

ESG-ИНТЕГРАЦИЯ: рынки, методы и данные



CFA Institute — это глобальное сообщество, объединяющее более 150 000 профессионалов в области инвестиций, стремящихся создать такую инвестиционную отрасль, в которой на первом месте стоят интересы инвесторов, финансовые рынки функционируют с максимальной эффективностью, а экономика развивается.

В настоящее время к инициативе присоединилось более 2 000 компаний, под управлением которых находятся активы общей стоимостью около 80 трлн долл. США. Более подробную информацию можно найти на веб-сайте www.unpri.org.

© 2019 CFA Institute. Все права защищены.

Запрещается воспроизведение или передача какой бы то ни было части настоящей публикации в любой форме любым способом (в электронном виде или на физическом носителе), включая фотокопирование, запись или использование в какой-либо системе хранения и поиска данных, без предварительного разрешения правообладателя.

Адрес для запроса разрешения на копирование какой-либо части данной публикации: Copyright Permissions, CFA Institute, 915 East High Street, Charlottesville, Virginia 22902, USA (США).

CFA® и Chartered Financial Analyst® являются товарными знаками CFA Institute. Со списком товарных знаков CFA Institute и Руководством по использованию товарных знаков CFA Institute можно ознакомиться на нашем веб-сайте www.cfainstitute.org.

CFA Institute не предоставляет консультаций по инвестиционным, финансовым, налоговым, юридическим или иным вопросам. Настоящий отчет подготовлен исключительно в информационных целях, не является консультацией в сфере инвестиций, финансов, налогообложения, права или в иных областях и не должен использоваться в таком качестве. CFA Institute не несет ответственности за содержание веб-сайтов и информационных ресурсов, ссылки на которые могут содержаться в настоящем отчете. Ссылки на такие веб-сайты и ресурсы не означают, что размещенная на них информация проверена и одобрена CFA Institute. Если прямо не указано иное, все мнения, рекомендации, выводы, толкования и заключения, приведенные в настоящем отчете, представляют точку зрения разных лиц, участвующих в подготовке настоящего отчета, и могут не совпадать с точкой зрения CFA Institute. Приведенные в качестве примера компании не являются компаниями, официально одобренными CFA Institute. Несмотря на то, что мы приложили все усилия для того, чтобы приведенная в настоящем отчете информация была получена из надежных и актуальных источников, изменения, которые могут произойти в статистических данных, законах и нормативно-правовых актах, могут привести к неактуальности такой информации, пропускам или неточностям в ней.

ISBN: 978-1-942713-65-4

Содержание

| | |
|--|-----------|
| РЕЗЮМЕ..... | 5 |
| ЦЕЛЬ, НАЗНАЧЕНИЕ И СТРУКТУРА ОТЧЕТА | 6 |
| РАЗДЕЛ 1. ИНТЕГРАЦИЯ ESG В ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС: ОСОБЕННОСТИ..... | 8 |
| ОБЩИЕ ВЫВОДЫ ПО ИТОГАМ ГЛОБАЛЬНОГО ИССЛЕДОВАНИЯ И ТРИ ОСНОВНЫХ ВЫВОДА ПО РОССИИ..... | 11 |
| МЕТОДОЛОГИЧЕСКАЯ СХЕМА УЧЕТА ESG-ФАКТОРОВ..... | 16 |
| ПРАКТИКА ESG-ИНТЕГРАЦИИ: ОБЗОР И ПРИМЕНЕНИЕ. АНАЛИЗ АКЦИЙ И ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ | 22 |
| ЧТО ТАКОЕ ESG-ИНТЕГРАЦИЯ?..... | 22 |
| СУЩЕСТВУЮЩИЕ ЗАБЛУЖДЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ | 23 |
| КАЧЕСТВЕННАЯ И КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА | 25 |
| ИНВЕСТИЦИИ В АКЦИИ И ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ | 27 |
| АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ESG ПРИ ОЦЕНКЕ АКЦИЙ | 31 |
| АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ESG ПРИ ОЦЕНКЕ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ | 34 |
| РАЗДЕЛ 2. СТРАНОВОЙ АНАЛИЗ: РОССИЯ | 43 |
| ГЛАВА 1. ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ESG НА РЫНКИ КАПИТАЛА И ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРАКТИКУ: ДАННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ | 44 |
| ГЛАВА 2. ФАКТОРЫ, СПОСОБСТВУЮЩИЕ И ПРЕПЯТСТВУЮЩИЕ РАЗВИТИЮ ПРАКТИКИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСОВ, СЕМИНАРА И ИНТЕРВЬЮ | 47 |
| ФАКТОРЫ, СПОСОБСТВУЮЩИЕ И ПРЕПЯТСТВУЮЩИЕ ВНЕДРЕНИЮ ПРАКТИКИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ..... | 55 |
| ГЛАВА 3. ТЕНДЕНЦИИ В ОБЛАСТИ РАСКРЫТИЯ ESG-ДАННЫХ | 59 |
| EAST CAPITAL: АНАЛИЗ ESG-ФАКТОРОВ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В РОССИЙСКИЕ АКЦИИ | 63 |
| EAST CAPITAL: СИСТЕМА ОЦЕНКИ СООТВЕТСТВИЯ ESG-КРИТЕРИЯМ..... | 64 |
| ИНТЕРВЬЮ С КРУПНЕЙШИМ ИГРОКОМ РОССИЙСКОГО РЫНКА: БАНК РОССИИ | 71 |
| РАЗДЕЛ 3. ПРАКТИЧЕСКИЕ ПРИМЕРЫ ИЗ СОПУТСТВУЮЩЕГО ОТЧЕТА «ESG-ИНТЕГРАЦИЯ: РУКОВОДСТВО И ПРИМЕРЫ ПОДХОДОВ К АНАЛИЗУ АКЦИЙ И ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ» | 75 |
| OLD MUTUAL INVESTMENT GROUP: ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОЙ ДИВЕРСИФИЦИРОВАННОЙ ГОРНОДОБЫВАЮЩЕЙ КОМПАНИИ С ПОМОЩЬЮ АНАЛИЗА ESG-ФАКТОРОВ | 76 |

| | |
|--|-----------|
| HERMES INVESTMENT MANAGEMENT: | 81 |
| ОЦЕНКА ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ: | |
| УЧЕТ ESG-ФАКТОРОВ НА ПРАКТИКЕ – PETRÓLEOS MEXICANOS..... | 81 |
| РМСО: УЧЕТ ESG-ФАКТОРОВ В РАМКАХ АНАЛИЗА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ЮАР | 87 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ. МЕТОДИКА | 92 |

РЕЗЮМЕ

Постепенно растет число портфельных управляющих и аналитиков, учитывающих факторы управления, экологической и социальной ответственности (далее факторы ESG, аббревиатура ESG составлена из первых букв слов environmental, social и governance) в инвестиционном анализе и процессах. Тем не менее практика систематического анализа ESG-факторов при оценке инвестиций (далее метод интеграции ESG в инвестиционный процесс) еще находится в стадии становления. И инвесторы, и аналитики отмечают потребность в дополнительных разъяснениях и рекомендациях касательно конкретных примеров и подходов к анализу ESG.

CFA Institute и Принципы ответственного инвестирования (PRI) поставили перед собой цель подготовить отчет о передовом опыте в этой области («ESG-интеграция: руководство и примеры подходов к анализу акций и инструментов с фиксированной доходностью») и три региональных отчета (один по странам Америки (AMER), один по Азиатско-Тихоокеанскому региону (APAC) и один по Европе, Ближнему Востоку и Африке (EMEA)). Результаты работы помогут инвесторам понять, каким образом они могут более эффективно учитывать факторы ESG в своих портфелях акций, корпоративных и суверенных облигаций. В рамках данного исследования нами были проведены следующие мероприятия:

- опрос 1 100 экспертов в области финансов, в основном членов CFA, со всего мира;
- 23 семинара в 17 странах, являющихся крупнейшими рынками;
- интервью с рядом инвесторов и заинтересованных сторон;
- публикация более 30 практических кейсов, подготовленных инвесторами, вкладывающими средства в акции и облигации;
- анализ показателей раскрытия компаниями ESG-данных, публикуемых Bloomberg; и
- анализ информации из системы отчетности PRI, крупнейшей мировой базы данных о практике применения инвесторами принципов ответственного инвестирования.

Вышеупомянутый отчет о передовом опыте включает в себя руководство по интеграции ESG при инвестировании в акции и облигации и предлагает на рассмотрение конкретные примеры подходов от ведущих инвесторов.

Большое внимание в отчете уделено текущей ситуации, касающейся практики ESG-интеграции в России. Некоторые из разделов документа подготовлены на основе сопутствующего отчета «Практика ESG-интеграции в Европе, на Ближнем Востоке и в Африке: регионы, подходы и данные». Чтобы продемонстрировать, каким образом некоторые ведущие инвесторы интегрируют ESG-факторы в инвестиционный анализ, мы приводим три практических примера из сопутствующего отчета «ESG-интеграция: руководство и примеры подходов к анализу акций и инструментов с фиксированной доходностью». Надеемся, что эти отчеты будут полезны инвесторам и помогут им ознакомиться с наиболее эффективными подходами к интеграции ESG в инвестиционный анализ и процесс принятия инвестиционных решений.

Цель, назначение и структура отчета

Цель настоящего отчета – дать широкому кругу инвесторов более полное представление о том, каким образом инвесторы учитывают ESG-факторы в своей аналитической и инвестиционной деятельности. Это поможет инвесторам определить для себя оптимальные *подходы* к интеграции ESG-факторов в свои инвестиционные процессы.

В первом разделе изложены основные результаты проведенного нами глобального исследования, а также три основных вывода по каждой из восьми выбранных стран региона EMEA (Европа, Ближний Восток и Африка). К указанным странам относятся страны Персидского залива, Франция, Германия, Нидерланды, Швейцария, Великобритания, Россия и ЮАР.

В следующем разделе представлена Методологическая схема учета ESG-факторов, которая может использоваться инвесторами в качестве ориентира для сравнения собственных подходов с другими и определения наиболее предпочтительных методов.

В главе «Практика ESG-интеграции: обзор и применение. Анализ акций и инструментов с фиксированной доходностью» дается определение метода ESG-интеграции, приводятся примеры качественной и количественной оценки данных и объясняется, каким образом данный подход может быть использован при анализе акций и инструментов с фиксированной доходностью.

Второй раздел «Страновой анализ: Россия» посвящен анализу текущего и будущего влияния ESG-факторов на рынки капитала и практику инвестирования, анализу факторов, способствующих и препятствующих развитию практики ESG-интеграции в России, анализу тенденций в области раскрытия компаниями ESG-информации и подходов местных инвесторов к анализу ESG-данных. Раздел включает в себя следующие главы:

- a. **Влияние ESG-факторов на рынки капитала и инвестиционную практику: данные исследования.** В данной главе представлены результаты рыночного опроса в России с нашими комментариями. В рамках исследования было изучено мнение респондентов о текущем и будущем влиянии ESG-факторов на цену акций, спреда корпоративных облигаций и доходность суверенных облигаций на национальных рынках капитала.
- b. **Факторы, способствующие и препятствующие развитию практики ESG-интеграции: результаты опросов и семинара.** Мы провели в Москве семинар, посвященный обсуждению с российскими инвесторами развития ответственной финансово-инвестиционной практики в России. Цель данной главы – ознакомить читателя с особенностями подхода местных участников рынка к ESG, а также с глобальными факторами, содействующими и препятствующими развитию подходов к ESG-интеграции в целом.
- c. **Тенденции в области раскрытия компаниями ESG-данных: акции и инструменты с фиксированной доходностью.** Данная глава посвящена уровню раскрытия ESG-информации в России. Мы проанализировали

изменения в данной области за пять лет в различных отраслях и компаниях разной капитализации, зарегистрированных на бирже.

- d. **Практический кейс от East Capital: учет факторов ESG при инвестировании в российские акции.** В данной главе рассматривается пример подхода инвестора к анализу ESG-показателей российской компании в процессе принятия инвестиционного решения.
- e. **Интервью с крупнейшим игроком российского рынка: Банк России.** В данной главе представлено интервью с представителем Банка России, в котором обсуждаются вопросы раскрытия компаниями ESG-данных, текущей ситуации по использованию ESG-информации российскими инвесторами и предпринимаемые инициативы по развитию ответственной финансово-инвестиционной практики в России в ответ на растущий интерес к данной тематике в мире.

В третьем, завершающем разделе отчета рассмотрены три примера оценки ESG-факторов при анализе инвестиций в акции, корпоративные и государственные облигации.

РАЗДЕЛ 1

ИНТЕГРАЦИЯ ESG В ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС: ОСОБЕННОСТИ

CFA Institute и PRI провели ряд опросов среди международных финансовых экспертов, семинары с участием инвесторов и аналитиков, а также исследования в рамках данного отчета. По результатам проделанной работы мы выявили ряд особенностей, на которые хотели бы обратить внимание финансистов и инвесторов, которые начинают учитывать ESG-факторы в процессе анализа.

- На сегодняшний день не существует единого общепризнанного определения ESG, равно как не существует единственно верного подхода к ESG-интеграции. Этот процесс во многом зависит от индивидуальных особенностей организации, ее ресурсов и клиентов. Тем не менее постепенно – по мере того, как растет число профессиональных инвесторов, включающих оценку ESG в свой анализ – накапливается опыт эффективного внедрения таких подходов в инвестиционную практику.
- Метод ESG-интеграции предполагает оценку рисков и возможностей, выявленных в результате анализа факторов, связанных с экологией (E – environmental), социальной сферой (S – social) и (или) управлением (G – governance), которые являются материально-существенными для анализируемой компании или страны. Несмотря на то, что незначительное меньшинство опрошенных все еще считает, что метод ESG-интеграции заключается в исключении из портфеля отраслей, компаний или проектов, не соответствующих определенным ESG-критериям (метод отрицательного скрининга), зачастую метод ESG-интеграции является более комплексным.
- Одной из главных причин, по которой компании анализируют ESG-информацию, является необходимость оценки рисков. Однако результаты проведенных нами исследований и семинаров свидетельствуют о том, что лишь немногие инвесторы считают, что анализ ESG- информации может открыть дополнительные инвестиционные возможности. Те инвесторы, которым удается опередить рынок и найти компании с растущими показателями в области охраны окружающей среды, социальной ответственности и управления, могут в конечном итоге выиграть. Многочисленные примеры научных исследований¹ и практического опыта подтверждают преимущества включения оценки ESG-факторов в традиционный финансовый анализ.

¹ Ганнар Фриде, Тимо Буш и Александер Бассен, «ESG и финансовые результаты: сводные данные более чем 2,000 эмпирических исследований», *Journal of Sustainable Finance & Investment*, № 5 (2015 г):4, стр. 210–233, DOI:10.1080/20430795.2015.1118917 (Gunnar Friede, Timo Busch, & Alexander Bassen, “ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies,” *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (2015):4, 210–233, DOI:10.1080/20430795.2015.1118917)

- Инвесторам следует уделять больше внимания не отбору компаний в инвестиционный портфель на основе того, какое влияние оказывает их прямая деятельность на вопросы ESG (например, отсеечение компаний нефтегазового сектора только потому, что продукт их прямой деятельности загрязняет окружающую среду), а оценке того, как ESG-факторы могут повлиять на финансовые показатели самой компании. Первое зачастую используется в маркетинговых целях, тогда как оценка влияния ESG на финансовые показатели — важный элемент инвестиционного анализа, требующий последовательного и систематического применения для его полноценной интеграции в инвестиционный процесс. В долгосрочной перспективе мы ожидаем, что как только оценка ESG станет неотъемлемой частью традиционного финансового анализа, первый подход (отсеечение компаний по этическим соображениям) начнет себя изживать.
- Оценка ESG-факторов при принятии инвестиционных решений тесно связана с фидуциарной обязанностью портфельного управляющего, который должен осуществлять инвестиционный анализ и принимать решения, учитывая всю соответствующую информацию и существенные риски. Путаница возникает тогда, когда некоторые ошибочно отождествляют подход ESG-интеграции в инвестиционном процессе с «отрицательным скринингом», который ограничивает выбор на рынке инвестиций. Большинство же специалистов (к ним относимся и мы) убеждены, что практика ESG-интеграции позволяет более полно использовать возможности традиционного финансового анализа.
- Покупателям необходимо с осторожностью относиться к инвестиционным продуктам, которые позиционируются как ESG-продукты. При продвижении таких продуктов в слова «соответствующий ESG-критериям или критериям устойчивого развития» может вкладываться разный смысл и, соответственно, в таких случаях используются различные допущения относительно ESG-соответствия тех или иных инвестиций. При вложении средств в инвестиционные продукты с маркировкой «ESG» или «соответствует критериям устойчивого развития», инвесторам необходимо проводить аналитическую работу, чтобы убедиться в том, что они понимают, какая методология лежит в основе такой маркировки (см. отчет «ESG-интеграция: руководство и примеры подходов к анализу акций и инструментов с фиксированным доходом»).
- В настоящее время одним из основных факторов, способствующих распространению ESG-интеграции в мире, является заинтересованность клиентов, в основном институциональных инвесторов. Инвесторы, заинтересованные в том, чтобы управляющие их активами компании (УК) включали оценку ESG-данных в инвестиционный процесс, должны предъявлять им соответствующие требования. Только тогда есть вероятность, что управляющие активами внесут изменения в свой процесс. Аналогичным образом инвесторы, заинтересованные в том, чтобы компании лучше раскрывали материально-существенную ESG-информацию, должны предъявлять соответствующие требования

компаниям.

