

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И
ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Данилов Ю.А.,

Пивоваров Д.А.,

Давыдов И.С.

**Концепция устойчивых финансов и возможности ее
эффективного внедрения в практику функционирования
российского финансового сектора**

Москва 2020

Аннотация. В работе исследуются проблемы активно развивающейся в последние годы в мире концепции устойчивых финансов. Мы исследовали три блока вопросов, связанных с концепцией устойчивых финансов: теоретические аспекты данной концепции, ставшие предметом интенсивных дискуссий в мировом экономическом сообществе; прикладные проблемы активного внедрения данной концепции в практику крупнейших национальных финансовых рынков; текущая ситуация в России, характеризующаяся крайне слабым развитием сегмента устойчивых финансов. В каждом разделе, соответствующем одному из перечисленных блоков, мы пытаемся ответить на вопрос о причинах (факторах) развития рассматриваемой концепции, а в российском разделе – о препятствиях для развития данной концепции. На основе проведенного анализа была рассмотрена целесообразность стимулирования развития концепции устойчивых финансов со стороны государства. Сформулированы предложения по возможным мерам, нацеленным на преодоление главного препятствия развития концепции устойчивых финансов в России (отсутствие ответственных инвесторов), а также на стимулирование развитие других прикладных аспектов данной концепции.

Данилов Ю.А., ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, кандидат экономических наук

Пивоваров Д.А., научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Давыдов И.С., младший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2020 год.

Содержание

Введение.....	4
Глава 1. Теория: буйство дискуссий.....	6
1.1. Устойчивое развитие и устойчивые финансы	6
1.2. Инвестиции в концепции устойчивых финансов	10
1.3. Попытки замены традиционной парадигмы финансов на парадигму устойчивых финансов	14
1.4 Попытки описания новых моделей капитализма, выделение которых связано с концепцией устойчивых финансов	18
1.5 Основные элементы теоретической концепции устойчивых финансов	21
Глава 2. Внедрение в практику: интенсивный рост.....	22
2.1 Оценка объемов ответственных инвестиций.....	22
2.2 Общие причины ускоренного развития устойчивых финансов.....	27
2.3 Внедрение концепции устойчивых финансов в практику деятельности фондовых бирж.....	30
2.4 Основные инструменты устойчивых финансов, выпущенные в обращение	34
2.5 Законодательная деятельность и деятельность центральных банков по стимулированию внедрения устойчивых финансов в рыночную практику	36
Глава 3. Россия: пока тишина. Нужны ли устойчивые финансы для России? Если да, то как их внедрять?.....	40
3.1 Текущая ситуация с развитием концепции устойчивых финансов в России: основные участники	40
3.2 Основные условия и основные препятствия для внедрения концепции устойчивых финансов в России.....	43
3.3 Целесообразность внедрения концепции устойчивых финансов в России	45
3.4 Предложения по созданию спроса со стороны инвесторов, разделяющих принципы устойчивых финансов	47
3.5 Предложения по прочим направлениям мер, нацеленных на внедрение концепции устойчивых финансов в России	51
Список использованных источников	53

Введение

Концепция устойчивых финансов является одним из наиболее новых направлений развития современной экономической литературы в мире, и одновременно – научной основой для формирования критериев и стандартов в области применения данной концепции в практической деятельности финансовых организаций, реципиентов инвестиций и инвесторов. Первые научные труды, конституирующие концепцию устойчивых финансов, появились в самое последнее время, в 2017 – 2019 гг. В 2018 году был выпущен первый университетский учебник, вобравший в себя все основные элементы новой концепции [1].

Известные организаторы науки и международных конференций утверждают, что идеи, сформировавшие основные положения концепции устойчивых финансов, были разработаны еще 50 лет назад. Так, Клаус Шваб, исполнительный председатель Всемирного экономического форума, утверждает, что именно он первым предложил одно из основополагающих понятий концепции устойчивых финансов – «стейкхолдерский капитализм» (Stakeholder capitalism), предполагающее такую организацию общества, в котором частные корпорации пекутся об общественных интересах, что в наилучшем виде отвечает на социальные и экологические вызовы современности [2]. Как представляется, именно высокая популярность нового направления заставляет даже наиболее авторитетных деятелей современности стремиться «застолбить место» в истории среди отцов-основателей данного направления экономической мысли.

Актуальность настоящего исследования предопределяется не только новизной научного фундамента концепции устойчивых финансов, но и ее местом в более широкой концепции устойчивого развития. Проблематика устойчивых финансов (sustainable finance) в последние годы вызывает все большее внимание со стороны исследователей и регуляторов различных стран мира. Концепция устойчивых финансов непосредственно связана с концепцией устойчивого развития, принципы которого были сформулированы ООН (UN Sustainable Development Goals) [3, p. 12], обеспечивая необходимые финансовые ресурсы для развития модели устойчивого развития в современных условиях.

Концепция устойчивого развития, как представляется, отражает характерный для современных процессов принятия экономических и политических решений учет существенно более широкого, чем ранее, комплекса факторов, включающих в том числе экологические и социальные (или моральные) аспекты. «Слияние четырех осей истории – политики, экономики, экологии и морали – является особенной чертой современности.

Ранее неравноправные – одни были важнее других – или независимые, они соединяются в единое целое» [4, с. 10].

Актуализация проблем внедрения концепции устойчивых финансов в практику функционирования российского финансового сектора обусловлена резким ростом в мире размеров инвестиционных ресурсов, инвестирование которых осуществляется с учетом принципов ответственного инвестирования, являющихся важнейшим элементом концепции устойчивых финансов. В США размер активов, управляемых на основе принципов устойчивого развития (ESG-принципов), или ответственного инвестирования, почти ежегодно удваивается, начиная с 2014 г. В Европе доля таких активов уже достигла половины всех профессиональной управляемых активов. Интенсивно растет объем активов, инвестируемых в соответствии с данными принципами, в Австралии, Новой Зеландии, Китае и в отдельных арабских странах.

В этих условиях результаты исследования, позволяющего определить как возможности, так и препятствия для внедрения концепции устойчивых финансов в России, представляются исключительно актуальными. Внедрение концепции устойчивых финансов в практику деятельности российского финансового сектора может способствовать значительному приросту инвестиций в российские корпорации. Вместе с тем, в российском экспертном сообществе распространены сомнения в целесообразности такого внедрения, которые мы частично разделяем.

Глава 1. Теория: буйство дискуссий

1.1. Устойчивое развитие и устойчивые финансы

Понятие «устойчивое развитие» (Sustainable Development) означает, что текущее и будущие поколения должны обладать необходимыми ресурсами (такими как еда, чистая вода, здравоохранение и энергия) без необходимости подвергать Землю стрессу. Существует 5 ключевых принципов устойчивого развития [5]:

1) Комплексность – устойчивое развитие включает в себя концепцию комплексного подхода с точки зрения пространства, времени и составляющих частей, и включает в себя как климатическую экосистему, так и человеческий социум, как в прошлом, так и в будущем.

2) Взаимосвязь – устойчивость требует понимания вызовов, стоящих перед миром, как системы взаимосвязанных и взаимозависимых проблем.

3) Благополучие – справедливое распределение ресурсов и прав собственности как внутри, так и между поколениями.

4) Рассудительность – сохранение экосистем, критических для выживания в нетронутом виде, избегание непоправимых действий, и ограничение человеческой жизнедеятельности в рамках восполняемых ресурсов.

5) Безопасность – устойчивое развитие предполагает безопасность, здоровье и жизнь высокого качества для текущего и будущих поколений [6].

Такое представление, возникшее изначально в академических кругах, в дальнейшем было формализовано в документах международных организаций, среди которых особую роль в данном вопросе стала играть Организация объединенных наций (ООН), которой в 2015 году были сформулированы Цели устойчивого развития (Sustainable Development Goals - SDGs) [3]. Достижение целей устойчивого развития отслеживается с помощью различных инструментов, важнейшим из которых представляется интегральный Индекс (достижения) целей устойчивого развития (Sustainable Development Goals (SDG) Index) [7].

Устойчивое развитие - это интегрированная концепция с тремя аспектами: экономическим, социальным и экологическим. Основные проблемы, которые должна решить концепция устойчивого развития, также сформулированы в этих трех аспектах. Что касается экологии, то изменение климата, изменения в землепользовании, утрата биоразнообразия и истощение природных ресурсов дестабилизируют систему Земли. Социальные аспекты - бедность, голод и отсутствие здравоохранения показывают, что

многие люди живут ниже минимальных социальных стандартов. Устойчивое развитие предполагает, что у нынешнего и будущих поколений есть необходимые ресурсы, такие как продукты питания, вода, здравоохранение и энергия, без нагрузки на процессы системы Земли [1, Р. 4].

Отчет «Пределы роста» Римского клуба стал в свое время начальной точкой дискуссий о пяти основных факторах, которые ограничивают рост на планете (увеличение населения, производство продуктов питания, истощение невозобновляемых ресурсов, промышленное производство и загрязнение окружающей среды), но, вместе с тем, констатировал, что человечество может создать общество, в котором оно может жить бесконечно на Земле при условии возложения на себя ограничений на производство материальных благ, чтобы достичь состояния глобального равновесия природы с населением и производством [8].

Устойчивые финансы – это концепция, которая рассматривает, как финансирование (как через заимствования, так и через доленое инвестирование) взаимодействует с экономикой, социальными и экологическими проблемами. Финансы могут содействовать принятию правильных стратегических решений при наличии выбора между достижением цели устойчивого развития и каких-либо других в пользу первых. Также инвесторы могут влиять на корпоративное управление фирмы, привлекающей инвестиции, стимулируя реципиента инвестиций двигаться в сторону устойчивого развития [5].

Устойчивые финансы также определяются как внедрение принципов ESG в процесс принятия операционных бизнес-решений, а также стратегических решений об экономическом развитии и методических решений в области создания инвестиционных стратегий. Внедрение принципов ESG в финансовые и экономические процессы позволит создать положительные экстерналии для общества [9]. Принципы устойчивых финансов нацелены, в конечном счете, на достижение целей устойчивого развития посредством использования возможностей финансовых рынков и финансовых организаций по трансформации сбережений в ответственные инвестиции, по управлению (трансформации и перераспределению) экологических и социальных рисков, по распределению общественных ресурсов на основе критерия максимизации совокупного размера финансовой, экологической и социальной стоимости.

В сентябре 2020 года Всемирный экономический форум выпустил Белую книгу по вопросам метрик устойчивых финансов [10], которые должны раскрываться в корпоративной отчетности. На наш взгляд, сформированная в этом документе структура соответствующих показателей может стать основой для раскрытия корпорациями информации о следовании принципам устойчивого развития.

Выделяют 5 основных групп активных участников интернализации экстерналий устойчивого развития [1]:

1) Правительство – самый простой механизм интернализации экстерналий устойчивого развития, использующий для этого два основных давно известных инструмента – регулирование и/или налогообложение.

2) Гражданское общество – неправительственные организации могут повысить осведомленность граждан о негативных социальных или экологических экстерналиях посредством придаче их огласке в СМИ. Цель публичных дебатов – стимулировать других участников рынка (правительство, финансовый сектор, бизнес и потребителей) вести себя ответственно и нивелировать эти экстерналии.

3) Инвесторы – финансовые институты могут интернализировать (включать экологические, социальные и управленческие факторы в свою инвестиционную и кредитную стратегии) и взаимодействовать с корпорациями, в которые они осуществили инвестиции, с тем, чтобы корпорации соблюдали принципы устойчивого развития.

4) Корпорации – могут инкорпорировать издержки экстерналий в процесс принятия решения.

5) Потребители – могут покупать только те продукты и услуги, чьи производители придерживаются принципов устойчивого развития.

Странники концепции устойчивых финансов тесно увязывают ее с целями устойчивого развития (ЦУР) ООН, прямо позиционируя эту концепцию как один из инструментов достижения ЦУР. Однако наблюдается и все более автономия данной концепции, проявляющаяся, во-первых, в намного более быстром практического внедрения концепции устойчивых финансов по сравнению с внедрением концепции устойчивого развития в целом, во-вторых, в некотором терминологическом расхождении с международными финансовыми организациями и организациями при ООН, занимающихся разработкой стратегий достижения ЦУР, и в-третьих, с определенного момента появившийся выход на более фундаментальные вопросы концепции финансов, чем просто содействие в достижении ЦУР.

Важнейшим фактором, предопределившим более быстрое практическое внедрение модели устойчивых финансов по сравнению с другими элементами устойчивого развития, стал рост спроса со стороны частных инвесторов, выразившийся в существенном увеличении инвестиционных портфелей устойчивого развития. Это свидетельствует об активном принятии модели устойчивых финансов широкими кругами инвесторов. В отличие от дискуссий, экспертных совещаний и разработки целевых документов, которыми характеризуется работа по большинству направлений в области целей

финансового развития, в финансовом аспекте дополнительно присутствует живой интерес экономических агентов, принявших данную повестку дня и голосующих за нее своими деньгами.

Следует отметить также определенную автономию работ в области устойчивых финансов от тех усилий, которые предпринимает ООН и специально учрежденные ею организации и проекты, по исследованию аспектов финансирования устойчивого развития. Исследование доклада [11], подготовленного ООН, заставляет сделать вывод о том, что под понятием «финансирование устойчивого развития» (Financing for Sustainable Development) понимается отнюдь не «устойчивые финансы» (Sustainable Finance), как можно было бы предположить, а нечто совершенно другое. В данном докладе речь идет о поисках финансовых ресурсов для финансирования программ по достижению целей устойчивого развития, а также об изменении государственных политик в целях расширения каналов финансирования устойчивого развития. При этом упор делается в основном на бюджетные ресурсы (рассматриваются вопросы перераспределения налогов, оптимизации долговой политики и т.д.), а не на поиск частных инвестиций, хотя аспекты частного инвестирования в данном докладе, безусловно, рассматриваются.

Появилось даже расхождение между трактовками понятия устойчивое инвестирование: Всемирный банк под данным понятием определяет не только инвестирование на основе ESG-принципов (environmental, social and governance investing), как сторонники концепции устойчивых финансов, но также и социально-ответственное инвестирование (socially responsible investing – SRI), и этическое (ethical) инвестирование. [12, P. 1]. На наш взгляд, в данной классификации необоснованно выделяется из общего ряда инвестиций в соответствии с ESG-принципами социально-ответственное инвестирование, оно фактически дважды упоминается в данной классификации, первый раз как отдельное понятие, а второй раз как подмножество инвестиций, осуществляемых на основе ESG-принципов.

В рамках концепции устойчивых финансов созрела теоретическая революция, пытающаяся опровергнуть классическую парадигму финансов, заменив понятие стоимости (определяемой как «финансовая стоимость») интегральной стоимостью, в которой учитываются также экологические и социальные экстерналии; прибыль акционеров на создание долгосрочной стоимости для всех стейкхолдеров как главную цель корпораций; гипотезу эффективных рынков на гипотезу адаптивных рынков как фундаментальный закон ценообразования активов; пассивное инвестирование на основе широкой диверсификации на акционерный активизм и минимально достаточную диверсификацию как основной стиль инвестирования и т.д. Следует отметить, что все

вновь предлагаемые элементы новой парадигмы финансов между собой непротиворечивы, но пока нет достаточных эмпирических результатов их выполнения в комплексе.

