлияло на инвестиционную доходность, а также на ESG-результаты и воздействия.

Разные управляющие активами применяют различные стратегии ответственного инвестирования, поскольку их инвестиционная философия и инвестиционные процессы могут принципиально отличаться. Например,

– некоторые активные инвесторы делают упор на фундаментальные исследования отдельных компаний, тогда как другие акцентируют внимание на количественных моделях;

– одни стратегии носят более событийный характер, тогда как другие сосредоточены на выявлении компаний с устойчивой долгосрочной историей превосходных финансовых результатов;

– пассивные инвестиционные подходы требуют встраивания ESG-приоритетов в структуру мандата и способ отбора инвестиционных активов – как правило, это осуществляется либо путём исключения определённых инвестиций (например, сектора ископаемого топлива или наиболее углеродоёмких его сегментов), либо применения «наклона» (tilt) к широкому рыночному индексу (например, в контексте изменения климата – отбор наименее углеродоёмких компаний в каждом секторе, в результате чего совокупная углеродная интенсивность портфеля снижается).

В результате различные управляющие интегрируют ESG по-разному:

– как пороговое требование, которое должно быть выполнено до рассмотрения инвестиции;

– как фактор, влияющий на оценку стоимости или служащий количественной основой для корректировки (или наклона) экспозиций;

– как элемент оценки рисков, повышающий уровень уверенности в справедливости оценки;

– как основу для взаимодействия в рамках ответственного владения; или

– как комбинацию двух или более из указанных методов, что на практике встречается наиболее часто.

Альтернативный подход к классификации был предложен CFA Institute в проекте ESG Disclosure Standards for Investment Products («Стандарты раскрытия ESG-информации для инвестиционных продуктов»), который на момент написания находился на стадии рассмотрения после публичного обсуждения.

В нём выделяются шесть основных категорий инвестиционных продуктов (не все из которых являются взаимоисключающими, поэтому некоторые провайдеры могут предлагать их в комбинации), как показано в табл. 7.2.

Таблица 7.2. Характеристики ESG-инвестиционных продуктов

Наименование характеристики	Краткое описание функции
Интеграция ESG	Явное включение ESG-факторов, существенных для риска и доходности инвестиций, наряду с традиционными финансовыми факторами при принятии инвестиционных решений.
ESG-исключения	Исключение ценных бумаг, эмитентов или компаний из инвестиционного продукта на основе определённых видов деятельности, бизнес-практик или сегментов, связанных с ESG.
Лучшие в классе (Best-in-class)	Инвестирование в компании и эмитентов, которые демонстрируют лучшие показатели по сравнению с аналогами по одному или нескольким ESG-критериям, относящимся к значимым ESG-вопросам.
Тематическая ESG-направленность	Инвестирование в сектора, отрасли или компании, которые, как ожидается, выиграют от долгосрочных макроэкономических или структурных ESG-трендов.
Цель воздействия (Impact objective)	Стремление к достижению позитивного, измеримого социального или экологического эффекта наряду с финансовой доходностью.
Голосование по доверенности, вовлечённость и ответственное владение	Использование прав и статуса собственника для влияния на деятельность или поведение эмитентов или компаний.

Эти различия в стилях инвестирования должны быть легко различимы для владельцев активов (а также для инвестиционных консультантов, которые их консультируют). Соответственно, они должны помогать определять, какой поставщик инвестиционных услуг является наиболее подходящим для удовлетворения потребностей клиента в соответствии с его инвестиционными убеждениями и инвестиционной философией.

Обычный способ, с помощью которого консультанты и клиенты стремятся понять и проверить компетенции и подходы управляющих фондами, заключается в проведении процесса RFP (Request for Proposal – запроса предложений, то есть приглашения подать предложение для потенциального бизнеса; подробнее см. следующий раздел). Как правило, за этим следует проведение интервью с кандидатами, включёнными в короткий список. Естественно, клиент стремится получить уверенность в том, что управляющий фондом способен стабильно обеспечивать финансовую доходность, оставаясь при этом в рамках допустимых параметров риска.

Кроме того, в контексте ESG-вопросов клиент стремится понять:

- является ли подход к интеграции ESG достаточно устойчивым и надёжным для формирования адекватной структуры портфеля;
- способен ли управляющий фондом с высокой степенью уверенности соблюдать любые жёсткие ограничения портфеля (например, негативные скрининги);
- способен ли управляющий обеспечивать действительно эффективное взаимодействие (engagement) для сохранения и приумножения стоимости;
- реализует ли управляющий на практике то, что он декларирует в своих политических документах и иных заявлениях в части данного подхода; и
- существует ли у клиента общее опасение, связанное с необходимостью убедиться в том, что управляющая компания действительно обладает глубоко укоренённой и последовательной ESG-философией, лежащей в основе её действий, поскольку именно это даёт наибольшую уверенность в том, что ESG-деятельность является подлинной, надёжной и будет последовательно реализовываться с течением времени.

Если управляющий фондом не способен выполнить все эти ключевые требования (при этом последние два пункта, возможно, являются наиболее важными), вероятность прохождения им процедуры due diligence крайне низка.

Процесс RFP

Процесс RFP, как правило, является формализованным и в большинстве случаев в определённой степени шаблонным. Задаваемые вопросы обычно носят общий характер, и, хотя иногда запрашиваются примеры практической реализации для того, чтобы управляющий фондом мог подтвердить истинность своих заявлений, предоставляемая информация редко позволяет глубоко понять суть происходящего.

В результате этап анкетирования обычно углубляется дальше базового вопроса о том, является ли управляющий подписантом Principles for Responsible Investment (PRI) – что в течение определённого периода времени во многих RFP фактически было единственным ESG-вопросом, – однако зачастую это лишь отправная точка.

Крупные управляющие компании, как правило, располагают специализированными RFP-командами, которые обрабатывают поток вопросов и ведут базы готовых ответов. Такие базы данных со временем пополняются за счёт участия практиков, однако это иногда происходит в ущерб адаптации ответов под конкретного клиента. В результате клиенты, как правило, получают возможность задавать вопросы второго и третьего уровня, которые действительно приближают к пониманию сути базовых процессов, уже на этапе очных интервью с кандидатами, включёнными в короткий список.

Кандидаты, включённые в короткий список, как правило, рассматриваются на втором этапе процедуры due diligence управляющего. При этом процесс опроса в рамках RFP как минимум обладает тем преимуществом, что позволяет сузить круг потенциальных поставщиков услуг до ограниченного перечня.

Следующая табл. 7.3 (незначительно адаптированная из оригинального материала PLSA) описывает, какими могут быть ключевые ESG-вопросы для пенсионного фонда или иного владельца активов, рассматривающего возможность размещения нового мандата в рамках полного спектра потенциальных классов активов. Это те элементы, которые, возможно, потребуется отразить в процессе RFP для того, чтобы

обеспечить корректную реализацию ESG-вопросов в рамках соответствующего инвестиционного мандата.

Таблица 7.3. Возможные пути включения ESG в разбивку по классам активов

	Выбор мандата	Инвестиционная интеграция	Вовлеченность
Пассивное отслеживание/индексирование	Попечители должны учитывать ориентир индекса и любые отклонения	Нет или не ограничена свобода действий менеджера при выборе товара.	Менеджеры могут оказывать влияние на компании посредством вовлечения и голосования. Существуют также возможности для влияния на рыночные и общесистемные вопросы.
Активный капитал	Попечители могли бы инвестировать в мандаты, ориентированные на ESG, такие как устойчивое равенство.	При оценке компании менеджерам следует учитывать финансово значимые факторы ESG и их влияние на будущую прибыльность. Традиционность, доступность и качество данных ограничивали возможности поведения такого количественного анализа, хотя ситуация меняется.	Менеджеры могут оказывать влияние на компании посредством вовлечения и голосования.
Активный фиксированный доход	Некоторые активы (такие как зеленые облигации) могут быть рассмотрены доверительными	Менеджерам следует учитывать потенциальное влияние ESG-рисков на кредитные	Менеджеры могут взаимодействовать с заемщиками по существенным рискам

	управляющими, но, вероятно, только часть как часть более широкого мандата с фиксированным доходом.	рейтинги и будущую способность заемщиков осуществлять выплаты.	ESG, особенно во время первоначального выпуска.
Недвижимость	Некоторые стратегии в области недвижимости могут иметь цели E и/или S и для их достижения могут быть направлены соответствующие активы.	Менеджеры должны учитывать существенные экологические и социальные риски при приобретении и разработке, а также управлять использованием ресурсов во время работы.	Менеджеры могут взаимодействовать с арендаторами и местным сообществом для решения потенциальных проблем и стимулирования изменений.
Инфраструктура	Попечители могут рассматривать портфели с уклоном в сторону инфраструктуры, поддерживающей устойчивое будущее.	Менеджеры должны оценивать физические и социальные риски, связанные с инфраструктурными активами. Долговечность инвестиций означает, что необходимо учитывать системные проблемы.	Менеджеры могут оказывать влияние на базовые компании или управление активами посредством механизмов управления (например, мест в совете директоров)
Частный долг	Попечители могли бы рассматривать мандаты, нацеленные на кредитование определенных устойчивых видом деятельности.	Менеджеры должны выявлять потенциальные риски ESG и стремиться к их снижению в ходе проведения комплексной проверки кредитов.	Менеджеры должны вести постоянный диалог с заемщиками, чтобы обеспечить управление возникающими и выявленными рисками ESG.

Частный акционерный капитал	Доверенные лица могут оценить, на какие компании может быть нацелен менеджер, и потенциальную возможность возникновения нежелательных или желаемых воздействий ESG.	Долговечность инвестиций означает, что необходимо учитывать системные риски. Менеджеры должны оценивать потенциальные риски ESG во время проведения комплексной проверки и постоянного владения.	Ожидается, что менеджеры будут обладать высоким уровнем влияния на руководство компании и обеспечивать эффективность структур управления.

Как разъясняют PLSA и Investor Forum в своём отчёте Engaging the Engagers (в тексте речь идёт только о пенсионных схемах, однако то же самое справедливо и для всех владельцев активов; аналогично, хотя отчёт фокусируется на взаимодействии с компаниями, изложенные подходы распространяются на ESG-вопросы в целом):

«Процесс назначения нового управляющего активами предоставляет пенсионным схемам ключевую возможность всесторонне оценить рынок и выбрать управляющего, чей подход к ответственному владению, взаимодействию с компаниями и (где применимо) голосованию соответствует собственному подходу схемы. В тех случаях, когда пенсионная схема намерена нанять нового управляющего активами посредством конкурсной процедуры и процесса due diligence, заявление ожиданий в отношении ответственного управления должно быть частью договорных отношений с управляющим. Процесс due diligence, вероятнее всего, будет включать оценку того, способен ли управляющий выполнить ожидания пенсионной схемы в соответствующих классах активов и географических регионах».

7.5. Ответственность менеджеров: контроль реализации

Отчётность инвестиционных управляющих по ESG существенно различается по качеству раскрытия. Она варьируется от:

- общих рассуждений о текущих дискуссиях и темах без чёткой связи с конкретной деятельностью управляющего фондом, иногда сопровождаемых широко сформулированными стремлениями или утверждениями;

- до значительно более конкретных описаний фактически выполняемой управляющими работы и её практической реализации, включая формирование портфелей и изменения, обусловленные взаимодействием с компаниями.

Кодекс ответственного владения Великобритании (UK Stewardship Code) требует более детальной отчётности о результатах деятельности в области ответственного управления и ESG, а не просто описаний политики и принадлежности к подписантам. Этот акцент на обсуждение реально достигнутых результатов в интересах клиентов (что некоторые управляющие называют «*impact*») должен повысить качество и значимость отчётности, сместив фокус с формальных деклараций на конкретные действия. Мы увидим, что управляющие всё больше сосредотачиваются на отчётности по ESG-результатам, где бы они ни находились.

Инвестиционные компании, как правило, публикуют годовые (а часто и квартальные) отчёты, в которых описываются:

- их инвестиционные процессы;
- темы, над которыми они работали; и
- кейсы по ESG-инвестированию и/или ответственному владению (или по обоим направлениям).

Инвестиционные компании, являющиеся подписантами PRI, также обязаны представлять ежегодный отчёт о своей деятельности. Согласно PRI, процесс отчётности позволяет подписантам:

- оценивать прогресс в области ответственного инвестирования относительно отраслевых стандартов;
- получать постоянную обратную связь и инструменты для улучшения;
- сопоставлять свои результаты с результатами аналогов;
- видеть «общую картину», понимая текущее состояние рынка;
- укреплять внутренние процессы и наращивать ESG-компетенции; и

– обобщать деятельность для сотрудников, клиентов, акционеров и регуляторов.

Публичная версия отчёта PRI доступна другим участникам рынка, а также содержит сводные оценки. Естественно, те управляющие фондами, которые демонстрируют особенно сильные результаты по оценке PRI, как правило, подчёркивают и публикуют эти данные – акцентируя внимание на тех направлениях, где фондовый управляющий показывает наилучшие результаты.

Наряду с этим возникает вопрос о том, какую информацию об ESG-характеристиках портфеля следует измерять относительно релевантных бенчмарков. В отчёте PLSA за 2016 год этот вопрос был сформулирован следующим образом:

«Применяя стандартные инвестиционные бенчмарки, пенсионный фонд может измерять эффективность своего инвестиционного управляющего по сравнению с индексом, используемым для оценки доходности. Например, если пенсионный фонд оценивает доходность акций относительно индекса MSCI World, он может продолжать использовать этот же бенчмарк, однако это создаёт несоответствие, поскольку ESG-оценка портфеля будет ниже, чем у индекса MSCI World. В качестве альтернативы пенсионный фонд может выбрать специализированные ESG-индексы для более корректного сравнения. Например, если пенсионный фонд исключил акции компаний сектора ископаемого топлива из своего портфеля, имеет смысл измерять ESG-эффективность относительно индекса, оптимизированного с учётом исключения таких компаний».

Дополнительные формы ESG-отчётности

Ещё одной формой отчётности, которую некоторые управляющие фондами предоставляют по ESG-характеристикам своих портфелей, является отчётность на уровне портфеля или на уровне отдельных фондов по эквивалентным реальным воздействиям (impact). Такие показатели предполагают перевод углеродного следа портфеля (или количества воды либо численности работников) в реальное, наглядное измерение. Однако такие расчёты нередко основаны на упрощённых и не всегда явно сформулированных допущениях. Тем не менее они имеют связь с инвестиционным процессом и могут быть особенно полезны для розничных инвесторов. Такая отчётность всё ещё находится

на ранней стадии развития и может в дальнейшем обеспечить дополнительную уверенность и последовательность, если будет обладать реальной аналитической ценностью.

Также всё более распространённым становится анализ атрибуции результатов, позволяющий разложить источники доходности и определить, откуда именно возникает инвестиционная эффективность. Инвесторы уже хорошо знакомы с выявлением пяти ключевых факторов доходности акций и их атрибуцией по секторам. Подобный анализ, как правило, сопровождается факторным анализом и измерением риск-экспозиций.

Некоторые из этих факторов и аналитических инструментов всё чаще применяются и к ESG-метрикам. Ряд ESG-показателей, особенно на уровне отдельных фондов, измеряются либо самим управляющим, либо третьими сторонами, и раскрываются в виде кейсов и аналитики по ESG-атрибуции.

Ограничения ESG-атрибуции

Атрибуция доходности ESG-инвестиций сталкивается с серьёзными трудностями. В широком контексте ESG-инвестирования относительно легко оценить динамику доходности и рисков от исключения отдельных секторов (например, табака), однако значительно сложнее продемонстрировать добавленную стоимость программ вовлечённости, особенно с учётом того, что такие программы обычно требуют длительного времени для достижения результатов. Более того, чем глубже ESG интегрируется в инвестиционный процесс, тем сложнее становится выделить вклад конкретного ESG-фактора.

Руководство PLSA по публичной отчётности

В 2015 году PLSA опубликовала руководство по публичной отчётности для пенсионных схем, в котором были сформулированы некоторые базовые ожидания в отношении отчётности управляющих по интеграции ESG и деятельности в области ответственного владения. В документе отдельно рассматриваются требования к раскрытию информации по обоим направлениям.

1. Идентификация ESG-рисков

2. Идентификация ESG-рисков и возможностей, а также управление ими и их мониторинг с указанием возможных форм раскрытия информации по каждому направлению.

Первые три возможных элемента раскрытия, демонстрирующие идентификацию ESG-рисков и возможностей, включают:

1. Примеры того, где и почему управляющий готов принимать либо риски на уровне отдельных бумаг, либо риски на уровне секторов, а также где он видит возможности.

2. Количественные или качественные примеры существенных ESG-факторов, выявленных в ходе фундаментального анализа и оценки стоимости акций.

3. Идентификацию долгосрочных структурных ESG-трендов (как потенциальных факторов будущего роста или оценки стоимости) и описание степени их влияния на решения по формированию портфеля.

Предлагаемые элементы раскрытия для демонстрации управления и мониторинга ESG-рисков и возможностей включают:

- анализ ESG на уровне отдельных акций в разрезе ключевых факторов риска и источников доходности за отчётный период;

- любые существенные изменения в ESG-профиле компаний портфеля. Примеры могут включать ситуации, когда оценка ESG-рисков и возможностей управляющим отличается от оценок рейтинговых агентств.

Раскрытие информации по ESG на уровне мандата (ICGN)

Аналогичным образом руководство ICGN по инвестиционным мандатам выделяет две ключевые области раскрытия информации, специфичные для ESG:

1. Оценка управляющим встроенных в портфель ESG-рисков

Она должна включать как оценку рисков, так и подходы управляющего к их выявлению, мониторингу и управлению. Это может быть чётко представлено через используемые для оценки ESG-рисков в портфеле метрики, являющиеся элементом анализа факторов доходности. Такая информация должна служить ключевым доказательством наличия у портфельного управляющего подлинных компетенций в области ESG-инвестирования.

2. Детальное раскрытие деятельности в области stewardship: вовлечённости и голосования

В мандате чётко указано, что такое раскрытие должно выходить за рамки формального соблюдения требований и включать не просто заявления о наличии активности в области голосования и взаимодействия.

В Практическом руководстве PRI по интеграции ESG в инвестиции в акции (*Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*), подготовленном в развитие публикации PRI 2013 года *Applying active ownership*, приводится множество кейсов от управляющих фондами, описывающих их подходы к ESG-интеграции и демонстрирующих, как их ESG-работа повышает добавленную стоимость.

Очевидно, что существует столько же способов интеграции ESG, сколько существует базовых инвестиционных подходов. При этом инвесторы хотят понимать, является ли ESG-подход:

- подлинным и соответствующим инвестиционному стилю управляющего;
- реально реализуемым на практике; и
- согласованным с инвестиционными потребностями и убеждениями инвестора.

Чтобы получить уверенность в том, что управляющий действительно реализует заявленный подход к ESG-интеграции, некоторые клиенты стремятся выявлять различия между управляющими и тестировать, насколько заявленные подходы реально отражаются в портфеле в целом.

Не существует единого стандартизированного формата раскрытия информации по вовлечённости, поэтому каждый управляющий использует собственную модель. Как правило, раскрытие информации различается по уровню детализации и регулярности. Часто статистика вовлечённости сопровождается кратким описанием тем, по которым велось взаимодействие, а также примерами письменных резюме отдельных встреч с менеджментом компаний. Однако такие примеры, как правило, отбираются управляющими и могут отражать лишь часть всей активности, а также иметь перекос в сторону домашних рынков или регионов.

Многие управляющие, особенно те, кто привлекает специализированных провайдеров услуг по *stewardship*, раскрывают свои формы анализа того, что было достигнуто в отчётном периоде посредством взаимодействия. Некоторые используют показатели этапов

(milestones) или оценки KPI для предоставления оценки прогресса. Такие подходы являются уместными, однако неизбежно несут определённый риск смещения (bias) в анализе. Тем не менее инвесторы стремятся видеть подобную информацию в деталях.

Ключевые факты

1. Агентские проблемы существуют в инвестиционной цепочке так же, как и между компаниями и их владельцами. Эти агентские проблемы также распространяются на согласование ESG-убеждений и подходов.

2. Подотчётность и согласованность во многом могут быть обеспечены за счёт выравнивания временных горизонтов управляющих фондами и их клиентов. Это помогает гарантировать, что управляющие фондами будут действовать в рамках своих фидуциарных обязанностей.

3. Эту согласованность можно усилить за счёт фокуса на долгосрочных факторах, а не на краткосрочной оценке результатов деятельности.

4. Интеграция ESG будет различаться между разными управляющими компаниями и отдельными портфельными управляющими и будет адаптирована к установленному инвестиционному стилю и подходу.

5. Для помощи клиентам в оценке того, насколько эффективно управляющие фондами реализуют свои ESG-стратегии и как ESG-характеристики отражаются в портфелях, доступно всё большее число аналитических и консультационных сервисов. Их, вероятно, целесообразнее всего использовать в диалоге с управляющими, чтобы проверить, действительно ли на практике реализуется заявленный инвестиционный стиль.

6. Владельцы активов будут стремиться ставить под сомнение и обсуждать сложные случаи отдельных активов в составе портфелей, чтобы понять, насколько эффективна интеграция ESG на практике и насколько портфель в целом отражает эти принципы.

7. Недостаточное ресурсное обеспечение работы в области ESG всегда ограничивает эффективность и практическое применение под-

ходов интеграции и вовлечения в рамках портфелей. Коллективное вовлечение является одним из ключевых способов усиления ресурсной базы.

8. ESG-ожидания клиентов формируются под воздействием различных факторов и поэтому проявляются в разных формах.

Вопросы для самопроверки

1. Что из перечисленного, согласно Соглашению об управлении активами Brunel, само по себе не является вероятной причиной для беспокойства?

2. Какие поведенческие шаги необходимо предпринять, чтобы увеличить продолжительность мандата клиента, чтобы временные горизонты управляющего фондом соответствовали требованиям его клиентов?

3. Каким образом управляющий фондом может продемонстрировать клиентам, что он решает проблему обеспечения ресурсами управленческой деятельности?

4. Что из перечисленного ниже не является типичным способом интеграции ESG управляющими активами?

5. Какие из нижеперечисленных показателей, как ожидается, будут отражены в отчете о пенсиях и пожизненных сбережениях руководства ассоциации по раскрытию информации о публичных акциях (PLSA)?

6. Что из перечисленного не является одним из предлагаемых McKinsey аспектов инвестирования в целях применения практики устойчивого инвестирования?

7. Какая из этих форм собственности с наибольшей вероятностью применит политику исключения, запрещающую инвестирование во все активы, связанные с определенной сферой бизнеса?

8. Почему управляющий фондом может не согласиться с проведенным внешним исследователем ESG-анализом конкретного актива в его портфеле?

9. Каков наиболее очевидный риск, связанный с тем, что владелец актива оставляет право голоса при принятии решений в руках управляющих фондами?

10. Что из перечисленного не является стимулом для привлечения клиентов к инвестированию в ESG, по крайней мере, для одной категории клиентов?

11. Почему клиент может сосредоточить свое внимание на выбросах ESG при активном мониторинге и оценке эффективности работы управляющего фондом?

12. Что из перечисленного ниже не является способом оценки того, эффективно ли управляющий фондом учитывает факторы ESG в соответствии с PLSA?

13. Что из перечисленного может стать основным фактором ESG для европейской пенсионной системы с установленными выплатами?

14. Какой из перечисленных ниже инвесторов, скорее всего, будет наиболее подвержен риску?

15. Какие две области раскрытия информации, относящиеся к ESG, требуются Международным корпоративным типовым мандатом Сети управления (ICGN)?

Глава 8. МЕТОДОЛОГИЯ ПРИСВОЕНИЯ ESG РЕЙТИНГОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

8.1. Основные положения ESG-рейтингования

Общественный интерес к быстрорастущему рынку ESG-рейтингов (публичных оценок экологических, социальных и экономических характеристик организации, финансового продукта или финансового инструмента) обусловлен несколькими причинами. Во-первых, ESG-рейтинги являются неотъемлемой частью политики перехода к низкоуглеродной экономике. Они позволяют оценить степень воздействия организаций на окружающую среду, а также подверженность самих организаций внешним рискам. Надежность и доверие к ESG-рейтингам являются необходимыми условиями их учета при принятии управленческих и инвестиционных решений. Кроме того, актуализация ESG-рейтингов во времени служит оценкой того, насколько принятые решения себя оправдали. Во-вторых, ESG-рейтинги помимо перехода к низкоуглеродной экономике охватывают широкий круг вопросов, связанных с экономическим ростом, занятостью, равенством и иными вопросами устойчивого развития. ESG-рейтинги часто сравнивают с классическими кредитными рейтингами, однако потенциальное влияние ESG-рейтингов гораздо больше. Непротиворечивость, достоверность и своевременность ESG-рейтингов являются необходимыми условиями для будущего устойчивого роста российской экономики и глобальной экономики в целом. В-третьих, присвоение ESG-рейтингов сопровождается некоторыми проблемами, решение которых призвано защитить права потребителей на финансовом рынке.