- Владельцы активов и управляющие компании должны стремиться к тому, чтобы лучше информировать друг друга о том, как и почему они включают анализ ESG-данных в инвестиционный процесс. Если профессионалы в области инвестирования смогут предоставить клиентам четкое разъяснение того, что такое метод ESG-интеграции, это значительно уменьшит путаницу и непонимание, связанные с данной практикой.
- Для инвесторов по-прежнему остается актуальной проблема качества, точности и сопоставимости ESG-данных, которые они используют при анализе, и на это есть ряд причин. Практика ESG-интеграции находится на этапе становления. Ощущается нехватка нормативного регулирования и возможностей для проверки раскрываемой ESG-информации. Инвесторам необходимо понимать, насколько надежными, точными и сопоставимыми являются данные, которые они используют, чтобы вносить соответствующие корректировки в анализ данных. Кроме того, инвесторам и компаниям необходимо действовать сообща, с тем чтобы согласовать систему отчетности, в рамках которой компаниями раскрывалась бы только существенная ESG-информация, а также совместными усилиями продвигать инициативы по стандартизации данных.

ОБЩИЕ ВЫВОДЫ ПО ИТОГАМ ГЛОБАЛЬНОГО ИССЛЕДОВАНИЯ И ТРИ ОСНОВНЫХ ВЫВОДА ПО РОССИИ

Общие выводы по итогам проведенного исследования:

1. Не существует «единственно верного» подхода к оценке ESG-информации, равно как не существует быстрого решения по внедрению ESG-анализа в инвестиционный процесс
2. Вопросы корпоративного управления — наиболее распространенный фактор из всех факторов ESG, учитываемых инвесторами.
3. Число инвесторов, учитывающих экологические и социальные факторы, постепенно растет, однако следует учесть, что сторонников интеграции таких аспектов в инвестиционных процесс изначально было немного.
4. Накопленный опыт оценки ESG-факторов при анализе акций намного шире, чем аналогичный опыт при анализе облигаций.
5. Портфельные управляющие и аналитики стали чаще использовать оценку ESG-факторов в своей инвестиционной практике, но пока редко на их основе вносят корректировки в свои финансовые модели.

17 СТРАН, В КОТОРЫХ ПРОШЛИ 23 СЕМИНАРА ПО ТЕМАТИКЕ ESG ESG-СЕМИНАРЫ В ВЫБРАННЫХ СТРАНАХ

| AMER | APAC | EMEA |
|----------|-----------|-------------------------------|
| Бразилия | Австралия | Франция |
| Канада | Китай | Германия |
| США | Гонконг | Нидерланды |
| | Индия | Россия |
| | Япония | ЮАР |
| | Сингапур | Швейцария |
| | | Объединенные Арабские Эмираты |
| | | Великобритания |

Сокращения: AMER — Америка, APAC — Азиатско-Тихоокеанский регион, EMEA — Европа, Ближний Восток и Африка.

6. Основными факторами, способствующими распространению практики ESG-интеграции, являются управление рисками и заинтересованность клиентов.
7. Основные препятствующие факторы – недостаточное понимание специфики ESG и отсутствие сопоставимых данных по ESG.
8. Инвесторы отмечают значительный прогресс в области раскрытия компаниями ESG-данных, признавая, однако, что предстоит еще проделать большую работу по повышению их качества и сопоставимости.
9. Полезным подспорьем может стать сотрудничество эмитентов и инвесторов в части выработки единого стандарта отчетности по ESG-информации. Это позволило бы упростить процесс сбора данных и обеспечить более высокий уровень их качества.
10. Многие участники семинаров отмечали, что движущей силой паевых инвестиционных фондов и биржевых индексных фондов с маркировкой ESG, предлагаемых инвесторам, могут быть маркетинговые решения, и что такие фонды по сути могут не иметь никакого отношения к настоящим продуктам в области ESG.

Ниже приведены наши основные выводы по региону EMEA, включая Россию.

Регион Персидского залива

1. Принципы исламского финансирования и ESG-инвестирования во многом схожи между собой с точки зрения привлечения капитала и вложения средств.. Например, оба подхода предполагают внимательное отношение к обществу и окружающей среде. Обе практики, между которыми больше сходств, нежели различий, предлагают продукты, учитывающие потребности как мусульманских, так и немусульманских инвесторов, и имеют отработанные методы и правила, которые они могут заимствовать друг у друга.
2. Интерес к интеграции ESG в инвестиционный процесс исходит главным образом от зарубежных инвесторов. Что касается местных инвесторов, было установлено, что суверенные фонды проявляют меньший интерес к анализу ESG, чем страховые компании и пенсионные фонды.
3. В подавляющем числе случаев оценка ESG-факторов проводится при инвестициях в акции. Среди инвесторов, вкладывающих средства в облигации, вопросы ESG обсуждаются редко, и внимание инвесторов в большей степени сконцентрировано на доходности, чем на вопросах устойчивого развития.

Франция

1. Во Франции из трех аспектов ESG оценка вопросов корпоративного управления стала неотъемлемой частью инвестиционной практики при анализе акций и облигаций. Тем не менее опросы показывают, что к 2022 г.

экологические факторы выйдут на первый план по степени влияния на рынок акций и корпоративных облигаций.

2. Как и в большинстве других стран, основными факторами, способствующими развитию практики ESG-интеграции являются заинтересованность со стороны клиентов и управление рисками. При этом респонденты отмечают, что во Франции регулирование в области ESG-интеграции и ESG-отчетности (которые уже введены в практику) оказывают более выраженное влияние на этот процесс, чем в других странах.
3. Основными препятствиями респонденты считают слабое представление о влиянии ESG на финансовую доходность, и, соответственно, неочевидные выгоды от внедрения этого подхода в инвестиционную практику.

Германия

1. По мнению респондентов, влияние ESG-факторов на цену акций и доходность облигаций в Германии ниже, чем в других странах региона EMEA, при этом большинство опрошенных сходятся во мнении, что оно значительно возрастет к 2022 г.
2. Многие инвесторы в Германии пока находятся на начальном этапе внедрения практики ESG-интеграции. На данный момент уровень использования ESG-информации в инвестиционном процессе относительно низкий, но он, вероятнее всего, будет расти. Немецкие инвесторы часто используют метод скрининга/ESG-фильтра (отсевание компаний, не соответствующих определенным ESG-критериям), который можно отнести к одному из существующих подходов к ESG в ответственной финансово-инвестиционной практике.
3. Основными препятствиями для распространения практики ESG-интеграции в Германии являются отсутствие сопоставимых и исторических данных и слабое представление об ESG и их влиянии на финансовую доходность.

Нидерланды

1. В Нидерландах практика ESG-интеграции более развита, чем в большинстве других стран. При этом продолжает расти как число сторонников подхода интеграции ESG в традиционный финансовый анализ (ESG-интеграции), так и сторонников инвестиций с целью создания измеримого, общественно или экологически полезного воздействия (импакт-инвестирование или социально-преобразующие инвестиции).
2. Почти две трети респондентов в Нидерландах считают, что в настоящее время фактор управления (компонент G из ESG) часто или всегда влияет на цену акций, и лишь около трети придерживаются того же мнения об экологических и социальных факторах (E и S из ESG). Более чем две трети опрошенных считают, что к 2022 г. экологические и социальные факторы часто или всегда будут влиять на цену акций.
3. Главным фактором, способствующим распространению ESG-интеграции в

Нидерландах, является управление рисками при инвестициях в акции. На втором месте с небольшим отставанием идет стремление обеспечить высокий коэффициент альфа, свидетельствуя о том, что Нидерланды являются лидером в области интеграции ESG в традиционный финансовый анализ.

Швейцария

1. Инвесторы, вкладывающие средства в акции, чаще корректируют свои оценочные модели и инструменты с учетом существенных факторов ESG, чем инвесторы с портфелем облигаций. При этом инвесторы в акции учитывают факторы, связанные с управлением, немного чаще, чем экологические и социальные факторы, в то время как инвесторы в облигации учитывают факторы управления, экологические и социальные факторы с одинаковой частотой.
2. Многие участники семинара в Швейцарии акцентировали внимание на том, что материальная существенность ESG-факторов проявляется в долгосрочной перспективе. В этой связи, они рассматривают ESG-факторы через призму долгосрочного инвестирования.
3. В числе факторов, препятствующих распространению практики ESG-интеграции, наиболее часто упоминалась недостаточная информированность о влиянии вопросов ESG на финансовую доходность и процессе их интеграции в инвестиционный анализ. При этом некоторые респонденты отмечали потребность в базовых принципах, которые бы позволили разобраться в том, какие факторы инвесторы называют «ESG-факторами», а какие «традиционными факторами». Другим сильным барьером на пути к популяризации ESG является отсутствие в инвестиционных компаниях культуры учета вопросов ESG в традиционном финансовом анализе.

Великобритания

1. Великобритания — одна из тех стран, где интеграция вопросов ESG прочно вошла в инвестиционную практику. При этом, как следует из ответов респондентов, включение факторов корпоративного управления в инвестиционный анализ носит гораздо более систематический характер по сравнению с экологическими или социальными факторами.
2. Респонденты ожидают, что к 2022 г. включение экологических и социальных факторов в инвестиционную практику будет носить более систематический характер и будет наблюдаться почти вдвое чаще.
3. Основными препятствиями для распространения практики ESG-интеграции в Великобритании являются нехватка сопоставимых исторических данных, слабое представление о влиянии ESG на финансовую доходность и отсутствие соответствующей корпоративной культуры в инвестиционных компаниях.

Россия

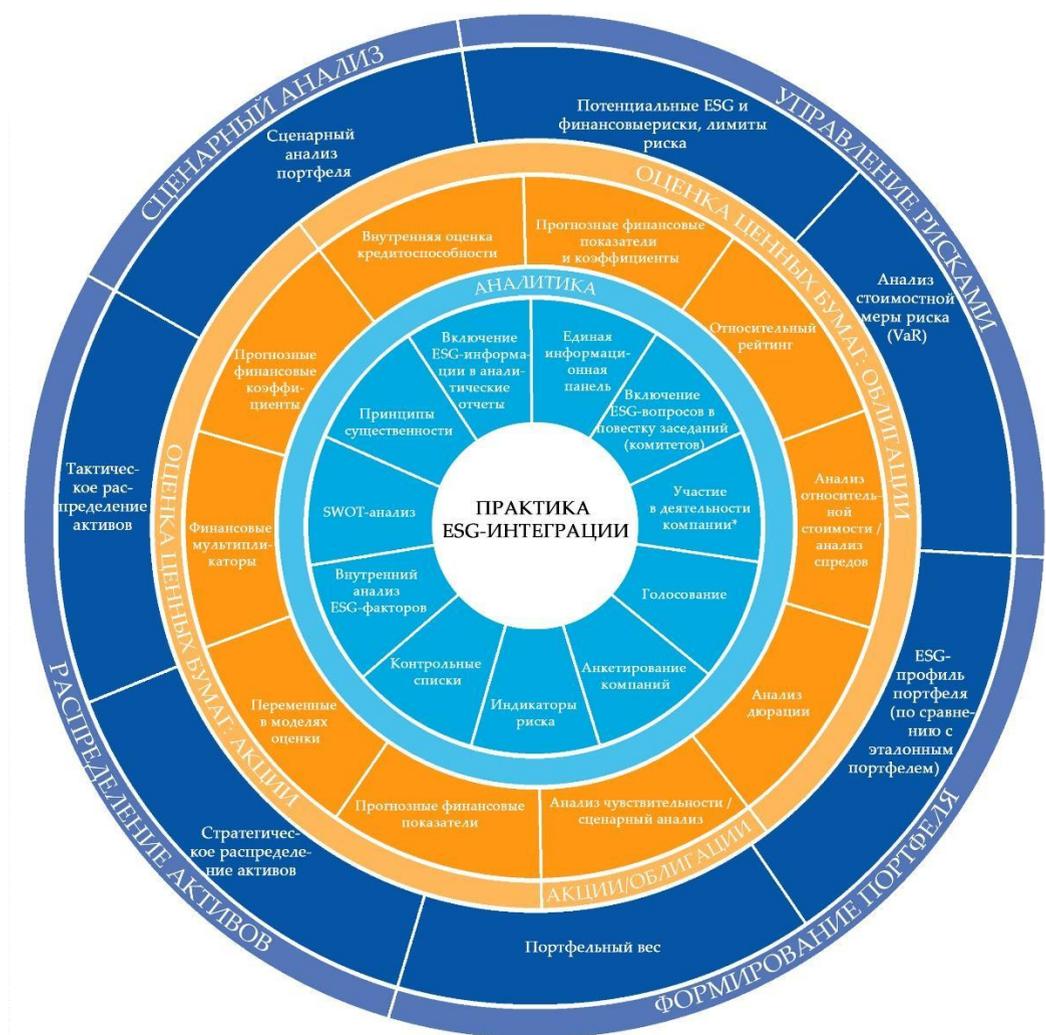
1. Российские инвесторы учитывают факторы ESG в инвестиционном анализе, но при этом отмечается низкая информированность о преимуществах и особенностях этого подхода. Практику интеграции ESG в традиционный финансовый анализ часто путают со скринингом (отсеиванием) различных отраслей, компаний или продуктов.
2. Некоторые российские инвесторы недавно начали получать от своих иностранных клиентов вопросы, о том, как ими учитываются ESG-аспекты при оценке инвестиций. Главным фактором, препятствующим распространению практики ESG-интеграции в стране, по мнению российских респондентов, является низкая заинтересованность клиентов.
3. Участники исследования сошлись во мнении, что продвижение ESG-инвестирования в России возможно только при наличии инициативы сверху, то есть если это будет поддержано регулятором.

ЮАР

1. Факторы, связанные с корпоративным управлением, систематически включаются в инвестиционный анализ акций и корпоративных облигаций более чем в 50% случаев, при этом социальные и экологические факторы учитываются примерно в 25% случаев. Респонденты считают, что к 2022 г. экологические и социальные факторы будут закладываться в стоимость акций и доходность облигаций более чем в 60% случаев.
2. Как показывают результаты нашего исследования и беседы с участниками семинара, в ЮАР анализ социальных факторов более прочно вошел в инвестиционную практику по сравнению с другими странами, в которых проводилось это исследование.
3. В ЮАР правила листинга и нормативно-правовые стандарты более четко определяют требования к ESG, поэтому в этой стране регулирование в наибольшей степени способствует развитию практики интеграции ESG в традиционный финансовый анализ.

МЕТОДОЛОГИЧЕСКАЯ СХЕМА УЧЕТА ESG-ФАКТОРОВ

В ходе обширного исследования (совместный проект CFA Institute и PRI) был проанализирован мировой опыт прямых инвесторов, включивших в свой инвестиционный процесс оценку ESG-факторов. По итогам проведенной работы были сопоставлены различные подходы и разработана Методологическая схема учета ESG-факторов (см. **Рисунок 1**).



■ Анализ ESG на уровне эмитента ■ Анализ ESG на уровне ценных бумаг ■ Анализ ESG при формировании инвестиционного портфеля

*на индивидуальном, коллективном и нормативном уровнях

Разрабатывая Методологическую схему, мы не ставили перед собой задачу показать идеальный инвестиционный процесс, включающий оценку факторов ESG. Скорее предполагалось, что инвесторы будут использовать схему для сравнения собственных методов с подходами других компаний для выбора наиболее подходящих вариантов. Мы считаем, что Методологическая схема станет полезным ориентиром и ценным ресурсом, к которому вы сможете обращаться для разработки собственного подхода к ESG-интеграции. Каждая компания уникальна, поэтому методы одной компании не всегда подходят другим.

Рекомендуем обращаться к Методологической схеме при ознакомлении с разделами «Инвестиционные подходы местных инвесторов» по каждой стране из региональных отчетов (Americas, EMEA and APAC) и документом «ESG-интеграция: руководство и примеры подходов к анализу акций и инструментов с фиксированным доходом».

АНАЛИЗ ESG НА УРОВНЕ ЭМИТЕНТА: ВНУТРЕННИЙ КОНТУР

Качественный анализ

- **Анкетирование.** Компаниям рассылаются анкеты для получения дополнительной информации по вопросам ESG в тех случаях, когда степень публичного раскрытия данной информации недостаточна. Анкетирование используется наряду с регулярными встречами с представителями компаний, на которых обсуждаются наиболее существенные вопросы ESG.
- **Индикаторы риска.** Отметки о ценных бумагах с высоким ESG-риском с целью последующего наблюдения над ними производятся в соответствующих списках, аналитических обзорах, на информационных панелях и в базах данных.
- **Контрольные списки.** Ценные бумаги с высоким ESG-риском вносятся в списки особого контроля для регулярного наблюдения.
- **Внутренний анализ ESG-факторов.** На основе различных источников данных создаются собственные системы анализа, мониторинга и (или) оценки ESG-факторов для всех ценных бумаг в портфеле и на инвестиционном рынке.
- **SWOT-анализ.** ESG-факторы включаются в традиционный SWOT-анализ (методология выявления сильных и слабых сторон, возможностей и угроз).
- **Принципы существенности.** Определяется рамочный подход к оценке существенности / устойчивости, учитывающий все основные ESG-риски и возможности в каждой отрасли и (или) стране. Данные принципы служат основой для принятия инвестиционных решений и пересматриваются на регулярной основе.
- **Включение ESG-информации в аналитические отчеты.** Показатели ESG и результаты их анализа включаются в инвестиционно-аналитические

материалы / кредитные обзоры наряду с традиционными финансовыми показателями и результатами их анализа.