На основе концепции устойчивых финансов сформировались несколько новых типологий существующих экономических систем, две из которых активно обсуждаются. Первая (продвигаемая Клаусом Швабом и Всемирным экономическим форумом), заявляет переход к «стейкхолдерскому капитализму» (stakeholder capitalism), в котором частные корпорации пекутся об общественных интересах, что в наилучшем виде отвечает на социальные и экологические вызовы современности, в качестве главной цели современного общества. Вторая (продвигаемая Дирком Схунмакером и Эразмусской платформой за создание устойчивой стоимости) заявляет о формировании среди существующих экономических формаций третьего типа, «преобразующей» (impact) или «заботливой» (caring) системы, наряду с существующими рыночными (пример – США) и государственными (Китай) системами.

Новую парадигму финансов и новую типологию экономических систем мы далее рассмотрим подробнее (см. пункты 1.3 и 1.4 настоящего препринта).

1.2. Инвестиции в концепции устойчивых финансов

Концепция устойчивых финансов оперирует множеством терминов, обозначающих инвестиции: устойчивые инвестиции; ответственное инвестирование, преобразующие (воздействующие) инвестиции и т.д.

Устойчивое инвестирование - это инвестиционный подход, учитывающий экологические, социальные и управленческие факторы (ESG-факторы) при выборе инструментов для формирования портфеля и при управлении портфелем. В большинстве случаев ассоциации участников рынка устойчивого инвестирования не делают различия между термином «устойчивое инвестирование» и термином «ответственное инвестирование». В ряде случаев синонимами понятия «устойчивое инвестирование» считаются и многие другие похожие термины. Так, Глобальный альянс устойчивого инвестирования (The Global Sustainable Investment Alliance – GSIA) не делает различия не только между устойчивым и ответственным инвестированием, но и между этими терминами и термином «социально ответственное инвестирование» [13, Р. 7]. Справедливости ради следует отметить, что социально-ответственное инвестирование представляется более узким понятием, применимым, как правило, к тем инвестициям, которые осуществляются в целях социального развития, но не имеет прямого отношения, например, к целям экологического развития.

Далее в настоящем препринте мы будем применять термины «устойчивое инвестирование» и «ответственное инвестирование» как синонимы.

В последние годы были разработаны несколько версий стандартных критериев ESG-инвестиций, самыми известными среди которых являются:

- Руководство для инвестиционных специалистов «Экологические, социальные и управленческие вопросы в инвестировании» (разработано Институтом CFA в 2015 г.) [14];

- Стандарты деятельности по экологической и социальной устойчивости (разработаны МВФ в 2012 г.) [15];

- Руководство для инвесторов в инструменты с фиксированным доходом (разработано в 2014 г. в рамках Инициативы «Принципы ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment - PRI)», поддерживаемой Организацией Объединенных Наций) [16].

В рамках Инициативы «Принципы ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment - PRI)» на момент ее учреждения в 2009 году насчитывалось около 560 глобальных инвестиционных учреждений, которые управляли активами стоимостью более чем 18 трлн. долларов США. Эта Инициатива была направлена на интеграцию экологических, социальных и управленческих вопросов (ESG) в инвестиционную практику. За первые пять лет существования Инициативы число подписавших PRI возросло до 1200, и эти инвесторы в 2014 году управляли активами, оцениваемыми примерно в 34 триллиона долларов [17]. К началу 2018 года число подписантов достигло 1 714, включая 1280 глобальных управляющих активами (инвестиционных менеджеров), а их совокупная стоимость активов под управлением составила 68,4 трлн. долларов США [18].

Устойчивые инвестиции выработали следующие технологии отбора объектов инвестирования и стратегии инвестирования [13, Р. 3, 7]:

- 1) Отрицательный / исключительный скрининг (исключение из фонда или портфеля определенных секторов, компаний или практик, основанное на определенных критериях ESG, не допускающих их присутствие в портфелях устойчивого инвестирования).

- 2) Позитивный / лучший в своем классе скрининг (инвестиции в сектора, компании или проекты, отобранные для устойчивого инвестирования на основе положительных результатов соответствия принципам ESG по сравнению с отраслевыми аналогами – т.е. отбираются сектора/компании/проекты, которые в большей мере, чем средние, соответствуют данным принципам).

3) Нормативный скрининг (проверка инвестиций на соответствие минимальным стандартам деловой практики, основанным на международных нормах, установленных ОЭСР, МОТ, ООН и ЮНИСЕФ в отношении ответственных инвестиций).

4) Интеграция учета экологических, социальных и управленческих принципов (ESG-принципов), подразумевает систематическое и четкое включение инвестиционными менеджерами параметров соответствия ESG-принципам (экологических, социальных и управленческих факторов) в финансовый анализ, предшествующий этапу выбора объектов инвестирования.

5) Устойчивое тематическое инвестирование - инвестиции в темы или активы, конкретно связанные с устойчивым развитием (например, чистая энергия, зеленые технологии или устойчивое сельское хозяйство).

6) Влияющее или объединяющее инвестирование - целевые инвестиции, направленные на решение социальных или экологических проблем, в том числе «общинное инвестирование» (community investing), когда капитал специально (адресно) направляется на повышение социального или организационного капитала традиционно недооцененных людей или сообществ, а также финансирование, которое предоставляется предприятиям с наиболее четкой социальной или экологической целью.

7) Корпоративное взаимодействие и действия (активная позиция) акционеров: использование полномочий акционеров для влияния на корпоративное поведение, в том числе посредством прямого взаимодействия с корпорацией (т.е. путем общения с высшим руководством и / или советами директоров компаний), подачи на собраниях акционеров предложений акционерами, руководствующимися принципами устойчивого развития (ESG-принципами).

Наиболее активно применяемой технологией отбора (стратегией инвестирования) является отрицательный скрининг – с его помощью инвестируется 36% активов фондов, следующих принципам ESG. Интеграция учета экологических, социальных и управленческих принципов используется при инвестировании 32% активов фондов, следующих принципам ESG. Корпоративное взаимодействие и активизм акционеров являются критерием при отборе инвестиций инвестировании 18% активов фондов, следующих принципам ESG. На долю остальных 4 технологий приходится только 14% активов фондов, следующих принципам ESG. Данные расчеты были проведены авторами на основе данных 2018 Global Sustainable Investment Review [13, p. 10]. Существуют и другие количественные оценки распределения инвестиционных ресурсов с точки зрения используемого метода селекции (см., например, [19, P. 6]), но они не отличаются принципиально от приведенных выше оценок.

По мнению К.Кросински [20], устойчивые инвестиции (sustainable investing) по своей природе являются преобразующими («воздействующими», «подталкивающими», «вливающими») инвестициями (impact investing), т.е. инвестициями, которые стимулируют социальное или экологическое развитие в сочетании с экономическим развитием. Увязывая эти понятия с описанными выше 7 стратегиями инвестирования, он детализирует и поясняет суть применяемых стратегий. Он отмечает, что инвестиции, осуществляемые на основе отрицательного скрининга (данный подход называется им также «Values first»), также часто называются этическими инвестициями (ethical investing), а одним из наиболее распространенных примеров такого инвестирования выступают исламские (или шариатские) финансы. Позитивный скрининг именуется им «Value first», и именно эта стратегия отбора, по его мнению, наиболее полно соответствует понятию устойчивых инвестиций, а активы в портфелях ответственных инвесторов, подобранных с помощью данной стратегии, составляют преобладающую долю. По мнению Кросински, стратегия корпоративного взаимодействия, часто описываемая как активизм акционеров, на самом деле шире, и в дополнение к активизму акционеров факторами выбора активов в рамках данной стратегии, могут выступать также позиции полисмейкеров (в т.ч. регуляторов), а также активизм менеджеров фондов, нанимаемых владельцами паев этих фондов.

Уточняя понятие преобразующих инвестиций, в работе [21] было дано следующее описание ключевого признака таких инвестиций: они создают позитивный эффект в дополнение к финансовому доходу. В этом, как представляется, коренное отличие преобразующих (подталкивающих, воздействующих, влияющих, побуждающих) инвестиций от благотворительности: благотворительность не предполагает финансовый возврат вложенной суммы, это не инвестиции, в то время как преобразующие инвестиции являются именно инвестициями, так как они предполагают достижение социального и/или экологического эффекта в дополнение к получению финансового результата, финансовой прибыли. Наличие прибыли в данном случае является обязательным условием.

Далее мы будем в основном придерживаться трех вариантов перевода термина impact investing, сложившихся в русскоязычной литературе – воздействующие инвестиции (данный термин использует, в частности, ВЭБ.РФ), преобразующие инвестиции и импактные инвестиции (или импакт-инвестиции).

1.3. Попытки замены традиционной парадигмы финансов на парадигму устойчивых финансов

В работе [22] содержится попытка обобщения сравнений параметров старой (традиционной) парадигмы финансов и новой парадигмы (устойчивых финансов). С небольшими сокращениями мы приводим результаты этого обобщения (см. таблицу 1).

Таблица 1 – Сравнение традиционной парадигмы финансов и альтернативной парадигмы (парадигмы устойчивых финансов)

Размерность (параметр)	Старая парадигма	Новая парадигма
Целевая функция	Максимизация финансовой прибыли, минимизация экологических и социальных эффектов	Максимизация суммы финансовой прибыли, экологических и социальных эффектов
Аллокация (распределение активов)	Факторы, индексы и рейтинги	Потенциал создания долгосрочной стоимости
Ценообразование	Гипотеза эффективных рынков	Гипотеза адаптивных рынков
Оценка результатов	Финансовая	Финансовая + нефинансовая
Учет ESG-принципов	Поверхностно, как дополнение к основным факторам	Глубоко, оценивая готовность перехода к новой парадигме
Стиль управления активами	Пассивное инвестирование, ограниченное погружение в проблемы и перспективы корпорации	Активное инвестирование, глубокое погружение в проблемы и перспективы корпорации; активизм
Инвестиционная цепочка	Длинная и сложная	Короткая
Параметры для управления активами	Эффективность / агрегация	Финансовые результаты и социальная функция финансов

Источник: [22, р. 4].

Следует отметить, что комплексность концепции устойчивых финансов достигается соблюдением всех параметров, включенных в таблицу 1. В комплексном виде данная концепция предстает непротиворечивым целым, и практические выводы для модернизации политики получают логическое обоснование, несмотря на их внешнюю

революционность по сравнению с теми рекомендациями, которые формулировались на основе постулатов классической финансовой теории.

Наиболее «дерзкое» предложение, которое сформулировали сторонники концепции устойчивых финансов в части развития теоретических основ данной концепции, затрагивает такое основополагающее для любой системы экономических взглядов понятие, как стоимость. Предложения о модернизации понятия стоимости, сформулированные в рамках разработки теоретических основ концепции устойчивых финансов достаточно логично вытекают из предположений, на основе которых строится данная концепция.

Предложения о модернизации понятия стоимости были сформулированы в предположении о том, что по мере повышения роли концепции устойчивого развития в социально-экономических системах и, соответственно, концепции устойчивых финансов в финансовых системах будут происходить изменения, затрагивающие большинство факторов, определяющих наше понимание содержания понятия стоимости. В работе [23] Дирк Схунмакер рассматривает 3-ступенчатую модель развития устойчивых финансов: 1 – когда прибыль превышает экологических и социальных эффектов от деятельности компании, 2 – когда внутренняя ценность компаний состоит из суммы социальных эффектов, экологических эффектов и прибыли и 3 – когда экологические и социальные эффекты превышают прибыль. По мере движения от первого этапа к третьему этапу изменяется целевая функция экономического агента - цели компаний перемещаются от краткосрочных целей к долгосрочным [23, р. 30]. Со стороны создаваемой стоимости, устойчивые финансы 1.0 характеризуются извлечением выгоды только для акционеров, финансы 2.0 – переходят к созданию ценности для всех стейкхолдеров, а финансы 3.0 продвигают создание ценности для всего общества.

В процессе перехода к устойчивой экономике компании все чаще выбирают цель создания долгосрочной стоимости (Long-term value creation in sustainable finance), которая объединяет финансовую, социальную и экологическую ценность. С другой стороны, некоторые инвесторы также стараются инвестировать в долгосрочной перспективе и выполнять социальную функцию финансов, хотя это стремление далеко еще не является повсеместным [10]. Концепция создания долгосрочной стоимости означает, что компания стремится оптимизировать свою финансовую, социальную и экологическую ценность в долгосрочной перспективе. Оптимизация требует тщательного уравнивания трех измерений, при этом ни одно не должно ухудшаться в пользу других. К сожалению, текущая деловая практика все еще слишком узко сосредоточена на краткосрочной финансовой отдаче, а это означает, что мы не можем достичь инклюзивного капитализма.

В течение десятилетий максимизация прибыли была главной целью в корпоративных финансах. Тем не менее, недавние фундаментальные работы (например, [24]) приводят доводы в пользу более широкой корпоративной цели, чем акционерная стоимость в узком смысле. В работе [24] Харт и Зингалес оспаривают распространенную идею, что внешние эффекты, такие как благотворительность, могут быть переданы акционерам. Они делают различие между акционерной стоимостью, которая имеет целевую функцию максимизации финансовой стоимости, и благосостоянием стейкхолдеров, которое включает в себя социальные и экологические внешние факторы.

Следует отметить, что формирование долгосрочной стоимости возможно только при наличии долгосрочного доверия – к менеджерам корпорации, к государству, к аналитикам, рейтинговым агентствам и верификаторам и т.д.

Концепция создания долгосрочной стоимости рассматривает финансовую, социальную и экологическую стоимость компании в долгосрочной перспективе. Инвестиционные подходы, основывающиеся на парадигме эффективных рынков и портфельной теории, предполагают, что вся доступная информация моментально отражается в стоимости акций. Но такой подход учитывает лишь финансовую составляющую в оценке финансовых рисков и дохода. Однако, теория адаптивного рынка утверждает, что изменение цены акции в ответ на новые риски, такие как «риск углекислого газа», не происходит моментально, а занимают некоторое время [10].

Таким образом, данная концепция опровергает, во-первых, гипотезу эффективных рынков, предлагая заменить ее гипотезой адаптивных рынков (*adaptive markets*), и во-вторых, основанную на портфельной теории Марковитца модель оценки капитальных активов (*The capital asset pricing model, CAPM*), заменив ее концепцией долгосрочного создания стоимости (*long-term value creation*), основанной на новом понимании стоимости.

Гипотезу адаптивных рынков, как альтернативное описание рынков, предложил Эндрю Ло в своих работах в начале 2000-х годов. Он позиционировал данную гипотезу как согласующую, примиряющую гипотезы эффективных рынков и поведенческих финансов [25]. Гипотеза адаптивных рынков, вопреки неоклассическому представлению о том, что люди максимизируют ожидаемую полезность и имеют разумные ожидания, утверждает, по мнению ее адептов, гораздо более близкий к реальности тезис: степень рыночной эффективности зависит от эволюционной модели адаптации людей к изменяющейся среде. Цены отражают столько информации, сколько диктуется сочетанием условий окружающей среды, количества и характера отдельных групп участников рынка, каждый из которых ведет себя обычным (нерациональным) образом [25].