Как для рейтингования в целом, так и для ESG-рейтингов характерны проблемы независимости, прозрачности, конфликта интересов. На методологическом уровне для эффективного применения ESG-рейтингов необходимо проработать их определение, минимальный набор факторов, сопоставимость и единую рейтинговую шкалу. Решение перечисленных задач позволит сохранить уверенность как пользователей ESG-рейтингов, так и самих рейтингуемых лиц в присвоенных оценках. Наконец, ESG-рейтинги являются инструментом коммуникации с международным рынком. Они обеспечивают доступ к внешним рынкам и конкурентоспособность российской экономики. Определенная

часть рейтингуемых лиц из России уже имеет ESG-рейтинги, присвоенные за рубежом.

Публичность, наглядность и сравнимость ESG-рейтингов позволяют создать общую систему координат с внешнеэкономическими партнерами, качественные ESG-рейтинги призваны поддерживать и укреплять позиции на международном рынке Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) в 2021 году опубликовала доклад, посвященный ESG-рейтингам и ESG данным. IOSCO понимает под ESG-рейтингами широкий спектр рейтинговых продуктов, которые выражают мнение об организации, финансовом инструменте, продукте, ESG-профиле, или характеристиках компании, или подверженности ESG-рискам (климатическим или окружающей среды), или влиянии на общество и окружающую среду, которые формируются с использованием ранжирования рейтинговых категорий вне зависимости от того, называет ли их рейтингами поставщик услуг.

Под ESG-данными (ESG Data Products) IOSCO понимает широкий перечень данных, которые предлагаются для оценки ESG в целом или отдельных факторов в отношении организации, финансового инструмента, продукта, ESG-профиля, или характеристик компании, или подверженности ESG-рискам (климатическим или окружающей среды), или влияния на общество и окружающую среду вне зависимости от того, называет ли их ESG-данными поставщик услуг. Анализируя состояние рынка ESG-рейтингов и ESG-данных, IOSCO отмечает необходимость регулирования рынка ESG-рейтингов и наблюдения за ним.

В ряде юрисдикций, включая Японию, Индию, Европейский союз и Великобританию, рассматриваются варианты повышения качества оценок, в том числе возможность принятия нормативных актов, регулирующих рейтинги устойчивого развития. Готовящимися изменениями в Принципы корпоративного управления «Группы двадцати» / ОЭСР3 отмечается важность ESG-рейтингов и индексов, так как они способны оказывать значительное влияние на политику компаний в области корпоративного управления и устойчивого развития через методологии присвоения рейтинга и включения в индекс. По этой причине методологии должны быть прозрачными и общедоступными для клиентов и участников рынка. Это особенно важно, когда ESG-рейтинги и индексы используются для целей государственного регулирования.

Кроме того, ОЭСР отмечает, что метрики и методологии, используемые для оценки ESG, разнообразны.

Методологии ESG-рейтингов (далее – методологии) могут различаться в зависимости от того, как собираются данные, какие источники информации используются (публичное раскрытие, вопросники или данные третьих лиц), как обрабатывается собранная информация, как взвешиваются количественные или качественные факторы и как устанавливаются подкатегории метрик⁴. С учетом развития аналогичных тенденций на отечественном рынке Банк России подготовил настоящие рекомендации в целях повышения качества методологии и развития практики присвоения ESG-рейтингов. Следование настоящим рекомендациям позволит сделать присвоение ESG рейтингов более объективным и независимым.

Содержание настоящих рекомендаций гармонизировано с рекомендациями Банка России по раскрытию нефинансовой информации (информационное письмо Банка России от 12.07.2021 № ИН-06-28/49 «О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ»).

Целью настоящих рекомендаций является гармонизация ESG рейтингов. Она предполагает обеспечение наглядности ESG-рейтингов, их прозрачности и сопоставимости между собой. Для гармонизации ESG рейтингов Банк России считает необходимым решить ряд методологических проблем, включая унификацию определения ESG-рейтингов, установление минимального набора элементов, введение единой рейтинговой шкалы для всех лиц, присваивающих ESG-рейтинги. Настоящие рекомендации распространяются на рейтинги, не являющиеся кредитными рейтингами, а также другие публичные оценки устойчивого развития.

В настоящих рекомендациях под ESG-рейтингом (рейтингом устойчивого развития) понимается выраженное публично независимое внешнее мнение о профиле рейтингуемого лица (организации или эмитента) – количественных и качественных характеристиках его деятельности в области устойчивого развития – на дату присвоения ESG-рейтинга, а также об управлении и подверженности рейтингуемого лица рискам устойчивого развития на горизонте от одного года до трех лет. В ESG-рейтинге необходимо совмещать как оценку потенциального

воздействия рейтингуемого лица на окружающую среду и общество, так и оценку подверженности рейтингуемого лица рискам устойчивого развития на обозначенном горизонте.

В рамках концепции двойной существенности оба вида оценки обладают взаимным влиянием. Концепция «двойной существенности» резюмирует ценность раскрытия информации об учете организацией ESG-факторов и связанных с ними рисков и возможностей и их влияния на финансовые результаты общества, а также информации о воздействии организации на внешний мир – окружающую среду (в том числе на климат), социальную сферу и экономику (информация в области устойчивого развития).

Согласно данной концепции ESG-факторы, риски и возможности, связанные с указанными факторами, могут с высокой вероятностью привести к изменению финансовых показателей, поэтому соответствующие вопросы находятся прежде всего в фокусе внимания акционеров и инвесторов. Вместе с тем воздействие общества на окружающую среду (в том числе на климат), социальную сферу и экономику, деятельность общества в области достижения целей устойчивого развития имеет значение для существенно более широкого круга заинтересованных лиц, которые также могут оказывать существенное влияние на создание обществом долгосрочной стоимости.

Настоящие рекомендации предназначены для следующих целевых аудиторий:

- Кредитные рейтинговые агентства как основные участники ESG-рынка.

- Прочие лица, не относящиеся к кредитным рейтинговым агентствам, которые также оказывают услуги по оценке устойчивого развития.

- Финансовые организации, непублично оценивающие клиентов. Для внутренних целей своей деятельности они могут применять настоящие рекомендации или их отдельные положения.

- Рейтингуемые лица, которым необходимо понимать критерии их оценки и перспективы улучшения деятельности. Субъектом методологии выступают юридические лица как наиболее массовый сегмент ESG-рейтингов. Настоящие рекомендации не предназначены для оценки органов государственной власти, органов местного самоуправ-

ления или финансовых инструментов. Настоящие рекомендации содержат модельную методологию и могут быть использованы в качестве руководства для лиц, оказывающих услуги по оценке устойчивого развития, разработки ими собственных методологий.

8.2. Организационные вопросы и рейтинговая практика

Организация работы и практика присвоения ESG-рейтингов – не менее важные вопросы, чем методология. В основе рейтинговой деятельности лежит

Кодекс основ поведения кредитных рейтинговых агентств (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies), изданный IOSCO в 2015 году⁶ и нашедший отражение в национальном законодательстве ряда юрисдикций, включая Российскую Федерацию. Его основные положения повторяет Кодекс поведения провайдеров оценки и данных в области ESG (The Code of Conduct for ESG Evaluation and Data Providers), выпущенный Агентством по финансовым услугам Японии в 2022 году. К наиболее важным принципам рейтинговой деятельности в области устойчивого развития относятся прозрачность ESG-рейтингов, развитие компетенций, минимизация конфликтов интересов и коммуникация с пользователями и рейтингуемыми лицами.

С учетом международного опыта Банк России рекомендует следовать данным принципам и процедурам.

Обеспечение качества и прозрачности ESG-рейтингов

Лицам, оказывающим услуги по оценке устойчивого развития, рекомендуется разработать и опубликовать в открытом доступе методологию, включая терминологию и оценку элементов каждой компоненты. Необходимо, чтобы методология представляла собой внутренний стандарт, обеспечивающий осуществление рейтинговых действий на высоком уровне качества вне зависимости от квалификации персонала, отвечающего за присвоение ESG-рейтингов. Методологию рекомендуется пересматривать на регулярной (ежегодной) основе, анализируя ошибки и неточность оценок в случае несоответствия процедур и результатов оценки.

В отношении каждой компоненты и ее элементов необходимо определить процедуры сбора данных, их обработки и оценки. Присвоение ESG рейтинга рекомендуется осуществлять на унифицированной и сопоставимой основе вне зависимости от исходной информации (оценки на основе общедоступной информации, использовании данных опросов или третьих лиц), субъекта (организации) и вознаграждения (услуг по подписке пользователей или платежа организации).

При оценке элементов каждой компоненты рекомендуется использовать профессиональное суждение при оценке логических (да / нет) показателей, например, таких как «наличие политики / стратегии / дорожной карты / плана». С учетом содержания анализируемого показателя, а также значимости и существенности выявленных рисков рекомендуется производить корректировку оценки.

Рекомендуется раскрывать источники информации для оценки каждого элемента компоненты. В частности, при использовании расчетных величин упоминать данный факт и базовую методологию расчета. В случае разнородных источников данных или их большого объема рекомендуется руководствоваться принципом разумной достаточности, например, посредством консолидации или ограничения объема данных с учетом ценности для итоговой оценки.

Рекомендуется присваивать ESG-рейтинг на относительной, сравнительной основе как внутригрупповое сопоставление рейтингуемых лиц. Кроме того, важно проводить межотраслевую оценку, чтобы обеспечить единообразное применение компетенции и улучшать рейтинговый процесс.

Особое внимание следует уделять раскрытию информации о значимых корректировках ESG-рейтинга или его элементов, основанных на экспертном мнении лиц, оказывающих услуги оценки устойчивого развития. Раскрытие информации о корректировках позволяет обеспечить полную прозрачность методологии и особенностей присвоения ESG рейтинга.

Актуализация ESG-рейтинга целесообразна на ежегодной основе в связи с публикацией рейтингуемым лицом информации в области устойчивого развития. В то же время пересмотр ESG-рейтинга возможен в случае получения существенной информации, которая может по-

влиять на оценку. Необходимость своевременного пересмотра предполагает проведение регулярного (ежеквартального) мониторинга рейтингуемого лица.

Разнородность ESG-компонент, обладающих несходной между собой природой, а также различные подходы к их объединению в интегральную оценку (сводный ESG-рейтинг) могут создавать определенную сложность интерпретации сводного рейтинга для пользователей. Лицу, оказывающему услуги по оценке устойчивого развития, рекомендуется раскрывать отдельные рейтинги по каждой из ESG-компонент⁸. Кроме того, для обеспечения прозрачности и объективности оценок предлагается публиковать количественное / качественное значение элементов, составляющих ESG-компоненты. Пользователям ESG-рейтингов должны быть доступны значения компонент и их элементов за весь период наблюдения, за который оцениваются ESG-компоненты, с указанием актуальных дат оценки элементов.

В случае публикации сводного ESG рейтинга лицу, оказывающему услуги по оценке устойчивого развития, рекомендуется четко и обстоятельно объяснять его смысл как экономического феномена и приводить алгоритм объединения соответствующих ESG-компонент.

В случаях, когда оценка или услуга по оценке элементов передается на аутсорсинг, необходимо принимать меры для контроля и обеспечения качества оценки, достоверности, полноты и актуальности данных со стороны третьего лица. На указанных третьих лиц распространяются те же принципы и процедуры, что и на лиц, оказывающих услуги по оценке устойчивого развития.

Квалификация и развитие человеческого капитала

Лица, оказывающие услуги по оценке устойчивого развития, должны располагать профессиональными кадровыми ресурсами для обеспечения качества рейтинговых услуг, а также развивать профессиональные компетенции сотрудников. Рекомендуется, чтобы персонал располагал компетенциями по оценке каждой из трех ESG-компонент. По компонентам «Окружающая среда», «Социальная ответственность» и «Корпоративное управление».

На регулярной (ежегодной) основе рекомендуется проводить дополнительное обучение сотрудников, а также взаимодействовать с соответствующими сторонними организациями для внедрения и использования их опыта.

Методология, аналитические отчеты и записки, протоколы подлежат документированию, чтобы вне зависимости от ротации сотрудников необходимый набор компетенций организации сохранялся.

Для эффективной, надежной и качественной работы персонала важно пересматривать итоги его оценки, а также ориентировать подходы к вознаграждению с учетом следования принципам и лучшим практикам присвоения ESG-рейтингов.

Независимость и минимизация конфликтов интересов

Лица, оказывающие услуги по оценке устойчивого развития, должны обладать независимостью от пользователей ESG-рейтингов или организаций, которые они оценивают. Независимыми не могут считаться лица, аффилированные с рейтингуемыми лицами, имеющие с ними другие коммерческие отношения, связанные общим персоналом или имеющие родственные связи.

Рекомендуется регламентировать процедуры или ввести требования, обеспечивающие принятие независимых решений и устранение конфликтов интересов, которые могут быть связаны с рейтингуемым лицом и его структурой собственности, коммерческой деятельностью, инвестициями, заемным финансированием и вознаграждением руководства и сотрудников. В случае оплаты услуг рейтингуемым лицом рекомендуется внедрение более детальных процедур контроля объективности и независимости присвоения ESG-рейтингов.

Для предотвращения конфликтов интересов рекомендуется четко определять ситуации, которые могут повлиять на независимость, объективность и непредвзятость при присвоении ESG-рейтингов, а также избежать потенциальных конфликтов интересов и определить процедуру устранения при их обнаружении.

В случаях, когда оценка осуществляется с применением анкетирования или интервью, рекомендуется определять содержание и структурировать вопросы таким образом, чтобы исключать ситуацию, когда ответы на вопросы предполагают коммерческих услуг.

Целесообразно минимизировать возможность возникновения ситуации, когда сотрудник, участвующий в рейтинговой оценке, проводит операции с финансовыми инструментами или имеет другую экономическую заинтересованность в отношении рейтингуемого лица, что может привести к конфликтам интересов в связи с услугами по оценке и предоставлению ESG-данных.

Лицу, оказывающему услуги по оценке устойчивого развития, рекомендуется провести организационное разделение персонала, занимающегося присвоением ESG-рейтингов, и сотрудников, отвечающих за продажи рейтинговых услуг, оценок и ESG-данных.

Документы, регламентирующие меры по предотвращению конфликтов интересов, рекомендуется сделать доступными для широкой общественности, а также проводить их пересмотр на регулярной (ежегодной) основе с учетом накопленного опыта.

Коммуникация с пользователями и рейтингуемыми лицами

Лицам, оказывающим услуги по оценке устойчивого развития, рекомендуется организовать систему сбора корпоративной информации, обеспечивающую достоверность, полноту и актуальность данных. При присвоении оценок без заключения договора с оцениваемым лицом рекомендуется обеспечить взаимодействие с таким лицом в целях получения от него информации и верификации информации, полученной из иных источников.

При отсутствии уверенности в достоверности и полноте данных рекомендуется организовывать дополнительные запросы, а также перепроверять информацию, полученную от третьих лиц. В отсутствие полной и надежной исходной информации следует воздержаться от присвоения ESG-рейтинга. Лицам, оказывающим услуги по оценке устойчивого развития, рекомендуется публиковать оценку только с согласия рейтингуемого лица.

Элементы и компоненты ESG-рейтингов рекомендуется публиковать в удобном для пользователей формате, обеспечивающем поиск и сопоставление рейтингуемых лиц по секторам (отраслям, видам экономической деятельности), датам или отдельным элементам.

Для работы с пользователями и рейтингуемыми лицами рекомендуется ввести процедуру обратной связи. Следует предусмотреть удобный формат обращений, регламентировать время ответа и назначить ответственного сотрудника.

Рейтингуемые лица должны располагать возможностями подтверждения исходных данных, а также правом на пересмотр результатов оценки в случае обнаружения ошибок, допущенных в ходе оценки. Для таких ситуаций рекомендуется определить контактных лиц или подразделение, от которых можно получить объяснение результатов оценки.

8.3. Оценка компоненты «Корпоративное управление»

При оценке компоненты «Корпоративное управление» рекомендуется оценить реализуемые организацией процедуры и практики по каждому из основных элементов корпоративного управления рейтингуемого лица (организации). Рекомендуются к оценке основные элементы корпоративного управления:

- 1) структура собственности и реализация акционерами (участниками) прав;
- 2) органы управления;
- 3) стратегическое управление;
- 4) система вознаграждения;
- 5) управление рисками, осуществление внутреннего контроля и внутреннего аудита;
- 6) раскрытие информации.

Практики и сопутствующие риски корпоративного управления могут как являться универсальными, так и отличаться в зависимости от организационно правовой формы, структуры собственности, масштаба и отраслевой специфики деятельности организации. В настоящих рекомендациях рассматриваются элементы корпоративного управления и соответствующие критерии оценки таких элементов, ориентированные на публичные акционерные общества, акции которых допущены к организованным торгам.

При оценке рейтингуемых лиц в организационно-правовой форме, отличной от формы публичных акционерных обществ, следует

учитывать особенности корпоративного управления таких лиц, включая, но не ограничиваясь, вопросы построения структуры органов управления и контроля в организации (например, отсутствие совета директоров (наблюдательного совета)⁹, перераспределения компетенций между органами управления организацией, наличия у акционеров (участников) дополнительных прав или ограничения их прав в соответствии с уставом организации или корпоративным договором, особенностей проведения корпоративных процедур.

Таким образом, организационно-правовая форма, структура собственности, масштаб, отраслевая и иная специфика деятельности рейтингуемого лица могут быть учтены путем включения в периметр оценки иных элементов корпоративного управления и (или) исключения нерелевантных. Кроме того, при определении совокупности оцениваемых практик по каждому отдельному элементу корпоративного управления рекомендуется учитывать применимые нормативные требования к корпоративному управлению организации. Для оценки каждого из элементов корпоративного управления рекомендуется определить перечень критериев оценки, а также факторов, которые целесообразно учитывать при проведении анализа таких критериев, позволяющих сформировать профессиональное суждение о подходах рейтингуемого лица к организации тех или иных процедур (практик) и их практической реализации.

В связи с тем, что влияние вопросов устойчивого развития может быть различным применительно к отдельным организациям, однако независимо от масштаба и характера их деятельности, отраслевой и (или) иной специфики затрагивают деятельность любой организации, создавая для нее как риски, так и новые возможности. При оценке компоненты «Корпоративное управление» рекомендуется обращать отдельное внимание на реализуемые организацией практики и процедуры, связанные с вопросами устойчивого развития при осуществлении стратегического и операционного управления, организации и управления рисками, формирования системы вознаграждения, практики и процедуры раскрытия информации.

Применительно к финансовым организациям рекомендуется дополнительно оценивать реализуемые ими практики ответственного инвестирования. Оценку элементов корпоративного управления следует

производить во взаимосвязи друг с другом, так как наличие ненадлежащих практик в одной из областей системы корпоративного управления может непосредственно влиять на другие области. Применительно к организациям холдинговых структур (групп компаний) представляется важным при оценке компоненты «Корпоративное управление» учитывать степень самостоятельности и независимости 15 организации в определении и реализации тех или иных управленческих практик, функции и роли организации в холдинге (группе компаний).

При оценке элементов корпоративного управления рассматриваются:

- Документарная часть – внутренние документы (регламенты, положения, политики и так далее). Результаты будут свидетельствовать о наличии и качестве базиса для вынесения профессионального суждения о степени реализации ключевых принципов корпоративного управления на уровне формального закрепления процессов, связанных с корпоративным управлением.

- Практическая часть – оценка того, как реализуются установленные во внутренних документах процедуры (практики).

Оценка практической реализации предполагает анализ документов (информации), раскрытых или предоставленных (раскрытой или предоставленной) организацией, а также информации, полученной в ходе взаимодействия с представителями организации (например, в рамках проведения интервью, анкетирования и так далее), или информации, полученной от акционеров (например, от миноритариев о соблюдении их прав).

При оценке элементов корпоративного управления могут быть использованы в качестве методологического материала опубликованные Банком России рекомендации в сфере корпоративного управления и устойчивого развития, в том числе Кодекс корпоративного управления, Рекомендации по раскрытию в годовом отчете публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления, Рекомендации по формированию и обеспечению преемственности совета директоров (наблюдательного совета) публичных акционерных обществ, Рекомендации по участию совета директоров (наблюдательного совета) в процессах развития и управления информационными технологиями и управления риском информационной безопасности в публичном акционерном обществе,

Рекомендации по организации и проведению самооценки эффективности совета директоров (наблюдательного совета) в публичных акционерных обществах, Рекомендации по организации управления рисками, внутреннего контроля, внутреннего аудита, работы комитета совета директоров (наблюдательного совета) по аудиту в публичных акционерных обществах, Рекомендации по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ, Рекомендации по учету советом директоров публичного акционерного общества ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития, Рекомендации по учету финансовыми организациями ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития при организации корпоративного управления, Руководство для членов совета директоров (наблюдательного совета) финансовой организации, Рекомендации исполнительным органам финансовых организаций, Рекомендации по реализации принципов ответственного инвестирования, Рекомендации по предоставлению (раскрытию) финансовыми организациями информации клиентам о финансовых продуктах устойчивого развития.

Структура собственности организации и реализация акционерами (участниками) прав

Один из определяющих факторов, обуславливающих реализуемые организацией модели и практики корпоративного управления, – структура собственности организации и состав собственников. Для оценки структуры собственности рекомендуется сформировать критерии, позволяющие оценить деловую репутацию бенефициарных владельцев (лиц, определяющих действия организации), доступность и прозрачность информации о бенефициарных владельцах, а также систему предотвращения корпоративных конфликтов. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки структуры собственности организации. Критерии представлены в табл. 8.1.

Таблица 8.1. Критерии оценки структуры собственности организации

Информация о структуре собственности, бенефициарных владельцах размещена в публичном доступе (например, опубликована в отчетности, на официальном сайте организации в сети Интернет и так далее).
Деловая репутация бенефициарных владельцев оценивается как положительная, и (или) отсутствуют достоверно известные негативные факты в отношении репутации указанных лиц.
Влияние различных групп акционеров (участников) сбалансировано, ни один акционер (участник) в силу преобладающего участия в капитале организации не оказывает влияния, наносящего ущерб другим заинтересованным лицам.
Корпоративные конфликты между контролирующими лицами, а также между контролирующими лицами и третьими лицами в отношении участия в капитале организации отсутствуют.

Оценку элемента «структура собственности организации» рекомендуется проводить с учетом организационно-правовой формы, уровня концентрации структуры собственности, вида деятельности организации. Так, в организациях с распыленной структурой собственности²⁴ оценка будет ограничена оценкой практики раскрытия организацией информации о структуре собственности. Применительно к финансовым организациям с концентрированной структурой собственности рекомендуется учитывать деловую репутацию учредителей (акционеров, участников) как ключевой определяющий фактор оценки данного элемента. При оценке рассматриваемого элемента рекомендуется принимать во внимание обоснованность реализуемых рейтингуемым лицом практик ограничения раскрытия информации о структуре собственности, бенефициарных владельцах с учетом влияния геополитических обстоятельств и (или) санкционных мер на конкретное рейтингуемое лицо.

Применительно к организациям с участием в капитале миноритарных акционеров (участников), участием нескольких лиц, не входящих в одну группу лиц, а также к публичным акционерным обществам рекомендуется оценивать практики организации по взаимодействию с указанными лицами, взаимоотношения крупных акционеров (участников) и (или) контролирующих лиц и миноритарных владельцев, открытость организации к диалогу с миноритарными акционерами (участниками) и инвесторами.

Рекомендуется обращать внимание на действия организаций, направленные на обеспечение условий для реализации акционерами (участниками) своих прав, и оценивать их. Так, в компаниях с большим количеством миноритарных акционеров положительной практикой является обеспечение возможности заполнения акционером электронной формы бюллетеня для голосования на общем собрании акционеров. Критерии представлены в табл. 8.2.