- **Единая информационная панель для отображения всех данных.** Используется единая платформа (информационная панель / база данных) как для финансовых, так и ESG-данных, что позволяет инвесторам одновременно анализировать оба аспекта
- **Включение вопросов ESG в повестку заседаний (комитетов).** Вопросы ESG вносятся инвестиционными командами (и, если применимо, ESG-командами и (или) специалистами по ESG) в повестку всех заседаний комитетов по инвестиционной деятельности. Во время таких совещаний обсуждаются ESG-стратегии компании, показатели ESG результативности инвестиционного портфеля и ценные бумаги, при оценке которых были выявлены разногласия.

Активное участие в управлении объектами инвестирования

- **Голосование.** Данный процесс затрагивает всех акционеров с правом голоса и предполагает тщательный анализ резолюций руководства и акционеров перед голосованием. Такой подход может применяться не только при голосовании, но и при подготовке резолюций, по которым могут голосовать другие акционеры.
- **Индивидуальный, коллективный и нормативный методы воздействия на компанию.** Активное участие в управлении объектами инвестирования включает в себя любое взаимодействие между инвестором и текущим или потенциальным объектами инвестирования по вопросам ESG. Такое взаимодействие имеет своей целью усовершенствовать практику деятельности объекта инвестиций в области ESG и (или) обеспечить более полное раскрытие им ESG-информации. Участие инвестора в развитии директивных норм (нормотворчестве) включает в себя взаимодействие инвестора с регулирующими или надзорными органами или заинтересованными лицами (например, отраслевыми ассоциациями или стандартизирующими организациями) в области финансовой политики, регулирующих норм и отраслевых кодексах. Цель такого взаимодействия – уточнение требований ESG, в том числе касательно внедрения практики ESG-интеграции, активного участия инвестора в управлении объектом инвестирования (stewardship) и раскрытия информации. Такое взаимодействие может быть направлено и на решение специфических вопросов ESG (например, обязательства правительства по противодействию изменению климата). Взаимодействие с компаниями и государственными органами представляет собой структурированный процесс, включающий диалог и постоянный контроль результата. Такое взаимодействие может осуществляться инвестором как самостоятельно, так и в рамках сотрудничества с другими инвесторами.

АНАЛИЗ ESG НА УРОВНЕ ЦЕННЫХ БУМАГ: СРЕДНИЙ КОНТУР

Оценка ценных бумаг: акции

- **Прогнозные финансовые показатели.** Прогнозные финансовые показатели (например, выручка, операционные расходы, балансовая стоимость активов, капитальные затраты) корректируются с учетом ожидаемого воздействия факторов ESG.
- **Переменные в оценочных моделях.** Переменные в оценочных моделях (например, ставки дисконтирования, темпы роста в постпрогнозном периоде, терминальная стоимость) корректируются с учетом ожидаемого воздействия факторов ESG.
- **Финансовые мультипликаторы.** Оценочные мультипликаторы, используемые для расчета стоимости ценных бумаг, корректируются с учетом ESG-факторов.
- **Прогнозные финансовые коэффициенты.** Прогнозы финансовых показателей и будущих денежных потоков корректируются с учетом анализа ESG-факторов, и оценивается влияние этих факторов на финансовые коэффициенты.
- **Анализ чувствительности / сценарный анализ.** В моделях оценки переменные соответствующим образом корректируются (анализ чувствительности), используются различные сценарии учета ESG-факторов (сценарный анализ) для сравнения результатов оценки ценных бумаг по базовому сценарию и с учетом ESG-анализа.

Оценка ценных бумаг: облигации

- Анализ кредитоспособности
 - Внутренняя оценка кредитоспособности. Внутренняя оценка кредитоспособности эмитентов корректируется с учетом результатов анализа ESG-факторов.
 - Прогнозные финансовые показатели и коэффициенты. Прогнозы финансовых показателей и будущих денежных потоков корректируются с учетом результатов анализа ESG, оценивается влияние этих факторов на финансовые коэффициенты.
 - Относительный рейтинг. Результаты анализа ESG-факторов влияют на рейтинг эмитента в выбранной сопоставимой группе.
- Анализ относительной стоимости / анализ спредов. Доходность облигаций эмитента анализируется с точки зрения вопросов ESG и сопоставляется с их относительной стоимостью по сравнению с другими компаниями данной отрасли для того, чтобы определить, все ли факторы риска учтены в стоимости облигаций.
- Анализ дюрации. Анализируется влияние ESG-факторов на облигации

эмитента с разными сроками погашения (дюрацией).

- Анализ чувствительности / сценарный анализ. В моделях оценки переменные соответствующим образом корректируются (анализ чувствительности) и используются различные сценарии анализа ESG (сценарный анализ) для сравнения результатов оценки ценных бумаг по базовому сценарию и с учетом ESG.

АНАЛИЗ ESG ПРИ ФОРМИРОВАНИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ: ВНЕШНИЙ КОНТУР Управление рисками

- **Потенциальные ESG и финансовые риски, лимиты риска.** Проводится регулярный мониторинг компаний, секторов, стран и валют для отслеживания изменений в структуре ESG-рисков и возможностей, и выявления случаев превышения лимитов риска.
- **Анализ стоимостной меры риска (VaR).** Данные анализа ESG-факторов учитываются в моделях оценки VaR.
- **Сценарный анализ портфеля.** Для оценки влияния ESG на риск и доходность портфеля прорабатываются различные сценарии анализа ESG-показателей.

Формирование портфеля

- **ESG-профиль портфеля (по сравнению с эталонным портфелем).** Для оценки ESG-профиля инвестиционного портфеля проводится анализ находящихся в нем ценных бумаг с высокими ESG-рисками, после чего ESG-профиль портфеля сопоставляется с ESG-профилем эталонного портфеля.
- **Портфельный вес.** Вес компаний, отраслей, стран и (или) валюты в портфеле корректируется соответствующим образом с целью снижения вероятности возникновения ESG-рисков и недопущения выхода этих и других рисков за установленные лимиты.
- **Сценарный анализ портфеля.** Для оценки влияния ESG-факторов на риск и доходность портфеля прорабатываются различные сценарии оценки ESG.

Распределение активов

- **Стратегическое распределение активов.** Стратегическое распределение активов осуществляется с учетом поставленных ESG-задач и проведенного ESG-анализа с целью последовательной минимизации ESG-рисков и повышения финансовой результативности в долгосрочной перспективе.

- **Тактическое распределение активов.** Тактическое распределение активов осуществляется с учетом поставленных ESG-задач и проведенного ESG-анализа с целью минимизации ESG-рисков в краткосрочной перспективе.
- **Сценарный анализ портфеля.** Для оценки влияния ESG-факторов на стратегическое и тактическое распределение активов прорабатываются различные сценарии анализа ESG.

ПРАКТИКА ESG-ИНТЕГРАЦИИ: ОБЗОР И ПРИМЕНЕНИЕ. АНАЛИЗ АКЦИЙ И ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

ЧТО ТАКОЕ ESG-ИНТЕГРАЦИЯ?

Говоря о практике ESG-интеграции, специалисты оперируют целым рядом сокращений, терминов и понятий. Поэтому тем, кто не работает в этой сфере, не всегда бывает понятно, можно ли считать их подход ESG-интеграцией или нет. Такие термины, как *устойчивое инвестирование*, *инвестирование с учетом ESG-факторов*, *социально ответственное инвестирование*, *зеленое инвестирование*, *этичное инвестирование* и *социально-преобразующие инвестиции (импакт-инвестиции)* часто используются как взаимозаменяемые.

В настоящей публикации под практикой ESG-интеграции понимается «четкий и систематический подход к учету ESG-вопросов в процессах инвестиционного анализа и принятия инвестиционных решений». Это комплексный подход к инвестиционному анализу, он позволяет принимать инвестиционные решения по результатам определения и оценки всех существенных факторов – как традиционных финансовых, так и ESG.

Как правило, выделяют три этапа ESG-интеграции:

1. Сбор и анализ информации.

- *Сбор информации.* Инвесторы собирают финансовые и ESG-данные из нескольких источников (включая, помимо прочего, отчеты компаний и независимые аналитические материалы).
- *Анализ существенных факторов.* Инвесторы анализируют соответствующую финансовую и ESG-информацию с тем, чтобы выявить все существенные финансовые и ESG-факторы, оказывающие влияние на компанию, отрасль и (или) страну.
- *Оценка активного участия в управлении объектами инвестирования.* Инвесторы обсуждают существенные традиционные финансовые и ESG-факторы с компаниями/эмитентами и отслеживают результаты их взаимодействия и (или) голосования.

2. Анализ ценных бумаг и портфеля.

Инвесторы оценивают влияние существенных финансовых и ESG-факторов на корпоративные и инвестиционные показатели компании, отрасли, страны и (или) портфеля. По результатам оценки при необходимости производится корректировка прогнозных финансовых показателей, переменных в моделях оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозных финансовых коэффициентов, внутренних результатов оценки кредитоспособности и (или) структуры портфеля (подробнее см. «Качественная и количественная оценка»).

- 3. Принятие инвестиционных решений.** Выявление и оценка существенных факторов – как традиционных финансовых, так и ESG – лежат в основе принятия решений купить/держат/продать ценные бумаги и (или) увеличить/сохранить/уменьшить их вес в портфеле или же просто воздержаться от инвестиций.

СУЩЕСТВУЮЩИЕ ЗАБЛУЖДЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ

Следовать практике ESG-интеграции не означает:

- запрет на инвестиции в определенные компании, отрасли или страны;
- необходимость жертвовать доходностью портфеля;
- необходимость учитывать несущественные факторы ESG в ущерб традиционным финансовым факторам; или
- необходимость внедрения серьезных изменений в инвестиционный процесс.

Запрет на инвестиции в определенные компании, отрасли или страны

Некоторые инвесторы считают, что метод ESG-интеграции и метод скрининга/ESG-фильтра (отказ от инвестиций, не соответствующих установленным/ESG-критериям) – это одно и то же. Однако эти два подхода имеют два фундаментальных отличия:

- Один подход (метод скрининга/ESG-фильтра) может потенциально ограничить инвестиционное поле инвестора, другой (ESG-интеграции) – нет.
- В основе одного подхода лежит понятие «ценности» (метод скрининга/ ESG-фильтра), в основе другого (ESG-интеграции) – понятие «цены».

Метод скрининга практикуется в рамках политики, устанавливающей ESG-фильтры, которые применяются к инвестициям и, как результат, могут сокращать инвестиционное поле инвестора. Такая политика, как правило, действует на уровне компании или фонда и характеризуется наличием:

- перечня запрещенных действий, продуктов и (или) услуг; и
- правил, определяющих, какие страны, отрасли и компании запрещены для инвестиций.

Обычно метод скрининга проводится до инвестиционного анализа. Это противоречит методу ESG-интеграции, который предполагает, что анализ финансовой и ESG-информации является неотъемлемой частью процесса отбора ценных бумаг и формирования портфеля, и не предусматривает никаких ограничений на инвестиции в какие-либо компании, отрасли и (или) страны.

Необходимость жертвовать доходностью портфеля

Ключевым аспектом практики оценки ESG в инвестиционном процессе является снижение рисков и (или) увеличение прибыли. Инвесторы используют

методы ESG-интеграции для выявления скрытых рисков, которые могут остаться незамеченными без анализа ESG-информации и последних тенденций в области ESG.

В то же время ESG-специалисты также находятся в поиске инвестиционных возможностей, позволяющих улучшить показатели доходности. Одни инвесторы анализируют данные по автомобильным компаниям, чтобы понять, как их деятельность соотносится с тенденцией к электрификации автомобилей, и учитывают результаты этого анализа в прогнозах доходов своего инвестиционного портфеля. Другие инвестируют в компании, в которых руководство уделяет особое внимание вопросам ESG, за счет чего в долгосрочной перспективе такие компании, скорее всего, превзойдут своих конкурентов по доходности.

Необходимость учитывать несущественные факторы ESG в ущерб традиционным финансовым факторам

Другим ключевым аспектом оценки ESG в инвестиционном процессе является принцип существенности. Инвесторы анализируют все существенные факторы – как традиционные финансовые, так и ESG – для выявления инвестиционных рисков и возможностей, которые с высокой вероятностью могут повлиять на результаты деятельности компании и эффективность инвестиций:

- Если по результатам анализа традиционные финансовые и ESG-факторы признаются существенными, производится дальнейшая оценка их влияния на инвестиционную доходность.
- Если же данные факторы не признаются существенными, дальнейшая оценка их влияния не производится.

При определении существенности ESG-факторов инвесторы оценивают ряд аспектов, в том числе:

1. **Отраслевые и страновые факторы.** Существенные ESG-факторы, как правило, ассоциируются с определенными отраслями и странами. К ним относятся нормативно-правовые и технологические изменения, связанные с деятельностью компаний в данной отрасли или рынками, на которых они приобретают или реализуют продукцию.
2. **Факторы, относящиеся к компаниям.** Существенные ESG-факторы, оказывающие влияние на отрасль в целом, могут не затрагивать отдельные компании отрасли, в тех случаях, когда:
 - существенные ESG-факторы, затрагивающие направления деятельности компании вне отрасли, могут оказаться более значимыми, чем существенные ESG-факторы, затрагивающие направления деятельности в данной отрасли;
 - продукты и (или) услуги компании, открывающие новые возможности, связанные с тенденциям в области ESG, способны компенсировать отраслевые риски компании;
 - эффективное управление экологическими и социальными вопросами деятельности компании, а также грамотное корпоративное управление позволяют компании снизить ее

отраслевые ESG-риски.

- 3. Временные факторы.** Подход, предусматривающий анализ ESG-факторов, особенно популярен среди инвесторов, придерживающихся долгосрочных стратегий. Это обусловлено тем, что ESG-факторы, как правило, материализуются с течением времени, оказывают существенное воздействие на результативность компании и позволяют значительно повысить эффективность инвестиций в долгосрочной перспективе.

Необходимость внедрения серьезных изменений в инвестиционный процесс

Практика интеграции вопросов ESG является полезным дополнением к инвестиционному процессу. Сбор и анализ ESG-информации является важным аспектом для понимания ключевых ESG-рисков и возможностей, с которыми сталкивается компания, отрасль или страна.

Одни инвесторы разрабатывают новые финансовые модели оценки для учета ESG-информации, другие интегрируют ESG в свои уже существующие модели.

КАЧЕСТВЕННАЯ И КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА

Как правило, при интеграции ESG-специалисты чаще прибегают к качественным методам анализа информации, нежели количественным. Тем не менее практика количественного анализа и учета ESG-факторов при оценке стоимости компаний/эмитентов получает все более широкое распространение.

Ниже приведен ряд примеров того, как качественная оценка ESG-факторов может влиять на принятие инвестиционных решений:

- Перед тем как принять решение купить/продать/держать/не инвестировать — параллельно с инвестиционным анализом компании или страны — инвестор проводит анализ ESG-показателей деятельности объекта инвестиций. Так, если по итогам оценки стоимости и анализа ESG-факторов компания или страна показывает плохие результаты, инвестор может принять решение продать бумаги такой компании или страны или воздержаться от инвестиций. При этом если компания или страна имеет низкие показатели в области ESG, но является привлекательной с точки зрения финансовой оценки, это может послужить сигналом для проведения более углубленного анализа прежде, чем будет принято какое-либо инвестиционное решение.
- Анализ ESG-информации может стать определяющим фактором при выборе инвестиций между компаниями или странами с аналогичными финансовыми показателями. При прочих равных условиях инвестор выберет компанию или страну с более высокими показателями ESG.
- Специалисты инвестируют в недооцененные бумаги с высоким

потенциалом роста за счет улучшения ESG-показателей и продают переоцененные бумаги, динамика которых может быть ниже ожидаемой из-за ухудшения ESG-показателей.

- Если компания получила низкий балл/оценку по определенным ESG-критериям, взаимодействие с данной компанией может привести к улучшению этих показателей и в результате – решению инвестора купить/держать ее бумаги в своем портфеле.
- Анализ ESG-факторов может повлиять на срок погашения облигаций, приобретаемых инвестором.

Примеры того, как на принятие инвестиционных решений влияет количественная оценка ESG-факторов:

- По результатам анализа ESG-факторов, которые могут оказывать воздействие на деятельность компании или страны, производится корректировка внутренней оценки кредитоспособности.
- В рамках анализа чувствительности производятся временные корректировки (в сторону повышения/понижения) прогнозных финансовых показателей, переменных в моделях оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозных финансовых коэффициентов и (или) веса ценных бумаг в портфеле с учетом оценки ESG-факторов.
- Также с учетом анализа/оценки ESG-факторов производятся постоянные корректировки (в сторону повышения/понижения) прогнозных финансовых показателей, переменных в моделях оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозных финансовых коэффициентов и (или) веса ценных бумаг в портфеле.
- В рамках сценарного анализа производятся корректировки прогнозных финансовых показателей, переменных в моделях оценки, оценочных мультипликаторов, прогнозных финансовых коэффициентов и (или) веса ценных бумаг в портфеле.
- ESG-информация/анализ ESG-данных используется в количественных моделях/стратегиях факторного инвестирования, которые влияют на решения, касающиеся формирования портфеля.
- С помощью статистических методов определяется взаимосвязь между ESG-фактором (факторами) и (или) общей оценкой по критериям ESG, а также будущим изменением цены на активы и (или) фундаментальными показателями компании. В результате могут быть выведены системные правила, на основе которых будут даваться рекомендации по снижению/повышению веса бумаг в портфеле.
- Для облигаций с более низкими/высокими рисками в области ESG бета-коэффициент корректируется в сторону понижения/повышения. В результате доля бумаг в портфеле инвестора может увеличиваться/уменьшаться относительно ранее рассчитанного объема.