Термин «адаптивные рынки» прямо указывает на свойство адаптивности рынка, рассматриваемого в качестве сложной системы. С точки зрения кибернетики адаптивность системы предполагает возможность ее обучения, точнее, самообучения. Поэтому в терминах кибернетики адаптивные рынки понимаются в качестве самообучающихся систем, т.е. систем более сложных, чем самоорганизующиеся системы, которые соответствуют понятию «эффективных рынков» (эффективных в информационно-ценовом смысле). Это означает, что концепция адаптивных рынков чисто теоретически описывает модель финансового рынка ближе к реальности, т.е. учитывает большее число факторов и ограничений, которые существуют в реальности. Модель эффективных рынков по сравнению с моделью адаптивных рынков является более абстрактной моделью, и именно поэтому, на наш взгляд, она лучше приспособлена для строгого математического описания.

Проблема сочетания финансовых и нефинансовых целей инвестирования и корпоративного развития появилась как естественное следствие тех идей, на которые опирается концепция устойчивых финансов.

Традиционные финансы фокусируются на финансовой отдаче (получении финансовой прибыли) и рассматривают финансовый сектор как отдельный от общества, частью которого он является, и от внешней среды, в которой он находится. Напротив, устойчивые финансы учитывают финансовые, социальные и экологические выгоды в сочетании. Изменение целей (переход от цели получения финансовой прибыли к цели получения финансовых, социальных и финансовых выгод) предполагает также переход от узкой акционерной модели (shareholder model) к более широкой модели со всеми заинтересованными сторонами (stakeholder model). Концепция устойчивых финансов предполагает также изменение роли финансов – она означает переход от финансов как цели (максимизация прибыли) к финансам в качестве средства (достижения комплекса целей) [5].

Харт и Зингалес разграничивают доход инвесторов, который основывается исключительно на финансовом благосостоянии, и благосостояние инвесторов, которое включает в себя также социальные и экологические экстерналии [24]. Важным предположением в их работе является, неотделимость социальных и экологических экстерналий от производственного процесса. Таким образом, компании должны выбирать степень устойчивости развития в своих бизнес-моделях. Более того наибольший вклад в диверсификацию портфеля вносит диверсификации между классами активов (т.е. акциями, облигациями и альтернативными областями инвестирования – недвижимостью, хедж фонды, товары и инфраструктура). Другими словами, более диверсифицированным

будет концентрированный портфель из 30-40 акций в разных классах активов и индустриях, чем 100 ценных бумаг в одном классе активов [10].

1.4 Попытки описания новых моделей капитализма, выделение которых связано с концепцией устойчивых финансов

Следует отметить характерную деталь дискуссий об устойчивом развитии и устойчивых финансов. В ряде случаев авторы, анализирующие взаимодействие инвесторов и реципиентов инвестиций в рамках принципов устойчивых финансов, либо предлагающие институциональные изменения в целях достижения целей устойчивого развития, говорят о том, что внедрение принципов устойчивых финансов в практику функционирования финансового сектора и преобразование целей социально-экономического развития в соответствии с целями устойчивого развития ведут к формированию принципиально новой концептуальной модели капитализма.

Вероятно, количество таких моделей, предлагаемых различными авторами в связи с развитием концепции устойчивых финансов и постепенной актуализацией целей устойчивого развития, достаточно велико. На наш взгляд, наиболее популярными концепциями (моделями) такого рода, продвинутыми в центр общественных дискуссий, стали две:

- концепция стейкхолдерского капитализма (stakeholder capitalism);
- концепция «преобразующей» (impact) или «заботливой» (caring) экономики.

Концепция стейкхолдерского капитализма активно продвигается руководителем Всемирного экономического форума Клаусом Швабом, определяющим данную модель капитализма, как такую организацию общества, в котором частные корпорации пекутся об общественных интересах, что в наилучшем виде отвечает на социальные и экологические вызовы современности [2]. Соответственно, возглавляемая им организация проводит большую работу по разработке концептуальных рамок новой модели капитализма, а также метрик соответствия.

Концепция «заботливой» (caring) экономики разрабатывалась Дирком Схунмакером. Такая модель экономики определяется как экономика, в которой правительства и корпорации балансируют прибыль, с одной стороны, и воздействие на цели устойчивого развития, с другой стороны, и которая лучше всего подходит для достижения целей устойчивого развития [26]. Данная концептуальная модель впоследствии была переименована Схунмакером как концепция «преобразующей» (или «воздействующей») экономики [27], что устранило двойственность терминологии при описании, с одной стороны, концепции импакт-инвестиций, и, с другой стороны,

соответствующей ей концептуальной модели экономики. Данная концепция в наибольшей степени опирается на теоретические основы, в том числе, на компаративистском анализе Копштейна и Лихбаха [28].

В работе [26] сформулированы основные отличия парадигмы заботливой экономики (экономической системы), которая в работе [27] была переопределена как преобразующая экономика, от текущей парадигмы экономической системы (см. таблицу 2).

Таблица 2 - Контур «заботливой экономической системы»

Параметр	Нынешняя парадигма	Новая парадигма
Цели		
на уровне экономики	стимулирование роста ВВП	благополучие в широком смысле
на уровне корпорации	максимизация прибыли	управляемые цели
Критерии принятия решений		
на уровне экономики	общественная польза, основанная на фискальных и экономических индикаторах	общественная польза, основанная на фискальных, экономических, социальных и экологических индикаторах
на уровне корпорации	чистая приведенная стоимость, основанная на финансовых факторах (максимизация финансовой стоимости)	чистая приведенная стоимость, основанная на интегральной стоимости (максимизация интегральной стоимости)
Контроль		
на уровне экономики	парламент	парламент
на уровне корпорации	акционеры	стейкхолдеры
Отчетность		
на уровне экономики	бюджет	бюджет благополучия
на уровне корпорации	финансовая отчетность	интегрированная отчетность

Источник: [26, р. 3].

Традиционно типология начинается с рыночной экономики, где правительство несет ответственность за общественные блага (то есть товары, которые не являются исключительными и неконкурентными) и создает условия для экономического роста. Частные компании производят и продают товары на рынке без учета социальных или

экологических последствий. Компании работают в интересах своих акционеров. Общее благо - исключительная сфера деятельности правительства. Другой основной экономической системой является государственная экономика, где правительство («государство») является мощным и отвечает за производство как общественных, так и в значительной части частных товаров. Хотя компании могут производить частные товары, они принадлежат государству.

Заботливая экономика занимает золотую середину. В работе [26, р. 7] сравниваются количественные характеристики и измерители качественных параметров трех стран, являющихся наиболее типовыми примерами трех типов современных экономических систем (США, как рыночная экономическая система; Европа, как заботливая система и Китай, как государственная система). Европа, действительно, представляет собой промежуточное звено между рыночной и государственной экономическими системами – по размеру ВВП на душу населения, по уровню конкуренции, по динамике бизнеса, по восприимчивости инноваций. Вместе с тем по показателям социального благополучия и по показателям экологического благополучия Европа опережает как США, так и Китай. В Европе (по сравнению с США и Китае) самый низкий уровень неравенства (по коэффициенту Джини), самый высокий уровень соблюдения прав человека, наивысший уровень гендерного равенства, самый низкий уровень выбросов углекислого газа, наивысший уровень лесистости. Как следствие, у Европы наивысший уровень Индекса ЦУР, и наивысшая доля налогов в ВВП.

Далее мы приводим значения двух основных интегральных индексов (SDG и CSR), учитывающих продвижение стран по различным направлениям устойчивого развития для трех выделенных типов экономических систем и России (см. таблицу 3).

Таблица 3 – Значения интегральных индексов устойчивого развития для трех типов экономических систем и для России

Рейтинг	Экономическая система			
	Рыночная (США)	Преобразующая (ЕС)	Государственная (Китай)	Россия
SDG	73,0	78,1	70,1	68,9
CSR				
Общий	69,0	78,8	53,0	31,0
Социальный	65,2	83,5	52,0	28,0
Экологический	70,8	88,2	59,5	23,0

Примечание – Источник: [27].

Добавление в рассмотрение рейтингов CSR показывает, насколько велико отставание России в области устойчивого развития, по крайней мере, в части тех метрик, которые принимаются во внимание ответственными инвесторами.

1.5 Основные элементы теоретической концепции устойчивых финансов

Элементы теоретической концепции устойчивых финансов присутствуют в работах разных авторов, но их число пока относительно невелико, особенно в сравнении с тем объемом документов, которые производят международные организации (включая различные проекты и инициативы под их патронажем) и ассоциации инвесторов и профессиональных финансовых посредников. Среди известных экономистов вопросов теории устойчивых финансов касались О.Харт, Ж.Тироль, Л.Зингалес, Д. Схунмакер, Э.Ло, Х.Хонг. Среди них, пожалуй, лишь один автор – Дирк Схунмакер – с определенного момента начал специализироваться на проблематике теории устойчивых финансов, в течение нескольких лет последовательно разрабатывал и обобщал теоретические вопросы применительно к концепции устойчивых финансов, которые вошли в монографию [1].

На наш взгляд, можно выделить следующие элементы теоретической концепции устойчивых финансов:

- сочетание (интеграция) финансовых и нефинансовых (прежде всего социальных и экологических) целей (преследуемых инвесторами, с одной стороны, и формируемых в рамках корпоративных стратегий, с другой стороны), предопределяющее появление нового понятия стоимости и формирование экстерналий;

- долгосрочность инвестиций, создание долгосрочной (устойчивой) стоимости;
- новое понимание стоимости;
- новое понимание эффективности рынков;
- положительные экстерналии, интернализируемые обществом в целом.

Кроме того, в ряде работ предполагается, что в концепции устойчивых финансов меняется понимание рисков. Так, в работе [5] говорится о возможном переходе от риска к возможностям, который предоставляет система, организованная в соответствии с принципами устойчивых финансов.

Глава 2. Внедрение в практику: интенсивный рост

2.1 Оценка объемов ответственных инвестиций

Оценка объема инвестиций, осуществляемых в соответствии с принципами устойчивых финансов, существенно затруднена целым рядом причин, среди которых необходимо выделить:

- отсутствие единой методики вычленения инвестиций, осуществляемых в соответствии с принципами устойчивых финансов (ответственных инвестиций);

- отсутствие единого центра сбора такой информации, в который бы ответственные инвесторы направляли данные о своих инвестициях (в настоящее время попытки сбора информации об объеме ответственных инвестиций в мире предпринимают около 10 инициативных групп, исследовательских программ и организаций);

- отсутствие юридически обязывающих документов раскрывать информацию об ответственных инвестициях, включая их объем и критерии вычленения таких инвестиций, в подавляющем большинстве современных юрисдикций;

- полное отсутствие данных об объеме ответственных инвестициях частных лиц (семей, домохозяйств), осуществляемых без участия профессионального управляющего и без использования каких-либо форм коллективных инвестиций.

При попытке сопоставления показателей объема ответственных инвестиций с обобщающими показателями инвестиций (в целях определения доли ответственных инвестиций) различные поставщики информации также не следуют какой-либо устоявшейся стандартной методике сопоставления, в результате чего предлагаемые оценки доли ответственных инвестиций в мире и в отдельных странах могут быть несопоставимы. Так, например, ответственные инвестиции могут сопоставляться с общей стоимостью чистых активов инвестиционных фондов, с общим объемом активов, находящихся в управлении профессиональных управляющих (лицензированных управляющих компаний), с суммой активов институциональных инвесторов различных типов и т.д.

Поэтому мы в рамках настоящей работы собрали оценки объемов ответственных инвестиций и их доли в совокупном объеме инвестиций из различных источников, и свели воедино данные из различных источников в одну таблицу (в том случае, когда это возможно и корректно), чтобы получить более или менее комплексную картину объемов ответственных инвестиций. При этом все представленные далее таблицы и графики должны сопровождаться оговорками об их возможной несопоставимости между собой вследствие различия методик сбора информации.

Наиболее крупные оценки объемов ответственных инвестиций получаются, когда агрегаторы информации опираются на критерии следования профессиональных управляющих принципам ответственного инвестирования, в том числе оценивая общий объем стоимости активов под управлением управляющих, лишь подписавших декларацию о следовании принципам ответственного инвестирования (см. таблицу 4).

Таблица 4 - Оценки объемов активов, инвестируемых с учетом принципов ответственного инвестирования (трлн. долл.)

	2012 г.	2019 г.
В мире в целом:		
Объем активов, управление которых осуществляют фонды, подписавшие принципы ответственного инвестирования	32	86
Общий объем инвестиций, осуществленных в соответствии с принципами ответственного инвестирования	Н.д.	55 (*)
Количество фондов, подписавших соглашение о принципах ответственного инвестирования (включающих принципы ESG) под эгидой ООН, штук	1050	2400
В США:		
Активы под профессиональным управлением, инвестированные в соответствии с принципами ответственного инвестирования	4	12

Примечания

1 Условные обозначения: (*) - данные за 2018 г.

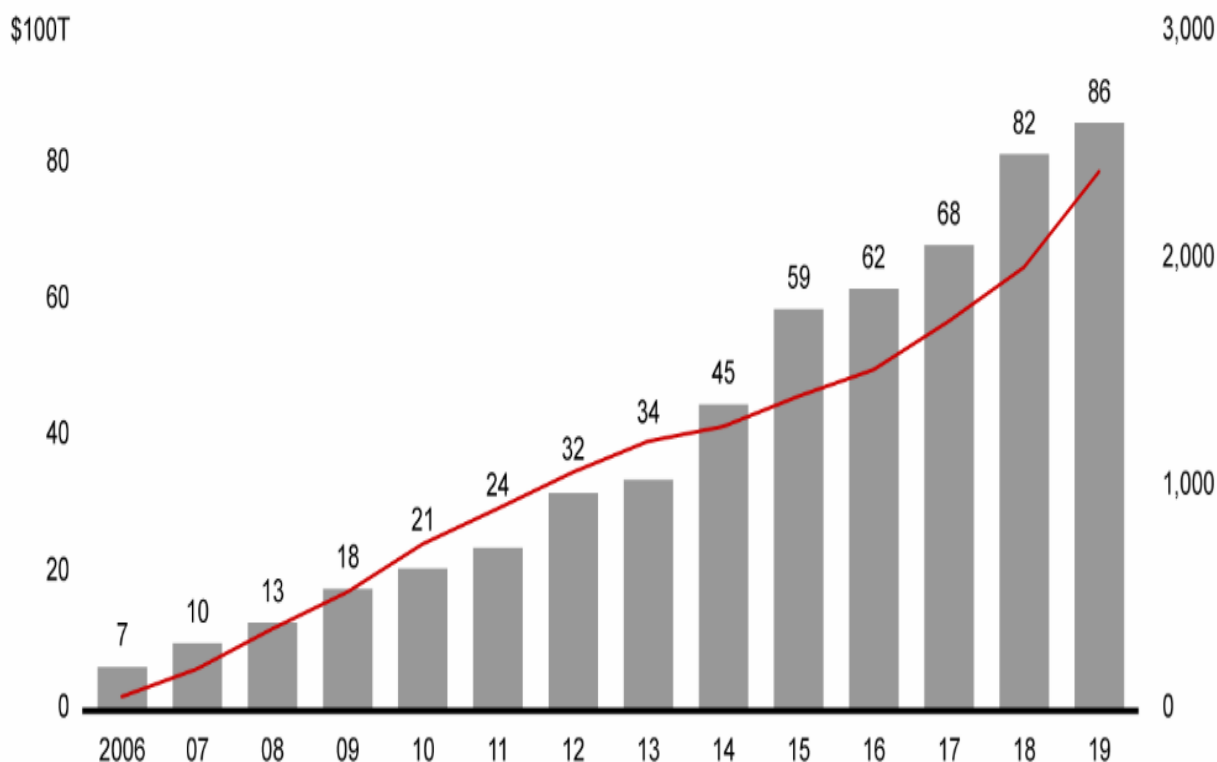
2 Источники: [29], [13], данные US SIF Foundation.