Таблица 8.2. Критерии оценки реализации акционерами (участниками) своих прав

Утвержден внутренний документ, определяющий порядок организации и проведения общего собрания акционеров (участников)
Во внутреннем документе, определяющем порядок организации и проведения общего собрания, закреплена обязанность в составе материалов к общему собранию представлять акционерам (участникам) биографические данные всех кандидатов в члены органов управления, результаты оценки соответствия профессиональной квалификации, опыта и навыков кандидатов текущим и ожидаемым потребностям общества
Организация раскрывает сведения об аудиторе организации, описание критериев отбора, соответствие критериям независимости и объективности, а также сведения о вознаграждении за услуги аудиторского и неаудиторского характера
Организован доступный способ коммуникации с акционерами (участниками) (например, горячая линия, форум в сети Интернет)
Внутренний документ, определяющий дивидендную политику, утвержден советом директоров (наблюдательным советом) (в случае отсутствия совета директоров (наблюдательного совета) – общим собранием акционеров (участников) и раскрыт на официальном сайте организации в сети Интернет. Дивидендная политика позволяет определить правила, регламентирующие порядок определения части чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, условия, при соблюдении которых они объявляются, источники выплаты дивидендов, порядок расчета размера дивидендов, установленный организацией помимо определенных законодательством ограничения на выплату дивидендов
Регулярность выплаты дивидендов
Практика выплаты дивидендов соответствует утвержденной в организации дивидендной политике

Органы управления организации

Оценку данного элемента рекомендуется проводить с учетом организационно-правовой формы, структуры собственности и масштаба деятельности организации, требований законодательства Российской Федерации к органам управления организации. Для оценки роли и деятельности совета директоров (наблюдательного совета) организации (в случае его формирования) рекомендуется определить набор критериев, позволяющих оценить его роль в управлении организацией, достаточность количественного состава, совокупную компетенцию, деловую репутацию членов совета директоров (наблюдательного совета), степень вовлеченности в деятельность организации. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки органов управления организации. Критерии представлены в табл. 8.3.

Таблица 8.3. Критерии оценки роли и деятельности совета директоров (наблюдательного совета)

Утвержден внутренний документ, определяющий права и обязанности совета директоров (наблюдательного совета), процедуру подготовки и проведения заседаний совета директоров (наблюдательного совета)
Количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) соответствует масштабу деятельности организации
Председателем совета директоров (наблюдательного совета) является неисполнительный директор
Заседания совета директоров (наблюдательного совета) проводятся по мере необходимости в соответствии с утвержденным планом работ, но не менее шести раз в год
Сформирован комитет по аудиту
Состав комитета по аудиту, в том числе участие в комитете независимых директоров, соответствует лучшей практике корпоративного управления (комитет по аудиту сформирован исключительно из независимых директоров; большинство независимых директоров, остальные члены комитета не являются единоличным исполнительным органом и (или) членами коллегиального исполнительного органа; председателем комитета является независимый директор)
Сформирован комитет совета директоров (наблюдательного совета) по устойчивому развитию или в соответствии с внутренними документами организации вопросы учета ESG-факторов и устойчивого развития отнесены к компетенции иного комитета совета директоров (наблюдательного совета) (например, комитета по стратегии) Проводится оценка (самооценка) эффективности работы совета директоров (наблюдательного совета)

Применительно к организациям с участием в капитале миноритарных акционеров (участников), участием нескольких лиц, не входящих в одну группу лиц, а также публичным акционерным обществам и крупным финансовым организациям рекомендуется оценить, реализуются ли в организации такие практики, как привлечение к работе совета директоров (наблюдательного совета) независимых директоров, их степень влияния на работу совета директоров (наблюдательного совета) и принимаемые им решения, проводится ли в организации процедура независимой оценки эффективности работы совета директоров (наблюдательного совета) (или оценки корпоративного управления в целом). С учетом масштаба и отраслевой и (или) иной специфики деятельности, профиля рисков организации рекомендуется оценить структурированность и сбалансированность деятельности совета директоров (наблюдательного совета), в частности формирование и работу отдельных комитетов в совете директоров (наблюдательном совете), таких как комитет по номинациям, комитет по вознаграждениям, комитет по управлению рисками. Оценивая практику организации работы совета директоров (наблюдательного совета), рекомендуется обращать внимание на форму проведения заседаний совета директоров (наблюдательного совета).

Так, предпочтительным способом принятия решений является заседание (совместное участие (личное или дистанционное) для обсуждения вопросов повестки дня и принятия решений по вопросам, поставленным на голосование), обеспечивающим обсуждение вопросов повестки дня и ведение конструктивной дискуссии членами совета директоров (наблюдательного совета). Кроме того, рекомендуется принимать во внимание регулярность участия членов совета директоров (наблюдательного совета) в заседаниях совета директоров (наблюдательного совета) и комитетов, членами которых они являются. Для оценки роли совета директоров (наблюдательного совета) в обеспечении устойчивого развития рекомендуется оценить реализуемые в организации практики (процедуры) с определяющим участием и (или) привлечением совета директоров (наблюдательного совета) к решению вопросов в сфере информационных технологий, информационной безопасности, управления человеческим капиталом, приоритетных для организации вопросов устойчивого развития. Для оценки роли и дея-

тельности исполнительных органов управления (единоличного исполнительного органа и коллегиального исполнительного органа) рекомендуется определить набор критериев, позволяющих оценить их роль в управлении организацией, совокупную компетенцию, деловую репутацию единоличного исполнительного органа и членов коллегиального исполнительного органа, а также при концентрированной структуре собственности – степень самостоятельности в принятии решений по вопросам компетенции; при концентрированной структуре собственности и формировании совета директоров (наблюдательного совета) в организации – подотчетность исполнительных органов. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки практик формирования исполнительных органов. Критерии представлены в табл. 8.4.

Таблица 8.4. Критерии оценки роли и деятельности исполнительных органов управления

Утвержден внутренний документ, регламентирующий деятельность исполнительных органов
В состав коллегиального исполнительного органа входит лицо, имеющее компетенции по вопросам повестки устойчивого развития
Совет директоров (наблюдательный совет) имеет закрепленные в уставе полномочия на принятие решений, связанных с назначением, освобождением от занимаемой должности, полномочия на определение условий договоров в отношении членов исполнительных органов

При оценке практик формирования исполнительных органов рекомендуется принимать во внимание, осуществляются ли в организации процедуры оценки профессиональной квалификации, навыков и опыта членов исполнительных органов, а также степень вовлеченности совета директоров в вопросы, связанные с формированием исполнительных органов (например, рассматривает ли совет директоров (наблюдательный совет) и (или) комитет по номинациям результаты такой оценки). Оценку реализации советом директоров (наблюдательным советом) и исполнительными органами управления своих функций и полномочий рекомендуется осуществлять в совокупности и с учетом оценки элементов «Стратегическое управление», «Управление

рисками», «Раскрытие информации» и применительно к финансовым организациям – элемента «Политика ответственного инвестирования».

Стратегическое управление

Для оценки практик стратегического управления в организации рекомендуется определить набор критериев, позволяющих оценить стратегическое видение, горизонты планирования, следование организации утвержденной стратегии, а также своевременность реагирования на вызовы внешней среды. Учитывая высокий уровень неопределенности внешней среды при оценке горизонтов планирования организации, рекомендуется принимать во внимание оценку практик управления рисками. Отсутствие в организации стратегии на временной горизонт более трех лет не рекомендуется квалифицировать как негативный определяющий фактор для оценки стратегического управления. Вместе с тем отсутствие в организации утвержденной стратегии – один из определяющих факторов, понижающих оценку по компоненте «Корпоративное управление» в целом, в том числе и при оценке практик по элементам «Органы управления», «Управление рисками» как надлежащих. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки практик стратегического управления. Критерии представлены в табл. 8.5.

Таблица 8.5. Критерии оценки стратегического управления

Стратегия организации утверждена советом директоров (наблюдательным советом) (в случае его отсутствия – общим собранием акционеров (участников))
В стратегии определены основные ориентиры деятельности, ключевые риски и возможности, в том числе в области устойчивого развития
Временной горизонт стратегии
В стратегии определены возможные альтернативные сценарии развития
Стратегия организации или основные ее положения раскрыты на официальном сайте организации в сети Интернет
Определены измеримые целевые и промежуточные показатели выполнения стратегии, в области устойчивого развития том числе в области уст
В стратегии организации определен планируемый вклад организации в достижение целей устойчивого развития, и (или) целей Парижского соглашения по

климату, и (или) национальных целей, закрепленных в документах государственного стратегического планирования, учтены риски и возможности, связанные с ESG-факторами
Определена стратегия снижения негативного воздействия деятельности организации на окружающую среду
Совет директоров (наблюдательный совет) рассматривает вопросы, связанные с ходом исполнения и актуализацией стратегии, реализацией целей и задач в области устойчивого развития
Реализация организацией стратегии (например, соответствуют ли реализуемые проекты (мероприятия) обозначенным направлениям стратегического развития)

Система вознаграждения

Для оценки системы вознаграждения в организации рекомендуется определить набор критериев, позволяющих оценить нацеленность системы вознаграждения на обеспечение достижения долгосрочных стратегических целей развития организации, ее финансовую устойчивость и эффективную организацию управления рисками. Отсутствие формализованной системы вознаграждения является одним из определяющих факторов, понижающих оценку по компоненте «Корпоративное управление» в целом, в том числе и при оценке практик по элементам «Органы управления», «Управление рисками» как надлежащих. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки организации системы вознаграждения. Критерии представлены в табл. 8.6.

Таблица 8.6. Критерии оценки

Утвержден внутренний документ (документы), определяющий (определяющие) политику организации по вознаграждению и возмещению расходов (компенсаций) членов совета директоров (наблюдательного совета) организации
Совет директоров (наблюдательный совет) (в случае его отсутствия – общее собрание акционеров (участников) определил политику вознаграждения исполнительных органов
Утвержден внутренний документ (документы), определяющий (определяющие) политику организации по вознаграждению и возмещению расходов (компенсаций) исполнительных органов организации
Сведения о подходах к организации и пересмотру системы вознаграждения совета директоров (наблюдательного совета), исполнительных органов, иных ключевых руководящих работников раскрыты на официальном сайте организации в сети Интернет

При оценке данного элемента рекомендуется учитывать, что лучшей практикой корпоративного управления является определение в организации политики по вознаграждению не только в отношении исполнительных органов организации, но и иных ее ключевых руководящих работников (например, лиц, принимающих решения об осуществлении организацией операций и сделок, результаты которых могут повлиять на стабильность функционирования организации или возникновение ситуаций, угрожающих интересам ее заинтересованных лиц (так называемых работников, принимающих риски), лиц, осуществляющих контрольные функции. При оценке системы вознаграждения в организации рекомендуется также обращать внимание на практику пересмотра системы вознаграждения исполнительных органов, иных ключевых руководящих работников в организации в случае изменения стратегии развития организации, существенного изменения условий ведения деятельности, профиля рисков и других факторов. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки реализуемых в организации практик вознаграждения членов совета директоров (наблюдательного совета) в случае его формирования. Критерии представлены в табл. 8.7.

Таблица 8.7. Критерии оценки практики вознаграждения членов совета директоров (наблюдательного совета)

Применяется преимущественно фиксированное годовое вознаграждение членов совета директоров (наблюдательного совета). Размер вознаграждения членов совета директоров (наблюдательного совета) определяется вне зависимости от результатов (показателей) деятельности организации
Сведения о всех видах вознаграждения членов совета директоров (наблюдательного совета) раскрыты в отчетности организации, размещенной в публичном доступе

Отсутствие в организации формализованной системы вознаграждения членов совета директоров (наблюдательного совета), равно как и отсутствие практики выплаты вознаграждения членам совета директоров (наблюдательного совета) как таковой, является одним из факторов, понижающих оценку по элементу «Органы управления». Примерный перечень базовых критериев, который может применяться для

оценки реализуемых в организации практик вознаграждения исполнительных органов, иных ключевых руководящих работников организации, представлен ниже (табл. 8.8).

Таблица 8.8. Критерии оценки практик вознаграждения исполнительных органов, иных ключевых руководящих работников организации

Политика (политики) по вознаграждению содержит (содержат) прозрачные механизмы определения размера вознаграждения членов исполнительных органов, иных ключевых руководящих работников организации, а также регламентирует (регламентируют) все виды выплат, льгот и привилегий, предоставляемых указанным лицам
Установлен порядок определения размера вознаграждения членов исполнительных органов организации с учетом результата деятельности организации и их личного вклада в достижение этого результата (количественные и качественные показатели деятельности, характеризующие результативность и эффективность деятельности, доходность, принимаемые риски и так далее, их целевые значения и допустимые отклонения от целевых значений)
Система вознаграждения членов исполнительных органов, иных ключевых руководящих работников организации включает ключевые показатели эффективности, создающие материальные стимулы к достижению приоритетных для организации целей и задач в области устойчивого развития
Информация о размере вознаграждения исполнительных органов раскрыта организацией в отчетности организации, размещенной в публичном доступе

Оценивая практику раскрытия информации о размере вознаграждения исполнительных органов, рекомендуется учитывать, что передовой практикой корпоративного управления является раскрытие информации о размере индивидуального вознаграждения лиц. Отсутствие в организации механизмов системы вознаграждения, направленных на предотвращение и дестимулирование принятия исполнительными органами управления и работниками организации чрезмерных рисков в деятельности организации, нарушений действующих требований законодательства и положений внутренних документов организации, является одним из определяющих факторов, понижающих оценку по элементам «Система вознаграждения» и «Управление рисками» как надлежащих.

Управление рисками, осуществление внутреннего контроля и внутреннего аудита

Оценку данного элемента рекомендуется проводить с учетом масштаба и отраслевой и (или) иной специфики деятельности организации, применимых к организации требований законодательства Российской Федерации к организации и осуществлению управления рисками, внутреннего контроля, внутреннего аудита в организации. Для оценки практик управления рисками в организации рекомендуется определить набор критериев, позволяющих оценить степень заинтересованности учредителей (акционеров, участников), органов управления в анализе рисков и системном управлении рисками, интеграцию управления рисками в процессы стратегического управления, принятия управленческих решений, бизнес-процессы организации. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки реализуемых в организации практик управления рисками и осуществления внутреннего контроля (табл. 8.9).

Таблица 8.9. Критерии оценки практик управления рисками и осуществления внутреннего контроля

Утвержден внутренний документ (документы), определяющий (определяющие) политику в области управления рисками и внутреннего контроля
Принципы и подходы к организации системы управления рисками и внутреннего контроля определены советом директоров (наблюдательным советом) (в случае его отсутствия – общим собранием акционеров (участников) и закреплены во внутренних документах организации, определяющих политику в области управления рисками и внутреннего контроля
Назначено должностное лицо (лица) / сформировано структурное подразделение (структурные подразделения), ответственное (ответственные) за организацию и координацию процесса управления рисками и осуществление внутреннего контроля
В совете директоров (наблюдательном совете) сформирован комитет, к компетенции которого относится рассмотрение вопросов, связанных с управлением рисками и внутренним контролем
Организован безопасный, конфиденциальный и доступный способ информирования (горячая линия) совета директоров (наблюдательного совета) или комитета совета директоров по аудиту и (или) внутреннего аудитора о фактах нарушения законодательства, внутренних процедур, положений кодекса этики

Советом директоров (наблюдательным советом) (в случае его отсутствия – общим собранием акционеров (участников) установлена приемлемая величина рисков для организации (риск-аппетит)
Процессы выявления, оценки и управления ESG-рисками интегрированы в систему управления рисками
Результаты анализа рисков учитываются при определении бизнес-показателей, ключевых показателей эффективности
Определен порядок проведения оценки эффективности управления рисками и осуществления внутреннего контроля
Совет директоров (наблюдательный совет) (в случае его отсутствия – общее собрание акционеров (участников) не реже одного раза в год рассматривает результаты оценки эффективности управления рисками и осуществления внутреннего контроля
Проводится ежегодная оценка эффективности управления рисками и осуществления внутреннего контроля внутренним аудитором
Проведена независимая внешняя оценка эффективности управления рисками (уровня зрелости управления рисками) не менее одного раза за последние три календарных года
Организация раскрывает информацию об управлении рисками (например, в годовом отчете, финансовой отчетности, опубликованной политике управления рисками, заявлении о риск-аппетите), а также информацию с описанием системы внутреннего контроля общества

При оценке подходов организации к определению риск-аппетита рекомендуется оценивать, насколько четко определен риск-аппетит (совокупность количественных и качественных показателей), установлены ли в организации процедуры его пересмотра. В случае отсутствия в организации практик определения риск-аппетита рекомендуется исследовать иные альтернативные практики управления рисками, например, установление советом директоров (наблюдательным советом) (в случае его отсутствия – общим собранием акционеров (участников) лимитов и критериев принятия решений исполнительными органами. Кроме того, при проведении оценки рекомендуется анализировать риск-события, превышающие предельный уровень риск-аппетита и иные существенные инциденты в организации за последние три года. Оценивая данный элемент, рекомендуется учитывать, что лучшей практикой корпоративного управления является проведение ежегодной оценки эффективности управления рисками и осуществления внутреннего контроля, а также проведение независимой внешней оценки эффективности управления рисками (не менее одного раза в

три года). Рекомендуется принимать во внимание, учтены ли результаты внутренней и (или) внешней оценки в деятельности организации, в том числе были ли устранены недостатки в области организации системы управления рисками и внутреннего контроля. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки реализуемых практик организации и осуществления внутреннего аудита (табл. 8.10).

Таблица 8.10. Критерии оценки реализуемых практик организации и осуществления внутреннего аудита

В организации обеспечена независимость внутреннего аудитора (руководителя подразделения внутреннего аудита)
Политика в области внутреннего аудита утверждена советом директоров (наблюдательным советом) (в случае его отсутствия – общим собранием акционеров (участников))
Во внутренних документах определены порядок и сроки предоставления внутренним аудитором (руководителем подразделения внутреннего аудита) информации о результатах проверок, в том числе выполнении плана деятельности внутреннего аудита, совету директоров (наблюдательному совету) (в случае его отсутствия – общему собранию акционеров (участников))

При проведении оценки независимости внутреннего аудитора (руководителя подразделения внутреннего аудита) рекомендуется исходить из следующих условий обеспечения независимости: недопустимость совмещения функций внутреннего аудита с иными функциями, находящимися вне сферы деятельности внутреннего аудита, в организации и (или) иных организациях группы; назначение внутреннего аудитора на должность и освобождение от должности на основании решения совета директоров (наблюдательного совета) (в случае его отсутствия – общего собрания акционеров (участников)); определение советом директоров (наблюдательным советом) (в случае его отсутствия – общим собранием акционеров (участников)) размера вознаграждения внутреннего аудитора. Кроме того, необходимо принимать во внимание условия, ограничивающие независимость внутреннего аудитора, например, такие как замещение внутренним аудитором в течение трех лет, предшествующих назначению на должность, должности в испол-

нительных органах организации, руководящих должностей в бизнес-подразделениях, подразделениях, ответственных за финансовое и налоговое сопровождение деятельности организации. Отсутствие в организации, осуществляющей деятельность в организационно-правовой форме, отличной от публичного общества, внутреннего аудита не рекомендуется квалифицировать как предопределяющий негативный фактор для оценки элемента «Управление рисками». Важно принимать во внимание иные практики организации, свидетельствующие о системном характере управления рисками. Вместе с тем подотчетность и функциональная подчиненность должностного лица или структурного подразделения, отвечающего за внутренний аудит (в случае его организации и осуществления), исполнительным органам управления являются одними из факторов, нивелирующих значимость и эффективность осуществления внутреннего аудита.

Раскрытие информации

Оценку данного элемента рекомендуется проводить с учетом масштаба деятельности организации, применимых к организации требований законодательства Российской Федерации о раскрытии информации, иных ограничивающих раскрытие информации факторов внешней среды. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки реализуемых в организации практик раскрытия информации (табл. 8.11).

Таблица 8.11. Критерии оценки раскрытия информации

Информация раскрывается в объеме, предусмотренном законодательством Российской Федерации, своевременно для неограниченного круга лиц
Совет директоров (наблюдательный совет) (в случае его отсутствия – орган управления, к компетенции которого отнесен указанный вопрос) утвердил информационную политику, которая раскрыта на официальном сайте организации в сети Интернет
Организация определила подходы к раскрытию сведений об иных событиях (действиях), оказывающих существенное влияние на стоимость или котировки ценных бумаг организации, раскрытие сведений о которых не предусмотрено законодательством

Информация о персональном составе исполнительных органов, совета директоров (наблюдательного совета), комитетов совета директоров раскрыта на официальном сайте организации в сети Интернет
Информация, достаточная для формирования представления о личных и профессиональных качествах членов совета директоров (наблюдательного совета), например: образование, квалификация, опыт, дата первоначального избрания в состав совета директоров (наблюдательного совета) организации, членство в советах директоров (наблюдательных советах) других организаций, сведения о должностях, которые они занимают или занимали в течение не менее пяти последних лет в органах управления иных юридических лиц), раскрыта на официальном сайте организации в сети Интернет и (или) содержится в отчетности организации в публичном доступе
Организация раскрывает информацию о планируемых изменениях в своей деятельности, деятельности группы
На официальном сайте организации в сети Интернет раскрыта информация о подконтрольных обществах, имеющих для организации существенное значение
Организация раскрывает описание основных рисков и возможностей, связанных с устойчивым развитием, и информацию о том, как организация управляет этими рисками и возможностями
На официальном сайте организации в сети Интернет раскрыт отчет в области устойчивого развития
Организация вправе самостоятельно определять объем, формат и форму для раскрытия информации об устойчивом развитии в зависимости от целей раскрытия информации, масштабов и характера бизнеса с учетом установленных законодательством требований к раскрытию информации. Вместе с тем согласно информационному письму Банка России от 12.07.2021 № ИН-06-28/49 «О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ» рекомендуется обеспечить раскрытие информации об устойчивом развитии в годовом отчете публичного акционерного общества. При оценке данного критерия рекомендуется также оценивать качество, своевременность, регулярность раскрываемой информации.

В рамках проведения оценки данного элемента рекомендуется принимать во внимание реализуемые организацией способы и методы коммуникаций с акционерами и инвесторами, например, создание на официальном сайте организации в сети Интернет специального раздела, в котором размещены ответы на типичные вопросы акционеров (участников) и инвесторов, или специального раздела, в котором размещен регулярно обновляемый календарь корпоративных событий организации.

Политика ответственного инвестирования

Оценку практик ответственного инвестирования рекомендуется осуществлять в отношении финансовых организаций, выступающих в роли институциональных инвесторов и доверительных управляющих активами институциональных инвесторов. При этом под ответственным инвестированием понимается инвестирование средств в эмиссионные ценные бумаги обществ, базирующееся в том числе на стремлении инвестора содействовать устойчивому развитию общества в целях увеличения доходности инвестиций своих клиентов и выгодоприобретателей при приемлемом уровне риска и выражающееся в учете ESG-факторов, рисков и возможностей, которые указанные факторы создают для объектов инвестиций, в процессе инвестиционной деятельности, на осуществлении оценки и мониторинга объектов инвестиций, добросовестном осуществлении прав акционера и взаимодействии с обществами, а также раскрытии инвестором информации о применяемых им подходах и политиках в области ответственного инвестирования. Ответственное инвестирование направлено на снижение рисков и повышение доходности от инвестиций в долгосрочной перспективе. Оценку данного элемента рекомендуется проводить с учетом масштаба и вида деятельности организации на финансовом рынке, а также в совокупности с реализуемыми организацией практиками в области устойчивого развития. Оценку реализуемых в организации политик инвестирования рекомендуется осуществлять дополнительно к базовым элементам корпоративного управления. Ниже приводится примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки реализуемой в организации политики ответственного инвестирования (табл. 8.12).

Таблица 8.12. Критерии оценки политики ответственного инвестирования

Информация о реализуемых подходах к осуществлению ответственного инвестирования раскрыта на официальном сайте организации в сети Интернет
Подходы к осуществлению ответственного инвестирования определены в политике ответственного инвестирования
Организация раскрыла на официальном сайте в сети Интернет декларацию о следовании Рекомендациям Банка России по реализации инвестирования»

При оценке практик ответственного инвестирования следует принимать во внимание, насколько подходы, реализуемые организацией, соответствуют рекомендациям Банка России по реализации принципов ответственного инвестирования.

8.4. Оценка компоненты «Окружающая среда»

Оценивание компоненты Е («Окружающая среда») важно осуществлять с использованием концепции двойной существенности, а именно рассматривать два взаимосвязанных аспекта: 1) влияние деятельности организации на окружающую среду; 2) влияние окружающей среды на деятельность организации. Оценка первого аспекта должна иллюстрировать мнение о профиле организации, полученном путем оценки характеристик ее влияния на окружающую среду за отчетный период. Оценка второго аспекта должна иллюстрировать мнение о подверженности организации рискам и возможностям, связанным с окружающей средой, и способности управления ими на горизонте не менее трех предстоящих лет. Оценку рисков также можно осуществлять более глубоко, разделяя риски на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные, как это предусмотрено в рамках подхода TCFD.