ИНВЕСТИЦИИ В АКЦИИ И ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Инвестиционная практика

В настоящее время инвесторы в облигации реже учитывают факторы ESG, чем инвесторы, вкладывающие средства в акции. Согласно совместному исследованию CFA Institute и PRI, проводившемуся с 2017 по 2018 гг.² доля респондентов, отметивших, что они часто/всегда учитывают факторы ESG при анализе акций, выше, чем доля тех, кто часто/всегда учитывает эти факторы при анализе облигаций (см. Таблицу 1).

ТАБЛИЦА 1. РЕСПОНДЕНТЫ, КОТОРЫЕ ЧАСТО/ВСЕГДА УЧИТЫВАЮТ СУЩЕСТВЕННЫЕ ESG-ФАКТОРЫ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА

| | АНАЛИЗ АКЦИЙ | АНАЛИЗ ОБЛИГАЦИЙ |
|--|-----------------|---------------------|
| Факторы, связанные с управлением | 56% | 42% |
| Факторы, связанные с охраной окружающей среды | 37% | 27% |
| Факторы, связанные с социальной ответственностью | 35% | 27% |

Результаты опроса не удивительны. Впервые ответственный подход к инвестированию (преимущественно в форме выхода из инвестиций, не соответствующих определенным критериям ESG, и голосования) был опробован на фундаментальных стратегиях инвестирования в акции. Тенденция учитывать ESG-факторы при анализе акций сформировалась уже в начале 21 века, в то время как для инструментов с фиксированной доходностью эта практика все еще пока находится в стадии становления, хотя и уверенно укрепляет свои позиции. Это объясняет, почему работа над интеграцией ESG для многих владельцев активов и управляющих инвестициями начинается в первую очередь с инвестиционных портфелей и фондов, сформированных из акций, а уже потом из инструментов с фиксированной доходностью.

Запоздалое развитие практики учета ESG-факторов при анализе инструментов с фиксированной доходностью связано с распространенным

² По поручению CFA Institute и PRI опрос в рамках исследования мирового опыта по практике ESG-интеграции проводился компанией YouGov. В ходе опроса респондентам задавались вопросы для оценки отношения инвесторов к методу ESG-интеграции и получения более полного представления о том, как этот процесс реализуется на практике.

мнением о ее несовместимости с инструментами с фиксированной доходностью. Это мнение, как правило, обосновывается следующими доводами:

- Сложность, присущая рынку облигаций — его размер, разнообразие типов инструментов, разные сроки погашения и виды эмитентов — затрудняет интеграцию ESG-факторов в оценку кредитных рисков, особенно процентного риска и риска ликвидности.
- Облигации компаний не дают их держателям права голоса и затрудняют участие в деятельности эмитента из-за ограниченной возможности взаимодействия с руководством (для держателей облигаций не предусмотрена формальная процедура взаимодействия с руководством, аналогичная годовому общему собранию), при этом держателям суверенных облигаций еще сложнее эффективно взаимодействовать с эмитентами, такими как правительства.
- ESG-факторы реже оказывают влияние на цену облигаций по следующим причинам:
 - низкая ликвидность на кредитном рынке (особенно по сравнению с рынком акций) не позволяет с легкостью продать или купить облигации при появлении в новостной ленте неоднозначной информации о деятельности компании в области ESG; и
 - решающее влияние на цену имеют традиционные финансовые факторы (процентные ставки, инфляция и др.), поэтому анализ ESG-факторов не является необходимым.

Эти установки постепенно меняются: с каждым годом растет число инвесторов, учитывающих ESG факторы при работе с портфелями и фондами, сформированными из облигаций. Конечно, инструменты с фиксированной доходностью по-прежнему не дают инвесторам права голоса, однако сегодня инвесторы действительно взаимодействуют с эмитентами³: портфельные управляющие и кредитные аналитики регулярно общаются с компаниями, в том числе в ходе личных встреч с руководством (иногда вместе с портфельными управляющими и аналитиками по акциям) и в рамках роудшоу. Тем не менее инвесторы, являющиеся держателями облигаций, еще пока редко ведут диалог с компаниями-эмитентами коллективно с другими инвесторами или взаимодействуют с эмитентами суверенных облигаций.

В области инвестиций в инструменты с фиксированной доходностью ESG-информация в основном используется для оценки кредитоспособности эмитента. Некоторые инвесторы учитывают эти факторы при анализе процентных рисков для облигаций одного эмитента с разными сроками погашения. При этом в ряде случаев существенность ESG по пятилетним и десятилетним облигациям будет различаться.

Тот факт, что в настоящее время ESG-факторы все чаще учитываются при анализе облигаций, свидетельствует о том, что такие аспекты признаются

³ PRI (2018 г.). Вопросы ESG в рамках взаимодействия инвесторов с эмитентами облигаций: управление рисками и повышение доходности. <https://www.unpri.org/fixed-income/esg-engagement-for-fixed-income-investors-managing-risks-enhancing-returns-/2922.article>

существенными и могут влиять на доходность. Это подтверждается и результатами совместного исследования CFA Institute и PRI. Как видно из **Таблицы 2**, участники опроса считают, что ESG-факторы оказывают влияние на цену акций, корпоративных облигаций и суверенных долговых ценных бумаг, а через пять лет (в 2022 г.) их влияние станет еще более заметным.

ТАБЛИЦА 2. ВЛИЯНИЕ ESG-ФАКТОРОВ НА ЦЕНУ АКЦИЙ, ДОХОДНОСТЬ/СПРЕДЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ДОХОДНОСТЬ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА В 2017 Г. И ЧЕРЕЗ ПЯТЬ ЛЕТ (В 2022 Г.)

| | В 2017 Г. | В 2022 Г. |
|--|-----------|-----------|
| ВЛИЯНИЕ ESG-ФАКТОРОВ НА ЦЕНУ АКЦИЙ | | |
| Управление | 58% | 65% |
| Охрана окружающей среды | 23% | 52% |
| Социальная ответственность | 23% | 46% |
| ВЛИЯНИЕ ESG-ФАКТОРОВ НА ДОХОДНОСТЬ/СПРЕДЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ | | |
| Управление | 41% | 53% |
| Охрана окружающей среды | 15% | 40% |
| Социальная ответственность | 15% | 35% |
| ВЛИЯНИЕ ESG-ФАКТОРОВ НА ДОХОДНОСТЬ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА | | |
| Управление | 35% | 44% |
| Охрана окружающей среды | 12% | 31% |
| Социальная ответственность | 18% | 32% |

Примечание: Процент респондентов, ответивших «часто» или «всегда»

ESG-факторы

Из Таблицы 2 также следует, что, по мнению инвесторов, ESG-факторы чаще влияют на цену акций, чем на цену облигаций. Среди доводов, отмеченных респондентами в поддержку своей точки зрения, можно выделить следующие:

1. Цены на акции более чувствительны к новостному фону и настроениям на рынке, чем цены на облигации. Когда в открытом доступе появляется неоднозначная информация в

области ESG, так или иначе затрагивающая компанию, ее влияние на акции оказывается более значительным, чем на облигации.

2. Рынок акций характеризуется большей ликвидностью и волатильностью, чем рынок долговых инструментов. Поэтому цена на акции быстрее реагирует на действие ESG-факторов, чем цена на облигации.
3. Инвестиционные продукты фондов акций с ESG-мандатом на ответственные инвестиции пользуются более высоким спросом на рынке, а значит, движение активов сильнее влияет на цену акций, чем на цену облигаций.
4. Потенциал роста доходности облигаций ограничен, что в свою очередь ограничивает диапазон колебаний их стоимости.
5. Влияние макроэкономических факторов (в особенности изменение процентных ставок) на цену облигаций очень значительно и сильнее влияния ESG-факторов.
6. Учитывая размер рынка инструментов с фиксированной доходностью и разнообразие видов инструментов, сроков погашения, структур капитала и типов эмитентов, действие ESG-факторов, затрагивающих эмитента, может проявляться по-разному в зависимости от параметров облигаций.

Сравнив данные по корпоративным и суверенным облигациям, можно сделать вывод, что вопросы ESG чуть реже оказывают влияние на цену суверенного долга, чем на цену корпоративных облигаций.

Интересно отметить, что в 2017 г. факторы социального характера чаще влияли на доходность суверенного долга по сравнению с экологическими факторами, и существует мнение, что похожая картина будет наблюдаться и в 2022 г. В настоящий момент вопросы социальной ответственности и охраны окружающей среды примерно с одинаковой частотой влияют на цену акций и доходность/спреды облигаций, но к 2022 г. важность вопросов охраны окружающей среды перевесит значимость факторов социальной ответственности.

АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ESG ПРИ ОЦЕНКЕ АКЦИЙ

Обычно при принятии решений инвесторы, уделяющие внимание вопросам ESG, опираются на качественный анализ ESG-факторов. Используя данные собственных и независимых исследований, они разрабатывают свою систему оценки деятельности каждого из ESG-факторов в отдельности (охраны окружающей среды, социальной ответственности и корпоративного управления). Каждому критерию присваивается вес для комплексной оценки ESG-показателей по каждой компании в портфеле или на рынке. Некоторые ESG-специалисты проводят регулярные тематические встречи для обсуждения полученных данных и результатов сопутствующего анализа. Такие встречи проводятся для оценки влияния ESG-факторов на показатели деятельности и инвестиционную привлекательность компаний и отраслей.

Системные стратегии: количественные стратегии и «умные» бета-стратегии (smart beta strategies)

Несмотря на то, что практика ESG-интеграции традиционно ассоциировалась только с фундаментальными стратегиями, в настоящее время ESG-факторы также включаются в модели оценки и обоснования инвестиционных решений в количественных (quant) и «умных» бета-стратегиях (smart beta). По мере того, как ESG-данные становятся более доступными, статистически точными и сопоставимыми, растет число портфельных управляющих, которые используют статистический анализ для выявления корреляций между ESG-факторами и изменением цен, так как такой подход может помочь обеспечить высокий коэффициент альфа и (или) снизить риск.

Используя метод ESG-интеграции квант-менеджеры (портфельные управляющие и сторонники количественных стратегий) строят модели, в которых ESG-факторы учитываются наряду с такими показателями как стоимость, объем, динамика, рост и волатильность бумаг. В результате оценка ESG-информации становится частью инвестиционного процесса — вес ценных бумаг может корректироваться в сторону повышения или понижения, и в том числе может быть сведен к нулю.

В количественных и «умных» бета-стратегиях наблюдаются два основных способа учета ESG-факторов в количественных моделях оценки. Такие подходы предполагают корректировку веса ценных бумаг одним из следующих способов:

- ценные бумаги с низкой оценкой по критериям ESG получают нулевой вес (если по результатам анализа выявлена взаимосвязь между ESG-факторами и инвестиционным риском и (или) доходностью с поправкой на риск); и
- вес каждой ценной бумаги на рынке инвестиций корректируется в зависимости от статистической корреляции между ESG-данными и другими факторами.

Фундаментальные стратегии

И аналитики со стороны покупателя, и брокеры со стороны продавца включают ESG-факторы в абсолютные и относительные модели оценки наряду со всеми остальными существенными факторами. Они учитывают предполагаемое влияние ESG и традиционных финансовых факторов на стоимость компаний путем корректировки таких показателей, как прогнозные темпы роста выручки, прогнозные операционные и капитальные затраты, ставки дисконтирования, терминальная стоимость и другие переменные.

Выручка

При прогнозировании выручки инвесторы обычно опираются на информацию о темпах роста отрасли и перспективах наращивания/снижения доли рынка конкретной компанией. ESG-факторы учитываются в таких прогнозах за счет корректировки в большую или меньшую сторону показателя (показателей) темпов роста выручки компании на величину, отражающую уровень инвестиционных возможностей или рисков.

Операционные затраты, операционная рентабельность и рентабельность по EBIT

Инвесторы строят предположения о влиянии ESG-факторов на будущие операционные затраты и соответствующим образом корректируют либо сам показатель, либо операционную рентабельность /рентабельность по EBIT (прибыль до выплаты процентов и налогов). По некоторым операционным затратам корректировки могут вноситься в прогноз напрямую, однако, если компания не раскрыла необходимую информацию в достаточной степени, инвесторы могут учесть эти факторы косвенно, скорректировав показатель операционной рентабельности. Например, прогноз по операционным затратам может быть скорректирован в меньшую сторону в тех случаях, когда компания планирует ряд мероприятий, направленных на снижение энергопотребления и зависимости от ископаемого топлива.

Балансовая стоимость и расходы на обесценение

Факторы ESG могут влиять на прогноз денежного потока. Например, они могут стать причиной долгосрочного или окончательного приостановления деятельности, что в свою очередь отразится на чистой приведенной стоимости актива. С высокой долей вероятности денежный поток сократится, что повлечет за собой убыток от обесценения и соответствующую корректировку балансовой стоимости компании. Это, в свою очередь, приведет к снижению не только стоимости актива, но и прибыли компании за год, в котором компания признала однократный неденежный убыток от обесценения в отчете о прибылях и убытках.

Капитальные затраты

Инвестор может решить, что ESG-факторы приведут к росту или снижению капитальных затрат в будущем.

Терминальная стоимость

Проанализировав ESG-факторы, инвестор может прийти к заключению о недолговечности компании или направления ее деятельности. В этом случае инвестор может снизить терминальную стоимость компании (вплоть до нуля в соответствующих случаях).

Корректировка коэффициента бета и ставки дисконтирования

Для учета ESG-факторов некоторые инвесторы производят корректировку коэффициента бета или ставки дисконтирования в моделях оценки стоимости компаний. Этот метод эффективен в ситуациях, когда существует явный риск с точки зрения вопросов ESG, но его сложно учесть в оценке стоимости компании. Один из используемых инвесторами способов – сравнение с сопоставимыми компаниями из той же отрасли и их ранжирование по факторам ESG. В этом случае при оценке компаний с высоким/низким уровнем риска инвестор может скорректировать в большую или меньшую сторону коэффициент бета и ставку дисконтирования, таким образом корректируя в большую или меньшую сторону ее справедливую стоимость.

АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ESG ПРИ ОЦЕНКЕ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Изначально специалисты по инвестициям в корпоративные облигации применяли критерии оценки существенности/устойчивости и методы учета факторов ESG, применяемые их коллегами – аналитиками акций, адаптировав их с учетом особенностей своих инструментов. Этот подход актуален и сегодня.

В последнее время методы учета ESG-факторов, используемые инвесторами в инструменты с фиксированной доходностью, существенно усложнились. Некоторые компании изменили инвестиционный процесс и анализ таким образом, чтобы в полной мере интегрировать в них указанные факторы.

При анализе ESG-рисков и возможностей применительно к инструментам с фиксированной доходностью необходимо принимать во внимание дополнительные аспекты, не учитываемые при инвестициях в акции. Различают множество видов облигаций по типу эмитента, кредитному качеству, дюрации, графику выплат, наличию встроенных опционов, старшинству, валюте и виду обеспечения. Поскольку цена облигаций в значительной степени зависит от фундаментальных и макроэкономических факторов, а также процентных ставок и ликвидности бумаг, инвесторам необходимо проводить многоуровневый анализ кредитного риска, риска изменения процентной ставки и кривой доходности, а также риска ликвидности.

Анализ вышеперечисленных переменных требует глубокого понимания того, как ESG-факторы могут повлиять на облигации. Например, ввиду отложенного характера ESG-рисков краткосрочные облигации компании по сравнению с долгосрочными выпусками все же могут рассматриваться инвестором, если он полагает, что эти риски не реализуются в последующие пять лет.

Анализ кредитоспособности компании

Факторы корпоративного управления, социальной и экологической ответственности одинаково часто влияют на цены корпоративных облигаций и акций, что вполне закономерно – они остаются существенными для эмитента, независимо от типа выпускаемых инструментов. Например, вопросы охраны труда и производственной безопасности представляют собой один из самых значительных ESG-аспектов для деятельности компаний горнодобывающей отрасли, их владельцев и кредиторов (примеры ESG-аспектов, анализируемых инвесторами в акции и корпоративные облигации, представлены на **Рисунке 1**)

Это учитывается в подходе некоторых инвесторов. Так, инвесторы в ценные бумаги с фиксированной доходностью и инвесторы в акции используют одни и те же методы определения существенности рисков или устойчивости компании, в частности регулярно пересматриваемые списки проблемных аспектов в области ESG, характерные для конкретной отрасли и (или) страны. В одних случаях инвестором создаются специализированные ESG-команды для работы над

собственным ESG-анализом, который учитывается как при инвестициях в акции, так и облигации. В других случаях, где наблюдается разница в существенности ESG-факторов между акциями и корпоративным облигациям (например, управление инновациями может играть менее значимую роль для облигаций), менеджеры портфеля облигаций адаптируют используемые их коллегами по акциям критерии существенности ESG/устойчивости компаний под характеристики корпоративных облигаций. Такой подход особенно актуален, когда речь идет о различной дюрации облигаций.