Учитывая вышеприведенные оговорки относительно корректности и адекватности сопоставлений объема ответственных инвестиций с совокупной стоимостной оценкой всех инвестиций, возможно, сами абсолютные цифры ответственных инвестиций являются более показательными характеристиками активности процессов ответственного инвестирования, чем показатели доли такого инвестирования в общем инвестиционном процессе. Следует признать, что, учитывая относительно короткую историю ответственных инвестиций, приведенные выше оценки их объема весьма значительны. 86 трлн. долл. в сопоставлении с мировым номинальным ВВП 2019 года составляют 98%, а 55 трлн. долл. – 62,7%.

Следует отметить, что США несколько отстают от мира в области активизации ответственного инвестирования: их доля в мировом объеме ответственных инвестиций составляет немногим более одной пятой части, в то время как оценки доли всех

американских инвестиций в мировых инвестициях находятся, как правило, в диапазоне от 40 до 50 процентов (в зависимости от выбранного для проведения сравнений показателя).

Необходимо отметить исключительно высокую скорость наращивания объемов ответственных инвестиций в мире: за 13 лет (2019 г. по сравнению с 2006 г.) объем инвестиций под управлением фондов, подписавших принципы ответственного инвестирования, вырос в 12,3 раза (см. рисунок 1).



Примечания

1 Серыми столбцами обозначен объем активов, управление которых осуществляют фонды, подписавшие принципы ответственного инвестирования (трлн. долл.; левая ось)

2 Красной линией обозначено количество фондов, подписавших соглашение о принципах ответственного инвестирования под эгидой ООН (штук; правая ось)

3 Источник: Principles for Responsible Investment.

Рисунок 1 – Количество фондов, подписавших соглашение о принципах ответственного инвестирования (включающих принципы ESG) под эгидой ООН, и объем активов под их управлением

Сравнение показателя доли активов, инвестируемых с учетом принципов ответственного инвестирования, в совокупном объеме профессионально управляемых активов по различным странам позволяет (см. таблицу 5):

- во-первых, подтвердить предположение о том, что США отстали от ряда других стран в переходе их институциональных инвесторов к ответственному инвестированию;

- во-вторых, выделить Австралию и Новую Зеландию в качестве явных мировых лидеров перехода к ответственному инвестированию в настоящее время;

- в-третьих, задуматься о причинах снижения доли ответственного инвестирования в Европе в период с 2014 по 2018 год.

Таблица 5 - Доли активов, инвестируемых с учетом принципов ответственного инвестирования (PRI) и ESG-принципов, в совокупном объеме профессионально управляемых активов, %

Регион	2014	2016	2018
Европа	58,8%	52,6%	48,8%
США	17,9%	21,6%	25,7%
Канада	31,3%	37,8%	50,6%
Австралия и Новая Зеландия	16,6%	50,6%	63,2%
Япония	н.д.	3,4%	18,3%

Примечание - Источник: [13, р. 9].

Отставание США от перехода к ответственному инвестированию постепенно преодолевается: темпы прироста объема инвестиций, управляемых в соответствии с ESG-принципами, в 2012 - 2018 гг. более чем в 13 раз выше темпов прироста объема инвестиций, управляемых без учета ESG-принципов (см. таблицу 6), поэтому можно ожидать достаточно быстрой ликвидации этого отставания.

Таблица 6 - Объем и доля активов, управляемых в соответствии с ESG-принципами в США

Показатель	2012	2014	2016	2018	2025 (прогноз)
Активы под управлением профессиональных управляющих, трлн. долл.:					
всего	33,3	36,8	40,3	46,6	69,0
инвестируемые без принципов ESG	29,6	30,2	31,6	34,6	34,5
инвестируемые по принципам ESG	3,7	6,6	8,7	12	34,5
Доля активов под управлением по принципам ESG, %	11%	18%	22%	26%	50%

Примечание - Источник: US SIF Foundation (данные за 2012 – 2018 гг.); Deloitte Center for Financial Services analysis (прогноз на 2025 г.).

Как видно из таблицы 6, аналитики Deloitte Center for Financial Services предполагают, что с 2018 года уже весь прирост профессионально управляемых активов в

США будет происходить за счет тех активов, которые будут инвестироваться в соответствии с требованиями ESG.

Общие причины лидерства Австралии, Новой Зеландии, и отчасти, Канады в переходе институциональных инвесторов к ответственному инвестированию, как представляется, достаточно очевидны – это общая направленность государственной политики в этих странах, отличающаяся приоритетным вниманием к вопросам защиты окружающей среды и социальному развитию. Учитывая опыт Новой Зеландии по формулированию ключевых оценок деятельности своего правительства в терминах устойчивого развития (включая разработку и внедрение бюджета благосостояния вместо государственного бюджета), такое повышение внимания профессиональных инвесторов к требованиям устойчивых финансов представляется абсолютно естественным.

Необходимо обратить особое внимание на то, что совсем недавно, в 2014 году безоговорочным лидером в переходе к ответственному инвестированию была Европа. По крайней мере, доля активов, инвестируемых с учетом принципов ответственного инвестирования, в совокупном объеме профессионально управляемых активов, в Европе в 2014 году составляла почти 59%, что в разы больше тогдашних показателей нынешних лидеров (Австралии, Новой Зеландии). При этом с 2014 по 2018 гг. эта доля в Европе снизилась, и весьма значительно – до менее, чем 49%. Как представляется, существуют четыре причины, которые привели к такому снижению:

1. Объем инвестиций, которые размещаются с учетом принципов устойчивых финансов, стал значительно превосходить предложение инструментов устойчивых финансов со стороны реципиентов инвестиций, т.е. возникло несоответствие (судя по имеющимся цифрам – весьма резкое) между спросом и предложением.

2. Резкий опережающий рост курсов ценных бумаг, которые соответствуют требованиям устойчивых финансов, наблюдался в период 2002 – 2014 гг., после чего инструменты устойчивых финансов начали отставать в росте курсов от среднерыночной динамики. Естественно, что произошедшее в связи с этим снижение оценок будущей динамики инструментов устойчивых финансов повлияло на их инвестиционную привлекательность в глазах инвесторов, часть из которых перераспределили свои портфели в инструменты, не отвечающие принципам ответственного инвестирования. В этих условиях те регионы, которые отличались наивысшим объемом ответственных инвестиций, в наибольшей степени были затронуты этим *underperforming*, что также стимулировало управляющих к частичному отказу от стратегий ответственного инвестирования.

3. Анализ литературы показывает, что примерно с 2016 года в научных исследованиях устойчивых финансов и в документах объединений участников рынка, инициатив за устойчивые финансы, консалтинговых и экспертных структур усиливается внимание к проблеме правдивости информации о следовании эмитентов ценных бумаг, заявляемых в качестве инструментов устойчивых финансов, принципам устойчивых финансов. Возникает дополнительный спрос на внешнюю оценку корректности отнесения того или иного инструмента к инструментам устойчивых финансов, начинается развитие рынка услуг «мнения третьей стороны». Естественно, что инвесторы стали частично переоценивать свои инвестиции на предмет их соответствия принципам устойчивых финансов, отказываясь от инвестиций в те или иные ценные бумаги, изначально позиционируемые как «зеленые» или социальные акции и облигации.

4. В период с 2014 по 2018 гг. в Европе произошло внедрение значительного объема нормативного регулирования, вводящего формализацию критериев устойчивых финансов и дополнительные требования к реципиентам ответственных инвестиций (включая дополнительные требования к раскрытию корпоративной информации), и формулирующего требования к ответственным инвестициям. Это привело к повышению издержек - как у реципиентов ответственных инвестиций, так и у профессиональных инвесторов, ориентирующихся на осуществление ответственных инвестиций. В обоих случаях эти издержки объективно снижают рентабельность ответственных инвестиций и снижают их инвестиционную привлекательность.

2.2 Общие причины ускоренного развития устойчивых финансов

Внедрение устойчивых финансов в практику функционирования финансового сектора и корпоративного сектора, началось примерно в 2002 – 2004 гг., и в течение всего последующего времени наблюдается ускорение роста количественных характеристик устойчивых финансов и их доли в финансовых инструментах, рынках и организациях в целом. При этом как минимум дважды – в 2014 – 2015 и после 2017 года – наблюдалось ускорение ускорения динамики устойчивых финансов. Существующая динамика позволяет предположить, что уже к 2025 году, по крайней мере, половина инвестиций, находящихся под управлением институциональных инвесторов (профессиональных управляющих активами) будет инвестироваться в соответствии с принципами устойчивых финансов. Очевидно, что для такого быстрого роста должны быть значимые причины, в том числе фундаментального характера.

На наш взгляд, следует указать следующие основные причины ускоренного развития устойчивых финансов.

I. Общие причины с причинами усиления внимания к проблемам устойчивого развития:

- нарастание экологических проблем;
- все более отчетливо проявляющаяся ограниченность ресурсов;
- обострение проблем социального характера (прежде всего, нарастание неравенства в отдельных странах).
- рост глобальной взаимозависимости человечества, наступление «века интернализации» («сжатие» расстояний; глобализация экономики и финансов и т.д.).

II. Специальные причины, сформировавшиеся в рамках финансового сектора:

- появление крупных частных инвесторов, не удовлетворяющихся только целями получения прибыли, желающих внести вклад в решение глобальных проблем;
- возникновение потребности в долгосрочном доверии для снижения риска инвестиций (как реакция на риски цикличности, а также на снижение процентных ставок).

Значимость и острота отмеченных проблем предопределяет повышенное внимание к ним со стороны всего человеческого общества, не исключая финансовую отрасль, потому что, несмотря на то, что далеко не все риски и потери от реализации рисков можно посчитать экономически, те оценки экономических потерь, которые существуют, впечатляют. Так, десятилетие 2010 – 2019 гг. стало самым дорогостоящим в истории человечества с точки зрения затрат на устранение экологических катастроф [30].

В ходе кризиса 2020 года появилась дополнительная причина для ускоренного развития устойчивых финансов. В рамках каждого кризиса государства, как правило, оказывают поддержку экономике, в первую очередь тем отраслям и предприятиям, которые особенно важны для восстановления нормального хода социально-экономических процессов. Поэтому наличие избирательной поддержки отдельными государствами тех корпораций, которые следуют принципам ESG, в кризисной ситуации 2020 года, стимулировало более активное внедрение этих принципов в практику функционирования корпораций, повысив их внимание к вопросам устойчивых финансов. Более того, в настоящее время все более часто раздаются настойчивые предложения экспертов стимулировать за счет государственных средств только те корпорации, которые соответствуют принципам ESG [31].

Кроме того, есть мнение, что активно идущая цифровизация также является фактором более активного финансирования устойчивого развития, в том числе за счет средств частных инвесторов [32].

Предположения о наличии объективных причин опережающего роста инструментов устойчивых финансов подтверждается не только в показателях финансовой

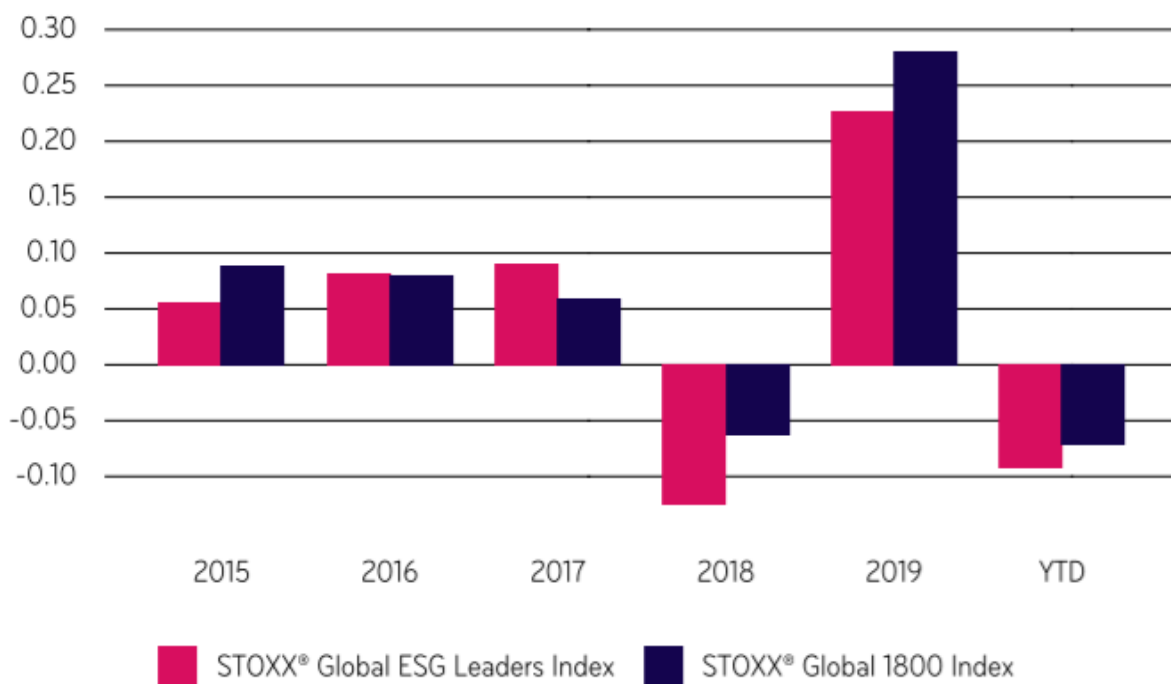
глубины, но и в опережающей ценовой динамике. Например, если сравнивать поведение глобального индекса акций корпораций-лидеров в области внедрения ESG-принципов с динамикой индекса 1800 всех крупнейших мировых корпораций с 2002 года, то за 18 лет корпорации, приверженные ESG-принципам, выросли в цене в среднем более чем в 2 раза больше, чем в среднем все мировые гиганты (см. рисунок 2).