При оценке в соответствии с концепцией двойной существенности отдельные показатели, которые должны использоваться для анализа с точки зрения оценки подверженности организации рискам окружающей среды, могут совпадать с показателями для оценки профиля влияния компании на окружающую среду. Однако в первом случае оценка показателя должна производиться для оценки влияния воздействия организации на окружающую среду, а во втором – с точки зрения наличия финансового риска для организации.

В результате значимость одного и того же показателя для двух аспектов может различаться. При оценке организации по компоненте Е рекомендуется использовать следующий перечень элементов:

- климат;
- энергопотребление и энергоэффективность;
- атмосфера;
- водные ресурсы;
- обращение с отходами производства и потребления;

- землепользование;
- леса и биоразнообразие;
- экологический менеджмент;
- расходы на охрану окружающей среды;
- цепочки поставок;
- ответственное инвестирование (финансирование).

Итоговая оценка организации по компоненте Е является взвешенной оценкой всех оцениваемых элементов. Вес элемента рекомендуется определять с учетом отраслевой специфики организации, обращая особое внимание на отдельные элементы для нефинансовых организаций, такие как «Климат», «Расходы на охрану окружающей среды» и «Экологический менеджмент».

Применительно к финансовым организациям рекомендуется наибольший вес «финансирование». присваивать оценке элемента «Ответственное Для оценки каждого элемента рекомендуется определить перечень количественных и качественных показателей. Они должны быть выбраны с учетом масштаба и специфики деятельности организации и позволять сформировать профессиональное суждение о существенности негативного воздействия организации на окружающую среду и ее подверженности рискам.

Также выбранные показатели должны позволить в равной мере оценить, как соблюдение компанией требований природоохранного законодательства, так и инициативную деятельность компании в области охраны окружающей среды.

В процессе оценки также рекомендуется:

- при анализе количественных показателей принимать во внимание как абсолютные показатели для оценки величины воздействия, так и удельные для их сопоставления между организациями разных размеров;
- использовать отраслевые показатели для проведения внутри- и межотраслевого сравнения;
- рассматривать количественные целевые ориентиры организаций, представленные в рамках политики / стратегии / дорожной карты, а также учитывать их выполнение.

Перечень показателей носит рекомендательный характер и может быть дополнен и скорректирован лицом, оказывающим услуги по оценке устойчивого развития. Все количественные показатели должны

быть представлены по возможности не менее чем за последние три года (табл. 8.13).

Таблица 8.13. Критерии оценки

Объем валовых выбросов парниковых газов (Охват 1, Охват 2, Охват 3) (в тоннах CO ₂ -экв.) И (ИЛИ) Объем удельных выбросов парниковых газов с указанием охвата (в тоннах CO ₂ -экв. / ед. продукции или в тоннах CO ₂ -экв. / финансовый показатель)
Наличие климатической политики / стратегии / дорожной карты / плана (да / нет) <i>При оценке данного показателя следует учитывать, включает ли документ в себя цели по снижению выбросов парниковых газов и (или) достижению углеродной нейтральности, включая базовый и целевой годы, охват выбросов; перечень и описание мероприятий, направленных на достижение целей по снижению выбросов (например, модернизация производства, использование возобновляемых источников энергии и др.), включая планируемый объем инвестиций; целевые ориентиры по разработке и реализации климатических проектов и компенсации выбросов парниковых газов организации углеродными единицами от реализации климатических проектов с учетом установленных квот.</i>
Управление климатическими рисками (да / нет) <i>При оценке данного показателя следует учитывать, включают ли в себя подходы к управлению анализ подверженности организации климатическим рискам (физическими и переходным) и возможностей организации, связанных с изменением климата; использование сценарного анализа на основе моделей МГЭИК для оценки существенности климатических рисков; разработку и реализацию мероприятий по защите активов, находящихся в зоне возможной реализации физических климатических рисков.</i>
Раскрытие информации, связанной с изменением климата, в соответствии с международными рекомендациями (например, TCFD) (да / нет)
Наличие активов в зоне возможной реализации физических климатических рисков (засухи, наводнения, таяния вечной мерзлоты, природных пожаров и др.) (да / нет)

Энергопотребление и энергоэффективность

Ключевые параметры разобраны в табл. 8.14.

Таблица 8.14. Критерии оценки

Общее количество потребляемой / производимой энергии (в разбивке по источникам) (в джоулях) И (ИЛИ) Удельный показатель потребляемой / производимой энергии (в джоулях / ед. продукции или в джоулях / финансовый показатель)
Общее количество потребляемой / производимой энергии на базе низкоуглеродной генерации (АЭС, ГЭС, СЭС, ВЭС и др.) (в джоулях)
Наличие политики / стратегии / дорожной карты / плана по повышению энергоэффективности (да / нет)
<i>При оценке данного показателя следует учитывать, включает ли документ в себя цели по увеличению объема использования энергии, произведенной на базе низкоуглеродной энергетики; цели по увеличению доли низкоуглеродной энергетики в балансе энергопотребления; цели по увеличению энергоэффективности / энергосбережения.</i>

Атмосфера

Основные критерии разобраны в табл. 8.15.

Таблица 8.15. Критерии оценки

Фактические валовые выбросы загрязняющих веществ в атмосферу (в тоннах) И (ИЛИ) Удельные выбросы загрязняющих веществ в атмосферу (в тоннах / ед. продукции или в тоннах / финансовый показатель)
<i>Дополнительно для анализа профиля организации предлагается рассмотреть фактические валовые выбросы в разбивке по основным загрязняющим веществам, а для оценки соответствия деятельности организации требованиям надзорных органов сравнить фактические валовые выбросы с разрешенным объемом выбросов загрязняющих веществ в атмосферу (в тоннах).</i>
Наличие политики / стратегии / дорожной карты / плана по снижению воздействия на атмосферный воздух (да / нет)

<i>При оценке данного показателя следует учитывать, включает ли документ в себя цели по снижению выбросов загрязняющих веществ в атмосферу; перечень и описание мероприятий, направленных на достижение целей по снижению выбросов загрязняющих веществ (например, модернизация производства, включая внедрение наилучших доступных технологий (НДТ), использование газоочистных установок и др.); планируемый объем инвестиций.</i>
Отсутствуют превышения установленных нормативов допустимых выбросов (НДВ) (да / нет)
Осуществляется мониторинг состояния атмосферного воздуха в порядке и объеме, установленными программой производственного экологического контроля (Программа ПЭК) (да / нет)
<i>Для оценки дополнительных мероприятий организации по охране окружающей среды предлагается рассмотреть, осуществляет ли организация мониторинг состояния атмосферного воздуха сверх объемов, установленных Программой ПЭК.</i>

Водные ресурсы

Основные критерии для оценки водных ресурсов представлены в табл.8.16.

Таблица 8.16. Критерии оценки

Общий объем забираемой воды (в куб. метрах)
Использование воды на собственные нужды (в куб. метрах) И (ИЛИ) Удельное водопотребление (в куб. метрах / ед. продукции)
Водоотведение в поверхностные водные объекты (в куб. метрах) <i>Дополнительно для анализа профиля организации предлагается учитывать качество сбрасываемых сточных вод (например, нормативно чистые, нормативно очищенные), а для оценки соответствия деятельности организации требованиям надзорных органов сравнить фактический сброс загрязняющих веществ в составе сточных вод в водные объекты с установленными нормативами сброса загрязняющих веществ в составе сточных вод.</i>
Доля оборотной и повторно-последовательно используемой воды в общем объеме воды, используемой на производственные нужды (в процентах)
Наличие политики / стратегии / дорожной карты / плана по снижению воздействия на водные ресурсы (да / нет)

<i>При оценке данного показателя следует учитывать, включает ли документ в себя цели по снижению интенсивности водопотребления; цели по снижению сбросов загрязняющих веществ в составе сточных вод в водные объекты; цели по переходу к замкнутым водооборотным системам; перечень и описание мероприятий, направленных на достижение целей по снижению воздействия на водные ресурсы (например, модернизация производства, включая внедрение НДТ, строительство новых или модернизация существующих очистных сооружений и др.); планируемый объем инвестиций.</i>
Отсутствуют превышения установленных нормативов допустимых сбросов (да / нет)
Осуществляется мониторинг состояния водных объектов в порядке и объеме, установленными Программой ПЭК (да / нет)
<i>Для оценки дополнительных мероприятий организации по охране окружающей среды предлагается рассмотреть, осуществляет ли организация мониторинг состояния водных объектов сверх объемов, установленных Программой ПЭК.</i>

Обращение с отходами производства и потребления

Ключевые характеристики и параметры оценки отражены в табл. 8.17.

Таблица 8.17. Критерии оценки

Объем образованных отходов (в тоннах)
<i>Дополнительно для анализа профиля организации предлагается рассмотреть объем образованных отходов с разбивкой по классам опасности, а для оценки соответствия деятельности организации требованиям надзорных органов сравнить объем образованных отходов с установленными нормативами образования отходов.</i>
Объем отходов с разбивкой по способу обращения (в тоннах или процентах)
Наличие политики / стратегии / дорожной карты / плана по обращению с отходами (да/нет)
<i>При оценке данного показателя следует учитывать, включает ли документ в себя цели по снижению объемов образования отходов производства и потребления; цели по внедрению принципов циклической экономики; цели по внедрению раздельного сбора отходов; перечень и описание мероприятий, направленных на снижение объемов образования отходов (например, модернизация производства, включая внедрение НДТ, и др.); планируемый объем инвестиций.</i>

Отсутствуют превышения установленных нормативов образования отходов и лимитов на их размещение (да / нет)

Землепользование

Критерии эффективности и рациональности использования земель представлены в табл.8.18.

Таблица 8.18. Критерии оценки

Образование загрязненных земель в течение года (в гектарах)
Площадь рекультивированной за год земли (под пашню / сельскохозяйственные угодья / лесные насаждения / водоемы) (в гектарах)
Площадь загрязненных земель на конец года (в гектарах)
Наличие политики / стратегии / дорожной карты / плана по рациональному использованию земельных ресурсов (да / нет)
<i>При оценке данного показателя следует учитывать, включает ли документ в себя цели по снижению воздействия и восстановлению земельных ресурсов и их рациональному использованию; перечень и описание мероприятий, направленных на достижение целей по рациональному использованию земельных ресурсов.</i>

Леса и биоразнообразие

Основные параметры, по которым можно оценить качество использования лесов и биоразнообразия представлены в табл. 8.19.

Таблица 8.19. Критерии оценки

Площадь земли, используемой для деятельности организации (в гектарах)
Площадь вырубки лесов (лесного покрова) за год (в гектарах)
Площадь лесовосстановительных работ (в гектарах)
Количество охраняемых и редких видов флоры и фауны в зоне непосредственного (выявленные на территории организации) и косвенного влияния
Наличие редких экосистем, видов животных и растений-индикаторов состояния биоразнообразия, постоянно обитающих в зонах прямого, косвенного и кумулятивного воздействия организации (да / нет)
Разработана и реализуется программа по сохранению биоразнообразия и экосистемных услуг (да / нет)

<i>При оценке данного показателя следует учитывать, предполагает ли программа разработку индикаторов состояния биоразнообразия и эффективности мероприятий по сохранению биоразнообразия; проведение регулярного мониторинга состояния биоразнообразия; заключение долгосрочных соглашений о сохранении биоразнообразия с некоммерческими организациями (НКО) и природоохранными учреждениями.</i>
Ведется работа по оценке рисков в области биоразнообразия (да / нет)
Использование ресурсов, экосистемных услуг, доступ к которым может быть ограничен из-за реализации экологических рисков (да / нет)
Наличие политики по диверсификации / замещению ресурсов, получение которых сопряжено с оказанием существенного негативного влияния на окружающую среду, биоразнообразие и экосистемные услуги, ведется учет таких ресурсов (да / нет)

Экологический менеджмент

В рамках политики экологического менеджмента необходимо оценивать объемы внедряемых экологических решений и эффективность их использования. Для этого используется ряд показателей, которые представлены в табл. 8.20.

Таблица 8.20. Критерии оценки

Внедрена система экологического менеджмента, получен сертификат соответствия (да / нет)
Регулярно раскрывается экологическая информация в соответствии с национальными и международными требованиями и стандартами (да / нет)
Организован и реализуется производственный экологический контроль (да / нет)
Наличие внутреннего ежеквартального / ежегодного аудита деятельности / наличия и актуальности природоохранной документации, разрешительных документов ⁵⁸ , договоров (например, на вывоз отходов) (да / нет)
Наличие аварий и (или) инцидентов, повлекших за собой негативное воздействие на окружающую среду (да / нет)
<i>Дополнительно для анализа профиля организации предлагается оценить финансовую существенность ущерба в результате аварий.</i>
Наличие предписаний контрольных (надзорных) органов, включая неисполненные, о нарушении законодательства в области охраны окружающей среды (да / нет)

Дополнительно для анализа профиля организации предлагается оценить финансовую существенность предписаний контрольных (надзорных) органов в области охраны окружающей среды.

Категория риска причинения вреда (ущерба) объекта негативного воздействия на окружающую среду (НВОС)

При оценке данного показателя следует учитывать, повышалась / понижалась ли контрольно-надзорными органами категория риска причинения вреда (ущерба) объекта НВОС

Расходы на охрану окружающей среды

Оценка расходов на окружающую среду позволяет оценить соотношение ресурсозатрат и практических результатов. С целью оценки эффективности расходов оценивается ряд параметров (табл. 8.21).

Таблица 8.21. Критерии оценки

Затраты на природоохранные мероприятия (в рублях)

Дополнительно для анализа профиля организации предлагается учитывать затраты на природоохранные мероприятия в разбивке по направлениям природоохранной деятельности.

Плата за негативное воздействие на окружающую среду (в рублях)

Дополнительно для оценки соответствия деятельности организации требованиям надзорных органов предлагается учитывать платежи за сверхнормативные выбросы, сбросы загрязняющих веществ, сверхлимитное размещение отходов производства, а также долю сверхнормативных платежей в общем объеме платы за негативное воздействие на окружающую среду.

Выплаченные штрафы за нарушения природоохранного законодательства (в рублях)

Выплаченная компенсация вреда (ущерба), причиненного окружающей среде, отдельным компонентам природной среды (землям, водным объектам, лесам, животному миру и др.) (в рублях)

Цепочки поставок

Оценка цепочек поставок реализуется посредством анализа параметров, представленных в табл. 8.22.

Таблица 8.22. Критерии оценки

Наличие у организации критериев оценки / отбора поставщиков (подрядчиков, исполнителей), с которыми она работает, учитывающих их воздействие на окружающую среду (да / нет)
Доля контрагентов (поставщиков, подрядчиков, исполнителей), прошедших оценку с использованием экологических критериев (в процентах от общего числа контрагентов)

Ответственное финансирование

Выводы об ответственном финансировании формируются посредством расчета интегрального показателя, в рамках которого рассматриваются показатели, представленные в табл. 8.23.

Таблица 8.23. Критерии оценки

Компания является эмитентом зеленых (адаптационных) облигаций, социальных облигаций, облигаций устойчивого развития, облигаций, связанных с целями устойчивого развития, облигаций климатического перехода (да / нет)
Доля финансирования зеленых и (или) адаптационных проектов и (или) социальных проектов (проектов устойчивого развития) от совокупного объема кредитного портфеля юридических лиц (в процентах)
<i>Рекомендуется использовать показатель только для оценки финансовых организаций.</i>
Углеродоемкость портфеля
<i>Для расчета углеродоемкости портфеля более релевантным будет придерживаться международных подходов. Например, Partnership for Carbon Accounting Financials PCAF (2022). The Global GHG Accounting and Reporting Standard Part A: Financed Emissions. Second Edition. Рекомендуется использовать показатель только для оценки финансовых организаций.</i>
Доля активов с ESG-рейтингом (в процентах от общего объема портфеля)

Рекомендуется использовать показатель только для оценки финансовых организаций.

Наличие политики по снижению углеродоемкости портфеля, включающей целевые ориентиры (да / нет)

Рекомендуется использовать показатель только для оценки финансовых организаций.

8.5. Оценка компоненты «Социальная ответственность»

Оценку компоненты «Социальная ответственность» рекомендуется осуществлять с учетом организационно-правовой формы, масштаба и отраслевой специфики деятельности организации. Для оценки каждого из элементов компоненты рекомендуется определить перечень критериев оценки, позволяющих сформировать профессиональное суждение о подходах объекта оценки к организации тех или иных процедур (практик) и их практической реализации.

При оценке элементов компоненты «Социальная ответственность» рассматриваются:

- документальная часть – анализ внутренних документов (регламентов, положений, политик и так далее), результаты которого будут свидетельствовать о наличии и качестве базиса для вынесения профессионального суждения о степени реализации в той или иной организации ключевых принципов социальной ответственности на уровне формального закрепления процессов;

- практическая часть – анализ того, как на практике в организации реализуются установленные во внутренних документах процедуры (практики), в том числе количественная оценка фактических показателей деятельности.

–

Система мотивации персонала

В рамках элемента рекомендуется оценивать существующую в организации систему мотивации сотрудников (как материальной, так и нематериальной), способствующую повышению производительности труда и сохранению численности сотрудников. В рамках оценки необходимо учитывать требования законодательства Российской Федерации, в частности Трудового кодекса Российской Федерации. При

оценке элемента рекомендуется обращать внимание на организационно-правовую форму, вид деятельности организации. Например, для производственных организаций важным критерием может быть наличие программ укрепления здоровья и медицинского обслуживания. Применительно к финансовым организациям рекомендуется учитывать наличие, частоту проведения и разновидность программ профессионального обучения. Рекомендуется учитывать примерный перечень базовых критериев (табл. 8.24).

Таблица 8.24. Критерии оценки

Во внутренних документах, определяющих порядок формирования заработной платы, премирования и доплат, четко определены критерии и периодичность этих выплат
Наличие программ добровольного медицинского страхования (ДМС) и других форм медицинского обслуживания для работников, а также иных программ укрепления здоровья (например, фитнес-центр и прочее)
Наличие программ повышения квалификации и программ профессионального обучения работников и (или) программ субсидирования обучения
Наличие иных социальных программ (организация и (или) оплата питания, корпоративные детские сады для детей сотрудников и (или) денежная компенсация на оплату детского сада (яслей), программы материальной помощи, программы корпоративного кредитования, жилищного и транспортного обеспечения и прочее)

В рамках оценки основных элементов социального пакета для сотрудников организации целесообразно также обращать внимание на надежность и репутацию страховой компании (наличие рейтинга надежности, отсутствие негативной информации в СМИ и прочее), с которой организация заключает договоры; разновидность и объем проведенных обучающих программ (с привлечением сторонних организаций) и прочее. Среди количественных базовых критериев целесообразно учитывать элементы по табл. 8.25 (оценки стоит также проводить в разбивке по возрастным группам, полу и регионам).

Таблица 8.25. Критерии оценки

Соотношение работников, работающих по срочным и бессрочным трудовым договорам

Общее количество и процент новых работников, принятых на работу за отчетный период
Средний размер заработной платы в организации (за исключением топ-менеджмента и с учетом средней по отрасли / региону)
Доля работников, охваченных программами добровольного медицинского страхования (ДМС) и другими формами медицинского обслуживания для работников за последний календарный год (в процентах)
Доля работников, прошедших образовательные программы (например, повышение квалификации, профессиональная переподготовка и т.п.) за последний календарный год (в процентах)
Доля работников, обратившихся и получивших иные социальные льготы и компенсации организации за последний календарный год (в процентах)
Общая численность и показатели текучести кадров за отчетный период

Политика равенства

В рамках элемента рекомендуется оценивать политику организации, направленную на обеспечение равного отношения к сотрудникам вне зависимости от пола, возраста, расы, цвета кожи, национальности, языка, происхождения, вероисповедания, имущественного, семейного, социального и должностного положения, места жительства, наличия инвалидности, политических или иных убеждений, принадлежности или непринадлежности к общественным объединениям или каким-либо социальным группам. Целесообразно учитывать, руководствуется ли организация документами, принятыми Международной организацией труда, Всеобщей декларацией прав человека и иными. Рекомендуется учитывать примерный перечень базовых критериев (табл. 8.26).

Таблица 8.26. Критерии оценки

Организация публикует в открытом доступе информацию о гендерном балансе (соотношение мужчин и женщин по категориям сотрудников), о составе совета директоров и других показателях, а также разъяснение о гендерной динамике и политике
Наличие и описание мер, принятых организацией в отчетный период, для устранения случаев дискриминации (при наличии)
Наличие механизмов и (или) каналов реагирования и решения этических вопросов (нарушения прав человека, трудового законодательства, кодекса корпоративной этики, конфликта интересов) для работников, клиентов, контрагентов

Кроме того, необходимо учитывать примерный перечень базовых критериев, который может применяться для оценки реализуемой в организации политики равенства (табл. 8.27).

Таблица 8.27. Критерии оценки

Состав руководящих органов общества с указанием распределения по каждой из следующих категорий (в процентах): – пол; – возрастная группа: до 35 лет, 35–50 лет, старше 50 лет.
Доля работников с указанием распределения по каждой из следующих категорий (в процентах): – пол; – возрастная группа: до 35 лет, 35–50 лет, старше 50 лет.
Общее количество случаев дискриминации в сфере труда (по количеству вступивших в силу решений суда) за отчетный период

Охрана труда

При оценке организации охраны труда целесообразно обращать внимание на регламентацию и периодичность проводимых организацией мероприятий по защите жизни и здоровья сотрудников от воздействия неблагоприятных факторов. Организация охраны труда должна соответствовать установленным законодательством Российской Федерации требованиям с целью исключения или максимального сокращения производственных заболеваний, травм, несчастных случаев на производстве.

При оценке наличия службы по охране труда или должности ответственного специалиста рекомендуется обращать внимание на вид деятельности организации и численность сотрудников. Отсутствие в организации формализованной системы охраны труда (инструктажей, стандартов и прочего), равно как и отсутствие практики организации охраны труда, является одним из определяющих факторов, понижающих оценку по компоненту «Социальная ответственность», особенно в организациях производственного комплекса (табл. 8.28).

Таблица 8.28. Критерии оценки

Утверждены внутренние документы, определяющие порядок организации охраны труда
Создана служба по охране труда (в том числе утвержден (утверждены) внутренний документ / должностные инструкции с описанием функций службы охраны труда или функций специалиста по охране труда)
Обеспечен доступ к информации по охране труда всем работникам организации
Регулярно проводятся тренинги / инструктажи по охране труда на рабочем месте, покрывающие характерные для данной организации риски для жизни и состояния здоровья работников

Примером количественных факторов может быть расчет показателей, представленных в табл. 8.29.

Таблица 8.29. Критерии оценки

Доля пострадавших в результате несчастных случаев на производстве с временной потерей трудоспособности (на 1000 чел.)
Доля пострадавших в результате несчастных случаев на производстве с причинением тяжкого вреда здоровью (на 1000 чел.)
Доля пострадавших в результате несчастных случаев на производстве со смертельным исходом (на 1000 чел.)
Доля пострадавших в результате несчастных случаев, не связанных с производством, с временной потерей трудоспособности (на 1000 чел.)
Доля пострадавших в результате несчастных случаев, не связанных с производством, с причинением тяжкого вреда здоровью (на 1000 чел.)
Доля пострадавших в результате несчастных случаев, не связанных с производством, со смертельным исходом (на 1000 чел.)
Количество и размер предписаний / штрафов органов контроля (надзора) (при наличии)

При анализе количественных факторов предлагается дополнительно учитывать временную составляющую изменений значений показателей. В качестве примера можно привести ситуацию, когда рост количества несчастных случаев на производстве может быть вызван улучшением системы регистрации подобных инцидентов, тогда как фактические потери рабочего времени и иных ресурсов в результате нетрудоспособности персонала могут снижаться с течением времени по причине улучшения техники безопасности.

Взаимодействие с обществом / третьими лицами

В рамках элемента рекомендуется оценивать приверженность организации принципу социальной ответственности вовне ее структуры. Например, вовлеченность оцениваемого лица в решение социальных проблем регионов присутствия и осуществления деятельности (объемы финансирования программ и проектов, влияющих на качество жизни в регионах, включая инвестиции в инфраструктуру, здравоохранение, образование, спорт, поддержку коренных малочисленных народов, благотворительность и прочее), взаимодействие с контрагентами, также ориентированными на экологическое, социальное и корпоративное развитие. Рекомендуется учитывать примерный перечень базовых критериев (табл. 8.30).