РИСУНОК 1. ПРИМЕРЫ ESG-ФАКТОРОВ, АНАЛИЗИРУЕМЫХ ИНВЕСТОРАМИ В АКЦИИ И КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

| ВОПРОСЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ | ВОПРОСЫ СОЦИАЛЬНОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ | ВОПРОСЫ ОХРАНЫ ОКРУЖАЮЩЕЙ СРЕДЫ |
|---|---|---|
| Деловая этика | | |
| Права акционеров | Права человека | Изменения климата |
| Вознаграждение руководства | Взаимоотношения с работниками | Биоразнообразие |
| Практика аудита | Использование квалифицированного труда | Управление энергетическими ресурсами |
| Независимость и профессионализм членов совета директоров | Охрана труда и промышленная безопасность | Биологический потенциал и качество экосистемы |
| Фидуциарная обязанность | Отсутствие дискриминации (сбалансированная структура персонала) | Загрязнение воздуха |
| Прозрачность/подотчетность | Взаимоотношения с клиентами | Природные ресурсы |
| Сделки с аффилированными сторонами | Ответственность за качество продукта | Водные ресурсы и загрязнение |
| Структура капитала, предусматривающая двойной класс акций | | |
| Налоговая практика | | |

В то время как инвесторы в целом учитывают критерии оценки существенности /устойчивости и оценку результатов деятельности компаний в области ESG в ходе анализа кредитных рисков, не многие из них анализируют влияние ESG-рисков на кредитную ставку, кривую доходности и ликвидность. Для анализа влияния ESG-рисков на способность компании погашать долг и исполнять долговые обязательства инвесторы используют независимые или собственные системы оценки ESG в сочетании с традиционным анализом кредитоспособности. Некоторые специалисты разрабатывают свою систему оценки за счет интеграции результатов ESG-анализа компаний с традиционной моделью оценки кредитоспособности эмитентов. Результат может позитивно или негативно повлиять на мнение инвестора о кредитоспособности компании и на итоговое решение об инвестировании.

В меньшей степени инвесторы используют количественную оценку влияния ESG-факторов в ходе формирования портфеля ценных бумаг и фундаментального анализа кредитоспособности. Инструменты для формирования портфеля позволяют изучить, как факторы ESG влияют на макроэкономические и рыночные показатели. Результаты такого анализа отражаются в структуре портфеля за счет присвоения компаниям и отраслям определенного веса.

При фундаментальном анализе кредитоспособности основные кредитные коэффициенты корректируются с учетом ESG-факторов. Специалисты проводят оценку таких коэффициентов, чтобы понять, ухудшается или улучшается кредитоспособность компании, а также чтобы оценить потенциальное воздействие факторов ESG на кредитные рейтинги и кредитные спреды.

Анализ суверенного долга

Факторы ESG намного реже учитываются при анализе кредитоспособности государств, чем при анализе кредитоспособности корпоративных эмитентов.

Низкий уровень практики ESG-интеграции при анализе государственных долговых инструментов отчасти связан с недостаточным пониманием того, каким образом проводится ESG-анализ суверенного долга. В отличие от инвесторов в корпоративные облигации инвесторы в государственные долговые бумаги не могут просто позаимствовать методы и критерии оценки существенности/устойчивости у инвесторов в акции, что могло бы ускорить процесс внедрения ESG-анализа в их практику. Для этого, вероятно, потребуется расширение существующих или разработка новых систем оценки ESG-аспектов, актуальных для конкретной страны.

Трудности, связанные с недостаточным пониманием процесса интеграции ESG-факторов в государственные долговые инструменты, могут осложняться еще и тем, что инвесторы сталкиваются с проблемой сбора ESG-информации в масштабе всей страны, а не просто на уровне компании. Особенно это касается сбора экологических данных (примеры источников ESG-данных, используемых инвесторами в государственные долговые инструменты, представлены на **Рисунке 2**). Вышеперечисленные проблемы усложняют оценку абсолютных и относительных результатов в сфере ESG применительно к той или иной стране и их последующую конвертацию в значимые показатели, которые могут использоваться в процессе интеграции ESG.

Согласно совместному исследованию CFA Institute и PRI еще одной причиной недостаточного учета ESG-факторов при анализе суверенного долга является их менее выраженное влияние на суверенный долг по сравнению с акциями и корпоративными облигациями (см. **Таблицу 2**). Портфельные управляющие считают, что факторы ESG не оказывают влияния на стоимость государственных долговых обязательств, поэтому их не обязательно учитывать при принятии решений. Результаты совместного исследования CFA и PRI, напротив, показывают, что такое влияние существует (примеры ESG-факторов, анализируемых инвесторами в государственные долговые инструменты, представлены на **Рисунке 3**).

РИСУНОК 2. ПРИМЕРЫ ИСТОЧНИКОВ ESG-ДАННЫХ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ПРИ АНАЛИЗЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Фридом Хаус (Freedom House) – доклад «Свобода в мире»
Репортеры без границ (Reporters without Borders) – Индекс свободы прессы
Форум нового мирового управления (Forum for a new World Governance (FnWG)) – Глобальный индекс управления
Фонд развития альянса - Вместе для нуждающихся людей (Bündnis Entwicklung Hilft) – Индекс глобальных рисков
Трансперенси интернешнл (Transparency International) – Индекс восприятия коррупции
Всемирный банк (World Bank) – Индекс легкости ведения бизнеса
Программа развития ООН (United Nations Development Program) – Список стран по индексу человеческого развития
Фонд мира (Fund for Peace) – Рейтинг недееспособности государств
Организация экономического сотрудничества и развития (Organisation for Economic Co-operation and Development) – Индекс лучшей жизни
Международная организация труда (International Labour Organization) – статистика по охране труда и производственной безопасности
Инициатива «Доступ» и Институт мировых ресурсов (Access Initiative and World Resources Institute) – Индекс экологической демократии
Институт управления природными ресурсами (Natural Resource Governance Institute) – Индекс управления природными ресурсами
Йельский университет (Yale University) – Индекс экологической эффективности
Мировой энергетический совет (World Energy Council) – Индекс энергетической трилеммы
Международный валютный фонд (International Monetary Fund) – отчеты по странам
Европейский Союз (EU) – отчеты по странам
Центральное разведывательное управление США (US Central Intelligence Agency) – Всемирная книга фактов ЦРУ
Агентства, специализирующиеся на исследовании ESG-факторов (ESG research providers)
Кредитно-рейтинговые агентства (Credit rating agencies)

Как было отмечено ранее, респонденты полагают, что социальные аспекты чаще чем экологические влияют на стоимость государственных долговых обязательств (см. **Таблицу 2**). Инвесторы в суверенный долг, как правило, уделяют больше внимания анализу социальных, а не экологических аспектов, связанных с конкретным государством, в частности ввиду того, что социальные факторы становятся более актуальны на дальнем временном горизонте инвестирования в суверенный долг. Кроме того, социальные данные более доступны, и, следовательно, их легче интегрировать в анализ кредитоспособности государства.

Несмотря на перечисленные выше трудности, инвесторы все же учитывают ESG-аспекты при анализе кредитоспособности государства. Большинство из них проводит качественный анализ этих факторов с использованием данных независимых и (или) собственных исследований. Результаты такого анализа служат основой для принятия решений об инвестировании. При этом ESG-данные реже оцениваются с количественной стороны при анализе кредитоспособности государства, чем при анализе кредитоспособности предприятия. Зачастую при количественном анализе используются данные исследований и (или) показателей оценки ESG-факторов с целью определения кредитоспособности эмитента и,

РИСУНОК 3. ПРИМЕРЫ ESG-АСПЕКТОВ, АНАЛИЗИРУЕМЫХ ИНВЕСТИТОРАМИ В ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

| ВОПРОСЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ | ВОПРОСЫ СОЦИАЛЬНОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ | ВОПРОСЫ ОХРАНЫ ОКРУЖАЮЩЕЙ СРЕДЫ |
|--|---|---|
| Институциональная стабильность | Права человека | Последствия изменения климата |
| Коррупция | Образование и человеческий капитал | Водные ресурсы и загрязнение |
| Стабильность политического режима | Уровень здравоохранения | Биоразнообразие |
| Верховенство права | Политические свободы | Управление энергетическими ресурсами |
| Безопасность | Демографические изменения | Биологический потенциал и качество экосистемы |
| Качество и эффективность правовых норм | Уровень занятости населения | Загрязнение воздуха |
| Стандарты бухгалтерского учета | Продолжительность жизни | Природные катаклизмы |
| Свобода печати | Социальная отверженность и бедность / имущественное неравенство | Природные ресурсы |
| Политические и гражданские свободы | Доверие к общественным и государственным институтам | |
| | Преступность и безопасность | |
| | Продовольственная безопасность | |

при необходимости, вносятся корректировки в его кредитные рейтинги или внутренние оценки его финансовой состоятельности.

Другой распространенный подход к анализу суверенного долга подразумевает учет ESG-данных в процессе формирования портфеля активов. Факторы ESG могут приниматься в расчет при определении рекомендуемой доли инвестиций в те или иные страны и регионы (выше, ниже или в соответствии с эталоном).

Помимо анализа воздействия ESG-факторов на *способность* государства выполнить свои долговые обязательства, инвесторы используют такой анализ для оценки *готовности* государства выполнить эти обязательства. Например, инвестор, который предполагает наличие связи между уровнем коррупции и готовностью того или иного государства выполнять свои долговые обязательства, может на основе этих предположений скорректировать кредитный рейтинг и прогнозы, которые первоначально, по его мнению, не отражали уровень коррупции в этом государстве.

Анализ муниципальных облигаций

Подходы к ESG-интеграции

Рынок субсуверенных облигаций представлен бумагами, выпущенными органами власти на уровне ниже федерального или центрального, т. е. правительствами регионов, провинций, штатов и муниципалитетов. На рынке субсуверенных облигаций США в основном обращаются облигации, выпущенные муниципалитетами. Американский рынок муниципальных облигаций объемом около 3,85 трлн долл. США является крупнейшим в мире³.

Факторы ESG давно используются инвесторами для определения кредитного качества муниципальных облигаций и выявления финансовых рисков, связанных с деятельностью муниципалитета в целом или с конкретными государственными проектами. Качество управления и руководства деятельностью, как правило, постоянно учитывается при анализе кредитоспособности эмитента муниципальных облигаций. Инвесторы оценивают общую прозрачность операций, качество отчетности, уровень коррупции, эффективность финансового планирования и уровень ответственности в отношении использования долговых средств (например, проводится тщательный мониторинг долгосрочных обязательств по пенсионным выплатам и сроков погашения основного долга и учитывается наличие действующих планов по оптимизации капитальных затрат и эффективных механизмов финансового контроля). Обеспечение надлежащего раскрытия информации руководством муниципального образования может рассматриваться инвесторами как положительный фактор при сравнительном анализе эмитентов.

Инвесторы также могут дать более высокую оценку качеству управления эмитента-муниципалитета, если его органы управления принимают в расчет не только краткосрочные потребности бюджета, но и инвестируют в экономическое благополучие и повышение социальной инклюзивности на своей территории, поскольку высокий уровень инклюзивности, по их мнению, способствует улучшению платежеспособности и снижению уровня рисков. Таким образом, даже несмотря на временное ухудшение финансовых показателей, муниципалитет может оцениваться как привлекательный эмитент, если он привлекает займы с целью улучшения социальных условий и гарантий.

Как в случае облигаций под общее обязательство, так и в случае облигаций, выпущенных под конкретный проект и обеспеченных поступлениями, нерешенные социальные и экологические проблемы могут привести к снижению налоговых поступлений в бюджет эмитента и негативно повлиять на возможность получения им других доходов. Например, низкий процент учащихся, закончивших старшую школу, высокий уровень преступности, нехватка доступного жилья и высокий уровень безработицы могут ухудшить кредитоспособность муниципалитета в долгосрочной перспективе. Экологические факторы, такие как качество воздуха в регионе и связанные с ним риски для здоровья населения, состояние государственных инфраструктурных объектов, например, установок по очистке сточных вод, а также долгосрочные риски, связанные с изменением климата, могут оказать воздействие на макрофакторы, которые, в свою очередь,

учитываются при оценке платежеспособности эмитента. В целом, некоторые инвесторы полагают, что чем больше цели муниципалитета или конкретного государственного проекта соответствуют социальным и экологическим нуждам входящих в состав муниципалитета административных единиц, тем выше вероятность того, что такой муниципалитет сможет осуществлять выплаты по облигациям.

При анализе доходных облигаций (обеспеченных поступлениями от проекта) инвесторы также могут учитывать дополнительные ESG-факторы в зависимости от целей привлечения долгового капитала (например, присваивать большую значимость экологическим факторам для проектов в сфере водо- и электроснабжения или социальным факторам в отношении проектов в области образования и здравоохранения).

В связи с ограниченным анализом данного класса активов независимыми экспертами инвесторы зачастую на свое усмотрение определяют существенность тех или иных ESG-факторов и необходимость их учета в рамках фундаментального анализа. Инвесторы в муниципальные облигации больше чем все остальные опираются на данные исследований, публикуемые рейтинговыми агентствами, и могут использовать в своей деятельности расширенный перечень ESG-факторов, в том числе экологические показатели, которые отражают муниципальные и региональные проблемы с ресурсами.

Анализ структурированных облигаций

Подходы к ESG-интеграции

Помимо корпоративных и государственных облигаций, рынок финансовых инструментов с фиксированной доходностью также представлен ценными бумагами, обеспеченными пулом финансовых активов, таких как ипотечные кредиты, дебиторская задолженность и автокредиты. На данный момент инвесторы только начали рассматривать возможность систематического учета ESG-факторов в процессе анализа структурированных облигаций. Основная причина — низкая доступность таких данных для некоторых сторон в сделке, в том числе для специализированных юридических лиц, выпускающих ценные бумаги, а также изначальная сложность оценки пулов активов, число которых может достигать до нескольких тысяч.

Анализ ESG-рисков таких инструментов, как правило, проводится на нескольких уровнях: на уровне сделки в отношении originатора / агента по обслуживанию / эмитента ценных бумаг; на уровне пула активов, выступающих в качестве обеспечения; и иногда на уровне общей структуры сделки. Некоторые инвесторы обращают большее внимание на анализ рисков, связанных с originатором, другие — на кредитное качество пула базовых активов. Подход к анализу зависит от типа ценных бумаг, обеспеченных активами. В частности, учитывается наличие обеспечения в форме государственных гарантий, а также общая структура портфеля займов и (или) уровень концентрации в нем тех или иных активов.

На уровне сделки ESG-факторы играют важную роль при определении

скорректированного по рискам кредитного профиля эмиссии, поскольку они помогают инвесторам понять стратегию корпоративного управления каждой из ее сторон. Например, инвесторы могут проанализировать практику кредитования финансовых организаций — оригинаторов, отдавая предпочтение тем, в которых действуют четкие правила в отношении андеррайтинга и которые имеют хорошую репутацию в сфере обслуживания займов, и избегая тех, для которых характерно использование хищнических методов, неэффективное управление рисками и несоответствие или недостаточное соответствие нормативно-правовым требованиям. Инвесторы будут также стремиться исключать финансовые организации, каким-либо образом нарушившие деловую этику, что может повлечь за собой риски инициирования судебных разбирательств или другие негативные последствия в части истребования долга.

Качественная система корпоративного управления подразумевает прозрачность (например, предоставление подробной аудированной финансовой отчетности публичными компаниями, в которых хорошо налажен диалог между руководством и инвесторами), в том числе в отношении вознаграждения руководства, а также независимость совета директоров (например, сбалансированный состав совета директоров, члены которого наделены соответствующими полномочиями по контролю). Инвесторы также могут определить, заключается ли сделка по секьюритизации с целью избавления от активов или передачи рисков или как источник финансирования, которое они продолжают предоставлять в будущем.

На уровне пула активов или обеспечения инвесторы анализируют, как ESG-факторы могут повлиять на устойчивость денежных потоков по таким активам, как автокредиты и ипотечные кредиты⁴. Несмотря на то что методы анализа различаются в зависимости от типов пулов активов, цель остается той же — выявить и точно оценить возможные ESG-риски, которые могут негативно повлиять на ожидаемые денежные потоки по пулу активов.

В зависимости от типа обеспечения инвесторы могут акцентировать внимание на тех или иных ESG-аспектах.

Рассмотрим следующие примеры:

- При анализе ценных бумаг, обеспеченных энергетическими активами или договорами о поставках энергии, в центре внимания могут быть экологические риски, связанные с базовыми активами (например, источник производимой энергии).
- При анализе ценных бумаг, обеспеченных коммерческой или жилой недвижимостью, инвесторы могут рассматривать экологические факторы как в отношении конкретного объекта недвижимости, так и на уровне компании с учетом растущего влияния нормативных требований, действующих в некоторых странах, на владельцев недвижимости. В частности, инвесторы могут оценить энергоэффективность входящих в портфель объектов недвижимости с использованием действующих

⁴ PRI 2014, Руководство для инвесторов в инструменты с фиксированной доходностью <https://www.unpri.org/fixed-income/fixed-income-investor-guide/30.article>

стандартов, например, системы рейтингов энергоэффективности в Великобритании (Сертификат энергоэффективности) или США (Руководство по энергоэффективному и экологическому проектированию).

- При анализе ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, инциденты в области охраны окружающей среды и корпоративного управления (например, фальсификация результатов тестов на вредные выбросы в автомобильном секторе в 2015 г.) считаются существенным риском, влияющим на стоимость автомобилей, задействованных в сделках секьюритизации автокредитов и лизинговых активов.
- При анализе ценных бумаг, обеспеченных потребительскими кредитами или задолженностью по кредитным картам, инвесторы зачастую рассматривают в качестве существенных такие социальные риски, как дискриминация при выдаче кредитов и хищническое кредитование, а также использование агрессивной и мошеннической рыночной практики.