Источник: <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SXWESGP.pdf>.

Рисунок 2 – Динамика индекса глобальных лидеров в области ESG-принципов и индекса 1800 крупнейших мировых корпораций (2002 г. = 100)

Однако, такое опережение далеко не абсолютно, и последние годы свидетельствуют, скорее, об обратном – об отставании роста курсов акций корпораций, приверженных принципам устойчивых финансов, от среднерыночной динамики, особенно заметное в 2018 – 2020 гг. (см. рисунок 3).



Источник: <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SXWESGP.pdf>.

Рисунок 3 – Годовые приросты индекса глобальных лидеров в области ESG-принципов и индекса 1800 крупнейших мировых корпораций (% годовых)

Очевидно, что в последние три года наблюдается определенная компенсация слишком быстрого роста стоимости корпораций, приверженных принципам устойчивых финансов, наблюдавшегося в течение предыдущих 15 лет. Однако анализ распределения результатов исследований, изучавших связь между фактором ESG и финансовыми результатами компаний, говорит о том, что положительная связь прослеживается в 63% исследований; нейтральная связь - 29%; негативная связь - 8% [29, p. 47].

Таким образом, фундаментальные факторы подтверждают предположение о том, что следование принципам устойчивых финансов позволяет корпорациям быстрее наращивать свою стоимость (капитализацию), а инвесторам, инвестирующим в такие корпорации – на получение в долгосрочной перспективе дополнительного дохода (премии) по сравнению со среднерыночной доходностью.

2.3 Внедрение концепции устойчивых финансов в практику деятельности фондовых бирж

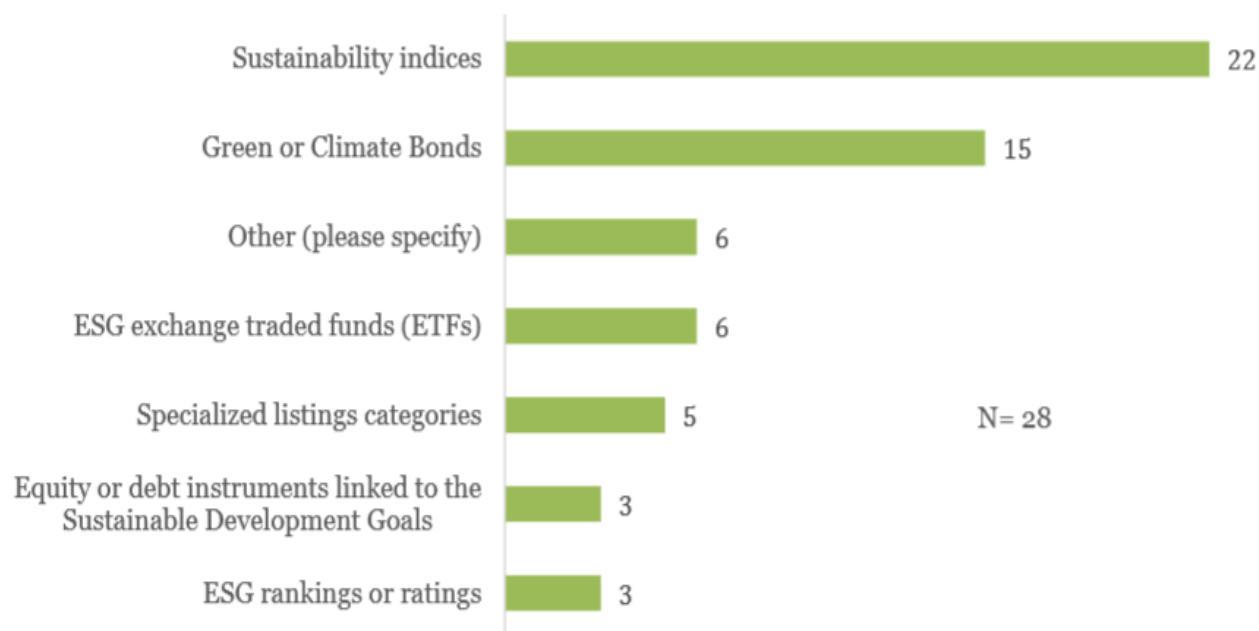
Наиболее активно в рамках финансового сектора внедряют стандарты устойчивых финансов фондовые биржи. Принципы ESG-развития используются в качестве критериев листинга на 11 (из 70) биржах, являющихся членами Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges – WFE). На 32 биржах эмитенты отчитываются о соответствии

своей деятельности данным принципам в рамках выполнения требований о раскрытии информации [33]. На 38 биржах (в том числе на многих крупнейших – на Лондонской фондовой бирже, на Немецкой бирже, на Йоханнесбургской бирже, на Корейской бирже, на бирже BOVESPA, на бирже NASDAQ OMX, на Национальной фондовой бирже Индии) разработаны специальные биржевые индексы, в которые включаются только компании, соответствующие принципам ESG. На Стокгольмской бирже создана специальная секция рынка облигаций устойчивого развития, еще на 11 биржах – секции зеленых облигаций и/или социальных облигаций [34, р. 16 – 18]. Люксембургская биржа запустила специальную торговую платформу «Люксембургская зелёная биржа» (Luxembourg Green Exchange - LGX), которая является первой глобальной биржей по листингу зелёных инструментов.

Всемирная федерация бирж в 2018 году провела опрос представителей бирж (которые, впрочем, оценивали и потребности финансовых посредников и инвесторов) по вопросам внедрения концепции устойчивых финансов в деятельность фондовых бирж [35]. Среди главных результатов, полученных в ходе этого опроса, необходимо указать следующие:

- подтверждена заинтересованность большинства инвесторов в раскрытии информации о следовании эмитентов ценных бумаг ESG-принципам;
- как минимум половина инвесторов, участвующих в биржевых торгах, предъявляет спрос на инструменты устойчивых финансов;
- выявлен серьезный дефицит биржевых фондовых индексов, в которые включаются ценные бумаги, эмитенты которых придерживаются в своей деятельности ESG-принципов.

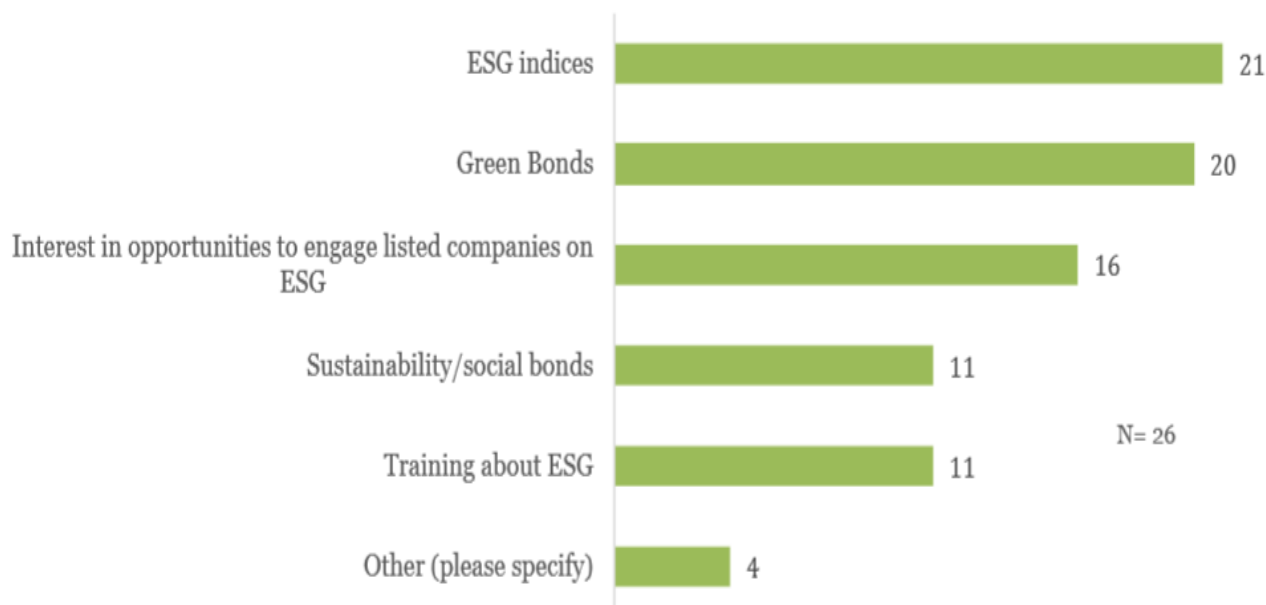
Опрос WFE также показывает, что примерно половина опрошенных инвесторов испытывают потребность в финансовых продуктах устойчивого развития. Среди них биржи чаще всего предлагают индексы устойчивых компаний (22 биржи) и зеленые облигации (15 бирж), и только 6 бирж на момент 2018 года предлагали паи ESG-фондов (см. рисунок 4).



Источник: [35].

Рисунок 4 – Потребность инвесторов в биржевых инструментах устойчивых финансов, количество респондентов

Спрос со стороны инвесторов на недостающие продукты говорит о существующих диспропорциях спроса и предложения. Больше всего инвесторов интересуют ESG-индексы, которые пока не слишком активно представлены на биржах (см. рисунок 5).



Источник: [35].

Рисунок 5 – Неудовлетворенные потребности инвесторов в биржевых инструментах устойчивых финансов, количество респондентов (возможны несколько ответов)

Устойчивость финансов является проблемой для развивающихся стран, поэтому они наиболее заинтересованы в создании и продвижении долгосрочных устойчивых инструментов. К примеру, Малазийская биржа работает над внедрениями шариатских

принципов инвестирования, для чего запрашивает дополнительную информацию у котирующихся компаний, чтобы вынести решение о рекомендации инвесторам, соблюдающим шариатские принципы. Шанхайская фондовая биржа совместно с биржей Люксембурга выпустила в обращение индекс «зеленых» облигаций. Кроме того, биржи Мавритании, Перу и Индии запускают программы развития обращения «зеленых» индексов и облигаций [35].

В октябре 2018 года Всемирная федерация бирж утвердила 5 принципов устойчивого развития, обязательных для своих членов (WFE sustainability principles) [36].

Принцип 1: биржи должны проводить обучение участников торговли по вопросам важности устойчивого развития.

Принцип 2: биржи должны продвигать открытость и распространение релевантной для инвесторов в принятии решений ESG информации.

Принцип 3: биржи должны активно взаимодействовать с инвесторами, чтобы выделять важность темы устойчивого развития.

Принцип 4: биржи должны предоставлять продукты и площадки, которые поддерживают развитие устойчивых финансов.

Принцип 5: биржи должны обеспечить эффективную систему внутреннего контроля обеспечения поддержки устойчивого развития.

Среди глобальных бирж можно выделить следующие биржи, которые наиболее активно внедряют элементы устойчивых финансов: Nasdaq Stockholm, фондовая биржа Люксембурга, Гонконгская фондовая биржа, Сингапурская фондовая биржа, Малайзийская биржа, Йоханнесбургская фондовая биржа. Все эти биржи, кроме создания специальных секций рынка и специальных требований правил листинга к соблюдению ESG-принципов, требуют также предоставления отчетности корпораций в части описания выполнения ими ESG-принципов, и предъявляют требования к содержанию этой отчетности.

В мире существуют уже две специализированные на организации торговли инструментами устойчивых финансов биржи. В 2016 году была запущена крупнейшая в мире платформа для торговли устойчивыми финансовыми инструментами – Зеленая Биржа Люксембурга. На Зеленой Бирже обращаются почти половина от всех в мире зеленых облигаций. На рынке обращаются более 580 ценных бумаг в 28 валютах объемом более 230 млрд. дол. С 2016 года рынок зеленых облигаций вырос почти в 4,5 раза¹.

¹ Luxembourg Green Exchange – 8pager, 2019 - <https://www.bourse.lu/documents/brochure-LGX-EN.pdf>

В сентябре 2020 года начала свою работу Долгосрочная фондовая биржа (Long-Term Stock Exchange - LTSE), заявившая об ориентации на организацию торговли ценными бумагами корпораций, ставящих цель формирования долгосрочной стоимости.

2.4 Основные инструменты устойчивых финансов, выпущенные в обращение

На наш взгляд, инструменты устойчивых финансов применяются на стыке финансового и реального секторов, в основном для финансирования проектов устойчивого развития в реальном секторе, а само привлечение финансовых ресурсов происходит на финансовом рынке. Так как в настоящее время нет специальных акций устойчивого развития (хотя акции в целом являются основным направлением ответственного инвестирования), такая классификация может быть крайне сжатой (по крайней мере, в части частного финансирования проектов устойчивого развития, хотя эмитентами облигаций устойчивого развития могут быть и государственные и муниципальные органы):

1) Облигации устойчивого развития, в т.ч. «зеленые» облигации; «голубые» облигации; социальные облигации; «устойчивые» облигации, т.е. облигации, за счет которых выпуска могут финансироваться как экологические, так и социальные проекты.

2) Паи инвестиционных фондов, осуществляющих размещение своих активов в соответствии с ESG-принципами (ESG-фонды).

3) Банковские продукты устойчивых финансов

4) Страховые продукты устойчивых финансов.

Несмотря на то, что не существует специальных акций как отдельного инструмента устойчивых финансов, инвестиции в акции корпораций, следующих принципам устойчивых финансов, составляют немногим более половины всех ответственных инвестиций в мире. Среди облигаций существуют специальные классы облигаций («зеленые» облигации, «социальные» облигации и облигации устойчивого развития), что позволяет данному классу инструментов занимать второе место по объему ответственных инвестиций в современном мире.

«Зеленые» облигации – на сегодняшний день самый распространенный инструмент частного финансирования проектов устойчивого развития (инструмент устойчивых финансов). На текущий момент наблюдается недостаточность раскрытия информации в области экологии, что приводит к появлению необходимости привлечения третьих сторон для создания подобного заключения. При этом можно отметить отсутствие единого на всем рынке подхода к определению того, является ли облигация зеленой, что

приводит к тому, что одна и та же облигация может быть зеленой и не зеленой одновременно по двум разным подходам (см. таблицу 7).

Таблица 7 - Характеристики различных идентификаторов «зеленых» облигаций и сертификатов «зеленых схем»

	Сертификация CBI	Индексы зеленых облигаций	Мнение CICERO	Оценка от Moody's	Оценка от S&P
Использование средств должно быть привязано к зеленым инвестициям	Да	Да	Да	Да	Да
Критерии соответствия отличаются по секторам	Да	Да			Да
Мониторинг / оценка ex post				Да	
Детальность оценки «зелености»			Да	Да	Да
Количественное взвешивание специфических факторов				Да	Да

Примечания

1 CBI - Climate Bonds Initiative

2 CICERO – институт исследования климата, базирующийся в Осло

3 Источник: [37, p. 4].

На основе материалов ВЭБ.РФ [38] мы свели в единую таблицу данные по объему эмиссии «зеленых» облигаций в разных странах (см. таблицу 8).