Таблица 8.30. Критерии оценки

Взаимодействие с обществом
Осуществление инвестиций в развитие общественного пространства / участие в социальных проектах регионов присутствия (включая инвестиции в инфраструктуру, здравоохранение, образование, спорт и другое)
Осуществление благотворительной деятельности
Взаимодействие с клиентом / поставщиком
Наличие внутренних документов, регламентирующих стандарты качества и безопасность продукции
Организация производит (оказывает) потенциально опасную для потребителя продукцию (услуги)
Наличие негативных практик при продажах товаров и услуг (предложение одного продукта / услуги под видом другого продукта/услуги (мисселинга), неэтичной рекламы и т.п.)
Сотрудничество с поставщиками с высоким уровнем социальной / экологической ответственности или высоким уровнем корпоративного управления

Для оценки практической части данного элемента целесообразно рассчитывать объемы социальных инвестиций по отношению к выручке организации; количество проведенных благотворительных и иных программ за определенный период времени; долю категорий товаров и услуг (в процентах), оказывающих минимально негативное воздействие на здоровье и безопасность; количество поставщиков, ко-

торые определены как имеющие минимальное фактическое и потенциальное негативное социальное воздействие; долю закупок у субъектов малого и среднего предпринимательства от общего объема закупок организации и т.д.

Сводная оценка

Практика ESG-рейтингов насчитывает более 20 лет, но, как отмечает IOSCO, к настоящему времени «мало ясности и согласованности в определениях, в том числе в отношении того, что является объектом измерения ESG-рейтингов или ESG-информационных продуктов». Различия приводят к существенным расхождениям уровней ESG-рейтингов. В среднем корреляция между ESG-рейтингами от разных организаций лишь немного превышает 50%. Расхождения ESG-рейтингов в основном связаны с разницей в оценке элементов по одноименным компонентам (56%), охвате элементов (38%) и весе элементов (6%). Банк России видит необходимость в общем подходе, позволяющем устранить причины существенных расхождений в значениях ESG-рейтингов. Качество предоставляемых ESG-рейтингов в значительной мере зависит от раскрытия подробной методологии и полноты данных лицами, оказывающими услуги по оценке устойчивого развития.

Вопрос составления сводного (агрегированного) ESG-рейтинга остается дискуссионным. С одной стороны, использование простой взвешенной суммы компонент может исказить информацию, содержащуюся в отдельной ESG компоненте. Агрегирование разнородных компонент дает гибридный результат, не имеющий однозначной интерпретации и смыслового наполнения. С другой стороны, усложнение численной процедуры при низком качестве входных данных может отрицательно сказаться на прозрачности и качестве рейтингования. Существует ряд решений задачи составления оптимального ESG-портфеля. Все они используют детальные данные, на основании которых производится ESG-рейтингование. К примерам использования детальных данных при решении задачи составления оптимального портфеля с заданными ESG-характеристиками относятся метод анализа среды функционирования и метод переоценки ESG-рейтинга на основании гранулярных данных.

Анализ среды функционирования (Data Envelopment Analysis, DEA) предлагает кусочно-линейную аппроксимацию (приближение) производственной границы. В случае если истинная граница не является вогнутой, аппроксимация методом DEA требует улучшения. Кроме того, возможно применение более общего подхода кусочно-квадратичной аппроксимации, называемой квадратичным анализом среды функционирования (Quadratic Data Envelopment Analysis, QDEA). Метод QDEA может существенно улучшить оценку эффективности в конечных выборках по сравнению со стандартными моделями DEA. В случае построения сводного ESG-рейтинга наиболее подходящими могут считаться методы DEA либо QDEA.

Для определения категории ESG-рейтинга можно использовать рейтинговую шкалу и соответствие итогового балла уровню ESG-рейтинга. В настоящее время на рынке существует множество различных рейтинговых шкал в диапазоне от трех и более категорий в шкале ESG-рейтингования. Рекомендация Банка России состоит в использовании сбалансированного подхода, позволяющего пользователям ESG-рейтингов в достаточной степени дифференцировать рейтингуемых лиц, а также учитывающего особенности данных, используемых при составлении численной оценки по отдельной ESG компоненте. В частности, может быть использована шкала ESG-рейтингов из семи категорий.

В случае использования шкалы ESG-рейтингов, отличной от предложенной, Банк России рекомендует лицу, присваивающему ESG рейтинги, публиковать таблицы соответствия между категориями любой другой шкалы и укрупненными категориями рекомендуемой шкалы ESG рейтингов для сводной оценки (ESG-A – высокий уровень, ESG-B – средний уровень, ESG-C – низкий уровень). Использование собственной или рекомендуемой Банком России шкалы ESG-рейтинга для сводной оценки должно сопровождаться описанием характеристик рейтингуемых лиц-эталонов, которым были присвоены максимальный рейтинг в высшей категории и минимальный рейтинг в низшей категории в рамках выборки, для которой используется шкала (табл. 8.31).

Таблица 8.31. Рекомендуемая шкала ESG-рейтингов
для сводной оценки

Уровень / детальная категория	Укрупненная категория
ESG-AAA	ESG-A – высокий уровень
ESG-AA	
ESG-A	
ESG-BBB	ESG-B – средний уровень
ESG-BB	
ESG-B	
ESG-C	ESG-C – низкий уровень

Банк России обращает внимание на сложности интерпретации и, соответственно, сопоставления сводных ESG-рейтингов из-за методологических ограничений, связанных как с разной природой ESG компонент, так и с различными методологиями их интеграции в сводный ESG рейтинг. В текущих условиях Банк России видит оптимальным решением – ESG-рейтингование как пакетную услугу, в рамках которой приоритет отдается рейтингам каждой компоненты, а также публикацию значений элементов каждой компоненты. Для принятия квалифицированного решения пользователям ESG-рейтингов необходимы не только детальные данные об уровнях рейтингов по отдельным ESG-компонентам, но и те данные, на основании которых они были рассчитаны. В случае составления сводного ESG-рейтинга не менее важным для правильного понимания его экономического смысла и периметра его применения является наличие пояснений о том, каким образом отдельные ESG-компоненты были объединены в сводный ESG-рейтинг и каким образом лицо, оказывающее услуги по оценке устойчивого развития, позиционирует такой сводный ESG рейтинг. В связи с этим Банк России рекомендует осуществлять раскрытие расчетных величин и подробной методики сбора, обработки и взвешивания данных, объединения отдельных ESG-компонент в сводный ESG-рейтинг (в случае его составления), а также сопровождать публикацию сводного ESG рейтинга подробными разъяснениями того, что в соответствии с методикой лица, оказывающего услуги по оценке устойчивого развития, ESG-рейтинг выражает.

Ключевые факты

1. Цель документа – гармонизация ESG-рейтингов в России. Рекомендации направлены на обеспечение наглядности, прозрачности, сопоставимости и объективности ESG-рейтингов, а также на унификацию методологических подходов.

2. ESG-рейтинг определяется как независимое публичное мнение. ESG-рейтинг – это внешняя оценка профиля организации в сфере устойчивого развития и её подверженности ESG-рискам на горизонте от 1 до 3 лет.

3. Применяется концепция двойной существенности (double materiality). Оценивается как влияние компании на окружающую среду и общество, так и влияние ESG-рисков на финансовое положение самой организации.

4. Рекомендации распространяются на некредитные рейтинги и публичные оценки устойчивого развития. Они предназначены для рейтинговых агентств, иных провайдеров ESG-оценок, финансовых организаций и самих рейтингуемых лиц.

5. Методология должна быть публичной и регулярно пересматриваться. Рекомендуется ежегодное обновление методологии, раскрытие источников данных и объяснение корректировок рейтингов.

6. Организационные принципы ESG-рейтингов включают:

- обеспечение качества и прозрачности,
- развитие компетенций персонала,
- независимость и минимизацию конфликтов интересов,
- эффективную коммуникацию с пользователями и рейтингуемыми лицами.

7. Структура ESG-оценки строится по трём компонентам:

- Корпоративное управление (Governance),
- Окружающая среда (Environmental),
- Социальная ответственность (Social).

При этом рекомендуется раскрывать как сводный ESG-рейтинг, так и оценки по каждой компоненте отдельно.

8. Компонента «Корпоративное управление» включает шесть базовых элементов:

- структура собственности и права акционеров,
- органы управления,

- стратегическое управление,
- система вознаграждения,
- управление рисками и внутренний контроль,
- раскрытие информации.

Особое внимание уделяется учёту ESG-факторов в стратегии и системе вознаграждения.

Вопросы для самопроверки

1. Какова основная цель рекомендаций Банка России по разработке ESG-рейтингов?
2. В чём отличие ESG-рейтинга от классического кредитного рейтинга?
3. Что означает концепция двойной существенности и почему она важна для ESG-оценки?
4. На какой временной горизонт распространяется оценка ESG-рисков?
5. Какие требования предъявляются к прозрачности методологии ESG-рейтингов?
6. Какие меры рекомендуются для минимизации конфликтов интересов при присвоении ESG-рейтингов?
7. Почему рекомендуется раскрывать отдельные оценки по каждой ESG-компоненте, а не только сводный рейтинг?
8. Какие основные элементы входят в оценку компоненты «Корпоративное управление»?
9. Почему отсутствие утверждённой стратегии негативно влияет на оценку по компоненте «Корпоративное управление»?
10. В каких случаях рекомендуется воздержаться от присвоения ESG-рейтинга?

ИТОГОВЫЙ ТЕСТ

1. Что означает аббревиатура ESG?
 - а) Экономические, Социальные и Государственные факторы;
 - б) Экологические, Социальные и Управленческие факторы;
 - в) Этические, Социальные и Глобальные факторы;
 - г) Эффективность, Стабильность и Рост.

2. Концепция «тройной итоговой линии» (Triple Bottom Line) включает:
 - а) Прибыль, людей, планету;
 - б) Производительность, прибыль, план;
 - в) Планету, принципы, прибыль;
 - г) Людей, принципы, производительность.

3. Какое из следующих утверждений НЕ является подходом к ESG-инвестированию?
 - а) Социально ответственное инвестирование (SRI);
 - б) «Лучшие в классе» (Best-in-class);
 - в) Венчурное инвестирование;
 - г) Тематическое инвестирование.

4. Что такое «этическое» или «ценностно-ориентированное» инвестирование?
 - а) Инвестирование только в компании с высшими ESG-рейтингами;
 - б) Инвестирование в соответствии с определенными моральными принципами, часто с использованием негативного скрининга;
 - в) Инвестирование с целью получения измеримого социального и экологического воздействия;
 - г) Инвестирование в компании, способствующие переходу к низкоуглеродной экономике.

5. Какова основная цель интеграции ESG-факторов в инвестиционный процесс?
 - а) Исключительно для улучшения репутации компании;
 - б) Для снижения рисков и повышения доходности путем учета дополнительных факторов;

- в) Чтобы соответствовать всем нормативным требованиям;
- г) Для замены традиционного финансового анализа.

6. Что из перечисленного является примером «негативной экстерналии»?

- а) Компания инвестирует в обучение местного сообщества;
- б) Завод загрязняет реку, что увеличивает затраты на здравоохранение для общества;
- в) Разработка нового лекарства приносит пользу обществу;
- г) Строительство парка повышает стоимость недвижимости в районе.

7. Согласно отчету Всемирного экономического форума о глобальных рисках, какие риски выросли в значимости в последние годы?

- а) Исключительно экономические риски;
- б) Риски, связанные с окружающей средой;
- в) Геополитические риски;
- г) Технологические риски.

8. Как «универсальные собственники» (universal owners) связаны с ESG?

- а) Они владеют акциями только одной компании;
- б) Их доходность зависит от здоровья экономики в целом, поэтому им выгодно снижать негативные экстерналии;
- в) Они фокусируются на краткосрочной торговле;
- г) Они обычно исключают ESG-факторы из-за фидуциарной обязанности.

9. Что из перечисленного НЕ является одним из шести Принципов ответственного инвестирования (PRI)?

- а) Включать ESG-факторы в анализ и процесс принятия решений;
- б) Быть активными собственниками;
- в) Требовать раскрытия информации по ESG от объектов инвестиций;
- г) Гарантировать превосходную финансовую доходность за счет ESG.

10. Целями какой инициативы являются «удержание повышения глобальной средней температуры значительно ниже 2°C»?

- а) Принципы ответственного инвестирования (PRI);

- б) Парижское соглашение;
- в) Цели устойчивого развития ООН (SDGs);
- г) Глобальный договор ООН (UN Global Compact).

11. Какая организация разработала рекомендации по раскрытию климатической информации (TCFD)?

- а) Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO);
- б) Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board);
- в) Всемирный банк;
- г) Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

12. Что такое «гринвошинг» (greenwashing)?

- а) Инвестирование исключительно в «зеленые» облигации;
- б) Введение в заблуждение относительно экологических практик или ESG-характеристик продукта;
- в) Процесс озеленения корпоративного кампуса;
- г) Нормативное требование по раскрытию экологической информации.

13. Согласно документу, что является ключевым вызовом для интеграции ESG?

- а) Отсутствие академических исследований по теме;
- б) Нехватка высококачественных стандартизированных данных;
- в) Чрезмерное регулирование рынка;
- г) Нежелание клиентов инвестировать ответственно.

14. Что из перечисленного является финансово значимым преимуществом хороших практик ESG для компании?

- а) Повышение операционной эффективности и снижение затрат;
- б) Гарантированное увеличение доли рынка;
- в) Освобождение от всех налогов;
- г) Исключение риска судебных разбирательств.

15. Какой отчет (2005 г.) показал, что интеграция ESG совместима с фидуциарной обязанностью?

- а) Отчет Стерна (Stern Review);

- б) Отчет Кэя (Kay Review);
- в) Отчет Фрешфилдс (Freshfields Report);
- г) Отчет Брундтланд (Brundtland Report).

16. Что такое «инвестирование воздействия» (impact investing)?

- а) Инвестиции, нацеленные на получение рыночной доходности без учета воздействия;
- б) Инвестиции, нацеленные на получение положительного, измеримого социального и экологического воздействия наряду с финансовой отдачей;
- в) Инвестиции, исключаяющие «греховные» сектора;
- г) Инвестиции только в публичные акции с высоким ESG-рейтингом.

17. Какую роль играет активное владение (active ownership) в ESG?

- а) Это пассивная стратегия удержания акций;
- б) Это попытка повлиять на поведение компании через диалог и голосование;
- в) Это исключительно продажа акций компаний с плохим ESG;
- г) Это фокус на краткосрочной торговой активности.

18. Какие факторы способствовали росту интереса к ESG-инвестированию? (Выберите наиболее полный ответ)

- а) Только регулирование;
- б) Только спрос клиентов;
- в) Комбинация факторов: риск, фидуциарный долг, экономика, этика, спрос клиентов и регулирование;
- г) Только академические исследования.

19. Что из перечисленного является примером «социального инвестирования» (social investment)?

- а) Инвестиции в микрофинансирование для улучшения доступа к базовым услугам;
- б) Инвестиции в крупные нефтяные компании;
- в) Инвестиции в государственные облигации развитых стран;
- г) Инвестиции в технологии искусственного интеллекта.

20. Что из перечисленного НЕ является одним из четырех основных элементов раскрытия информации согласно TCFD?

- а) Управление (Governance);
- б) Стратегия (Strategy);
- в) Управление рисками (Risk Management);
- г) Ежеквартальная прибыль (Quarterly Earnings).

21. Согласно обзору GSIA, какой регион имел наибольшую долю активов в ответственных инвестициях в 2018 году?

- а) США;
- б) Европа;
- в) Япония;
- г) Канада.

22. Какая инвестиционная стратегия в области устойчивого развития была крупнейшей по объему активов в мире в 2018 году?

- а) ESG-интеграция;
- б) Негативный (исключающий) скрининг;
- в) Позитивный скрининг / «лучшие в классе»;
- г) Вовлеченность и действия акционеров.

23. В каком классе активов было размещено большинство ответственных инвестиций в 2018 году?

- а) Публичные акции;
- б) Облигации;
- в) Недвижимость;
- г) Частный капитал / венчурный капитал.

24. Кто такие «владельцы активов» (asset owners)?

- а) Управляющие компании, которые выбирают ценные бумаги;
- б) Пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды, имеющие юридическое право собственности на активы;
- в) Инвестиционные консультанты, дающие советы;
- г) Биржи, листингующие компании.

25. Что такое «инвестиционный мандат» (investment mandate) в контексте ESG?

- а) Добровольный набор принципов для компаний;
- б) Контракт между владельцем активов и управляющим, определяющий ожидания, включая ESG;
- в) Нормативный акт правительства;
- г) Внутренний кодекс поведения управляющей компании.

26. Что такое «краткосрочность» (short-termism) в инвестициях?

- а) Фокус на долгосрочных трендах, таких как ESG;
- б) Фокус на квартальной доходности и торговле на краткосрочных движениях цен в ущерб долгосрочной стоимости;
- в) Стратегия инвестирования только в краткосрочные облигации;
- г) Подход, поощряющий терпеливый капитал.

27. Какая из перечисленных групп является «промежуточным звеном» (gatekeeper) для роста ESG-инвестирования?

- а) Владельцы активов;
- б) Управляющие активами;
- в) Инвестиционные консультанты и финансовые советники;
- г) НКО (гражданское общество).

28. Политика «соблюдай или объясни» (comply or explain) в отношении ESG может быть проблемой, потому что:

- а) Она всегда приводит к судебным разбирательствам;
- б) Она может позволять инвесторам оспаривать необходимость интеграции ESG;
- в) Она слишком строгая и негибкая;
- г) Она применима только к пенсионным фондам.

29. Какова основная цель Регламента ЕС о раскрытии информации в области устойчивого финансирования (SFDR)?

- а) Установить единую ставку налога на выбросы углерода;
- б) Стандартизировать раскрытие информации об устойчивости для борьбы с гринвошингом;
- в) Запретить инвестиции в ископаемое топливо;
- г) Создать новый класс «зеленых» акций.

30. Согласно документу, какая страна ввела статью 173 в Закон о энергетическом переходе, требующую раскрытия климатической информации?

- а) Германия;
- б) Великобритания;
- в) Франция;
- г) Швеция.

31. Какая из перечисленных групп, по данным PRI, часто недостаточно учитывала ESG-факторы в своих рекомендациях?

- а) Суверенные фонды благосостояния;
- б) Инвестиционные консультанты;
- в) Академические исследователи;
- г) Управляющие хедж-фондами.

32. Какой механизм использовали некоторые пенсионные фонды Нидерландов для учета предпочтений своих участников в ESG?

- а) Судебные иски;
- б) Проведение опросов среди участников;
- в) Полный отказ от инвестиций в акции;
- г) Назначение представителей НКО в совет.

33. Что такое «универсальный собственник» (universal owner)?

- а) Инвестор, владеющий акциями всех компаний в мире;
- б) Крупный институциональный инвестор, чьи диверсифицированные портфели представляют собой срез всей экономики;
- в) Государство, владеющее ключевыми активами;
- г) Частный инвестор с очень широким портфелем.

34. Рост какого поколения инвесторов связывают с будущим ростом розничных ESG-инвестиций?

- а) «Беби-бумеры»;
- б) Поколение X;
- в) Миллениалы;
- г) «Тихое поколение».

35. Что является одной из ключевых проблем для управляющих активами в развитии ESG-продуктов?

- а) Избыток качественных ESG-данных;
- б) Недостаток регулирования;
- в) Отсутствие четких сигналов спроса от владельцев активов;
- г) Невозможность интеграции ESG в пассивные стратегии.

36. Какова одна из ролей рейтинговых агентств в экосистеме ESG?

- а) Управление активами клиентов;
- б) Предоставление ESG-рейтингов и анализа компаниям;
- в) Прямое лоббирование правительств;
- г) Выдача «зеленых» ярлыков фондам.

37. Что из перечисленного НЕ является типичным драйвером роста рынка ESG?

- а) Повышение осведомленности общественности;
- б) Улучшение сбора и обработки данных;
- в) Снижение интереса регулирующих органов;
- г) Передача богатства между поколениями.

38. Что такое Таксономия ЕС (EU Taxonomy)?

- а) Список запрещенных для инвестиций отраслей;
- б) Классификационная система, определяющая, какие виды экономической деятельности являются экологически устойчивыми;
- в) Директива по корпоративному управлению;
- г) Соглашение о свободной торговле.

39. Какая из перечисленных инициатив является партнерством между ООН и финансовым сектором для мобилизации капитала?

- а) Глобальный договор ООН (UN Global Compact);
- б) Инициатива «Финансовая программа ООН по окружающей среде» (UNEP FI);
- в) Принципы ответственного инвестирования (PRI);
- г) Цели устойчивого развития (SDGs).

40. Согласно документу, что является потенциальным риском для попечителей пенсионных фондов, игнорирующих климатические риски?

- а) Похвала со стороны участников фонда;
- б) Судебные разбирательства за нарушение фидуциарных обязанностей;
- в) Гарантированная более высокая доходность;
- г) Автоматическая смена регулирующего органа.

41. Какое определение изменения климата дано в документе?

- а) Любое изменение погодных условий;
- б) Изменение климата, которое прямо или косвенно связано с деятельностью человека и изменяет состав глобальной атмосферы;
- в) Естественные долгосрочные колебания климата;
- г) Временное повышение температуры в определенном регионе.

42. Какой парниковый газ вносит наибольший вклад в антропогенное глобальное потепление из-за его высокой концентрации?

- а) Метан (CH_4);
- б) Закись азота (N_2O);
- в) Диоксид углерода (CO_2);
- г) Гексафторид серы (SF_6).

43. Согласно графику в документе, какой сектор экономики является крупнейшим источником выбросов парниковых газов?

- а) Сельское хозяйство, лесное хозяйство и землепользование;
- б) Промышленность;
- в) Энергетика (включая производство электроэнергии, теплоэнергии и транспорт);
- г) Отходы.

44. Что такое «переломные точки» (tipping points) климатической системы?

- а) Моменты, когда цена на углерод становится эффективной;
- б) Резкие и потенциально необратимые изменения в системе Земли в ответ на относительно небольшое изменение температуры;
- в) Целевые показатели снижения выбросов для компаний;
- г) Точки, в которых возобновляемые источники энергии становятся дешевле ископаемого топлива.

45. Согласно МГЭИК (IPCC), какое потепление, вероятно, будет достигнуто между 2030 и 2052 годами, если текущие тенденции сохранятся?

- а) 0.5°C;
- б) 1.0°C;
- в) 1.5°C;
- г) 2.5°C.

46. Что такое «смягчение последствий изменения климата» (climate change mitigation)?

- а) Адаптация к уже происходящим изменениям климата;
- б) Уменьшение источников выбросов парниковых газов или увеличение их поглотителей;
- в) Компенсация ущерба от экстремальных погодных явлений;
- г) Геоинженерия для охлаждения планеты.

47. Что означает цель «нулевых чистых выбросов» (net zero emissions)?

- а) Полное прекращение любой деятельности, связанной с выбросами;
- б) Достижение баланса между выбросами парниковых газов в атмосферу и их удалением из атмосферы;
- в) Сокращение выбросов на 50% к 2050 году;
- г) Компенсация всех выбросов за счет покупки квот.

48. Согласно Отчету о разрыве в выбросах ООН 2020, к какому потеплению мы движемся даже при выполнении текущих обязательств стран?

- а) 1.5°C;
- б) 2.0°C;
- в) 3.2°C;
- г) 4.5°C.

49. Что из перечисленного НЕ является примером давления на природные ресурсы?

- а) Дефицит воды;
- б) Потеря биоразнообразия;

- в) Загрязнение пластиком;
- г) Высокие темпы роста ВВП.

50. Что такое «циркулярная экономика» (circular economy)?

- а) Экономика, основанная на непрерывном росте потребления;
- б) Система, направленная на устранение отходов и постоянное использование ресурсов;
- в) Экономика, зависящая от переработки только бумаги и стекла;
- г) Концепция, применимая только к производственному сектору.

51. Что такое «системные отношения» между деловой активностью и экологическими проблемами?

- а) Влияние экологических рисков на отдельную компанию;
- б) Двустороннее влияние: бизнес влияет на окружающую среду, а экологические проблемы создают риски и возможности для бизнеса и финансовой системы;
- в) Отношения между различными экологическими нормами;
- г) Связь между ESG-рейтингами и стоимостью акций.

52. Что такое «климатические физические риски» (climate-related physical risks)?

- а) Риски, связанные с переходом к низкоуглеродной экономике (например, нормативные изменения);
- б) Непосредственные риски от изменяющегося климата (например, экстремальные погодные явления);
- в) Риски для репутации компании из-за климатической деятельности;
- г) Риски, связанные с новыми зелеными технологиями.

53. Что такое «переходные климатические риски» (climate-related transition risks)?

- а) Риски ущерба от наводнений;
- б) Риски, связанные с корректировкой к низкоуглеродной экономике (политика, технологии, репутация);
- в) Риски для здоровья от волн жары;
- г) Риски, связанные с сокращением биоразнообразия.

54. Что такое «углеродный след» (carbon footprint) портфеля?