Количественный учет ESG-факторов при анализе структурированных инструментов позволяет лишь выявить ценные бумаги с неправильно рассчитанной стоимостью на основе допущений о досрочном погашении, в связи с чем они могут торговаться с дисконтом по отношению к внутренней стоимости. Например, инвесторы будут избегать вложений в бумаги, если агенты по обслуживанию агрессивно навязывают заемщикам рефинансирование или используют хорошо отлаженные механизмы рефинансирования, или будут оценивать их ниже, когда облигации торгуются с премией. С помощью качественного анализа, в основе которого лежит тщательная комплексная проверка сторон сделки, инвестор может подтвердить отсутствие индикаторов рисков в отношении участников сделки, а анализ состояния базовых активов может применяться для мониторинга результатов сделки в течение периода инвестирования в бумаги.

РАЗДЕЛ 2
СТРАНОВОЙ АНАЛИЗ:
РОССИЯ

ГЛАВА 1

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ESG НА РЫНКИ КАПИТАЛА И ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРАКТИКУ: ДАННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

ВЛИЯНИЕ НА СТОИМОСТЬ И ДОХОДНОСТЬ

Одной из целей нашего международного исследования в области ESG-интеграции было определить долю российских инвесторов, считающих, что те или иные ESG-факторы повлияли на цену акций и доходность облигаций на российских рынках капитала в 2017 г. и будут оказывать соответствующее влияние в 2022 г. Респонденты полагают, что наибольшее влияние на цену акций и доходность облигаций оказывают факторы, связанные с корпоративным управлением. По их мнению, социальные аспекты в настоящий момент оказывают более существенное воздействие на котировки акций и доходность государственных облигаций, чем экологические аспекты, и такое положение дел сохранится и в 2022 г. (см. **Таблицу 3**).

ТАБЛИЦА 3. ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ESG НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ, ДОХОДНОСТЬ/СПРЕДЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ДОХОДНОСТЬ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА В 2017 Г. И ЧЕРЕЗ ПЯТЬ ЛЕТ (В 2022 Г.)

| | В 2017 Г. | В 2022 Г. |
|--|-----------|-----------|
| ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ESG НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ | | |
| Управление | 81% | 85% |
| Охрана окружающей среды | 7% | 26% |
| Социальные факторы | 11% | 30% |
| ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ESG НА ДОХОДНОСТЬ/СПРЕДЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ | | |
| Управление | 62% | 65% |
| Охрана окружающей среды | 4% | 15% |
| Социальные факторы | 4% | 12% |
| ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ESG НА ДОХОДНОСТЬ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА | | |
| Управление | 42% | 38% |
| Охрана окружающей среды | 4% | 8% |
| Социальные факторы | 15% | 12% |

Примечание: Процент респондентов, ответивших «часто» или «всегда»

ESG – РИСКИ И ВОЗМОЖНОСТИ

Российских респондентов попросили оценить, как часто риски и возможности в области ESG влияют на стоимость акций и доходность облигаций на российских рынках капитала (см. **Таблицу 4**). Результаты опроса показывают, что риски и возможности в области управления наиболее часто учитываются инвесторами при принятии решений. Риски и возможности в социальной сфере оказывают на стоимость акций и облигаций более значительное влияние, чем те, что связаны с охраной окружающей среды – доля респондентов, считающих, что последние «часто» или «всегда» влияют на цену акций и доходность облигаций, крайне незначительна.

ТАБЛИЦА 4. ВЛИЯНИЕ ESG-РИСКОВ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ, ДОХОДНОСТЬ/СПРЕДЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ДОХОДНОСТЬ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА

| | ВЛИЯЮТ «ЧАСТО» ИЛИ «ВСЕГДА» |
|---|-----------------------------|
| КАК ЧАСТО РИСКИ И ВОЗМОЖНОСТИ В ОБЛАСТИ ESG ВЛИЯЮТ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ? | |
| Риски в сфере охраны окружающей среды | 7% |
| Возможности в сфере охраны окружающей среды | 7% |
| Риски в социальной сфере | 7% |
| Возможности в социальной сфере | 19% |
| Риски в сфере управления | 70% |
| Возможности в сфере управления | 63% |
| КАК ЧАСТО РИСКИ И ВОЗМОЖНОСТИ В ОБЛАСТИ ESG ВЛИЯЮТ НА ДОХОДНОСТЬ/СПРЕДЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ? | |
| Риски в сфере охраны окружающей среды | 4% |
| Возможности в сфере охраны окружающей среды | 4% |
| Риски в социальной сфере | 15% |
| Возможности в социальной сфере | 8% |
| Риски в сфере управления | 65% |
| Возможности в сфере управления | 50% |
| КАК ЧАСТО РИСКИ И ВОЗМОЖНОСТИ В ОБЛАСТИ ESG ВЛИЯЮТ НА ДОХОДНОСТЬ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА? | |
| Риски в сфере охраны окружающей среды | 0% |
| Возможности в сфере охраны окружающей среды | 0% |
| Риски в социальной сфере | 12% |
| Возможности в социальной сфере | 8% |
| Риски в сфере управления | 27% |
| Возможности в сфере управления | 23% |

УЧЕТ ESG-ФАКТОРОВ ПОРТФЕЛЬНЫМИ УПРАВЛЯЮЩИМИ И ФИНАНСОВЫМИ АНАЛИТИКАМИ

В рамках изучения инвестиционной практики в России портфельным управляющим и финансовым аналитикам был задан вопрос о том, включают ли они существенные аспекты, связанные с экологией, социальной сферой и управлением, в анализ акций и облигаций. Значительная доля респондентов (19%) «часто» или «всегда» учитывает указанные факторы при анализе акций, и только 4% принимают их в расчет при анализе облигаций (см. **Рисунок 4**). По сравнению с участниками опроса из других стран российские аналитики и портфельные управляющие чаще корректируют модели оценки акций с учетом факторов ESG (доля респондентов, ответивших «часто» или «всегда», – 26%; см. **Рисунок 5**).

РИСУНОК 4. Роль ESG В ИНВЕСТИЦИОННОМ АНАЛИЗЕ

Как часто портфельные управляющие и финансовые аналитики учитывают существенные ESG-аспекты при анализе акций или облигаций?

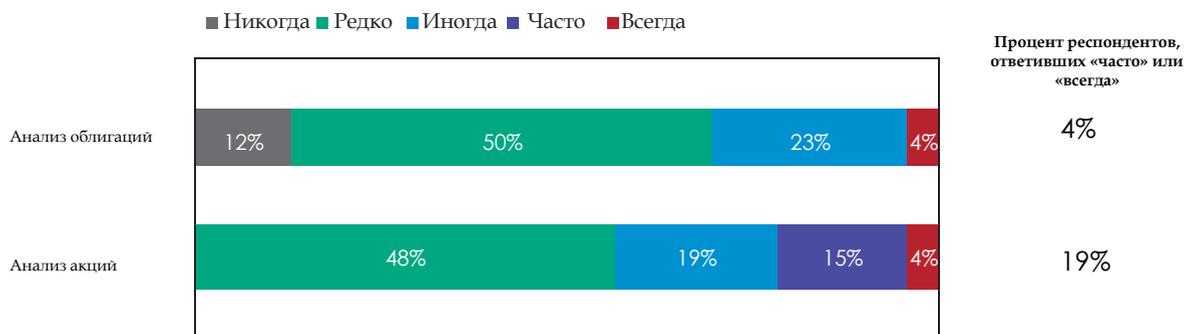
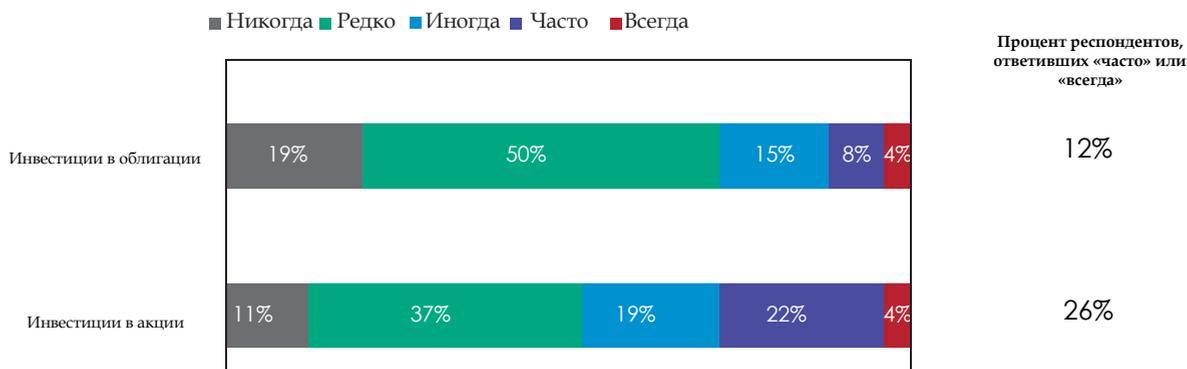


РИСУНОК 5. ВЛИЯНИЕ ESG НА МОДЕЛИ/ИНСТРУМЕНТЫ ОЦЕНКИ

Как часто портфельные управляющие и финансовые аналитики корректируют модели/инструменты оценки с учетом существенных ESG-аспектов при анализе акций или облигаций?



ГЛАВА 2

ФАКТОРЫ, СПОСОБСТВУЮЩИЕ И ПРЕПЯТСТВУЮЩИЕ РАЗВИТИЮ ПРАКТИКИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСОВ, СЕМИНАРА И ИНТЕРВЬЮ

CFA Institute и PRI выражают благодарность Московской бирже и Prosperity Capital Management за содействие в организации московского семинара по внедрению факторов ESG в инвестиционную практику. С их помощью мы смогли организовать диалог с инвесторами и аналитиками, чтобы лучше оценить, как обстоит ситуация с ответственной финансово-инвестиционной практикой в России. Мы также благодарим Европейский Университет в Санкт-Петербурге и «ТКБ Инвестмент Партнерс» за высказанные мнения в отношении факторов, которые способствуют и препятствуют внедрению практики ESG-интеграции в России.



**MOSCOW
EXCHANGE**



PROSPERITY CAPITAL MANAGEMENT

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ С РАЗВИТИЕМ ПРАКТИКИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ В РОССИИ

Участники семинара считают, что российские инвесторы учитывают ESG-факторы в ходе инвестиционного анализа. В то же время они отметили недостаточное понимание со стороны участников рынка специфики процесса ESG-интеграции, который зачастую приравнивается к методу исключения из портфеля определенных отраслей, компаний и проектов.

Инвесторы сходятся во мнении о том, что факторы, связанные с корпоративным управлением, играют важную роль, поскольку они оказывают непосредственное влияние на прибыль и, в конечном счете, на дивидендную политику компании. Однако мало кто понимает, какое влияние оказывают экологические и социальные аспекты на финансовые показатели бизнеса.

Год назад некоторые российские инвесторы начали получать от своих зарубежных клиентов вопросы касательно учета факторов ESG в процессе принятия решений. В качестве основного препятствия на пути к внедрению практики ESG-интеграции российские участники опроса назвали низкий уровень интереса со стороны клиентов.

Кроме того, они в целом согласны с тем, что ее внедрение в России должно происходить централизованно при поддержке со стороны регулятора.

ОСОБЕННОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРАКТИКИ В РОССИИ

Участники семинара и другие опрошенные инвесторы высказали общее мнение о том, что факторы ESG учитываются российскими специалистами в ходе инвестиционного анализа. По словам одного инвестиционного менеджера, этот процесс выглядит следующим образом:

«Чтобы определить стоимость компании, мы изучаем как финансовые, так и нефинансовые показатели, влияющие на нашу субъективную оценку деятельности компании, несмотря на сложность их измерения. Мы называем такую оценку уровнем убежденности. Общий уровень убежденности представляет собой сложное субъективное заключение, основанное, в частности, на понимании специфики деятельности компании и уровня ее взаимодействия с заинтересованными сторонами. При анализе объекта инвестирования учитывается также уровень убежденности портфельного управляющего и аналитика, изучающего соответствующую компанию. Например, если руководство или владельцы компании не уделяют внимание вопросам взаимоотношений с работниками и охраны окружающей среды и не анализируют социальные последствия деятельности компании в целом, значит, их вряд ли будут заботить интересы миноритарных акционеров. Дополнительные риски такого рода принимаются в расчет при определении стоимости капитала той или иной компании».

Однако, по мнению другого участника опроса, российские инвесторы не проводят достаточно глубокий и масштабный анализ факторов ESG и не используют комплексный подход к такому анализу:

«В России предпочтительно анализировать отдельные ESG-факторы. Разумеется, практически все мои российские конкуренты интересуются вопросами корпоративного управления и, возможно, социальной ответственности бизнеса, поскольку эти аспекты также могут нести в себе риски для миноритарных акционеров. Если же говорить о вопросах экологии, то я не думаю, что они играют важную роль. Из собственного опыта и из опыта коллег могу сказать, что никто не считает вопросы охраны окружающей среды существенным фактором при принятии инвестиционных решений».

Отвечая на вопрос об общих принципах ответственного инвестирования в России, представитель одного фонда целевого капитала подтвердил следующее:

«Местные инвесторы, у которых нет связей или возможности сотрудничества с иностранными коллегами, уделяют больше внимания вопросам корпоративного управления по сравнению с экологическими или социальными вопросами. Те же, кто работает с иностранными инвесторами и осуществляет капиталовложения в их интересах, имеют определенное представление о концепции инвестирования с учетом ESG-факторов, но зачастую в своей деятельности анализируют только аспекты корпоративного управления и социальной ответственности объекта инвестиций и

недостаточно принимают в расчет влияние этих аспектов на стоимость у акций и облигаций».

В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ – ВОПРОСЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

По мнению участников рынка, вопросы корпоративного управления оказывают постоянное воздействие на стоимость акций и облигаций. В связи с этим в процессе инвестиционного анализа большое внимание уделяется роли и профессиональному опыту лица, ответственного за принятие ключевых решений в руководстве или структуре собственности компании.

Результаты исследований подтверждают, что экологические и социальные аспекты имеют несущественный вес при принятии инвестиционных решений российскими инвесторами в сравнении с вопросами корпоративного управления. Экологические факторы могут иногда влиять на цену акций и облигаций из-за риска экологических катастроф или штрафных санкций, которые могут быть наложены на компанию. Стоит отметить, однако, что участники опроса считают социальные вопросы несколько более значимыми, чем экологические (11% против 7% в случае инвестиций в акции; см. **Таблицу 3**).

Свою убежденность в более выраженном воздействии социальных аспектов на прибыльность компании по сравнению с экологическими продемонстрировали и участники семинара. Однако четкое понимание того, как социальные факторы влияют на цену акций, у них отсутствует, особенно с учетом короткого горизонта инвестирования на российском рынке. Участвовавший в интервью инвестиционный менеджер также считает, что социальным вопросам инвесторы в России уделяют столь же мало внимания, как и экологическим. По его словам, с компаниями обычно обсуждаются только вопросы корпоративного управления и социальной ответственности, которые не маркируются как «ESG».

На вопрос «Согласны ли вы с тем, что социальные аспекты будут в большей степени влиять на стоимость акций и облигаций, чем экологические?» представитель фонда ответил утвердительно, но добавил, что еще год назад ответ на этот вопрос был бы другим:

«В наши дни растущую значимость приобретают такие социальные факторы, как взаимоотношения между работниками и работодателями. Настроения со стороны как работодателей, так и работников изменились несколько месяцев назад, после принятия в России пенсионной реформы⁵ (изменение пенсионного возраста), ставшей предметом активных обсуждений. Думаю, что эта тема сохранит актуальность в ближайшие месяцы, может быть, даже в ближайшие пару лет, что приведет к изменениям в социальных программах крупных компаний (в основном связанных с государством)».

⁵ http://www.pfrf.ru/press_center/~2018/10/04/167652.

ПРОБЛЕМА РАСКРЫТИЯ ДАННЫХ

В ходе семинара и интервью с заинтересованными сторонами в России часто поднимался вопрос о доступности данных. В стране непросто получить требуемую информацию об экологической и социальной ответственности бизнеса — отсутствуют специализированные СМИ и не проводится профессиональный инвестиционный анализ, результаты которого можно было бы использовать при принятии решений.

«Даже в случае получения ESG-информации ее качество невозможно проверить без посещения объектов компании».

Проблему также представляет сбор информации о деятельности компаний в отдаленных регионах России, особенно с учетом того, что ESG-данные не освещаются СМИ, неправительственными организациями (НПО) или иными независимыми источниками. «Даже в случае получения ESG-информации ее качество невозможно проверить без посещения объектов компании», — комментирует один из инвестиционных менеджеров. Представитель фонда целевого капитала также затронул вопрос о роли раскрытия данных:

«В настоящее время некоторые российские компании уже начали добровольно раскрывать ESG-данные, но пока только зарубежным инвесторам. Те из них, кто заинтересован в привлечении иностранного капитала, уже предоставляют информацию о своей деятельности в сфере ESG согласно европейским требованиям. То же можно сказать и о российских компаниях по управлению активами. Если компаний, раскрывающих такие данные, станет больше, они в конечном счете будут способствовать популяризации концепции инвестирования с учетом ESG, благодаря чему эти данные будет использовать все большее число местных инвесторов. Это поможет изменить их менталитет».