Таблица 8 - Объем выпуска «зеленых» облигаций, млрд дол., по годам, 2012 – 2019

Категория	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Всего в мире		11,5	36,6	41,8	81	162,1	170,6	257,7
Франция	0,7	1,9	6,4	4,5	4,6	18,4	17	28,5
Германия		1,3	4,1	6,2	4,6	8,9	7,2	16,3
Великобритания			0,4	1,1		1,8	4,1	2,7
Нидерланды			0,6	4,1	4,9	2,7	7,5	15
Швеция		0,3	1,5	1,4	2,9	3,9	6,7	11,1
Норвегия		0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	2,3	4,8
Дания				0,5		2,2	0,9	4,5
Финляндия				0,2	0,5	1,2	0,1	2,6
Бразилия				0,5	0,70	2,6	0,30	0,7
Китай				1	36,2	37,1	42,8	55,5
Индия				1	1,6	3,5	0,7	2,8
Прочие страны		7,7	23,3	20,9	24,4	79,2	81	113,2

Примечание – Источник: [38].

Как видно из данной таблицы, ежегодно объем эмиссии зеленых облигаций увеличивается исключительно высокими темпами: за 6 лет, с 2013 г. по 2019 г. годовой объем эмиссии зеленых облигаций в мире вырос в 22,4 раза. С 2015 года к процессу подключились и страны с крупнейшими развивающимися финансовыми рынками (Китай, Индия и Бразилия).

«Голубые» облигации в значительной мере аналогичны «зеленым» облигациям, за единственным исключением: они выпускаются для реализации экологических проектов не на суше, а в океане. Первым в мире выпуском «голубых» облигаций стали суверенные облигации Сейшельских Островов, которые привлекли 15 миллионов долларов для финансирования океанских проектов, расширения охраняемых морских территорий и развития сектора рыболовства².

Социальные облигации – финансовый инструмент (сложный структурированный продукт), многосторонний контракт, в котором выплаты инвесторам (обычно со стороны правительства) производятся в случае достижения финансируемой организацией поставленных социальных целей в размере сэкономленных средств государственного бюджета [39].

Механизм привлечения инвестиций посредством выпуска социальных облигаций следующий. Организация-посредник привлекает средства частных инвесторов для финансирования долгосрочной программы оказания социальных услуг, которую выполняет организация-поставщик услуг. Если поставщик услуг достигает показателей результативности, записанных в контракте, государство через организацию-посредника выплачивает инвесторам доход из средств, сэкономленных на обслуживании целевой аудитории. Если показатели результативности не достигнуты, государство не возвращает деньги инвесторам. Инвестиции, привлекаемые посредством социальных облигаций, обычно называют «инвестиции социального воздействия» (Social Impact Investment) [40].

2.5 Законодательная деятельность и деятельность центральных банков по стимулированию внедрения устойчивых финансов в рыночную практику

Далее других в нормативном регулировании устойчивых финансов продвинулись страны Европейского союза. Европейская Комиссия разработала план финансирования устойчивого развития в марте 2018 года. Первая глава плана призывает создать Европейскую систему классификации активностей устойчивого развития, то есть таксономию Европейского Союза. Европейская Комиссия в мае 2018 года

² Источник: <https://www.reuters.com/article/us-seychelles-bonds/seychelles-raises-15-million-with-worlds-first-blue-bond-idUSKCN1N41HO>

сформулировала предложение по регулированию устойчивых инвестиций (в части таксономии инструментов устойчивых финансов)³.

В декабре 2019 года Европарламент и Европейский Совет пришли к политическому соглашению о регулировании таксономии. 15 апреля 2020 Европейский Совет сформулировал свою позицию по первому чтению регулирования таксономии в письменной форме [41], а Европарламент утвердил данный текст к процедуре второго чтения 18 июня 2020 года. Законопроект о регулировании таксономии вступил в силу 12 Июля 2020 года.

9 марта 2020 года Технический Экспертный Совет (ТЭС), созданный в июле 2018 года для проработки дорожной карты по переходу к устойчивым финансам, опубликовал финальный отчет по Европейской таксономии. Отчет содержит рекомендации по архитектуре таксономии, а также расширенный гид по тому, как компании и финансовые институты могут раскрывать информацию в рамках предлагаемой таксономии. Отчет также содержит перечень из 70 видов экономической деятельности, позволяющих нивелировать климатические изменения, а также 60 видов экономической деятельности по адаптации к климатическим изменениям [42].

Таксономия видов экономической деятельности, позволяющих нивелировать климатические изменения, и проводить адаптацию к климатическим изменениям, будет опубликована в конце 2020 года для того, чтобы обеспечить ее полную реализацию к концу 2021 года. Таксономия остальных 4 экологических целей будет опубликована в конце 2021 года с тем, чтобы интегрировать ее к концу 2022 года. Первые раскрытия информации инвесторами и компаниями в соответствии с Европейской таксономией ожидаются в начале 2022 года.

В июне 2021 года будет принят нормативный акт в отношении определения нефинансовой информации, которую должны раскрывать компании для определения того, насколько их деятельность соответствует устойчивому развитию в понимании таксономии.

Мандатом на изменение монетарной политики в большинстве стран мира обладают центральные банки (далее – ЦБ). ЦБ традиционно имеют долгосрочные взгляды на экономическое и финансовое развитие и занимают важную позицию в экономике, проводя свою политику через обеспечение стабильности цен. В последнее время ЦБ начали учитывать влияние экологических факторов на стабильность цен [43], поэтому в требования по раскрытию информации финансовых институтов в некоторых странах добавились показатели влияния на экологию. Кроме того, в структуру отчета

³ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

рекомендовано включить стресс анализ собственных финансовых показателей в случае понижения средней температуры до преиндустриальных значений – таким образом финансовые институты могут оценить возможные риски и возможности перехода на низкоуглеродную экономику.

Несмотря на то, что политика ЦБ должна быть нейтральной по отношению к разным отраслям (принцип «рыночной нейтральности»), исследования показывают, что она больше сдвинута в сторону высокоуглеродных отраслей. Ряд ученых считают, что данное смещение необходимо корректировать с одновременным изменением позиции нейтралитета относительно низкоуглеродных отраслей [44].

Во-первых, монетарную политику ЦБ можно разделить на два этапа: принятие решения и его имплементация. На этапе принятия решения может осуществляться выбор между тремя инструментами: процентная ставка, менеджмент резервов и изменение требований к платежным системам (например, требование к размеру обеспечения для сделок). На втором этапе данные решения имплементируются через операции ЦБ на открытом рынке. В текущей форме данные операции совершаются с учетом принципа нейтралитета по отношению к экономическим агентам. Предлагается, чтобы операции на открытом рынке осуществлялись приоритетно с финансовыми инструментами ESG компаний, так как это поможет уменьшить риск ликвидности активов данных компаний и повысить их цену [44].

Во-вторых, ЦБ могли бы требовать от финансовых институтов такого же отношения к экологическому риску, как и к кредитному риску, риску банкротства и т.д. Эта мера могла бы касаться критериев принятия инвестиционных решений. В работе [45] авторы предлагают рекомендовать финансовым институтам использовать одну или несколько из следующих подходов к инвестициям:

- 1) метод исключения: метод исключения из потенциальных компаний для инвестиций те, которые не соответствуют определенным ESG критериям;
- 2) лучший в своем классе: подход к устойчивому инвестированию, который заключается в отборе компаний, которые лучше всего соответствуют критериям ESG;
- 3) улучшение характеристик финансовой организации: подход к инвестированию, при котором портфель подбирается таким образом, чтобы повлиять на характеристики финансовой организации (инвестора);
- 4) активное владение: приобретение компаний с целью участия в их операционной деятельности для изменения ESG показателей;
- 5) тематическое инвестирование: фокусирование инвестиционной стратегии только на определенных отраслях или тематиках бизнеса;

б) влиятельное инвестирование: подход к инвестированию, который направлен на создание финансовой и общественной ценности с последующим количественным измерением результатов;

7) полная ESG интеграция: исключительная интеграция принципов ESG в принятие инвестиционных решений компании.

Первый три подхода наиболее применимы на практике, в отличие от четырех последних, которые требуют принятия неоднозначных решений, сложных техник оценки и подходов к осуществлению. Авторы [45] отмечают, что наиболее популярный подход среди профессиональных инвесторов – это метод исключения, однако они также заявляют, что это наименее эффективный способ, так как компании отсеиваются только учитывая возможные риски. С другой стороны, метод лучшего в своем классе основывается больше на возможностях, чем на рисках, и тем самым он более эффективен в продвижении устойчивого развития.

Необходимо отметить, что некоторые ЦБ прислушались к рекомендациям ученых и заявили об отходе от принципа нейтралитета, что предполагает относительную поддержку в отношении ценных бумаг, соответствующих принципам ESG, и, соответственно, относительной репрессивностью по отношению к ценным бумагам добывающих и промышленных предприятий (через ограничение покупки таких ценных бумаг, признаваемых «неэкологичными»). Так, 14 октября 2020 года на круглом столе «Финансовые инициативы программы охраны окружающей среды ООН» (United Nations Environment Programme Finance Initiative - UNEP FI) президент Европейского центрального банка Christine Lagarde заявила о переходе к такой политике. Вместе с тем она указала на существующие трудности определения, является ли финансовый инструмент «зеленым»⁴.

⁴ <https://www.unepfi.org/news/global-roundtable-day-2-from-sustainable-finance-market-practice-to-regulatory-horizons/>

Глава 3. Россия: пока тишина. Нужны ли устойчивые финансы для России? Если да, то как их внедрять?

3.1 Текущая ситуация с развитием концепции устойчивых финансов в России: основные участники

На федеральном уровне государство только начинает разрабатывать стимулы для развития инструментов устойчивых финансов в России. Пока, по состоянию на начало ноября 2020 года, это касается только инструментов «зеленого» финансирования. Разработан законопроект «О внесении изменений в Федеральный закон «Об электроэнергетике» и отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с введением зеленых сертификатов».

В апреле 2019 года Правительство РФ утвердило постановление о правилах предоставления субсидий российским организациям на возмещение затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий⁵, в соответствии с которым предприятия имеют право на возмещение затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий. Возместить можно будет до 70 процентов от фактически понесенных затрат на выплату купона, а если в рамках инвестиционного проекта приобретает российское промышленное оборудование, то до 90 процентов. Общая стоимость выпуска облигаций не должна превышать 30 миллиардов рублей. Под действие данного постановления попадают облигации, размещенные после 1 января 2019 года⁶.

Вместе с тем идут активные дискуссии о развитии устойчивых финансов в Российской Федерации. Наиболее активными участниками дискуссии о параметрах концепции устойчивых финансов для России, по нашему мнению, являются:

- Московская биржа;
- Российский союз промышленников и предпринимателей;
- Государственная корпорация развития (Внешэкономбанк; он же ВЭБ.РФ);
- Национальная ассоциация концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру;

⁵ Постановление Правительства РФ от 30.04.2019 N 541 "Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на возмещение затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий".

⁶ <https://rg.ru/2019/05/12/pravitelstvo-utverdilo-pravila-subsidirovaniia-zelenyh-obligacij.html>

- Банк России и созданный при нем Экспертный совет по рынку долгосрочных инвестиций;

- консалтинговые и консалтинго-аудиторские организации;

- рейтинговые агентства.

В начале 2019 года Московская биржа присоединилась к глобальной инициативе "Биржи за устойчивое развитие" (Sustainable Stock Exchanges, SSE). В марте 2019 года она заключила соглашение о сотрудничестве с Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП). Данным соглашением предусмотрена совместная деятельность по расчету фондовых индексов устойчивого развития – "Ответственность и открытость" и "Вектор устойчивого развития" – на основе анализа компаний по показателям ESG, ежегодно осуществляемого РСПП.

В середине 2019 года на Московской бирже был создан сектор устойчивого развития⁷ для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально-значимых проектов. Сектор состоит из трех самостоятельных сегментов: зеленые облигации; социальные облигации; облигации национальных проектов.

В данный момент (по состоянию на 15 октября 2020 года) сектор не слишком популярен – в него включены 7 эмиссий облигаций от 4 эмитентов на общую сумму выпуска 11,46 млрд. руб. Всего выпущено 5 зеленых эмиссий на сумму 6,45 млрд. руб. и 2 социальных на сумму 5,01 млрд. руб. Это крайне небольшой сектор рынка корпоративных облигаций в России (в сумме все зеленые и социальные облигации составляют всего лишь 0,09% стоимости в обращении всех внутренних рублевых корпоративных облигаций).

Банк России, являясь финансовым мегарегулятором, естественным образом вовлечен в повестку дня внедрения концепции устойчивых финансов в практику функционирования российского финансового сектора. Вместе с тем, его вовлеченность в целом остается слабой. Банк России, на наш взгляд, старается учитывать ограничения ответственного инвестирования и выпуска «зеленых» инструментов в своих нормативных документах. Примером такого учета может служить Положение № 706-П от 19 декабря 2019 года «О стандартах эмиссии ценных бумаг» [46].

При Банке России создан Экспертный совет по рынку долгосрочных инвестиций. Его основными задачами и функциями являются⁸:

- сбор, анализ и обобщение мнений участников российского финансового рынка по наиболее актуальным проблемам рынка долгосрочных инвестиций,

⁷ <https://www.moex.com/s3019>

⁸ http://cbr.ru/about_br/expert_advice/long-term_investment_market/

- экспертная оценка действующих нормативных правовых актов Российской Федерации, регулирующих рынок долгосрочных инвестиций, в том числе подготовка аналитических материалов и иной справочной информации относительно вопросов, касающихся ситуации на рынке долгосрочных инвестиций. Именно этот орган ведет основную работу по методологическому обеспечению внедрения стандартов ответственного инвестирования в практику функционирования российского финансового рынка.

В рамках Государственной корпорации развития (ВЭБ.РФ) направление «Устойчивое развитие» заявляется как одно из основных направлений своей деятельности, она считает «содействие Правительству России в достижении Целей устойчивого развития ООН одной из своих главных задач». При этом ставится стратегическая цель «стать одним из лидеров в области финансирования устойчивого развития» [47, с. 4].

Вместе с тем, как показывает анализ документов ВЭБ.РФ и его сайта, в реальности функции, которые берет на себя ВЭБ.РФ в области устойчивого развития, значительно шире, они выходят за рамки тех функций, которые традиционно выполняют государственные и квазигосударственные структуры в связи с проблемами устойчивого развития. ВЭБ.РФ активно участвует не только в финансировании проектов устойчивого развития (включая проекты социального воздействия), но и в становлении инфраструктуры устойчивых финансов, особенно в части «зеленых» финансов.

Участие ВЭБ.РФ в формировании инфраструктуры устойчивых финансов в России является значимым и многоплановым. К основным направлениям деятельности в данной сфере следует отнести:

- формирование методических основ осуществления «зеленых» инвестиций: ВЭБ.РФ разработал и утвердил, во-первых, Методические рекомендации по развитию инвестиционной деятельности в сфере зеленого финансирования в Российской Федерации [142], и во-вторых, в качестве приложения к данным рекомендациям, таксономию «зеленых» инвестиций в Российской Федерации, т.е. два основополагающих документа, без которых функционирование рынка частных ответственных инвестиций в сфере зеленой экономики невозможно;

- активно содействует процессам верификации выпусков ценных бумаг как инструментов устойчивых финансов (соответствующих принципам устойчивых финансов) на основе собственных методических рекомендаций, формируя тем самым национальный корпус независимых верификаторов;

- создал и поддерживает крупнейшую в России базу знаний в области устойчивых финансов.