- а) Количество зеленых облигаций в портфеле;

- б) Совокупные выбросы парниковых газов, связанные с компаниями в портфеле;
- в) Рейтинг ESG управляющего фондом;
- г) Объем инвестиций в технологии улавливания углерода.

55. Какой подход к анализу помогает оценить влияние различных сценариев изменения климата на портфель?

- а) Анализ углеродного следа (carbon footprinting);
- б) Анализ климатических сценариев (climate scenario analysis);
- в) Анализ натурального капитала (natural capital approach);
- г) Картирование рисков (risk mapping).

56. Что из перечисленного является примером возможности, связанной с изменением климата?

- а) Повышение затрат на страхование из-за наводнений;
- б) Снижение урожайности из-за засухи;
- в) Рост спроса на технологии энергоэффективности;
- г) Ущерб инфраструктуре от ураганов.

57. Что такое «синий» или «голубой» капитал (blue capital)?

- а) Инвестиции в компании, использующие синий цвет в логотипе;
- б) Экономическая ценность, связанная с океанами и морскими экосистемами;
- в) Капитал, выделенный на проекты по улавливанию углерода;
- г) Фонды, инвестирующие только в «голубые фишки».

58. Что такое «зеленая облигация» (green bond)?

- а) Облигация, выпущенная любой компанией с высоким ESG-рейтингом;
- б) Долговая ценная бумага, средства от размещения которой earmarked (целевым образом направлены) на финансирование экологических проектов;
- в) Облигация с пониженной процентной ставкой для «зеленых» проектов;
- г) Государственная облигация для финансирования дефицита бюджета.

59. Что такое «углеродное ценообразование» (carbon pricing)?

- а) Установление рыночной цены на углеродные кредиты;
- б) Механизм, который назначает стоимость выбросам CO₂, например, через налог или систему торговли квотами;
- в) Практика включения стоимости климатических рисков в финансовые модели;
- г) Способ оценки компаний по их углеродоемкости.

60. Что из перечисленного является примером экологического «мегатренда»?

- а) Рост рынка криптовалют;
- б) Увеличение частоты и силы экстремальных погодных явлений;
- в) Падение процентных ставок;
- г) Рост популярности социальных сетей.

61. К какой категории ESG-факторов относится «управление человеческим капиталом»?

- а) Экологические (E);
- б) Социальные (S);
- в) Управленческие (G);
- г) Экономические.

62. Что из перечисленного является примером социального фактора?

- а) Выбросы углекислого газа;
- б) Структура совета директоров;
- в) Безопасность и качество продукции;
- г) Управление отходами.

63. Что из перечисленного НЕ является примером «социального мегатренда»?

- а) Урбанизация;
- б) Изменение демографии и старение населения;
- в) Автоматизация и искусственный интеллект;
- г) Волатильность на рынке акций.

64. Что подразумевается под «правом на неприкосновенность частной жизни данных» (data privacy) как социальным фактором?

- а) Право компаний собирать любые данные;
- б) Обязанность компаний защищать личную информацию клиентов и сотрудников;
- в) Использование данных для улучшения продуктов;
- г) Публичное раскрытие всех корпоративных данных.

65. Что такое «спорные источники поставок» (controversial sourcing)?

- а) Закупка сырья по высокой цене;
- б) Получение материалов из источников, связанных с нарушениями прав человека или окружающей среды;
- в) Использование местных поставщиков;
- г) Диверсификация цепочки поставок.

66. Как «неравенство доходов» может создавать риски для компаний?

- а) Может снижать потребительский спрос и приводить к социальной нестабильности;
- б) Всегда приводит к росту прибыли компаний;
- в) Не имеет отношения к бизнес-рискам;
- г) Является исключительно проблемой правительства.

67. Что такое «доступ к базовым услугам» (access to basic services) как социальная возможность?

- а) Возможность для компаний сокращать свои расходы;
- б) Бизнес-модели, предоставляющие доступ к здравоохранению, финансам, образованию для underserved populations;
- в) Право сотрудников на отпуск;
- г) Государственные программы социального обеспечения.

68. Как цифровая трансформация (digital disruption) создает социальные риски?

- а) Только путем создания новых рабочих мест;
- б) Через риск кибербезопасности и потенциальное вытеснение работников;
- в) Исключительно через повышение производительности;
- г) Через снижение доступности технологий.

69. Что из перечисленного относится к «человеческому капиталу»?

- а) Условия труда и охрана здоровья;
- б) Диверсификация совета директоров;
- в) Политика в области изменения климата;
- г) Управление водными ресурсами.

70. Как «изменение демографии» (например, старение населения) может влиять на компании?

- а) Меняет структуру спроса на товары и услуги (например, здравоохранение);
- б) Не оказывает влияния на бизнес-модели;
- в) Приводит только к снижению затрат на пенсии;
- г) Увеличивает только долю молодых потребителей.

71. Что из перечисленного является социальным риском, связанным с «глобализацией»?

- а) Повышение эффективности цепочек поставок;
- б) Возможность выхода на новые рынки;
- в) Риск нарушения прав работников в странах с низкой регуляцией;
- г) Снижение транспортных расходов.

72. Что такое «ответственность за продукт» (product liability)?

- а) Ответственность компании за безопасность и качество своей продукции для потребителей;
- б) Обязанность платить налоги;
- в) Право на патентование продукта;
- г) Ответственность за утилизацию упаковки.

73. Как социальные факторы могут быть интегрированы в финансовое моделирование?

- а) Путем увеличения ставки дисконтирования для компаний с плохими трудовыми практиками;
- б) Только через качественный анализ;
- в) Они не могут быть интегрированы количественно;
- г) Путем их полного игнорирования.

74. Что из перечисленного НЕ является типичным элементом анализа социальных факторов на уровне страны?

- а) Уровень бедности и неравенства;
- б) Качество системы здравоохранения и образования;
- в) Показатели EBITDA компании;
- г) Законы о труде и правах человека.

75. Что такое «живая заработная плата» (living wage)?

- а) Минимальная заработная плата по закону;
- б) Зарплата, достаточная для покрытия основных потребностей работника и его семьи;
- в) Средняя зарплата по отрасли;
- г) Максимальная зарплата топ-менеджеров.

76. Как «здоровье и безопасность» на рабочем месте влияют на финансовые показатели компании?

- а) Могут снизить операционные риски, прогулы и затраты на компенсации;
- б) Влияют только на репутацию;
- в) Не имеют финансовых последствий;
- г) Всегда приводят к значительному росту затрат.

77. Что такое «права человека в цепочке поставок»?

- а) Обязанность компании обеспечивать соблюдение прав человека не только на своих объектах, но и у своих поставщиков;
- б) Право компании выбирать любых поставщиков;
- в) Регулирование, применяемое только в развитых странах;
- г) Добровольная благотворительная деятельность.

78. Как «социальные медиа» усиливают социальные риски для компаний?

- а) Предоставляя платформу для быстрого распространения информации о спорных действиях компании;
- б) Только как маркетинговый инструмент;
- в) Снижая прозрачность компаний;
- г) Устраняя необходимость в отчетности.

79. Что такое «социальная лицензия на деятельность» (social license to operate)?

- а) Юридическое разрешение от правительства;
- б) Принятие компании местным сообществом и другими заинтересованными сторонами;
- в) Сертификат на продукцию;
- г) Разрешение от профсоюза.

80. Как «вопросы биоэтики» (например, использование генетических данных) могут быть социальным фактором?

- а) Создают этические и репутационные риски для компаний в фармацевтике и биотехе;
- б) Имеют значение только для академических исследований;
- в) Регулируются исключительно международным правом;
- г) Не представляют риска для инвесторов.

81. К какой категории ESG-факторов относится «структура и независимость совета директоров»?

- а) Экологические (E);
- б) Социальные (S);
- в) Управленческие (G);
- г) Стратегические.

82. Что из перечисленного является ключевой характеристикой эффективного корпоративного управления?

- а) Отсутствие какого-либо вознаграждения для руководства;
- б) Независимый и диверсифицированный совет директоров;
- в) Концентрация всех решений у CEO;
- г) Минимальная отчетность перед акционерами.

83. Что такое «исполнительное вознаграждение» (executive remuneration) в контексте ESG?

- а) Зарплата всех сотрудников компании;
- б) Система оплаты труда топ-менеджеров, которая должна быть прозрачной и связанной с долгосрочными показателями, включая ESG;
- в) Ежегодные бонусы, не связанные с результатами;
- г) Выплаты только в виде акций.

84. Какова роль аудиторов в корпоративном управлении?

- а) Управление повседневными операциями компании;
- б) Независимая проверка финансовой отчетности компании;
- в) Определение стратегии компании;
- г) Назначение членов совета директоров.

85. Что такое «конфликт интересов» в контексте аудита?

- а) Когда аудиторская фирма предоставляет также консультационные услуги тому же клиенту, что может повлиять на ее независимость;
- б) Когда компания меняет аудитора каждые 5 лет;
- в) Когда аудитор является акционером другой компании;
- г) Когда совет директоров назначает аудитора.

86. Что такое «права миноритарных акционеров» (minority shareholder rights)?

- а) Право большинства акционеров принимать все решения;
- б) Защита акционеров, владеющих небольшой долей, от несправедливых действий контролирующих акционеров;
- в) Право миноритариев назначать CEO;
- г) Отсутствие у миноритариев права голоса.

87. Что из перечисленного является примером «финансовой целостности» (financial integrity)?

- а) Наличие сложной финансовой структуры;
- б) Прозрачное и точное ведение финансовой отчетности, предотвращение мошенничества;
- в) Максимизация краткосрочной прибыли любой ценой;
- г) Инвестирование только в «зеленые» активы.

88. Что такое «ротация аудитора» (auditor rotation)?

- а) Смена аудиторской фирмы через определенные промежутки времени для поддержания независимости;
- б) Ротация сотрудников внутри аудиторской фирмы;
- в) Ежегодное изменение методов аудита;
- г) Назначение нового главы совета директоров.

89. Как «качество управления» (quality of management) может быть оценено через призму ESG?

- а) Только по финансовым результатам;
- б) По способности руководства управлять ESG-рисками и возможностями в долгосрочной перспективе;
- в) По количеству лет работы в компании;
- г) По размеру вознаграждения.

90. Что такое «биржевой листинг» (stock exchange listing requirements) в контексте управления?

- а) Требования к минимальной капитализации;
- б) Правила, которые могут включать стандарты корпоративного управления и раскрытия ESG-информации;
- в) Только требования к квартальной отчетности;
- г) Правила торговли акциями.

91. Что из перечисленного является примером плохого корпоративного управления?

- а) Наличие комитета по вознаграждениям;
- б) Связанные стороны транзакции (related-party transactions), не одобренные независимым советом;
- в) Регулярное взаимодействие с акционерами;
- г) Публикация отчета об устойчивом развитии.

92. Как «культура компании» относится к управленческим факторам?

- а) Это не имеет отношения к управлению;
- б) Это задается тоном сверху (tone at the top) и влияет на этическое поведение и управление рисками;
- в) Определяется исключительно рядовыми сотрудниками;
- г) Является лишь элементом корпоративного PR.

93. Что такое «права кредиторов» (creditor rights) в контексте ESG?

- а) Право кредиторов голосовать на собраниях акционеров;
- б) Защита интересов держателей облигаций и других кредиторов при банкротстве или реструктуризации;
- в) Право кредиторов назначать директоров;
- г) Исключительное право акционеров на прибыль.

94. Как «корпоративное управление» может влиять на стоимость компании?

- а) Хорошее управление может снижать стоимость привлечения капитала и риск скандалов;
- б) Не оказывает влияния на стоимость;
- в) Всегда увеличивает операционные расходы;
- г) Актуально только для крупных компаний.

95. Что из перечисленного является ключевым мотиватором изменений в корпоративном управлении?

- а) Только личные предпочтения CEO;
- б) Кризисы и скандалы (например, Enron), ведущие к новому регулированию;
- в) Желание сократить количество сотрудников;
- г) Требования маркетингового отдела.

96. Что такое «вовлеченность акционеров» (shareholder engagement) в контексте управления?

- а) Ежегодное рассылка отчетов;
- б) Активный диалог между руководством компании и ее инвесторами по вопросам стратегии, управления и ESG;
- в) Продажа акций при недовольстве;
- г) Только голосование на ежегодных собраниях.

97. Что такое «система внутреннего контроля» (internal control system)?

- а) Процессы, предназначенные для обеспечения надежности финансовой отчетности и соблюдения законов;
- б) Контроль за количеством выпущенных акций;
- в) Управление портфелем компании;
- г) Система слежки за сотрудниками.

98. Как «диверсификация совета директоров» (board diversity) может приносить пользу компании?

- а) Может приводить к более широкому спектру взглядов и лучшему принятию решений;
- б) Всегда замедляет процесс принятия решений;

- в) Имеет значение только для публичного имиджа;
- г) Требуется только по закону.

99. Что такое «стратегия налогообложения» (tax strategy) как фактор управления?

- а) Право компании не платить налоги;
- б) Подход компании к налоговому планированию, который должен быть прозрачным и ответственным;
- в) Исключительно внутреннее решение финансового отдела;
- г) Способ максимизации налоговых вычетов без учета репутации.

100. Что из перечисленного НЕ является типичной моделью корпоративного управления?

- а) Однопалатная система совета директоров (unitary board);
- б) Двухпалатная система (supervisory board and management board);
- в) Система, где CEO всегда является председателем совета (Chairman);
- г) Модель с доминированием внутренних директоров.

101. Что такое «управление активами» (stewardship) в инвестиционном контексте?

- а) Пассивное владение акциями для получения дивидендов;
- б) Обязанность инвесторов ответственно управлять своими активами, включая взаимодействие с компаниями для защиты долгосрочной стоимости;
- в) Продажа акций компании при первых признаках проблем;
- г) Делегирование всех решений внешнему менеджеру.

102. Что является основной целью вовлеченности инвестора (engagement)?

- а) Получить краткосрочную торговую прибыль;
- б) Повлиять на поведение или стратегию компании в интересах долгосрочной стоимости;
- в) Только для выполнения нормативных требований;
- г) Публично раскритиковать руководство компании.

103. Какой из перечисленных документов является Кодексом управления активами Великобритании?

- а) Руководство ERISA;
- б) Кодекс управления активами ЕС (EFAMA);
- в) Кодекс управления активами Великобритании (UK Stewardship Code);
- г) Принципы ОЭСР.

104. Что такое «коллективная вовлеченность» (collective engagement)?

- а) Вовлеченность, проводимая одним крупным акционером;
- б) Координация группы инвесторов для усиления воздействия на компанию;
- в) Вовлеченность только через торговлю акциями;
- г) Публичные заявления аналитиков.

105. Что такое «доверенное голосование» (proxy voting)?

- а) Продажа доверенных акций;
- б) Право акционеров поручить третьей стороне проголосовать на собрании от их имени;
- в) Голосование только руководством компании;
- г) Тайное голосование сотрудников.

106. Что из перечисленного НЕ является типичным методом эскалации вовлеченности, если диалог не удастся?

- а) Публичное заявление или совместное письмо акционеров;
- б) Внесение резолюции на годовом общем собрании (AGM);
- в) Немедленная продажа всех акций без предупреждения;
- г) Голосование против переизбрания директоров.

107. Какая из перечисленных тем НЕ является типичной для диалога вовлеченности?

- а) Стратегия компании и капитальные затраты;
- б) Управление рисками, включая ESG-риски;
- в) Вознаграждение руководителей;
- г) Ежедневные котировки акций.

108. Какова роль «форумов по ESG-инвестированию»?

- а) Только для маркетинга фондов;
- б) Платформа для инвесторов для обмена мнениями и координации действий по ESG-вопросам;
- в) Место для презентаций компаний для аналитиков;
- г) Торговая площадка для углеродных кредитов.

109. Что такое «вовлеченность через облигации» (bondholder engagement)?

- а) Только право голоса на собраниях;
- б) Диалог между держателями долговых обязательств и эмитентом по вопросам, влияющим на кредитоспособность, включая ESG;
- в) Продажа облигаций при падении цены;
- г) Требование досрочного погашения.

110. Что из перечисленного является преимуществом активной вовлеченности?

- а) Гарантированное немедленное повышение цены акций;
- б) Возможность улучшить долгосрочные показатели компании и снизить риски;
- в) Отсутствие необходимости в глубоком анализе компании;
- г) Снижение операционных расходов управляющей компании.

111. Согласно документу, что такое «Уокерский обзор» (Walker Review)?

- а) Обзор корпоративного управления в британских банках после финансового кризиса 2008 года;
- б) Отчет об изменении климата;
- в) Исследование о социальном неравенстве;
- г) Руководство по отчетности в области устойчивого развития.

112. Что подразумевается под «тоном» вовлеченности?

- а) Громкость голоса инвестора на встрече;
- б) Стилль общения (конструктивный, конфронтационный и т.д.);
- в) Количество участников встречи;
- г) Время суток проведения встречи.

113. Как «масштаб владения» влияет на эффективность вовлеченности?

- а) Не имеет значения;
- б) Более крупные пакеты акций обычно дают больше влияния;
- в) Мелкие акционеры всегда более эффективны;
- г) Только институциональные инвесторы могут вовлекаться.

114. Что такое «инвестирование на основе вовлеченности» (engagement-based investment)?

- а) Стратегия, при которой инвестиции делаются с планом активно вовлекаться для создания стоимости;
- б) Покупка акций без намерения взаимодействовать;
- в) Торговля на основе технического анализа;
- г) Инвестирование только в индексные фонды.

115. Как вовлеченность различается в зависимости от класса активов?

- а) Она идентична для акций и облигаций;
- б) Для частных активов (private equity) вовлеченность обычно более глубокая и прямая из-за большего контроля;
- в) Для государственных облигаций вовлеченность не осуществляется;
- г) Для деривативов это основной метод.

116. Что такое «заключительное соглашение» (settlement) в процессе вовлеченности?

- а) Юридический иск против компании;
- б) Достижение взаимопонимания или конкретных обязательств со стороны компании;
- в) Продажа акций после неудачной вовлеченности;
- г) Окончание срока полномочий директора.

117. Что из перечисленного является критикой вовлеченности?

- а) Она может быть неэффективной, если у компании нет стимула слушать;
- б) Она всегда приводит к положительным изменениям;
- в) Она слишком дешева в реализации;
- г) Она не требует времени и ресурсов.

118. Какова связь между вовлеченностью и инвестиционным мандатом?

- а) Мандат может явно разрешать или требовать практику вовлеченности;
- б) Мандат всегда запрещает вовлеченность;
- в) Между ними нет связи;
- г) Мандат касается только распределения активов.

119. Что такое «политика вовлеченности» (engagement policy)?

- а) Внутренний документ инвестора, описывающий его подход к взаимодействию с компаниями;
- б) Политика компании в отношении инвесторов;
- в) Государственное регулирование фондового рынка;
- г) Правила проведения годовых собраний.

120. Как «голосование по доверенности» (proxy voting) связано с управлением активами?

- а) Это ключевой механизм реализации права собственности и влияния на компании;
- б) Это пассивная административная задача;
- в) Оно важно только для крупных резолюций о слияниях;
- г) Его результаты никогда не раскрываются.

121. Что является конечной целью интеграции ESG в инвестиционный процесс фирмы?

- а) Только для соответствия требованиям PRI;
- б) Для улучшения оценки рисков и доходности инвестиционных решений;
- в) Чтобы заменить все традиционные финансовые показатели;
- г) Для маркировки всех продуктов как «устойчивых».

122. Что такое «качественный подход» к ESG-анализу?

- а) Использование только числовых данных и рейтингов;
- б) Оценка контекста, управления, стратегии и будущих перспектив компании через интервью, исследования и т.д.;
- в) Исключительно анализ ценовых графиков;
- г) Зависимость от автоматических скрининговых инструментов.

123. Что из перечисленного является примером «количественного подхода» к ESG-анализу?

- а) Интервью с руководством;
- б) Использование ESG-рейтингов, показателей выбросов, данных о разнообразии для сравнения и ранжирования;
- в) Чтение годовых отчетов;
- г) Посещение заводов компании.

124. Что такое «материальные ESG-факторы»?

- а) Факторы, которые важны для всех компаний одинаково;
- б) Факторы, которые могут оказать существенное влияние на финансовые показатели и стоимость конкретной компании или отрасли;
- в) Только факторы, регулируемые законом;
- г) Факторы, о которых чаще всего сообщают в СМИ.

125. Что такое «карта рисков» (risk mapping) в контексте ESG?

- а) Географическая карта расположения активов компании;
- б) Визуальный инструмент для идентификации, оценки и приоритизации ESG-рисков компании;
- в) Карта, показывающая местоположение офисов управляющей компании;
- г) Диаграмма корреляции между ценой акций и ESG-рейтингом.

126. Как ESG-факторы дополняют традиционный финансовый анализ?

- а) Они полностью его заменяют;
- б) Они предоставляют дополнительный контекст для оценки долгосрочных рисков, возможностей и устойчивости бизнес-модели;
- в) Они фокусируются только на прошлых финансовых результатах;
- г) Они игнорируют денежные потоки.

127. Что из перечисленного является проблемой идентификации материальных ESG-вопросов?

- а) Их материальность постоянна во времени и для всех инвесторов;
- б) Они могут различаться в зависимости от отрасли, региона и временного горизонта;

- в) Существует универсальный список для всех;
- г) Их легко определить по высокой волатильности акций.

128. Что такое «оценочная карта» (scorecard) в ESG-анализе?

- а) Таблица счета в гольфе руководства компании;
- б) Структурированная система для оценки и взвешивания различных ESG-факторов компании;
- в) Карта кредитного рейтинга;
- г) Простой список «за» и «против».

129. Как ESG-факторы могут повлиять на оценку ценной бумаги (valuation)?

- а) Могут повлиять на прогнозы денежных потоков (через выручку, затраты) и ставку дисконтирования (через риск);
- б) Не влияют на оценку;
- в) Влияют только на мультипликаторы, но не на DCF;
- г) Учитываются только в посленалоговой прибыли.

130. Что является основной проблемой использования ESG-данных из баз данных?

- а) Их чрезмерная стандартизация;
- б) Нехватка, несопоставимость, разное качество и субъективность методологий;
- в) Их слишком низкая стоимость;
- г) Отсутствие поставщиков.

131. Что такое «первичные источники» ESG-данных?

- а) Данные, полученные напрямую от компании (отчеты, сайт, прямые запросы);
- б) Данные от сторонних провайдеров рейтингов (MSCI, Sustainalytics);
- в) Новостные статьи;
- г) Сообщения в социальных сетях.

132. Как кредитные рейтинговые агентства (CRA) подходят к ESG?

- а) Игнорируют ESG, так как он не влияет на кредитоспособность;
- б) Все больше включают ESG-факторы, особенно климатические риски, в свой кредитный анализ;

- в) Используют только собственные внутренние ESG-рейтинги;
- г) Снижают рейтинг всех компаний в «грязных» отраслях.

133. Что такое «зеленый» или «устойчивый» кредитный рейтинг?

- а) Рейтинг, оценивающий готовность компании к переходу к низкоуглеродной экономике и его влияние на кредитоспособность;
- б) Рейтинг, присваиваемый только компаниям с нулевыми выбросами;
- в) Маркетинговый термин без аналитического содержания;
- г) То же, что и обычный кредитный рейтинг.

134. Что является вызовом при интеграции ESG-анализа в инвестиционный процесс фирмы?

- а) Необходимость культурных изменений и обеспечения того, что ESG не является «силосом», а интегрировано в обязанности аналитиков и управляющих;
- б) Отсутствие каких-либо данных;
- в) Противодействие всех клиентов;
- г) Невозможность количественной оценки.

135. Что такое «внутренняя норма доходности» (Internal Rate of Return - IRR) в контексте низкоуглеродных инвестиций компаний, упомянутая в документе?

- а) Показатель доходности инвестиций компании в энергоэффективность и другие экологические проекты;
- б) Ставка дисконтирования для всех проектов;
- в) Рентабельность собственного капитала (ROE);
- г) Доходность акций компании.

136. Как интерпретировать раскрытие компании по выбранным ESG-темам?

- а) Принимать за чистую монету без проверки;
- б) Сравнить с отраслевыми стандартами, предыдущими заявлениями и независимыми данными; оценивать полноту и конкретность;
- в) Игнорировать, так как это «гринвошинг»;
- г) Фокусироваться только на финансовых показателях в отчете.

137. Что такое «финансовая существенность» (financial materiality) ESG-факторов?

- а) Их влияние на нефинансовые показатели, такие как репутация;
- б) Их потенциальное влияние на финансовое состояние и операционные результаты компании;
- в) Их популярность среди инвесторов;
- г) Их соответствие ЦУР ООН.

138. Как ESG-факторы могут влиять на отраслевую динамику?