В то же время можно отметить перемены к лучшему в отношении раскрытия ESG-данных. Обсуждается возможность внедрения требований о раскрытии российскими компаниями результатов в области охраны окружающей среды, социальной ответственности и корпоративного управления по принципу «соблюдай или объясняй», а также другие инициативы. Российский союз промышленников и предпринимателей⁶ составляет индексы в сфере устойчивого развития и ежегодные рейтинги раскрытия нефинансовой информации российскими компаниями, а также предоставляет инвесторам доступ к платформе, консолидирующей отчеты об устойчивом развитии и интегрированную финансовую отчетность. Национальная ассоциация концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру⁷ разработала для активных и потенциальных инвесторов единую базу данных и инструменты анализа инфраструктурных проектов (переработка и утилизация отходов, водоснабжение и транспорт) с учетом принципов устойчивого развития.

⁶ <http://www.rspp.ru/simplepage/475>.

⁷ <https://investinfra.ru/concessionaires-and-long-term-infrastructure-investors-national-association/>.

ОГРАНИЧЕНИЯ, ОБУСЛОВЛЕННЫЕ СТРУКТУРОЙ РЫНКА

Российский рынок капитала небольшой по объему и концентрированный. Этим можно объяснить то, что пока местные инвесторы не готовы отказаться от капиталовложений в прибыльные, но не соответствующие определенным ESG-критериям (этическим стандартам) компании. Например, компании энергетического сектора занимают примерно 50% в индексе MSCI Russia, а вторая по величине доля в нем приходится на компании финансового сектора. Принимая во внимание высокую существенность ESG-факторов для этих отраслей, их отсеивание, вне всякого сомнения, окажет влияние на инвестиционный портфель и показатели его доходности с учетом риска. Как отметил один из опрошенных инвестиционных менеджеров, «если клиент начинает отказываться от инвестиций в эти отрасли, в конечном итоге он получит портфель, который будет характеризоваться высокой волатильностью и концентрацией». Представитель фонда целевого капитала разделяет эту точку зрения: «Диапазон облигаций и акций, в которые мы можем инвестировать, очень ограничен [местные фонды целевого капитала могут осуществлять вложения только в компании, зарегистрированные на Московской бирже]. Большинство компаний в этих отраслях не отличается высокими ESG-рейтингами». Первые зеленые облигации в России были выпущены в декабре 2018 г. с целью финансирования проектов экологически эффективного управления отходами. Московская биржа выпустила заявление о формировании в 2019 г. отдельного сектора, в котором будут обращаться зеленые и социальные облигации⁸.

Еще одним рыночным фактором, препятствующим внедрению практики ESG-интеграции в России, является горизонт инвестирования. Существует мнение, что концепция инвестирования с учетом ESG-факторов непопулярна на российских рынках капитала, поскольку многие его участники используют короткий горизонт инвестирования. Ввиду того, что существенные аспекты ESG влияют на показатели доходности портфеля лишь в долгосрочной перспективе, инвесторы, специализирующиеся на краткосрочных инвестициях, не считают необходимым принимать их в расчет.

Наконец, еще одна проблема в России – отсутствие прочной базы институциональных инвесторов. В других странах движущей силой процесса внедрения практики ESG-интеграции часто выступают страховые компании и пенсионные фонды. В своем документе по стратегическому развитию финансового рынка «Основные направления развития финансового рынка Российской

«Если клиент начинает отказываться от инвестиций в эти отрасли, в конечном итоге он получит портфель, который будет характеризоваться высокой волатильностью и концентрацией».

⁸ <https://www.moex.com/n22067/?nt=106>.

Федерации на период 2019 – 2021 гг.»⁹ российский регулятор Банк России указывает на негативные последствия этой проблемы: «Это ограничивает возможности экономики по трансформации сбережений населения в долгосрочные инвестиции, необходимые для устойчивого роста экономики и повышения благосостояния граждан».

НЕОБХОДИМОСТЬ ПОВЫШЕНИЯ УРОВНЯ ОСВЕДОМЛЕННОСТИ

Помимо рыночных ограничений, отсутствие стремления следовать принципам ESG-инвестирования со стороны российских инвесторов также можно объяснить недостаточным пониманием самой концепции (ESG-интеграция часто приравнивается к «отрицательному» скринингу, или исключению определенных отраслей, компаний или проектов из портфеля), а также непониманием влияния соответствующих факторов (в частности, экологических и социальных) на стоимость акций и доходность облигаций. Представитель фонда целевого капитала отметил, что российские инвесторы руководствуются прежде всего показателями доходности и не понимают, каким образом учет прочих факторов, не связанных с корпоративным управлением, может способствовать росту эффективности капиталовложений.

«Социально ответственные инвестиции у большинства ассоциируются только с отказом от вложений в табачные компании. Даже сотрудникам инвестиционных фондов и фондов целевого капитала мне приходится объяснять, в чем состоит суть этого подхода и почему в России можно и нужно уделять внимание факторам ESG».

Представление о том, какие факторы относятся к ESG, тоже ограничено, что затрудняет клиентскую отчетность, тогда как хорошая осведомленность данными аспектами, независимо от того, интегрированы они или нет во внутренние процессы, может «сыграть на руку». Вот что говорит об этом представитель фонда целевого капитала:

«Некоторые российские компании по управлению активами, работающие с зарубежными инвесторами, более компетентны в области вопросов ESG и отчетности о соответствии российских компаний требованиям в этой сфере. Иногда много усилий для этого прилагать не нужно. Например, в России не используется детский труд – это запрещено Трудовым кодексом. Инвестору не потребуется предпринимать какие-то особые действия и проводить анализ для того, чтобы заявить о соответствии российских компаний в их портфеле этому требованию».

⁹ http://www.cbr.ru/finmarket/development/develop/main_directions/.

Представитель управляющей компании разделяет обеспокоенность по поводу правильности понимания участниками рынка концепции инвестирования с учетом ESG, а также непонимания того, что некоторые ее аспекты уже могут быть внедрены в их финансовый анализ:

«Для меня как инвестора неважно, как называют эту концепцию – «ESG-инвестирование» или иначе. В нашей компании инвестиционные процессы уже много лет придерживаются философии, на которой базируется ESG-инвестирование. Мы учитываем ESG-факторы в целях более эффективного управления рисками, но при этом не используем термин ESG. Мы всегда обращали внимание на вопросы корпоративного управления и учитываем этот критерий при расчете стоимости капитала компании на раннем этапе оценки».

Образовательная работа играет ключевую роль. Респонденты сходятся во мнении, что повышение уровня осведомленности в отношении вопросов ESG способно изменить восприятие концепции ESG-инвестирования и оказать влияние на рынок, при условии, что эти вопросы будут с определенной регулярностью подниматься и обсуждаться различными заинтересованными сторонами. Необходимо обеспечить освещение этих аспектов СМИ. Кроме того, вопросы ESG должны обсуждаться на конференциях и прочих мероприятиях, и для повышения уровня общей осведомленности – распространяться среди более широкого круга лиц, а не только среди профессионалов в сфере инвестирования.

РАСТУЩАЯ АКТУАЛЬНОСТЬ ESG

Российские управляющие компании начали получать запросы от своих зарубежных клиентов относительно того, как ESG-риски и возможности местных компаний учитываются при их финансовой оценке, однако, по мнению опрошенных, эти запросы не всегда достаточно содержательны. По словам представителя одной управляющей компании, «в Европе сейчас популярна тема ESG-инвестирования. Именно поэтому нас об этом спрашивают. Я не думаю, что эти вопросы задаются для того, чтобы клиент смог принять более эффективное инвестиционное решение или оказать положительное воздействие посредством своих инвестиций в Россию».

Участники семинара и опроса также отметили отсутствие в стране большого интереса к вопросам ESG. Однако в перспективе ситуация может измениться с появлением нового, более ответственного поколения. Инвесторы отмечают постепенный рост заинтересованности к данной тематике как со стороны бенефициаров, так и со стороны конкурентов.

Представитель фонда целевого капитала проявил свою приверженность к ESG и отметил растущий интерес студентов к этим вопросам:

«Мы еще не ввели практику интеграции ESG в инвестиционные процессы нашего фонда, поскольку для России это новое явление, но мы уже начали обсуждать перспективы такого подхода с членами комитета по инвестициям. Пока мы существенно не продвинулись, поскольку у нас нет четкого представления о процессе, и мы изучаем возможность поэтапного внедрения».

такого подхода. Главное — это то, что мы движемся в этом направлении, понимаем правильность этой стратегии. Зарубежные фонды целевого капитала и инвестиционные фонды уже работают с ESG, и мы не хотим от них отставать. Кроме того, аспиранты нашего университета уже начали интересоваться вопросами ESG. Пока они не требуют от нас изменить наш инвестиционный подход, но, как нам кажется, это уже первый шаг. Следующим будет призыв к переменам. Мы наблюдали за процессом развития подходов фондов целевого капитала в Великобритании и США к ESG, в котором ключевую роль играло поколение миллениалов. Здесь, в России, мы тоже ощущаем влияние смены поколений — современные молодые люди имеют совершенно иной менталитет.»

«Аспиранты нашего университета уже начали интересоваться вопросами ESG. Пока они не требуют от нас изменить наш инвестиционный подход, но, как нам кажется, это уже первый шаг. Следующим будет призыв к переменам.»

ФАКТОРЫ, СПОСОБСТВУЮЩИЕ И ПРЕПЯТСТВУЮЩИЕ ВНЕДРЕНИЮ ПРАКТИКИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ

В ходе опроса и семинара было выявлено пять основных факторов, способствующих и препятствующих внедрению практики ESG-интеграции (см. Таблицы 5 и 6).

Ранее мы уже говорили о том, что основные барьеры на пути внедрения практики ESG-интеграции в России — это отсутствие сопоставимых и исторических данных по экологическим и социальным аспектам деятельности компаний, ограничения, обусловленные структурой рынка, слабое понимание аспектов ESG и специфики их интеграции в инвестиционный процесс, а также недостаточный, по мнению инвесторов, потенциал получения положительной доходности.

ТАБЛИЦА 5. ФАКТОРЫ, СПОСОБСТВУЮЩИЕ ВНЕДРЕНИЮ ПРАКТИКИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ НА РОССИЙСКИХ РЫНКАХ КАПИТАЛА

| ИНВЕСТИЦИИ В АКЦИИ | | ИНВЕСТИЦИИ В ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ | |
|---|-----|--|-----|
| Управление риском | 56% | Интерес со стороны клиентов | 42% |
| Интерес со стороны клиентов | 41% | Управление риском | 38% |
| Регулирование | 41% | Регулирование | 27% |
| Неприменимо — ESG не является частью инвестиционного процесса | 15% | Поддержка высшего руководства | 15% |
| Поддержка высшего руководства | 15% | Наличие стимулов | 8% |

Примечание: Процент респондентов, назвавших каждую из приведенных позиций основным фактором. Респондентам была предоставлена возможность выбрать несколько вариантов ответов.

ТАБЛИЦА 6. ФАКТОРЫ, ПРЕПЯТСТВУЮЩИЕ ВНЕДРЕНИЮ ПРАКТИКИ ESG-ИНТЕГРАЦИИ НА РОССИЙСКИХ РЫНКАХ КАПИТАЛА

| ИНВЕСТИЦИИ В АКЦИИ | | ИНВЕСТИЦИИ В ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ | |
|---|-----|---|-----|
| Отсутствие корпоративной культуры | 52% | Низкий интерес со стороны клиентов | 46% |
| Отсутствие сопоставимых и исторических данных | 37% | Отсутствие корпоративной культуры | 31% |
| Низкий интерес со стороны клиентов | 37% | Отсутствие данных, подтверждающих выгодность таких инвестиций | 27% |
| Слабое представление о ESG и специфике их интеграции в инвестиционный процесс | 26% | ESG-факторы редко оказываются материально существенными | 23% |
| ESG-факторы редко оказываются материально существенными | 22% | Слабое представление о ESG и специфике их интеграции в инвестиционный процесс | 23% |

Примечание: Процент респондентов, назвавших каждую из приведенных позиций основным препятствием. Респондентам была предоставлена возможность выбрать несколько вариантов ответов.

По данным опроса (см. **Таблицу 6**) еще одним таким препятствием является отсутствие корпоративной и инвестиционной культуры, особенно применительно к краткосрочным инвестициям. Инвесторов зачастую интересует исключительно доходность портфеля. Они не задумываются о социальном воздействии инвестиций и не стремятся к созданию добавленной стоимости портфельных компаний во благо будущих поколений. Существует мнение, что западный капитал отчасти поддерживает краткосрочное инвестирование на российском рынке акций и облигаций. «Зарубежные инвесторы в российские бумаги осознают все риски и мало задумываются о социальном воздействии своих инвестиций. Они обращают внимание только на государственные риски», – говорит представитель одной из управляющих компаний.

Российские респонденты поставили низкий уровень интереса со стороны клиентов на первое место среди препятствий по развитию практики ESG-интеграции в России. Вместе с тем, с точки зрения участников опроса и семинара, интерес со стороны клиентов также служит основным фактором, способствующим продвижению такого подхода: более 40% опрошенных считают, что рост востребованности со стороны клиентов может побудить российских инвесторов к более активному внедрению практики ESG-интеграции (см. **Таблицу 5**).

Как и в большинстве рассмотренных нами стран, одним из мощнейших стимулов развития концепции ESG-инвестирования в России служит стремление

инвесторов к более эффективному управлению рисками. Заинтересованные стороны также едины во мнении о том, что для распространения этой концепции в России необходим централизованный подход с поддержкой процесса со стороны регулятора. Однако многие признались, что иногда они затрудняются точно определить, какой из факторов играет более важную роль — рост интереса со стороны клиентов или регулирование сверху. В большинстве таких случаев приоритетным все же оказывается интерес со стороны клиентов. Представитель фонда целевого капитала согласен с этой точкой зрения: «Более значимым является спрос со стороны клиентов. На текущем этапе в России отсутствует нормативно-правовое регулирование в области ESG. Этот вопрос рассматривается, но конкретных мер пока не принято. Что же касается внутреннего регулирования, я не знаю ни одного российского инвестора, в инвестиционную политику которого были бы включены аспекты ESG. Исключением, впрочем, могут быть вопросы корпоративного управления».

Участники семинара отметили, что Банк России в последнее время начал принимать меры по поддержке концепции ESG-инвестирования. Российский регулятор впервые включил планы о разработке финансовых механизмов устойчивого развития в свою программу стратегического развития финансового рынка России:

«Финансовый рынок способен стимулировать инвестиции, способствующие сохранению и улучшению условий жизни. Глобальные вызовы, связанные с изменением климата, накопленным экологическим ущербом и сокращением биоразнообразия, способствовали созданию и развитию на зарубежных финансовых рынках специальных институтов и финансовых инструментов устойчивого развития, включая зеленые облигации. России также предстоит подключиться к глобальному процессу и проработать вопрос формирования национальной системы финансовых инструментов устойчивого развития, организации методологической и верификационной системы по инструментам ответственного финансирования»¹⁰.

ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ ПРАКТИКИ ESG-ИНВЕСТИРОВАНИЯ В РОССИИ

Участвовавший в опросе представитель фонда целевого капитала заявил, что ответить на вопрос о будущем ESG-инвестирования в России непросто:

«С ходу я бы сказала, что оно будет зависеть от политической обстановки и ситуации с санкциями. Если будут введены санкции в отношении российского финансового сектора, особого прогресса в этой сфере, к сожалению, ожидать не стоит — наш финансовый сектор будет отрезан от мировых рынков, а это значит, что он будет жить собственной жизнью, не имея возможности заимствовать передовые зарубежные методы ESG-инвестирования. Если санкций не будет и российские финансовые

¹⁰ [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/44185/onfr_2019-21\(project\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/44185/onfr_2019-21(project).pdf).

компании смогут работать на мировых рынках, они тоже начнут двигаться в сторону развития практики интеграции ESG в инвестиционный процесс. Этому будет способствовать положительный пример иностранных конкурентов и обмен опытом. Фактически все зависит от того, останемся ли мы участниками глобального рынка».

Некоторые участники семинара проявляют более выраженный скептицизм по поводу перспектив в области ESG-инвестирования в России, но сходятся во мнении, что необходимые условия можно создать с помощью правильной мотивации. Например, хорошими стимулами для руководства портфельных компаний могут послужить динамика стоимости акций и результаты деятельности компании: если они увидят, что есть связь между ценой акций и показателями в сфере ESG, они будут стремиться улучшать их. Представитель одной из опрошенных управляющих компаний согласился с тем, что государственное регулирование заставит компании обращать больше внимание на аспекты ESG: положительные изменения будут возможны, если требование об их учете и контроле будет исходить от государства, и если эти аспекты будут включены в состав ключевых показателей эффективности.