Разработав методические основы рынка «зеленых» инвестиций в России, ВЭБ.РФ фактически выполнил ту функцию, которую в других странах выполняют объединения и/или саморегулируемые организации частных институциональных инвесторов, специализирующихся на ответственных инвестициях. Это представляется достаточно логичным, так как в отсутствие в России частных ответственных инвесторов методологическую основу рынка разрабатывает крупнейший (по объему ответственных инвестиций) инвестор, пусть и государственный.

3.2 Основные условия и основные препятствия для внедрения концепции устойчивых финансов в России

На основе анализа закономерностей внедрения концепции устойчивых финансов в практику функционирования финансовых рынков и интенсивного развития различных элементов этой концепции в различных странах можно сформулировать гипотезу о том, что основными условиями внедрения концепции устойчивых финансов в России являются:

1. Наличие спроса на устойчивое развитие и на элементы устойчивых финансов со стороны различных групп стейкхолдеров, в том числе:

- со стороны инвесторов;
- со стороны корпораций;
- со стороны государства;
- со стороны общества.

2. Макроэкономические условия.

3. Благоприятные институциональные условия, в том числе:

- общая нацеленность политики государства на устойчивое развитие;
- не приводящее к высоким транзакционным издержкам регулирование в отношении элементов устойчивых финансов.

4. Активно идущая цифровизация экономики и общества.

Наличие спроса со стороны различных групп стейкхолдеров означает всестороннюю поддержку идей устойчивого развития и устойчивых финансов, без которой вряд ли возможно успешное внедрение концепции устойчивых финансов. Возможно, спрос со стороны государства является в определенной мере производной от спроса общества на устойчивое развитие. Но в конкретных российских условиях «большого» государства, активно участвующего в самых разных общественных дискуссиях, целесообразно отдельно выделять спрос со стороны государства, который может в определенных моментах отличаться от спроса со стороны общества.

Среди выделенных стейкхолдеров спрос со стороны инвесторов имеет определяющее значение для развития в стране элементов концепции устойчивых финансов. Даже если есть спрос со всех других сторон на устойчивое развитие, но нет спроса инвесторов на развитие устойчивых финансов, устойчивое развитие будет существенно ограничено, так как корпорации и государство лишатся стимулов внедрения элементов устойчивых финансов – привлечения средств ответственных инвесторов.

Наиболее значимым препятствием для внедрения концепции устойчивых финансов в России является отсутствие значимого спроса со стороны инвесторов. О следовании принципам ответственного инвестирования заявляет государственная корпорация развития ВЭБ.РФ, но если предположить, что действительно эта корпорация будет осуществлять ответственные инвестиции, мы придем к нигде не существующей структуре рынка ответственных инвестиций, в которой единственным ответственным инвестором является государство в лице полностью зависимого лица. В таких условиях рынок ответственных инвестиций сложиться не может, а возможные инвестиции ВЭБ.РФ принципиально ничем не отличаются от государственного финансирования проектов устойчивого развития со всеми присущими государственному финансированию проблемами.

Появление на российском финансовом рынке иностранных ответственных инвесторов затруднено по ряду причин, среди которых следует выделить главные:

- санкции против Российской Федерации кардинально сокращают привлекательность всего российского финансового сектора в глазах долгосрочных ответственных инвесторов;
- принятая в России практика использования природных ресурсов, при которой вопросам экологической безопасности и сохранности природы уделяется недостаточно внимания, принципиально неприемлема для подавляющего большинства крупнейших мировых инвесторов, соблюдающих ESG-принципы.

Поэтому с большой вероятностью Россия в ближайшей перспективе может ориентироваться только на внутренних ответственных инвесторов, которых, по большому счету, в настоящее время нет. Их появлению мешает:

- низкий временной горизонт инвестирования, сложившийся в России;
- высокая доля государства в экономике (в экономиках с преобладанием частного сектора, развитие которого ключевым образом зависит от привлекательности в глазах инвесторов, внедрение принципов устойчивых финансов имеет вполне четкие причины и стимулы);

- в отличие от развитых стран с максимально интенсивно развивающимися сегментами устойчивых финансов, в России остаются ненулевые ставки процента (с одной стороны, это обеспечивает выполнение классических законов традиционных финансов, но, с другой стороны, применительно к устойчивым финансам этот же фактор сокращает силу стимулов к переходу как реципиентов инвестиций, так и инвесторов к принципам устойчивых финансов).

Наличие таких весьма серьезных препятствий в целом делает весьма маловероятным появление ответственных инвесторов в обозримой перспективе и в целом внедрение принципов устойчивых финансов в практику функционирования российского финансового сектора. Для преодоления сложившейся ситуации требуется кардинальная трансформация всей государственной политики, а также создание значительных адресных стимулов для развития в России ответственного инвестирования и внедрения концепции устойчивых финансов в целом.

3.3 Целесообразность внедрения концепции устойчивых финансов в России

Применительно к рекомендациям для экономической политики первым вопросом, учитывая многочисленные препятствия для внедрения концепции устойчивых финансов в практику современного российского финансового сектора, является вопрос о целесообразности такого внедрения.

Если не учитывать национальные российские препятствия, можно констатировать существенный перевес потенциальных выгод от внедрения концепции устойчивых финансов над негативными последствиями от такого внедрения. К главным «плюсам» следует отнести:

- концепция соответствует требованиям растущего числа инвесторов, поэтому учет ее принципов в корпоративной отчетности и правилах инвестирования сокращают их издержки;
- концепция полезна для корпораций, для которых следование ее требованиям означать прирост инвестиций;
- концепция соответствует Целям устойчивого развития ООН;
- общество в целом получает значительные выгоды.

Но в российской ситуации добавляется ряд факторов, существенно изменяющих соотношение плюсов и минусов от внедрения в России концепции устойчивых финансов.

Во-первых, приведенные выше выгоды в значительной мере перечеркивает отсутствие в России ответственных инвесторов, и даже шире того – отсутствие спроса на элементы устойчивых финансов со стороны лиц, располагающими инвестиционными

ресурсами. Во-вторых, неудовлетворительный предпринимательский и инвестиционный климат предопределяет повышенные уровни предпринимательских и инвестиционных рисков, что дополнительно снижает готовность к учету принципов устойчивого развития, который в сложившихся условиях может лишь увеличить эти риски. В-третьих, низкий уровень доверия в обществе и в экономике препятствует распространению нового представления о ценности экологических и социальных аспектов в экономической деятельности и в инвестиционных проектах.

Большинство перечисленных специфических российских черт обладают ярко выраженной инерционностью, они весьма тяжело изменяемы. Поэтому полноценного восприятия в России идей устойчивого развития и устойчивых финансов также следует ожидать не в ближайшее время. В такой ситуации вопрос о целесообразности усилий по внедрению концепции, отдача от которой может стать ощутимой весьма нескоро, более чем уместен.

Но вместе с тем существуют и аргументы, свидетельствующие в пользу целесообразности внедрения концепции устойчивых финансов в России:

- концепция устойчивого развития, а также концепция устойчивых финансов, ориентированы на прогресс, на гуманитарное развитие, на повышение благосостояния человечества, и усилия государства в этом направлении будут в любом случае оправданы, несмотря на длительность самого процесса движения к цели;

- повышение доверия, улучшение инвестиционного и предпринимательского климата, снижение рисков будут способствовать не только переходу к устойчивому развитию и внедрению концепции устойчивых финансов, но и к получению других значимых результатов в социально-экономическом развитии страны;

- не существует препятствий для постепенного формирования стимулов к переходу к устойчивому развитию в тех условиях, которые характерны для современной России, поэтому это целесообразно делать для того, чтобы не делать эту часть работы в относительно отдаленном будущем, когда будут сняты более фундаментальные преграды для устойчивого развития в России.

Исходя из этих соображений, мы разработали рекомендации по внедрению концепции устойчивых финансов в Российской Федерации, включающие предложения по созданию стимулов к такому внедрению, но не затрагивающие выходящие за рамки настоящего аналитического отчета проблемы инвестиционного климата, формирования доверия и т.д. Мы предлагаем сделать сейчас то, что можно сделать относительно безболезненно и что не требует кардинального слома существующих институтов, равно как и значительных затрат на реализацию данных предложений.

3.4 Предложения по созданию спроса со стороны инвесторов, разделяющих принципы устойчивых финансов

Как уже неоднократно отмечалось, важнейшим «слабым звеном» для внедрения концепции устойчивых финансов являются инвесторы – в России отсутствуют ответственные инвесторы, а приход глобальных ответственных инвесторов в ближайшее время крайне маловероятен. Поэтому государственная политика, нацеленная на внедрение концепции устойчивых финансов в практику функционирования российского финансового сектора в качестве первого направления мер должна включать меры по стимулированию появления внутренних инвесторов, разделяющих принципы устойчивых финансов. Эти меры можно подразделить на несколько групп, в зависимости от того, в рамках какой экономической политики они могут быть реализованы. Нам видится четыре группы данных мер:

- меры денежно-кредитной политики (прежде всего - переход к «углеродной нейтральности» при проведении ломбардных операций и операций репо ЦБ);
- меры политики финансового развития (введение требований к составу портфелей части институциональных инвесторов, предусматривающих наличие инструментов устойчивых финансов; стандартизация инструментов устойчивых финансов и процедур их верификации);
- меры налоговой политики (нацеленные на стимулирование долгосрочного инвестирования);
- меры в области корпоративного управления, корпоративной отчетности, бухгалтерского учета и аудита.

Важнейшим инструментом, который максимально быстро может сформировать спрос со стороны долгосрочных инвесторов, в текущей российской ситуации может стать изменение денежно-кредитной политики таким образом, чтобы стимулировать выпуск и покупку инструментов устойчивых финансов. Строго говоря, других столь же эффективных возможностей для более или менее рыночного возникновения класса ответственных сверхдолгосрочных инвесторов в России в настоящее время нет.

Центральные банки многих стран мира уже начали рассматривать риски, связанные с климатом, в контексте финансовой стабильности. Следует ли им также учитывать углеродоемкость активов в контексте денежно-кредитной политики? Руководящим принципом при реализации денежно-кредитной политики является «рыночный нейтралитет», при котором центральный банк покупает часть рыночного портфеля имеющихся корпоративных и банковских облигаций (в дополнение к государственными

облигациям). Но это подразумевает углеродный уклон, потому что капиталоемкие компании, как правило, более углеродоемки. Это означает, что такая денежно-кредитная политика не может быть климатически нейтральной.

В работе [44] предлагается предусмотреть перераспределение активов и изменить правила обеспечения при ломбардном кредитовании в пользу низкоуглеродных секторов, что снизит стоимость капитала для этих секторов по сравнению с высокоуглеродными. Как утверждается, это можно сделать без вмешательства в трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики [48].

Применить аналогичные меры в денежно-кредитной политике Банка России, на наш взгляд, вполне возможно. Поэтому предлагается предусмотреть в рамках проводимой Банком России денежно-кредитной политики частичный учет принципа «углеродной нейтральности» при сохранении в целом «рыночной нейтральности».

В части политики финансового развития возможным в существующих условиях способом сформировать в России сегмент ответственных инвесторов является введение требований к составу портфелей части институциональных инвесторов, которые бы предусматривали наличие в этих портфелях инструментов устойчивых финансов. Как представляется, такие требования должны предъявляться к долгосрочным портфелям, которые ориентированы на получение результата в достаточно отдаленном будущем, в первую очередь - портфели пенсионных институтов и портфели эндаумент-фондов. По мере роста объемов эмиссии инструментов устойчивых финансов целесообразно вводить аналогичные требования к другим формам коллективного инвестирования.

Существенное снижение транзакционных издержек ответственных инвесторов может быть достигнуто за счет стандартизации инструментов устойчивых финансов и процедур их верификации. По мнению МВФ, «Политика, направленная на содействие устойчивому финансированию, такая как более строгие стандарты раскрытия информации и стандартизация продуктов, может еще больше помочь мобилизовать «зеленые» инвестиции и облегчить финансовые ограничения компаний» [49, р. 87].

Для стандартизации инструментов устойчивых финансов целесообразно внести уточняющие нормы в нормативный акт Банка России, регулирующий вопросы эмиссии ценных бумаг. Эти детализированные нормы должны также стать основой для стандартизации процессов верификации инструментов устойчивых финансов. Как показывает современная российская практика, отсутствие таких четких детализированных норм, приводит к возникновению юридических коллизий, являющихся следствием различия представлений о том, что такое инструменты устойчивых финансов, у

регулятора, с одной стороны, и у лиц, проводящих верификацию данных инструментов, с другой стороны.

Сложившаяся в настоящее время в России налоговая система предусматривает льготы для инвестиций на срок более 3 лет. Введение данных льгот в российскую налоговую систему оказалось исключительно плодотворным – именно благодаря этому (наряду со снижением ставок процента) более 6 млн. домохозяйств вывели долгосрочные сбережения на рынок ценных бумаг. Однако вновь сформировавшаяся ситуация имеет свои недостатки, одним из которых является тот факт, что инвестиции на срок 3 года и инвестиции на срок 7 – 10 – 15 и более лет имеют одну и ту же льготу. Было бы целесообразно, чтобы для сверхдолгосрочных инвестиций были предусмотрены дополнительные льготы.

Так, в частности, для того, чтобы был запущен и имел успех Индивидуальный инвестиционный счет 3-го типа (ИИС-III), необходимо в дополнение к тем льготам, которые есть «на входе» ИИС-I (возврат ранее уплаченного НДФЛ, но не более, чем 52 тыс. рублей), предоставить те же льготы, которые есть у лиц, пользующихся услугами добровольного пенсионного обеспечения (ДПО) негосударственных пенсионных фондов (отсутствие налогообложения прироста капитала, полученного в ходе реализации пенсионной инвестиционной программы). В противном случае данный счет будет проигрывать либо ИИС-I, либо ДПО НПФ, и сверхдолгосрочное инвестирование станет невыгодным. Соответствующие предложения были представлены на Круглом столе НАУФОР «Индивидуальный инвестиционный счет 3-го типа» [50] и в настоящее время обсуждаются с участием Банка России.