- а) Создавая новых победителей и проигравших (например, из-за регуляций, изменения спроса);
- б) Не влияют на конкурентную среду;
- в) Только увеличивая затраты для всех игроков одинаково;
- г) Стабилизируя прибыльность отрасли.

139. Что такое «интеграция ESG сверху вниз» (top-down integration)?

- а) Начинать с анализа отдельных компаний;
- б) Начинать с макроэкономических и отраслевых ESG-трендов, которые затем влияют на выбор секторов и компаний;
- в) Интеграция только на уровне совета директоров компании;
- г) Подход, при котором ESG рассматривается в последнюю очередь.

140. Что из перечисленного НЕ является типичным этапом интегрированной ESG-оценки?

- а) Определение материальных ESG-факторов для отрасли/компании;
- б) Сбор и анализ ESG-данных;
- в) Интеграция выводов в финансовые модели и инвестиционный тезис;
- г) Гарантирование превосходства над бенчмарком в следующем квартале.

141. Как ESG-факторы могут влиять на стратегическое распределение активов (Strategic Asset Allocation - SAA)?

- а) Не влияют, так как SAA касается только классов активов;
- б) Могут влиять на долгосрочные ожидания доходности и рискосклонность различных классов активов с учетом ESG-мегатрендов;

- в) Определяют только тактическое распределение;
- г) Учитываются только при выборе конкретных ценных бумаг.

142. Что такое «скрининг» (screening) в ESG-инвестировании?

- а) Процесс проверки биографий членов совета директоров;
- б) Применение набора критериев для включения или исключения ценных бумаг из инвестиционного универсума;
- в) Анализ только технических индикаторов;
- г) Мониторинг экранов трейдера.

143. Что такое «негативный/исключающий скрининг» (negative/exclusionary screening)?

- а) Исключение из портфеля компаний или секторов, не соответствующих определенным критериям (например, оружие, табак);
- б) Отбор только компаний с лучшими ESG-показателями;
- в) Исключение компаний с низкой волатильностью;
- г) Продажа всех проигрышных позиций.

144. Что такое «позитивный/лучший в классе скрининг» (positive/best-in-class screening)?

- а) Исключение целых отраслей;
- б) Отбор компаний с наилучшими ESG-показателями внутри каждой отрасли или сектора;
- в) Инвестирование только в «зеленые» отрасли;
- г) Выбор акций с самой высокой дивидендной доходностью.

145. Что такое «тематическое инвестирование» (thematic investing) в ESG?

- а) Инвестирование в широкий индекс;
- б) Фокус на инвестициях, связанных с конкретной устойчивой темой (например, чистая энергия, водные ресурсы);
- в) Инвестирование в соответствии с религиозными принципами;
- г) Стратегия следования за трендом (trend-following).

146. Как ESG-скрининг применяется к классам активов, таким как акции и облигации?

- а) Принципы одинаковы, но данные и методологии могут различаться

(например, анализ эмитента облигаций vs. анализ компании-эмитента акций);

б) Применяется только к акциям;

в) Для облигаций скрининг не нужен, важен только купон;

г) Скрининг для частного капитала проще, чем для публичных акций.

147. Что такое «отслеживающая ошибка» (tracking error) в контексте ESG-портфеля?

а) Ошибка в отчетности по выбросам;

б) Мера того, насколько доходность портфеля отклоняется от доходности эталонного индекса;

в) Ошибка в выборе времени для торговли;

г) Расхождение между ESG-рейтингами разных провайдеров.

148. Почему отслеживающая ошибка является проблемой для некоторых инвесторов при внедрении ESG-скрининга?

а) ESG-скрининг всегда ее уменьшает;

б) Активное отклонение от бенчмарка (например, исключая сектора) может увеличить tracking error, что нежелательно для некоторых ман- датов;

в) Она не имеет отношения к ESG;

г) Управляющие стремятся ее максимизировать.

149. Что из перечисленного является подходом к управлению пассивными ESG-портфелями?

а) Активный Stock-picking;

б) Инвестирование в фонды, отслеживающие ESG-индексы, которые сами применяют скрининг и взвешивание;

в) Частая ротация активов;

г) Использование только деривативов.

150. Что такое «ESG-интегрированный индекс»?

а) Индекс, исключаящий все компании кроме технологических;

б) Индекс, методика построения которого явным образом включает ESG-критерии (скрининг, взвешивание);

в) Любой индекс, содержащий компании с высоким ESG-рейтингом;

г) Индекс, взвешенный только по рыночной капитализации.

151. Как ESG-интеграция влияет на оптимизацию портфеля?

- а) Меняет входные данные: добавляет дополнительные ограничения (constraints) или корректирует ожидаемую доходность/риск на основе ESG-факторов;
- б) Не влияет на математические формулы;
- в) Упрощает процесс, уменьшая количество рассматриваемых активов;
- г) Заставляет использовать только исторические данные.

152. Что такое «умная бета» (smart beta) в контексте ESG?

- а) Стратегия, основанная на прогнозировании рынка;
- б) Правила-based подход к построению индекса/портфеля, который может сочетать факторы (value, quality) с ESG-критериями;
- в) Другое название для активно управляемого фонда;
- г) Стратегия с высокой частотой торговли.

153. Как оцениваются различные типы ESG-инвестиций (например, интеграция, скрининг, тематическое)?

- а) Все они имеют одинаковые цели и риски;
- б) По их ключевым целям, инвестиционным соображениям и связанным с ними рискам (например, концентрация, отслеживающая ошибка);
- в) Только по их прошлой доходности;
- г) По сложности их маркетинговых материалов.

154. Что из перечисленного НЕ является типичным вызовом при построении ESG-портфеля?

- а) Балансировка ESG-целей с финансовыми целями (доходность, риск);
- б) Доступность данных по всем классам активов;
- в) Отсутствие каких-либо методик или инструментов;
- г) Учет клиентских предпочтений и мандатов.

155. Что такое «углеродный след портфеля» (portfolio carbon footprint)?

- а) Выбросы, производимые офисом управляющей компании;

- б) Совокупные выбросы Score 1 и 2 компаний в портфеле, взвешенные по доле владения;
- в) Количество «зеленых» облигаций в портфеле;
- г) Инвестиции в лесные проекты для компенсации.

156. Как «активное владение» (active ownership) связано с управлением портфелем?

- а) Это отдельная деятельность, не влияющая на портфельные решения;
- б) Это инструмент, который может использоваться для снижения ESG-рисков и улучшения показателей активов в портфеле;
- в) Это относится только к голосованию по доверенности;
- г) Это практикуется только вне инвестиционного процесса.

157. Что такое «нормативно-ориентированный скрининг» (norms-based screening)?

- а) Исключение компаний, нарушающих международные нормы (например, Глобальный договор ООН);
- б) Скрининг на основе местных традиций;
- в) Отбор компаний с нормальной волатильностью;
- г) Исключение компаний, не следующих отраслевым нормам прибыльности.

158. Как интегрировать ESG в портфель альтернативных инвестиций (например, инфраструктура, недвижимость)?

- а) Это невозможно из-за недостатка данных;
- б) Через Due Diligence (тщательную проверку) на этапе инвестирования и активный мониторинг ESG-рисков и возможностей во время владения;
- в) Только путем исключения целых секторов;
- г) Пассивным владением без взаимодействия.

159. Что такое «взвешивание на основе ESG» (ESG weighting) в индексе?

- а) Присвоение веса компаниям только на основе их рыночной капитализации;
- б) Присвоение веса компаниям на основе их ESG-оценок, что может

- перераспределять вес внутри индекса;
- в) Взвешивание, при котором все компании имеют равный вес;
 - г) Взвешивание на основе волатильности.

160. Что является потенциальным ограничением ESG-индексов?

- а) Их прозрачность;
- б) Зависимость от методологий поставщиков данных, которые могут различаться;
- в) Их низкая доступность для инвесторов;
- г) Отсутствие бенчмарков для сравнения.

161. Почему построение мандата особенно важно для эффективного внедрения ESG-инвестирования?

- а) Мандаты не имеют значения для ESG;
- б) Они юридически связывают управляющего и четко определяют ESG-ожидания, стратегию и критерии отчетности;
- в) Они нужны только для пассивных инвестиций;
- г) Они устанавливаются исключительно управляющим без участия клиента.

162. Как ESG-скрининг может быть встроен в инвестиционные мандаты?

- а) Только как устное пожелание;
- б) Через явные инструкции по включению/исключению секторов, использованию рейтингов или тематических подходов;
- в) Путем запрета любых отклонений от бенчмарка;
- г) Указанием управляющему «учитывать ESG» без дальнейших деталей.

163. Что такое «запрос предложений» (Request for Proposal - RFP) в контексте выбора управляющего?

- а) Финансовая отчетность компании;
- б) Документ, в котором владелец активов излагает свои требования, включая ESG, для потенциальных управляющих;
- в) Предложение о слиянии компаний;
- г) Запрос котировок у брокеров.

164. На что, согласно документу, чаще всего обращают внимание владельцы активов при отборе управляющих через RFP в отношении ESG?

- а) Только на прошлую доходность;
- б) На практику голосования, вовлеченности, примеры принятия решений и процесс скрининга;
- в) На размер команды управляющего;
- г) На географическое расположение офиса.

165. Как тип клиента влияет на выбор стратегии ESG-инвестирования?

- а) Не влияет; все клиенты хотят одного и того же;
- б) Разные клиенты (пенсионные фонды, страховщики, розничные инвесторы) имеют разные цели, горизонты и предпочтения в отношении ESG;
- в) Влияет только на уровень комиссий;
- г) Определяет, разрешены ли исключения.

166. Что такое «отчетность о соответствии мандату» (mandate alignment reporting)?

- а) Отчет о соблюдении управляющим всех условий, изложенных в инвестиционном мандате, включая ESG;
- б) Отчет о соответствии компании законам страны;
- в) Сравнение портфеля с бенчмарком;
- г) Отчет о личном соответствии сотрудников этическому кодексу.

167. Что является ключевой проблемой при измерении и отчетности об эффективности ESG-инвестиций?

- а) Отсутствие стандартизированных метрик и сложность выделения вклада ESG в общую доходность;
- б) Избыток простых и понятных метрик;
- в) Невозможность сравнения с традиционными инвестициями;
- г) Требование раскрывать коммерческую тайну.

168. Что такое «анализ доходности» (performance attribution) в контексте ESG?

- а) Объяснение того, какая часть доходности портфеля связана с ESG-

факторами по сравнению с другими факторами (рынок, сектор, валюта);

б) Приписывание заслуг управляющей команде;

в) Анализ причин падения цены одной акции;

г) Отчет о распределении активов.

169. Что такое «анализ чувствительности» (sensitivity analysis) применительно к ESG?

а) Измерение чувствительности клиента к комиссиям;

б) Оценка того, как изменение ключевых ESG-предположений (например, цена на углерод) может повлиять на оценку портфеля;

в) Анализ волатильности рынка;

г) Тестирование стрессоустойчивости сотрудников.

170. Как измеряется «эффективность вовлеченности» (engagement effectiveness)?

а) Только по количеству проведенных встреч;

б) По качественным и количественным результатам: достигнуты ли цели, улучшились ли показатели компании, снизился ли риск;

в) По немедленной реакции цены акций;

г) По количеству упоминаний в СМИ.

171. Что такое «интегрированная отчетность» (integrated reporting)?

а) Отчет, объединяющий финансовую и нефинансовую (включая ESG) информацию для представления целостной картины создания стоимости компанией;

б) Консолидированная финансовая отчетность группы компаний;

в) Отчет о слияниях и поглощениях;

г) Ежеквартальный отчет о прибылях и убытках.

172. Как клиенты могут привлекать управляющих к ответственности за выполнение ESG-обязательств?

а) Только путем полного вывода средств;

б) Через регулярный мониторинг, отчетность и диалог, определенные в мандате;

в) Путем публичной критики в социальных сетях;

г) Это невозможно, так как управляющие независимы.

173. Что из перечисленного является типичным содержанием ESG-отчета для клиента?

- а) Только список текущих владений;
- б) ESG-характеристики портфеля (углеродный след, рейтинги), активность вовлеченности, голосования, прогресс в достижении целей;
- в) Личные данные сотрудников управляющей компании;
- г) Прогнозы цен на акций.

174. Что такое «зеленая таксономия» (green taxonomy) в контексте отчетности?

- а) Наука о классификации растений;
- б) Система классификации, определяющая, какие виды экономической деятельности считаются экологически устойчивыми, что помогает в отчетности;
- в) Список запрещенных инвестиций;
- г) Внутренний глоссарий терминов управляющего.

175. Как «смещенные» (tilts) портфели связаны с ESG?

- а) Это случайные отклонения от бенчмарка;
- б) Это намеренное перераспределение весов в портфеле в сторону компаний или секторов с лучшими ESG-характеристиками;
- в) Это технический дефект в программном обеспечении;
- г) Это стратегия для тактического рыночного выбора времени.

176. Что такое «основные неблагоприятные воздействия» (Principal Adverse Impacts - PAIs) согласно SFDR ЕС?

- а) Положительные эффекты инвестиций;
- б) Негативные последствия инвестиционных решений для устойчивости, по которым требуется раскрытие информации;
- в) Воздействие на финансовую доходность;
- г) Личные неблагоприятные обстоятельства управляющего.

177. Как согласуются инвестиционные убеждения (investment beliefs) с ESG-мандатами?

- а) Убеждения формулируют философию владельца активов в отношении ESG, которая затем отражается в мандатах;
- б) Между ними нет связи;

- в) Убеждения важны только для управляющих, а не для владельцев;
- г) Убеждения меняются после написания мандата.

178. Что такое «мониторинг поставщиков ESG-данных» в контексте отчетности?

- а) Слежка за сотрудниками поставщика данных;
- б) Оценка качества, методологии и актуальности данных, используемых для отчетности;
- в) Контроль за ценами на данные;
- г) Выбор самого дешевого поставщика.

179. Какой подход к отчетности помогает управлять ожиданиями клиентов в отношении ESG?

- а) Расплывчатые и нерегулярные отчеты;
- б) Четкая, прозрачная и регулярная отчетность, объясняющая, как реализуется ESG-стратегия и каковы результаты;
- в) Отчетность только при положительных результатах;
- г) Использование сложного жаргона.

180. Согласно документу, что является конечной целью эффективных инвестиционных мандатов и отчетности в ESG?

- а) Усложнить жизнь управляющим;
- б) Обеспечить подотчетность, соответствие целям клиента и повышение доверия;
- в) Сгенерировать как можно больше бумажной работы;
- г) Скрыть истинную эффективность портфеля.

Таблица правильных ответов

№	Ответ	№	Ответ	№	Ответ	№	Ответ	№	Ответ
1	б	37	в	73	а	109	б	145	б
2	а	38	б	74	в	110	б	146	а
3	в	39	б	75	б	111	а	147	б
4	б	40	б	76	а	112	б	148	б
5	б	41	б	77	а	113	б	149	б
6	б	42	в	78	а	114	а	150	б
7	б	43	в	79	б	115	б	151	а
8	б	44	б	80	а	116	б	152	б
9	г	45	в	81	в	117	а	153	б
10	б	46	б	82	б	118	а	154	в
11	б	47	б	83	б	119	а	155	б
12	б	48	в	84	б	120	а	156	б
13	б	49	г	85	а	121	б	157	а
14	а	50	б	86	б	122	б	158	б
15	в	51	б	87	б	123	б	159	б
16	б	52	б	88	а	124	б	160	б
17	б	53	б	89	б	125	б	161	б
18	в	54	б	90	б	126	б	162	б
19	а	55	б	91	б	127	б	163	б
20	г	56	в	92	б	128	б	164	б
21	б	57	б	93	б	129	а	165	б
22	б	58	б	94	а	130	б	166	а
23	а	59	б	95	б	131	а	167	а
24	б	60	б	96	б	132	б	168	а
25	б	61	б	97	а	133	а	169	б
26	б	62	в	98	а	134	а	170	б
27	в	63	г	99	б	135	а	171	а
28	б	64	б	100	в	136	б	172	б
29	б	65	б	101	б	137	б	173	б
30	в	66	а	102	б	138	а	174	б
31	б	67	б	103	в	139	б	175	б
32	б	68	б	104	б	140	г	176	б
33	б	69	а	105	б	141	б	177	а
34	в	70	а	106	в	142	б	178	б
35	в	71	в	107	г	143	а	179	б
36	б	72	а	108	б	144	б	180	б

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Инвестирование в ESG означает, что инвесторы системно учитывают экологические, социальные и управленческие факторы наряду с традиционными финансовыми показателями при формировании инвестиционных решений. Однако по своей сути ESG-подход выходит далеко за рамки простой «надстройки» над классическим анализом доходности и риска. Он формирует новую парадигму оценки бизнеса, в которой устойчивость компании к долгосрочным глобальным вызовам рассматривается как неотъемлемая часть ее финансовой состоятельности.

Традиционная финансовая модель исходит из анализа бухгалтерской отчетности, денежных потоков, структуры капитала, рентабельности и рыночных мультипликаторов. ESG-инвестирование расширяет этот инструментарий за счет включения факторов, которые ранее считались нефинансовыми, но сегодня оказывают прямое влияние на стоимость компаний. Изменение климата, социальная нестабильность, регуляторные реформы, технологические трансформации и требования к прозрачности бизнеса формируют новую систему рисков и возможностей. Игнорирование этих факторов может привести к существенным потерям капитала.

С практической точки зрения ESG-инвестирование предполагает, что инвестор оценивает не только текущую прибыльность бизнеса, но и устойчивость его бизнес-модели в долгосрочной перспективе. Например, компания, демонстрирующая высокую краткосрочную доходность, но игнорирующая экологические требования, может столкнуться с будущими штрафами, углеродными налогами, судебными исками или потерей доступа к международным рынкам капитала. В противоположность этому компания, активно внедряющая экологические инновации и эффективное корпоративное управление, может иметь более устойчивую траекторию роста.

В профессиональной литературе и практике ESG-инвестирование часто пересекается с рядом смежных понятий: этическое инвестирование, социально ответственное инвестирование (SRI), устойчивое инвестирование, «зеленое» инвестирование и импакт-инвестирование. Несмотря на сходство терминологии, между ними существуют концептуальные различия. Социально ответственное инвестирование исторически строилось на принципе исключения определенных отраслей из портфеля.

Импакт-инвестирование ориентировано на достижение измеримого социального или экологического эффекта. ESG-интеграция же направлена на включение факторов устойчивости непосредственно в процесс финансового анализа и оценки риска.

Все перечисленные подходы объединяет фундаментальная идея: финансовая система должна способствовать достижению долгосрочных общественных целей. Капитал рассматривается как инструмент трансформации экономики – перехода к низкоуглеродной модели, снижению социального неравенства, повышению прозрачности и эффективности управления. Таким образом, ESG-подход отражает изменение роли инвестора: от пассивного поставщика капитала к активному участнику структурных преобразований.

При этом ESG-инвестирование – это не только ценностная позиция, но и система объективных критериев. Оно опирается на стандарты раскрытия информации, рейтинговые методологии, количественные индикаторы, процедуры оценки существенности и сравнительный анализ компаний внутри отрасли. Инвесторы используют ESG-рейтинги, внутренние скоринговые модели, сценарный анализ климатических рисков и стресс-тестирование портфелей. В результате ESG становится частью формализованного инвестиционного процесса.

По данным Global Sustainable Investment Alliance, к 2020 году объем активов, управляемых с учетом принципов устойчивого развития на пяти крупнейших мировых рынках – Австралии и Новой Зеландии, Канаде, Европе, Японии и США – составил около 35,3 трлн долларов США. Рост на 15 % за два года свидетельствует о структурном характере этого тренда. ESG-подход постепенно становится нормой для институциональных инвесторов, пенсионных фондов, страховых компаний и управляющих активами.

Экологические факторы (Environmental) включают анализ воздействия компании на природную среду. Это выбросы парниковых газов, загрязнение воздуха и воды, управление отходами, потребление энергии и ресурсов, влияние на биоразнообразие. Особое значение имеет оценка углеродного следа и стратегии декарбонизации. В условиях ужесточения климатической политики компании с высокой экологической нагрузкой могут столкнуться с дополнительными издержками и снижением инвестиционной привлекательности. Напротив, бизнес, ориенти-

рованный на возобновляемую энергетику, энергоэффективность и циркулярную экономику, может получить доступ к новым рынкам и финансовым инструментам.

Социальные факторы (Social) отражают влияние компании на людей. Это условия труда, соблюдение прав человека, безопасность продукции, защита персональных данных, взаимодействие с местными сообществами. Нарушения в этих сферах могут привести к репутационным кризисам, судебным искам и финансовым потерям. В то же время эффективная социальная политика способствует укреплению бренда, повышению лояльности клиентов и снижению текучести кадров.

Особое внимание уделяется вопросам равенства, разнообразия и инклюзивности. Современные инвесторы все чаще анализируют гендерный и этнический состав руководства, политику недискриминации и доступность продуктов и услуг для различных социальных групп. Эти аспекты рассматриваются как индикаторы зрелости корпоративной культуры и устойчивости бизнес-модели.

Факторы корпоративного управления (Governance) связаны с качеством управления компанией и степенью защиты интересов акционеров. Анализируются структура совета директоров, независимость членов совета, прозрачность финансовой отчетности, антикоррупционная политика, система внутреннего контроля и риск-менеджмента. Слабое корпоративное управление способно нивелировать даже сильные финансовые показатели, поскольку повышает вероятность злоупотреблений и стратегических ошибок.

Согласно оценкам Business and Sustainable Development Commission, достижение Целей устойчивого развития может создать к 2030 году экономические возможности объемом около 12 трлн долларов США. Это подчеркивает, что устойчивое развитие – это не только нормативное требование или общественный запрос, но и масштабный инвестиционный потенциал.

В итоге ESG-инвестирование представляет собой стратегическую модель распределения капитала, ориентированную на долгосрочную устойчивость и системное управление рисками. Оно соединяет финансовую эффективность с ответственным отношением к окружающей среде и обществу, формируя новую архитектуру инвестиционного анализа и меняя принципы функционирования глобальных рынков капитала.

ГЛОССАРИЙ

А

Автоматизация Технология, при которой процесс или процедура выполняются с минимальным участием человека. Обычно ассоциируется с более высокой скоростью производства и снижением затрат на труд, заменяя тяжёлую, физически сложную или монотонную работу.

Адаптация к изменению климата

Адаптация к изменению климата заключается в приспособлении к меняющимся климатическим условиям – включая адаптацию к фактическим или ожидаемым будущим климатическим событиям – с целью повышения устойчивости общества к изменению климата и снижения уязвимости к его вредным последствиям.

Активное владение

Активное владение означает активное осуществление прав акционера компании, в частности активное взаимодействие с менеджментом и обсуждение как финансовых, так и нефинансовых ESG-факторов.

Активный риск

Активный риск – это риск, который принимает на себя портфель с целью конкурировать с бенчмарк-индексом и превзойти его. Он отражает, насколько близко портфель следует за своим бенчмарком или отклоняется от него.

Активизм Форма инвестирования, при которой управляющий фондом (часто называемый активистом) приобретает долю в компании с явным намерением получить дополнительную доходность за счёт инициирования изменений.

Б

Байесовский вывод

Байесовский вывод – это статистическая методология, основанная на теореме Байеса, широко используемая для оценки или обновления вероятности некоторой гипотезы по мере поступления новой информации.

Благополучие животных

Условия, в которых живут животные, и то, как они справляются с этими условиями.

В

Взаимодействие / вовлечение

Активный процесс диалога с компанией, в рамках которого инвестор добивается конкретных изменений. Часто является длительным процессом и может включать многократные контакты с высшим руководством компании.

Взаимодействие с акционерами

Взаимодействие с акционерами отражает активное владение со стороны инвесторов, при котором инвестор стремится влиять на решения корпорации по вопросам ESG – либо через диалог с руководством компании, либо посредством голосования на общем собрании акционеров (в случае долевого участия).

Внешние эффекты

Ситуации, при которых производство или потребление товаров и услуг создаёт издержки или выгоды для третьих лиц, не отражённые в рыночных ценах. Иными словами, внешние эффекты включают последствия потребления, производства и инвестиционных решений компаний (и частных лиц), которые затрагивают людей, не участвующих непосредственно в данных транзакциях. Внешние эффекты могут быть как отрицательными, так и положительными.

Внешние социальные факторы

Социальные факторы, связанные с тем, как продукт влияет на общество, например, уплата налогов, воздействие через социальные сети, табачная продукция и т.п.

Выброс Загрязняющие вещества, выбрасываемые в атмосферу из дымовых труб, вентиляционных отверстий и с поверхности территорий коммерческих или промышленных объектов; дымоходов жилых зданий; а также выхлопы автотранспорта, локомотивов или воздушных судов.

Выбросы Score 1, 2 и 3

Классификация источников выбросов парниковых газов компаний:

- Score 1 – прямые выбросы от основной деятельности компании;
- Score 2 – косвенные выбросы от приобретённой энергии;
- Score 3 – косвенные выбросы по всей цепочке создания стоимости, например, выбросы поставщиков и потребителей.

Г

Генерация альфы

Генерация альфы – это скорректированный на риск вклад, который управляющий портфелем вносит в доходность фонда, увеличивая или уменьшая её.

Годовое общее собрание / Внеочередное общее собрание

Соответственно, годовое общее собрание акционеров и внеочередное общее собрание. Это формальные собрания акционеров для согласования официальных вопросов деятельности компании. Акционеры имеют право принимать определённые решения о будущем компании, и именно на этих собраниях такие решения принимаются. Порядок и правила проведения собраний в значительной степени зависят от законодательства страны регистрации компании.

Голосование по доверенности

Поскольку большинство институциональных инвесторов не присутствуют лично на годовых и внеочередных общих собраниях (AGM и EGM), их интересы представляются посредством голосования по доверенности, при котором инвестор инструктирует лицо, присутствующее на собрании (как правило, председателя), как голосовать по конкретным вопросам.

Гринвошинг Преувеличение или искажение (намеренное или ненамеренное) характеристик и надёжности инвестиционного портфеля, который позиционируется как «зелёный», устойчивый, ответственный или ESG-ориентированный.

Д

Динамическое распределение активов

Динамическое распределение активов – это инвестиционная стратегия, основанная на долгосрочном распределении активов, но использующая краткосрочную тактическую торговлю для поддержания целевых параметров инвестиционного распределения.

Диоксид углерода, CO₂

Бесцветный, без запаха, нетоксичный газ, образующийся при сжигании ископаемого топлива и являющийся нормальной частью атмосферного воздуха.

Директива ЕС о правах акционеров

Законодательный акт ЕС, введённый в национальные законодательства государств-членов в июне 2019 года. Он устанавливает стандарты обращения европейских компаний с акционерами. Вторая Директива о правах акционеров (часто обозначаемая как SRD II) в большей степени касается ответственности акционеров, чем их формальных прав и полномочий, а также обязательств в сфере ответственного владения (stewardship).

З

Загрязнение окружающей среды

Поступление в окружающую среду (воздух, воду или почву) веществ или энергии, способных причинить вред здоровью человека, другим животным или растениям и экосистемам, нанести ущерб объектам или качеству среды либо препятствовать её законному использованию.

Застрявшие активы

Активы, подверженные риску серьёзного обесценения вследствие регуляторных изменений или изменений в окружающей среде. Обычно к ним относят активы в сфере добычи и генерации ископаемого топлива, которые, исходя из их первоначальной экономической логики, больше не способны приносить ожидаемую экономическую отдачу (то есть достигать внутренней нормы доходности компании) в результате перехода к низкоуглеродной экономике.

Зелёные инвестиции

Зелёные инвестиции предполагают направление капитала в активы, способствующие смягчению изменения климата, предотвращению утраты биоразнообразия, повышению ресурсной эффективности и решению других экологических проблем.

Зелёные облигации

Инновационные финансовые инструменты, в рамках которых привлечённые средства инвестируются исключительно в экологические проекты – либо путём целевого использования поступлений, либо через прямое участие в проектах, либо посредством секьюритизации – которые обеспечивают климатические или иные экологические выгоды.

И

Изменение климата

Изменение климата определяется как изменение климатических условий, прямо или косвенно обусловленное деятельностью человека, которое приводит к изменению состава глобальной атмосферы и, помимо естественной климатической изменчивости, наблюдается в сопоставимые временные периоды.

Импакт-инвестирование

Импакт-инвестирование – это инвестиции, осуществляемые с чётким намерением создавать положительный, измеримый социальный и экологический эффект наряду с финансовой доходностью (что отличает их от филантропии).

Инвестирование по принципу «лучшие в классе» (Best-in-class)

Инвестирование «best-in-class» предполагает отбор только тех компаний, которые превосходят установленный порог рейтинга, сформированный на основе ESG-критериев внутри каждого сектора или отрасли.

Интеграция ESG

Включение ESG-факторов в финансовый анализ и инвестиционные решения. Реализуется различными способами в зависимости от инвестиционного стиля и подхода управляющего фондом.

Ископаемое топливо

Горючие полезные ископаемые, образовавшиеся из остатков древних растений и животных, которые были преобразованы и захоронены в результате геологических процессов (например, уголь, нефть или газ).

К

Консультант по голосованию по доверенности

Компании, предоставляющие инфраструктуру для передачи решений по голосованию по доверенности и, как правило, предлагающие анализ голосования и рекомендации по принятию решений.

Круглый стол по устойчивому пальмовому маслу (RSPO)

RSPO возник как неформальная инициатива по взаимодействию между WWF, Unilever, Aarhus United UK Ltd, Migros и Малайзийской ассоциацией производителей пальмового масла, которые затем сформировали организационный комитет.

М

Международная сеть корпоративного управления (ICGN)

ICGN – это организация, ориентированная на инвесторов и основанная в 1995 году с целью продвижения эффективных стандартов корпоративного управления и практик ответственного владения для повышения эффективности рынков капитала.

Международная система интегрированной отчётности (IRF)

IRF, продвигаемая IIRC, поощряет компании интегрировать вопросы устойчивого развития в стратегию и оценку рисков путём включения их в традиционную годовую отчётность. Интегрированная отчётность облегчает инвесторам анализ такой информации в рамках стандартных исследовательских процессов и тем самым повышает вероятность признания устойчивости как существенного фактора для инвестиционных решений.

Международное агентство по возобновляемым источникам энергии (IRENA)

Основанное в 2009 году агентство, содействующее внедрению и использованию устойчивой энергетики. Базирующееся в Абу-Даби,

IRENA стало авторитетным источником информации о тенденциях и лучших практиках в глобальном секторе возобновляемой энергетики.

Международный совет по интегрированной отчётности (IIRC)

Организация, поощряющая компании к подготовке интегрированных отчётов, объединяющих финансовые и ESG-аспекты в одном документе.

Межправительственная группа экспертов по изменению климата

Межправительственный орган ООН, предназначенный для предоставления объективной научной оценки изменения климата и его последствий. Тысячи учёных и экспертов со всего мира участвуют в работе ИРСС, которая публикует отчёты каждые семь лет с обзором состояния климатической науки. Также выпускаются специальные доклады, включая отчёт 2018 года о предотвращении глобального потепления более чем на 1,5°C по сравнению с доиндустриальным уровнем.

Миллениалы, поколение Y

Миллениалы, также известные как поколение Y, – это демографическая когорта, следующая за поколением X и предшествующая поколению Z. Точных дат начала и окончания когорты не существует, однако демографы и исследователи обычно относят к миллениалам людей, родившихся с начала 1980-х до середины 1990-х или начала 2000-х годов.

Н

Неравенство

Чрезмерная концентрация богатства или доходов в руках небольшой доли населения.

Нулевые чистые выбросы

Точка равновесия, при которой в атмосферу больше не добавляются парниковые газы, так как их объём компенсируется за счёт удаления (например, посредством секвестрации углерода). Достижение этой точки необходимо для стабилизации глобальных температур; чем раньше она будет достигнута, тем ниже будет уровень глобального потепления.

О

Одноуровневая система совета директоров

Официальное наименование одноуровневого совета директоров (в отличие от двухуровневой системы), в котором совместно работают исполнительные и неисполнительные директора.

Опасные отходы

Побочные продукты деятельности общества, которые при ненадлежащем обращении могут представлять существенную или потенциальную угрозу для здоровья человека или окружающей среды. Вещества, классифицируемые как опасные отходы, обладают как минимум одним из четырёх признаков – воспламеняемостью, коррозионной активностью, реакционной способностью или токсичностью – либо включены в специальные перечни.

Охрана труда и безопасность

Деятельность, направленная на защиту работников от несчастных случаев и смертельных исходов. Охрана труда включает меры по ограничению воздействия вредных факторов на работников с целью минимизации риска профессиональных заболеваний или травм.

Ошибка следования / трекинг-эррор

Ошибка следования – это разница, выраженная в стандартном отклонении, между доходностью портфеля и доходностью его бенчмарк-индекса. Трекинг-эррор количественно отражает волатильность относительной доходности портфеля по сравнению с индексом.

П

Парниковый эффект

Повышение температуры атмосферы Земли, вызванное накоплением диоксида углерода (CO₂) или других следовых газов. Многие учёные считают, что такое накопление позволяет солнечному излучению нагревать Землю, одновременно препятствуя обратной отдаче тепла в космос.

Парниковый газ

Газы (включая диоксид углерода (CO₂), водяной пар, метан и закись азота), которые взаимодействуют с инфракрасным излучением и, находясь в атмосфере, приводят к потеплению глобального климата. Без естественно присутствующих парниковых газов температура Земли была бы на десятки градусов Цельсия ниже, чем сейчас (и жизнь не смогла бы развиваться в её нынешнем виде).

Переходный риск

Переходный риск относится к рискам, возникающим в результате изменений в климатической и энергетической политике, перехода к низкоуглеродным технологиям, а также юридической ответственности.

Принудительный труд

Любая работа или услуга, требуемая от лица под угрозой наказания и на выполнение которой данное лицо не согласилось добровольно.

Принцип предосторожности

Политический принцип, предполагающий, что в случае потенциально катастрофического или необратимого вреда превентивные меры могут быть оправданы даже при отсутствии полной определённости в отношении всех будущих затрат и выгод; иными словами, «лучше перестраховаться, чем сожалеть».

Принципы ответственного инвестирования

PRI представляют собой международную сеть инвесторов – подписантов, которые совместно работают над достижением общей цели: пониманием влияния ESG-факторов на инвестиционные и собственнические решения и практики.

Противодействие со стороны стейкхолдеров

Политическое вмешательство либо неформальные протесты и дестабилизирующие действия, возникающие в связи с деятельностью или присутствием компании.

Прямые иностранные инвестиции

Прямые иностранные инвестиции – это вложения с контролирующей долей участия в хозяйствующем субъекте, зарегистрированном в другой стране.

Р

Развитие человеческого капитала

Организационная деятельность, направленная на повышение эффективности работы отдельных сотрудников и групп в рамках организации.

Разрыв в управлении

Риски, которые потенциально могли бы быть снижены компанией с помощью соответствующих инициатив, но в настоящий момент не управляются.

Рамочная конвенция ООН об изменении климата

Международный договор, принятый в 1992 году с целью стабилизации концентрации парниковых газов в атмосфере на уровне, предотвращающем опасное антропогенное вмешательство в климатическую систему. UNFCCC также является названием Секретариата ООН, расположенного в Бонне, который отвечает за поддержку функционирования конвенции.

С

Свобода объединений

Право работников свободно создавать или вступать в ассоциации или профессиональные союзы, представляющие и защищающие их интересы.

Секуляризм

Общественный сдвиг от тесной идентификации и приверженности религиозным ценностям и институтам к нерелигиозным ценностям и более светским институтам.

Секвестрация углерода / углеродные поглотители

Долгосрочное удержание углерода в природных (растения, почвы, геологические формации, океан) и искусственных (например, подземные резервуары) хранилищах углерода («углеродных поглотителях»). Секвестрация углерода происходит как естественным образом, так и в результате антропогенной деятельности и обычно относится к хранению углерода, который в противном случае имел бы потенциал стать диоксидом углерода. В ответ на растущую обеспокоенность изменением климата, вызванным повышением концентрации CO₂ в атмосфере, значительное внимание уделяется возможностям увеличения темпов секвестрации углерода за счёт изменений в землепользовании и лесном хозяйстве, а также с помощью технологий геоинжиниринга, включая улавливание и хранение углерода.

Смягчение изменения климата

Человеческое вмешательство, направленное на сокращение источников выбросов парниковых газов (например, сжигания ископаемого топлива для производства электроэнергии, тепла или транспорта) либо на замедление этих процессов, или на усиление «поглотителей», аккумулирующих такие газы, включая леса, океаны и почвы.

Снижение рисков

Снижение рисков описывает стратегию или усилия, направленные на управление и минимизацию рисков портфеля, включая ESG-риски. Оно предполагает внедрение надёжных процедур анализа в систему управления рисками с целью активного сокращения подверженности портфеля ESG-рискам. Такие риски, как правило, носят долгосрочный характер, например, риски, связанные с углеродоёмкими или «застрявшими» активами.

Совет по стандартам раскрытия климатической информации

Climate Disclosure Standards Board (CDSB) – международный консорциум бизнес-ориентированных неправительственных организаций (НПО), миссией которого является создание условий для интеграции существенной информации об изменении климата и природном капитале в основную корпоративную отчётность.

Совет по стандартам учёта устойчивого развития

SASB разрабатывает стандарты, ориентированные на ключевые существенные факторы устойчивого развития, влияющие на различные отраслевые категории. Наряду с картами существенности SASB, эти стандарты особенно полезны для инвесторов при определении существенных факторов для раскрытия информации и способствуют более стандартизированному бенчмаркингу.

Совет по лесной сертификации

Forest Stewardship Council (FSC) был создан в результате сотрудничества социальных, экономических и экологических организаций, включая Всемирный фонд дикой природы (WWF), IKEA и B&Q, а также других участников. Он получил развитие после Конференции ООН по окружающей среде и развитию в 1992 году, которая обеспечила платформу для многосторонней поддержки заинтересованных сторон.

Социальные инвестиции

Социальные инвестиции предполагают направление капитала в активы, ориентированные на решение социальных проблем.

Социальные мегатренды

Долгосрочные социальные изменения, оказывающие устойчивое влияние на государства, общества и экономики на протяжении длительного времени, такие как рост глобализации, изменения в сфере труда, семейной жизни и досуга, а также усиление роли автоматизации и искусственного интеллекта (ИИ) в производственных и сервисных секторах.

Социальные возможности

Различия в возможностях между людьми, обусловленные их социальными сетями и общей средой, в которой они живут.

Социальные вопросы

Вопросы, непосредственно затрагивающие бизнес, включая нарушения прав человека и трудовых прав, вопросы охраны труда и безопасности сотрудников, а также отзыв продукции по причинам, связанным с безопасностью.

Социально ответственное инвестирование

Один из подвидов ESG-инвестирования. Обычно используется как обобщающий термин для инвестиций, осуществляемых с осознанным стремлением снизить вложения в активы, считающиеся менее устойчивыми или ответственными, и/или увеличить вложения в активы с более высокими показателями устойчивости или ответственности.

Список исключений

Формальный перечень компаний (а в некоторых случаях – целых отраслей), в которые инвестиционная организация не инвестирует. Такие компании считаются исключёнными или подвергшимися скринингу.

Среда обитания

Место, в котором живёт и развивается популяция (например, человек, животное, растение или микроорганизм), включая как живые, так и неживые компоненты окружающей среды.

Стратегическое распределение активов

Стратегическое распределение активов – это инвестиционная стратегия, основанная на долгосрочном распределении активов. В рамках этой стратегии портфель ребалансируется только тогда, когда структура активов существенно отклоняется от первоначального или целевого распределения.

Существенность

Ключевое понятие в ESG-инвестировании: фактор является существенным, если он способен влиять на долгосрочную финансовую стоимость конкретного бизнеса. Не каждый ESG-фактор является существенным для каждой компании в любой момент времени. Одной из основных задач ESG-инвесторов является выявление факторов, которые являются существенными для бизнеса в конкретный период.

Т

Тематическое инвестирование

Тематическое инвестирование предполагает отбор компаний, относящихся к определённой тематике устойчивого развития, такой как чистые технологии, устойчивое сельское хозяйство, здравоохранение или смягчение изменения климата.

Тройной итог / тройной критерий эффективности

Тройной итог (TBL или 3BL) – это система учёта и оценки эффективности, включающая три компонента: социальный, экологический (или природоохранный) и финансовый («люди, планета, прибыль»).

Трудовые права

Права, направленные на обеспечение возможностей для женщин и мужчин получать достойную и продуктивную работу в условиях свободы, равенства, безопасности и человеческого достоинства.

У

Углеродный налог

Мера, напрямую устанавливающая цену на углерод путём определения налоговой ставки на выбросы парниковых газов или – чаще всего – на содержание углерода в ископаемом топливе.

Углеродный рынок

Рынок, созданный на основе торговли квотами на выбросы углерода с целью стимулирования или содействия странам и компаниям в сокращении выбросов диоксида углерода (CO₂). Также известен как рынок выбросов или рынок углеродных квот.

Углеродный след

Годовой объём выбросов парниковых газов, главным образом диоксида углерода (CO₂), возникающих в результате деятельности отдельного человека или группы людей, особенно в связи с использованием энергии, транспорта и потреблением товаров и услуг. Измеряется в массе – в килограммах или тоннах в год – либо непосредственно для CO₂, либо в эквиваленте CO₂ с учётом воздействия других парниковых газов.

Универсальное владение

Универсальные владельцы – это инвесторы, которые вследствие своего крупного масштаба владеют долей практически всей экономики и рынка через высоко диверсифицированные долгосрочные портфели.

Масштаб и широта их инвестиций часто означают, что их инвестиционная доходность зависит от устойчивого развития экономики и рынков в целом.

Управляемый риск

Та часть риска по существенному ESG-фактору, которая является управляемой, в отличие от неуправляемой части риска, и определяется на суботраслевом уровне с помощью управляемого фактора риска. Каждый существенный ESG-фактор имеет показатель управляемого риска (Manageable Risk Factor, MRF) в диапазоне от 30% (что указывает на высокий уровень неуправляемого риска) до 100% (что означает полностью управляемый риск).

Урбанизация

Смещение населения из сельских районов в городские, постепенный рост доли населения, проживающего в городах, а также способы, с помощью которых общество адаптируется к этим изменениям.

Устойчивое инвестирование

Устойчивое инвестирование предполагает отбор активов, которые в той или иной степени способствуют формированию устойчивой экономики, и анализируют способы минимизации истощения природных и социальных ресурсов. Это широкий термин, который может использоваться для оценки типовых ESG-вопросов и включать подход «best-in-class». Он также может включать интеграцию ESG, учитывающую влияние ESG-факторов на риск и доходность ценных бумаг.

Ф

Фидуциарий / доверительное лицо

Физическое лицо или организация, управляющие денежными средствами или другими активами от имени бенефициаров и инвесторов.

Фидуциарная обязанность

Ответственность, возложенная на доверительное лицо (трастового управляющего) и, по сути, на любого инвестора, которому поручено управление активами другого лица. В своей основе она заключается в

обязанности всегда действовать в наилучших интересах клиента и с должной осмотрительностью.

Физические климатические риски

Риски, возникающие в результате экстремальных погодных явлений, как острых, так и хронических, обусловленных долгосрочными изменениями климатических паттернов, например, повышением температур.

Финансовая инициатива Программы ООН по окружающей среде UNEP FI – это партнёрство между Программой ООН по окружающей среде и глобальным финансовым сектором, направленное на мобилизацию частного капитала для устойчивого развития.

Фонд фондов

Фонд фондов, иногда называемый мультименеджерской платформой, представляет собой инвестиционную стратегию, при которой средства распределяются между другими управляющими, а не направляются напрямую в отдельные ценные бумаги или эмитентов. Фонд фондов создаёт добавленную стоимость за счёт выявления и инвестирования в более эффективных базовых управляющих.

Фонды, соответствующие нормам шариата

Подобно другим подходам религиозно-ориентированного скрининга, шариатские фонды используют отрицательный (исключающий) скрининг, который, как правило, исключает следующие виды деятельности: традиционные банковские и страховые услуги; производство и продажу свинины и не-халяльных продуктов; алкоголь; азартные игры; табак; индустрию развлечений для взрослых; синтетические инструменты, такие как деривативы и свопы; а также оружие. Совет по шариатскому надзору применяет и контролирует критерии исключения.

Фундаментальный анализ

Фундаментальный анализ представляет собой классический подход к анализу ценных бумаг, применяемый инвестиционным аналитиком, который уделяет внимание оценке стоимости, динамике прибыли,

устойчивости денежных потоков, краткосрочным и долгосрочным катализаторам, а также новостному фону как части инвестиционного тезиса. Отличается от чисто количественных и технических подходов.

Ц

Цели устойчивого развития ООН

Набор глобальных целей, принятых в 2015 году Генеральной Ассамблеей ООН (UNGA) и пришедших на смену Целям развития тысячелетия. ЦУР направлены на решение ключевых глобальных проблем, включая бедность, неравенство, изменение климата, деградацию окружающей среды, мир и справедливость. Всего существует 17 взаимосвязанных целей.

Циркулярная экономика

Экономическая модель, основанная, среди прочего, на совместном использовании, лизинге, повторном использовании, ремонте, восстановлении и переработке в (почти) замкнутом цикле, направленная на сохранение максимальной полезности и ценности продуктов, компонентов и материалов на протяжении всего срока их использования.

Ч

Чистая прибыль

(Примечание: термин «чистая прибыль» в предоставленном тексте отсутствует.)

Э

Экосистема

Взаимодействующая система биологического сообщества и его неживой окружающей среды.

Экспозиция / воздействие

Потенциальная угроза здоровью живых организмов в окружающей среде, обусловленная уровнем радиации или концентрацией загрязняющих веществ в среде.

Экологический аудит / экологическая оценка

1. Независимая оценка текущего уровня соответствия деятельности стороны применимым экологическим требованиям.
2. Независимая оценка экологической политики, практик и систем контроля стороны.

Эскалация

Процесс, при котором инвестор предпринимает всё более жёсткие меры для продвижения своей повестки взаимодействия. Это может включать запрос дополнительных встреч, публичные заявления, сотрудничество с другими инвесторами и иные действия.

ESG-инвестирование

Подход к управлению активами, при котором инвесторы прямо признают значимость экологических, социальных и управленческих (ESG) факторов при принятии инвестиционных решений, а также свою роль как собственников и кредиторов, ориентируясь на долгосрочную доходность инвестиционного портфеля. Целью является корректное ценообразование социальных, экологических и экономических рисков и возможностей.

Этическое и религиозно-ориентированное инвестирование

Этическое (также называемое ценностно-ориентированным) и религиозно-ориентированное инвестирование предполагает вложения в рамках определённых принципов, обычно с использованием негативного скрининга для исключения инвестиций в компании, чьи продукты или услуги считаются морально неприемлемыми с точки зрения убеждений инвестора, религий, международных деклараций, конвенций или добровольных соглашений.

Ю

Юридический риск

(Примечание: термин «юридический риск» в явном виде не представлен, но упоминается в контексте Переходного риска.)

РЕКОМЕНДАТЕЛЬНЫЙ БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Устойчивое инвестирование: Навигатор по миру ESG / Г. Бриль [и др.]. – М. : Альпина PRO, 2024. – 576 с. – ISBN 978-5-206-00101-3.
2. Корпоративная социальная ответственность : учеб. для вузов / В. Я. Горфинкель [и др.] ; под ред. В. Я. Горфинкеля, Н. В. Родионовой. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2024. – 490 с. – (Высшее образование). – ISBN 978-5-534-14561-8.
3. Основы концепции устойчивого развития : учеб. пособие / С. А. Дятлов. – М. : ИНФРА-М, 2022. – 185 с. – (Высшее образование: Бакалавриат). – DOI 10.12737/21494. – ISBN 978-5-16-012029-4.
4. Лукасевич, И. Я. Инвестиции : учебник / И. Я. Лукасевич. – М. : Вузовский учебник : ИНФРА-М, 2023. – 413 с. – ISBN 978-5-9558-0129-2.
5. Инструменты поддержки экспортных проектов ESG на основе международного опыта : монография / под ред. В. В. Перской и А. Д. Зверевой. – М. : ИНФРА-М, 2023. – 166 с. – (Научная мысль). – DOI 10.12737/1906019. – ISBN 978-5-16-018034-2.
6. Устойчивое развитие. Энергоэффективность. Зеленая экономика : монография / В. П. Ануфриев, Ю. В. Гудим, А. А. Каминов. – М. : ИНФРА-М, 2023. – 201 с. – (Научная мысль). – DOI 10.12737/1226403. – ISBN 978-5-16-016756-5.

Учебное электронное издание

МИШИН Андрей Александрович
МИЛОЙЧИКОВА Анастасия Владимировна

ИНВЕСТИЦИИ В ESG

Учебное пособие

Издается в авторской редакции

Системные требования: Intel от 1,3 ГГц; Windows XP/7/8/10; Adobe Reader;
дисковод CD-ROM.

Тираж 9 экз.

Издательство Владимирского государственного университета
имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых.
600000, Владимир, ул. Горького, 87.