В современном мире происходит объединение в рамках единой корпоративной отчетности финансовой отчетности (позволяющей оценить финансовую эффективность инвестиций в корпорацию) и т.н. нефинансовой отчетности (которая объединяет отчетность о следовании корпорации нормам и стандартам в части своей экологической и социальной политики). Для современных российских условий представляется целесообразным:

- сформировать методическую основу и стандартные формы нефинансовой корпоративной отчетности как части интегральной финансовой отчетности;
- ввести обязанности раскрытия корпорациями информации о следовании ESG-принципам только для предприятий, имеющих лицензии (либо претендующих на получение лицензий) на разработку месторождений полезных ископаемых, отказавшись от введения обязанности раскрытия нефинансовой корпоративной отчетности исходя из критерия размера корпорации;

- предусмотреть изменения в правилах листинга, вводящие обязательное требование раскрытия нефинансовой корпоративной отчетности для всех корпораций, чьи ценные бумаги включены (либо претендуют на включение) в котировальные листы высшего уровня российских фондовых бирж;

- в отношении корпораций, заявивших о приверженности принципам устойчивого развития и цели создания долгосрочной стоимости, а также раскрывающих информацию о следовании ESG-принципам и проводящих независимый аудит этой информации, ввести право прекратить ежеквартальное раскрытие информации, перейдя на режим ежегодного раскрытия информации;

- ужесточить ответственность аудиторов, подтверждающих достоверность сведений, содержащихся в нефинансовой корпоративной отчетности.

Стимулирование корпораций к созданию долгосрочной стоимости в текущих российских условиях серьезно ограничено и требует неординарных решений. Среди таких решений, уже обсуждаемых в других странах, наиболее перспективными для российских корпораций могут стать следующие меры:

- в целях стимулирования долгосрочного держания акций акционерами предусмотреть возможность для корпорации вводить дифференциацию прав акционеров в зависимости от срока держания ими акций корпорации;

- предусмотреть удлинение срока, по итогам которого менеджмент получает право на бонусы, выплата которых привязана к результатам работы.

Безусловно, дифференциация прав акционеров в зависимости от срока держания ими акций корпорации представляется сложной для реализации, так как входит в противоречие с отдельными правовыми конструкциями российского корпоративного права. Вместе с тем, наряду с вариантом изменения корпоративного законодательства, существуют иные варианты технической реализации данного подхода, например, размещение акций новой эмиссии в пользу ограниченного круга лиц, определяемого сроком держания акций. Дополнительного углубленного исследования требует вопрос реализуемости в условиях российской правовой системы еще одного обсуждаемого предложения – установления дополнительного требования к кандидатам в члены совета директоров в виде срока нахождения в составе акционеров корпорации с размером неснижаемого пакета акций, не менее определенного.

Существующими работами в области устойчивых финансов признается, что ежегодная выплата бонусов менеджерам корпорации является стимулом к краткосрочному развитию, подавляя стимулы менеджеров к формированию долгосрочной стоимости [51]. Переход к стимулированию формирования долгосрочной стоимости

предполагает либо блокировку начисленных бонусов на срок, сопоставимый с продолжительностью делового цикла (в этом случае размер начисленных бонусов может ежегодно как расти, так и снижаться, вплоть до итоговой выплаты), либо простой переход к выплатам по итогам делового цикла (раз в 8 – 10 лет). Сформулированное в глобальной дискуссии предложение предоставлять право корпорациям перейти от ежеквартального раскрытия информации к ежегодному также позиционируется в качестве меры стимулирования корпораций к созданию долгосрочной стоимости.

Необходимо начать переход в рамках национальных стандартов финансовой отчетности к учету человеческого и природного капитала, затрат на его воспроизводство и оценок их использования в хозяйственной деятельности. Это обязательное условие для корпораций, стремящихся следовать принципам устойчивого развития и отчитываться о таком следовании в ходе своей хозяйственной деятельности. Целесообразно предоставить корпорациям, заявившим о следовании ESG-принципам, право вести бухгалтерский учет, в котором будут отдельно учитываться движения по природному капиталу (Natural capital) и по человеческому капиталу (Human capital). Методические основы такого подхода уже разработаны (см., например, [52]), поэтому дело за правительством, которое может принять решение о внесении соответствующих изменений в национальные правила бухгалтерского учета.

3.5 Предложения по прочим направлениям мер, нацеленных на внедрение концепции устойчивых финансов в России

Среди прочих мер, которые могут положительно сказаться на перспективах внедрения концепции устойчивых финансов в практику функционирования российского финансового сектора, особая роль принадлежит тем мерам, которые будут способствовать общему расширению сферы политик устойчивого развития в деятельности экономических агентов и государства. Пользуясь тем же подходом к классификации, как и в предыдущем пункте, мы можем подразделить прочие меры по внедрению концепции устойчивых финансов в практику функционирования российского финансового сектора (включая меры по стимулированию устойчивого развития в целом) на три группы:

- меры промышленной политики (принятие решений об инвестировании государственных средств и средств государственных корпораций в проекты, соответствующие ESG-принципам; введение платности выбросов углекислого газа либо организация торговли квотами на выброс углекислого газа; обязательность следования ESG-принципам для предприятий, разрабатывающих месторождения полезных ископаемых);

- меры бюджетной политики (выпуск государственных и муниципальных проектных облигаций с использованием привлеченных ресурсов на реализацию экологических и социальных проектов; постановка задачи формирования бюджета благосостояния).

Так как в России государство играет все более активную роль в экономических и инвестиционных процессах, становление концепции устойчивого развития в российской экономике и внедрение концепции устойчивых финансов в практику функционирования российского финансового сектора не могут состояться без активного использования государственных инвестиций. В этой связи необходимо принятие решения об инвестировании государственных средств и средств государственных корпораций в проекты, соответствующие ESG-принципам. Средства ФНБ также должны инвестироваться только в проекты, отвечающие признакам устойчивого развития.

Второй элемент промышленной политики, напрямую затрагивающий вопросы устойчивого развития, - меры по сокращению выбросов углеводородных соединений. Концептуально существуют, по крайней мере, две меры, направленные на борьбу с выбросами углеводородов (они отчасти альтернативны):

- преодоление бесплатности выбросов за счет введения налога на выбросы;
- организация торговли квотами на выброс при введении за пределами высоких (запрещающих) штрафов при превышении квот.

Как представляется, оба варианта могут оказать непосредственное влияние на параметры финансового сектора, включая изменение поведения инвесторов.

В части мер бюджетной политики предлагается начать выпуск государственных и муниципальных проектных облигаций, правила эмиссии которых предполагали бы использование привлеченных ресурсов исключительно на реализацию экологических и социальных проектов.

Представляется также целесообразным начать разработку методических основ и подготовку пробного проекта национального бюджета благосостояния России по аналогии с бюджетом благосостояния Новой Зеландии. Но в отличие от Новой Зеландии, в России бюджет благосостояния не сможет пока полностью заменить государственный бюджет. Вместе с тем расчет (пусть и аналитический) бюджета благосостояния представляется весьма полезным инструментом для формирования основ устойчивого развития в Российской Федерации.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Dirk Schoenmaker and Willem Schramade. 2018. Principles of Sustainable Finance. Oxford, Oxford University Press. Published: 27 December 2018. 432 Pages. ISBN: 9780198826606
2. Klaus Schwab. 2019. What Kind of Capitalism Do We Want? // Project Syndicate. December 2. Available at: https://www.project-syndicate.org/commentary/stakeholder-capitalism-new-metrics-by-klaus-schwab-2019-11?fbclid=IwAR0HWzfTQ4PY8zHZHs0m6zasJC4ZV5qmEqCkzL1Ry4goTz_G9bnAiqppiN0
3. UN (2015). Transforming our world: The 2030 agenda for sustainable development. Available at: https://www.un.org/pga/wp-content/uploads/sites/3/2015/08/120815_outcome-document-of-Summit-for-adoption-of-the-post-2015-development-agenda.pdf
4. Эткин А. 2020. Природа зла. Сырье и государство. М.: Новое литературное обозрение. 504 с. ISBN: 978-5-4448-1155-9
5. Schoenmaker, D. (2017). From Risk to Opportunity: A Framework for Sustainable Finance. Rotterdam School of Management, Erasmus University, Rotterdam.
6. Gladwin, T., J. Kennelly and T. Krause (1995), 'Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research', *Academy of Management Review*, 20(4): 874-907.
7. Sachs, J., Schmidt-Traub, G., Kroll, C., Lafortune, G., Fuller, G. (2019): Sustainable Development Report 2019. New York: Bertelsmann Stiftung and Sustainable Development Solutions Network (SDSN). Режим доступа: https://s3.amazonaws.com/sustainabledevelopment.report/2019/2019_sustainable_development_report.pdf
8. Meadows, D., J. Randers and W. Behrens III (1972), *Limits to Economic Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*, Universe Books, New York.
9. International Monetary Fund. 2019. Global Financial Stability Report: Lower for Longer. Washington, DC, October.
10. Dirk Schoenmaker and Willem Schramade. 2019. Investing for long-term value creation. // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. Vol. 9, No. 4, pp. 356-377, DOI: 10.1080/20430795.2019.1625012
11. Financing for Sustainable Development Report 2020. Inter-agency Task Force on Financing for Development. – NY: United Nations, 2020.

12. Inderst, G. and Stewart, F., Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment. World Bank Group publication, April 2018.
13. 2018 Global Sustainable Investment Review. - The Global Sustainable Investment Alliance, 2019.
14. CFA (2015). Environmental, Social, and Governance Issues in Investing. A Guide for Investment Professionals. CFA Institute.
15. IFC (2012). IFC Performance Standards on Environmental and Social Sustainability.
16. PRI (2014). Fixed Income Investor Guide.
17. PwC. 2014. Sustainability goes mainstream: Insights into investor views. Investor Survey, winter/spring series May 2014.
18. Aaron Baker (2018). Sustainable Development Goals as a framework for climate investment. - London. Режим доступа: https://www.longfinance.net/media/documents/BBVA_SDGsInvesting_Jan18.pdf
19. Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltan Nagy, Laura Nishikawa (2018). Foundations of ESG Investing. Part 3: Integrating ESG into Passive Institutional Portfolios. May 2018.
20. Sustainable Investing: Revolutions in theory. Edited by Cary Krosinsky, Sophie Purdom. – London and New York: Routledge, 2017.
21. Nick O'Donohoe, Christina Leijonhufvud, Yasemin Saltuk. 2010. Impact Investments. An emerging asset class. - J.P. Morgan Global Research, 29 November 2010.
22. Shiller, R. (2012). Finance and the Good Society. - Princeton, Princeton University Press.
23. Schoenmaker, Dirk. 2017. Investing for the Common Good: A Sustainable Finance Framework. – Brussels: Bruegel.
24. Hart O. and Zingales L. 2017. Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value // Journal of Law, Finance, and Accounting, issue 2.
25. Lo, A. (2015). Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis // Journal of Investment Consulting, 7(2): 21-44
26. Schoenmaker, Dirk (2020). The Caring Economy: Balancing Profit and Impact. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3567026> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3567026>
27. Schoenmaker, D. (2020) The impact economy: balancing profit and impact. Working Paper № 2020/04, Bruegel.
28. Kopstein, J. and M. Lichbach (2005) Comparative Politics: Institutions, Identities, and Interests in Today's Small World, Cambridge University Press, Cambridge.

29. Bain & Company (2020). Global Private Equity Report 2020. Available at: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2020/bain_report_private_equity_report_2020.pdf
30. Aon (2020). Weather, Climate & Catastrophe Insight: 2019 Annual Report. – Chicago: Aon plc. Available at: <http://thoughtleadership.aon.com/Documents/20200122-if-natcat2020.pdf?>
31. Dirk Schoemaker. A Green Recovery. // Ourworld, May 6, 2020. Режим доступа: <https://www.ourworld.co/a-green-recovery/>
32. UN Secretary General (2020). People’s Money: Harnessing Digitalization to Finance a Sustainable Future.
33. Данилов Ю.А. (2019). Современное развитие глобальной научной дискуссии в области финансового развития. // Вопросы экономики. № 3. С. 29-47. Doi: 10.32609/0042-8736-2019-3-29-47
34. World Federation of Exchanges, United Nations Conference on Trade and Development (2017). The role of stock exchanges in fostering economic growth and sustainable development. Режим доступа: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/research/wfe-research>
35. WFE (2018). WFE Annual Sustainability Survey May 2018. Exchanges Maturing in Their Efforts Sustainability. Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/wfe-annual-sustainability-survey-updated-june-2018.pdf
36. Anastasiia Tupitsyna. 2018. Committed shareholders. Dilemmas of the Dutch institutional investor. Rotterdam: Rotterdam School of Management.
37. Torsten Ehlers and Frank Packer. 2018. Green bond finance and certification. SUERF Policy Note Issue No 39, July 2018.
38. 106. ВЭБ.РФ (2020). Меры поддержки и регулирования зеленого рынка в разных странах.
39. UK Government (2017). Knowledge Box. Guidance on developing a Social Impact Bond. Режим доступа: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/646733/Knowledge_Box_Guidance_on_developing_a_SIB.pdf
40. Иванова Н. Новые практики филантропии. Презентация. Режим доступа: <https://grans.hse.ru/data/2016/09/08/1119932846/%D0%9D%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B5%20%D0%BF%D1%80%D0%B0%D0%BA%D1%82%D0%B8%D0%BA%D0%B8%20%D1%84%D0%B8%D0%BB%D0%B0%D0%BD%D1%82%D1%80%D0%BE%D0%BF%D0%B8%D0%B8.pdf>

41. Council of the European Union (2020). Position of the Council at first reading with a view to the adoption of a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088. 1 April 2020. Available at: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-5639-2020-INIT/en/pdf>

42. European Commission. Technical Expert Group (TEG) on sustainable finance (2020). Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. Technical report. March 2020. Available at: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf

43. Carney, M (2015) 'Breaking the tragedy of the horizon: climate change and financial stability', speech at Lloyd's of London, 29 September.

44. Dirk Schoenmaker (2019). Greening Monetary Policy. Bruegel Working Paper Issue 02.

45. Amel-Zadeh, A. and G. Serafeim (2018) 'Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey', *Financial Analyst Journal* 74(3).

46. Центральный банк Российской Федерации. Положение № 706-П от 19 декабря 2019 года «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

47. ВЭБ РФ (2020). Нефинансовый отчет ВЭБ.РФ и организаций ВЭБ.РФ за 2019 год. – М.: ВЭБ.РФ. Режим доступа: <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/files/?file=50749a0ef2ac85020fac0edfadc2d4d0.pdf>

48. Dirk Schoenmaker (2019). Greening monetary policy. // *Vox EU*, 17 April 2019. Available at: <https://voxeu.org/article/greening-monetary-policy>

49. International Monetary Fund. 2020. Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. Washington, DC, October.

50. Данилов Ю.А. (2020). ИИС-III: границы привлекательности. Доклад на Круглом столе НАУФОР «Индивидуальный инвестиционный счет 3-го типа». Режим доступа: <http://naufor.ru/tree.asp?n=19864&hk=20200717>

51. Dirk Schoenmaker, Willem Schramade (2020). Corporate Finance and Sustainability: A Teaching Note. – Rotterdam: Erasmus Platform for Sustainable Value Creation; Sustainable Finance Factory.

52. Richard, J. (2020). Towards a new ecological and human type of national accounting for developing economies (the CARE/TDL model). *BRICS Journal of Economics*, 2 (1), 41–58. <https://doi.org/10.38050/2712-7508-2020-9>