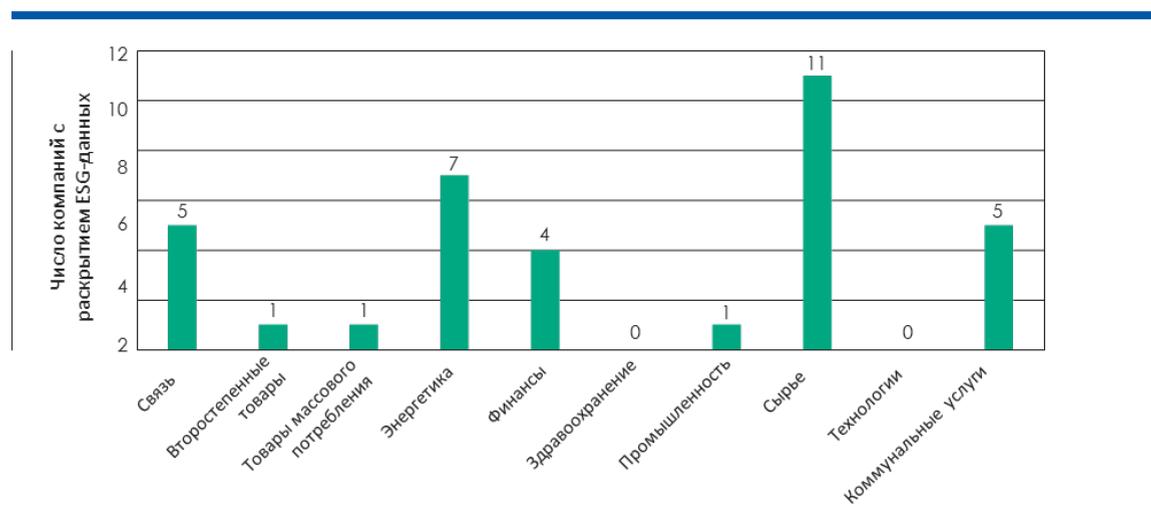
ГЛАВА 3

ТЕНДЕНЦИИ В ОБЛАСТИ РАСКРЫТИЯ ESG-ДААННЫХ

Совместно с компанией Bloomberg мы проанализировали прозрачность раскрытия ESG-информации в каждой из изучаемых стран. В своих расчетах мы опирались на результаты оценки, полученные экспертами Bloomberg на основе данных из открытых источников. Указанные оценки отражают скорее качество раскрытия информации о деятельности компаний в сфере устойчивого развития, а не результаты такой деятельности. Баллы присваиваются исходя из раскрываемой компанией информации по различным аспектам, связанным с охраной окружающей среды, социальной сферой и корпоративным управлением. Каждая группа данных оценивается по шкале от 0 до 100, после чего выводится совокупный показатель, на основании которого выставляется общая оценка раскрытия ESG-данных. В нашем отчете приводятся оценки только по отраслям, в которых присутствует более семи зарегистрированных на бирже компаний, публикующих ESG-данные (Подробнее см. «Приложение: Методика»).

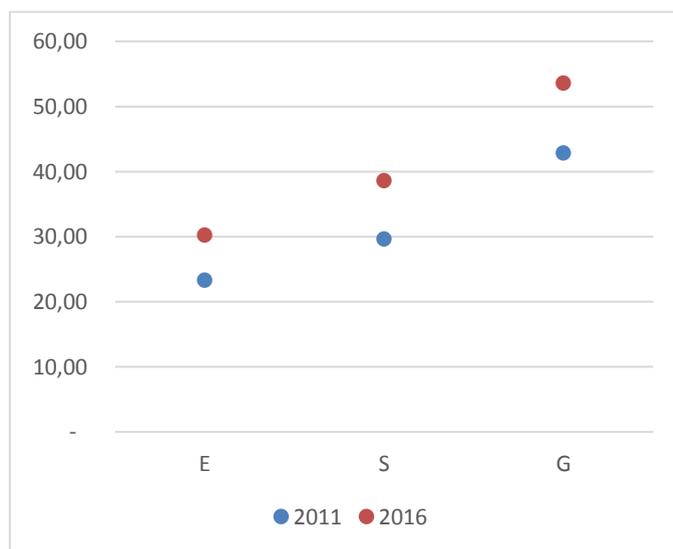
На российском рынке акционерного капитала (см. Рисунок 6) только в двух отраслях было зафиксировано не менее семи эмитентов, которые в 2016 г. представляли ESG-отчетность, а именно в энергетической и сырьевой отрасли (семь и одиннадцать эмитентов соответственно).

РИСУНОК 6. ДАННЫЕ ПО ОТРАСЛЯМ: ПУБЛИЧНЫЕ РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ С РЕЙТИНГАМИ РАСКРЫТИЯ ESG-ИНФОРМАЦИИ ЗА 2016 Г.



Если говорить о российском рынке в целом, то на **Рисунке 7** видно, что в 2011 и 2016 гг. рейтинги раскрытия информации об охране окружающей среды были самыми низкими (23,29 и 30,23 соответственно), тогда как показатели оценки раскрытия данных о социальной деятельности были вторыми по величине (29,66 и 38,60 соответственно). Средний показатель оценки раскрытия данных по корпоративному управлению был самым высоким как в 2011 г. (42,86), так и в 2016 г. (53,57). По этому показателю также был зафиксирован самый высокий рост в абсолютном выражении – 10,71, в то время как средние оценки раскрытия данных о социальной и природоохранной деятельности продемонстрировали более относительный прирост (30% по каждому аспекту) по сравнению с показателями 2011 г.

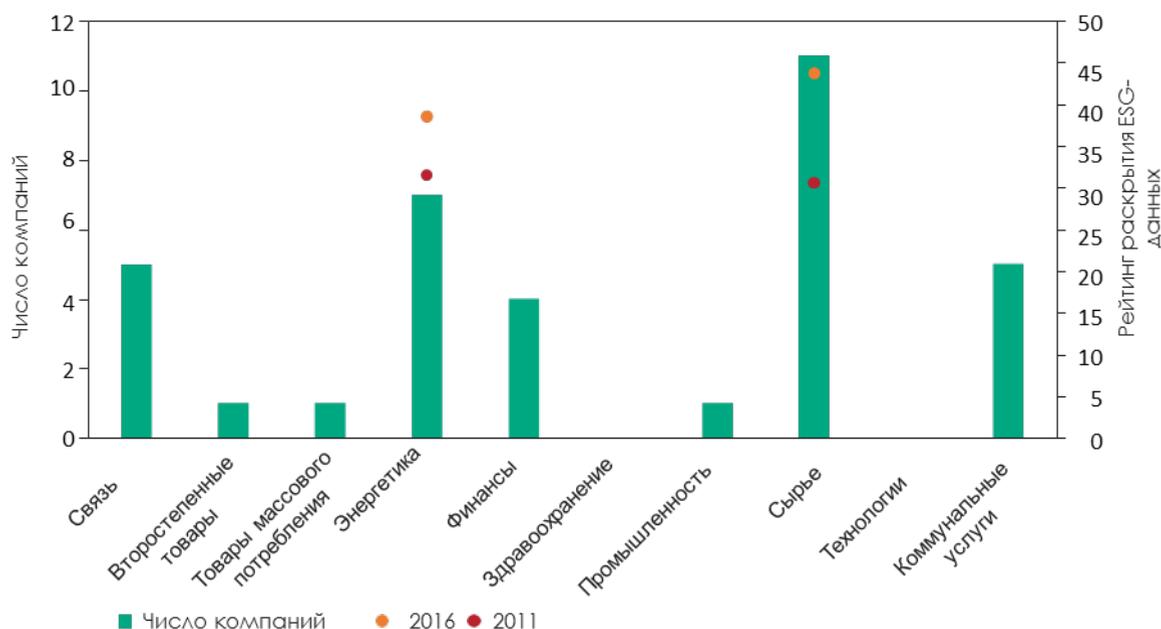
РИСУНОК 7. СРЕДНИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РАСКРЫТИЯ ESG-ДААННЫХ ПУБЛИЧНЫМИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ ЗА 2011 И 2016 ГГ.



Детальный анализ показывает, что улучшение оценок за пять лет с 2011 по 2016 гг. наблюдалось в энергетическом и сырьевом секторах. Как видно из **Рисунка 8**, самые низкие показатели оценки в сырьевом секторе (30,58) были отмечены в 2011 г., а средний показатель раскрытия ESG-информации в энергетическом секторе составил 31,54. В 2016 г. сырьевой сектор обошел энергетический по среднему показателю оценки раскрытия ESG-данных (43,80 против 38,59).

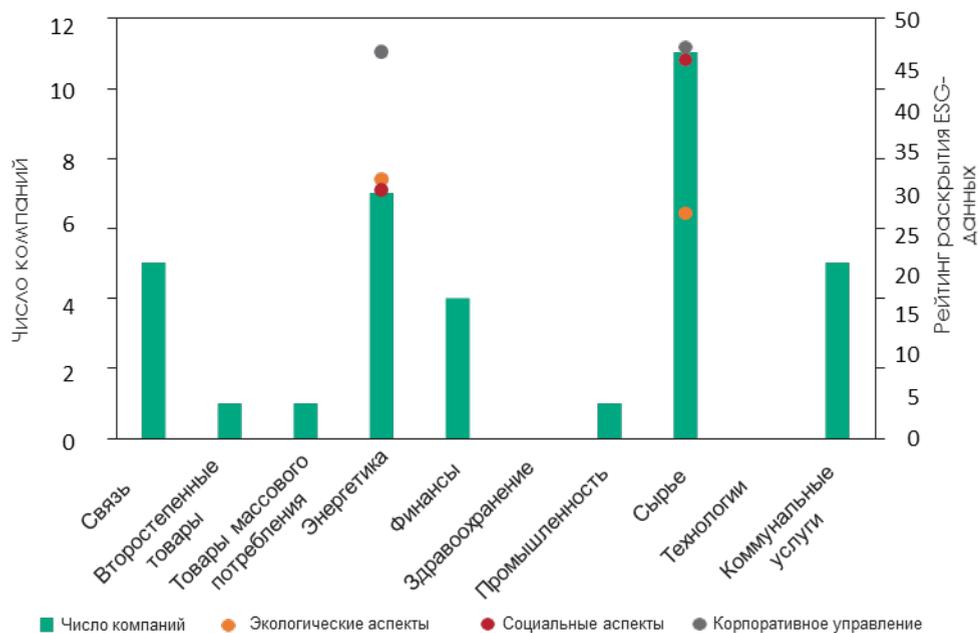
На **Рисунке 9** приведены показатели оценки, присвоенные энергетическому и сырьевому секторам, в разбивке по аспектам (охрана окружающей среды, социальная деятельность и корпоративное управление). Самая высокая оценка в обоих секторах присвоена в сфере раскрытия данных по корпоративному управлению (55,36 и 57,14 соответственно), при этом оценки раскрытия экологической и социальной информации в энергетическом секторе намного ниже, чем оценки в отношении данных о корпоративном управлении и составляют 38,02 и 35,94 соответственно.

РИСУНОК 8. СРЕДНИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОЦЕНКИ РАСКРЫТИЯ ESG-ДАНЫХ ПУБЛИЧНЫМИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ ЗА 2011 И 2016 ГГ. ПО ОТРАСЛЯМ



С другой стороны, в сырьевом секторе величина оценки раскрытия социальной информации (54,39) приближается к показателю в отношении раскрытия данных о корпоративном управлении, а оценка раскрытия информации об охране окружающей среды находится на значительно более низком уровне (32,56), что отрицательно сказывается на общем рейтинге раскрытия ESG-информации.

РИСУНОК 9. СОВОКУПНЫЕ СРЕДНИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОЦЕНКИ РАСКРЫТИЯ ESG-ИНФОРМАЦИИ ДЛЯ ЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО И СЫРЬЕВОГО СЕКТОРА ЗА 2016 Г.

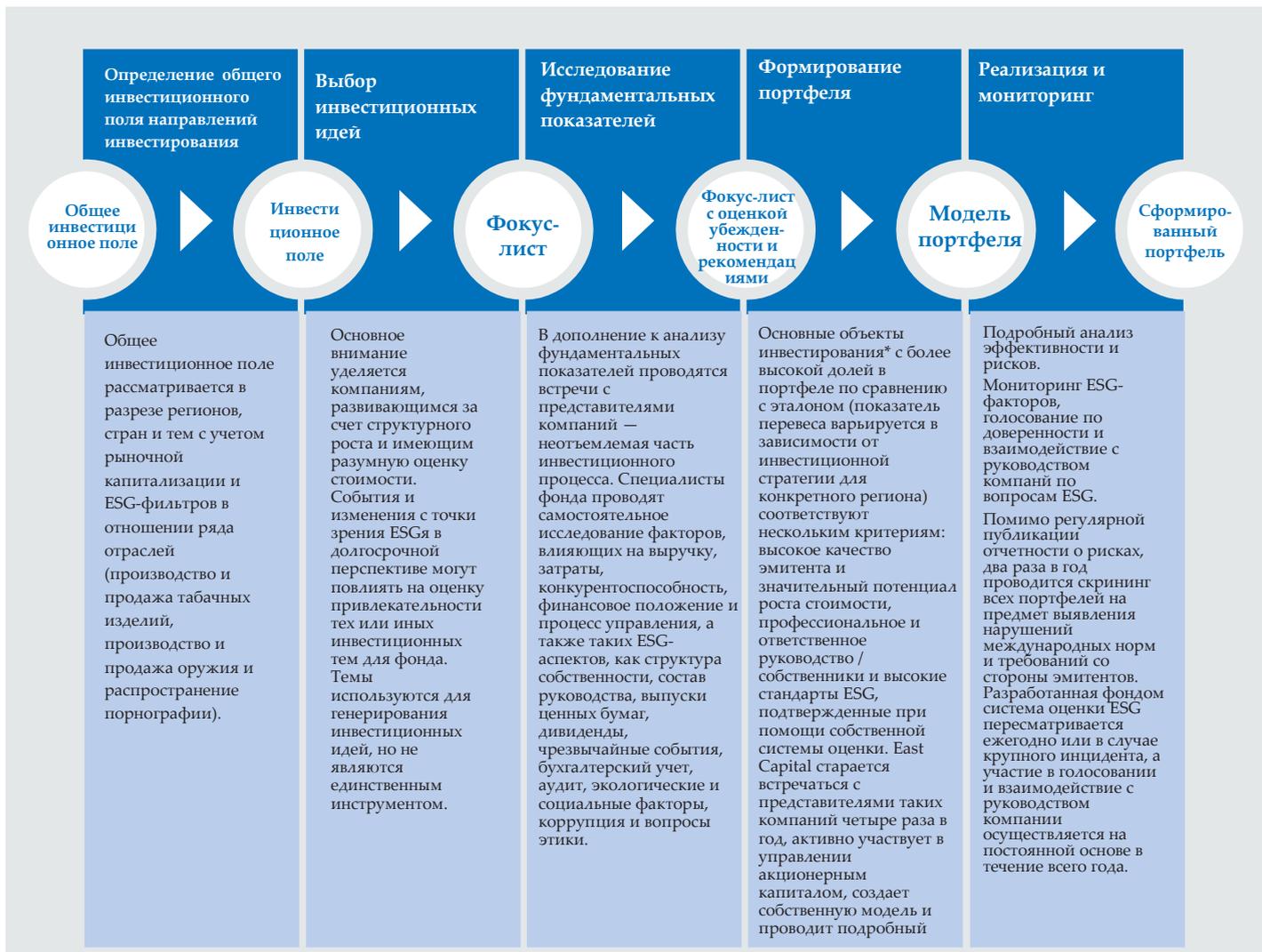


ГЛАВА 4

EAST CAPITAL: АНАЛИЗ ESG-ФАКТОРОВ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В РОССИЙСКИЕ АКЦИИ

East Capital занимается инвестированием в развивающиеся и пограничные рынки уже на протяжении 20 лет. Несмотря на то, что с самого начала своей деятельности фонд не использовал термин «ESG» в отношении факторов, связанных с охраной окружающей среды, социальной сферой и корпоративным управлением, их анализ всегда являлся неотъемлемой частью инвестиционного процесса. Изначально фонд ориентировался в основном на компании, чьи владельцы руководствовались едиными целями, и чья деятельность характеризовалась высокой прозрачностью. Такой критерий важен и сегодня, но стоит отметить, что в целом наша методика учета ESG-факторов со временем была усовершенствована. В 2007 г. фонд внедрил отраслевой ESG-фильтр (метод скрининга), в 2010 г. — анализ соответствия компаний международным нормам и требованиям, а в 2016 г. — собственную систему оценки ESG-показателей компаний. Еще один важный инструмент работы с вопросами ESG, применяемый фондом с момента своего основания в 1997 г. — взаимодействие с компаниями и их руководством и участие в принятии решений путем голосования.

На **Рисунке 10** представлены основные этапы нашего инвестиционного процесса с учетом факторов ESG.



EAST CAPITAL: СИСТЕМА ОЦЕНКИ СООТВЕТСТВИЯ ESG-КРИТЕРИЯМ

Решение разработать собственную систему оценки было продиктовано прежде всего желанием East Capital формализовать и структурировать накопленный опыт в области выявления и анализа актуальных и существенных ESG-рисков и возможностей. Кроме того, специалисты фонда столкнулись с тем, что готовые системы оценки соответствия критериям ESG эффективны только при условии наличия необходимых данных и, как правило, сводятся к проведению

стандартизированного анкетирования с вопросами типа «Действует ли в вашей организации политика по запрету использования детского труда?». В действительности учет показателей оценки компаний, основанных только на наличии у них соответствующих внутренних документов может отрицательно повлиять на доходность¹¹, что означает необходимость сбора собственных данных по деятельности компаний на основе количественного и качественного анализа.

Разработанные специалистами фонда формы заполняются портфельными управляющими и аналитиками, как правило, в процессе диалога с руководством компании. Главным преимуществом такого подхода (и системы оценки East Capital в целом) является комплексный анализ деятельности компаний, позволяющий учесть все актуальные и существенные ESG-факторы, в том числе риски и возможности, связанные с достижением Целей ООН в области устойчивого развития (Sustainable Development Goals)¹².

Кроме того, собственная система оценки позволяет:

- сформировать перечень вопросов/аспектов, требующих дополнительной проработки или обсуждения с представителями компании;
- определить слабые места, которые могут быть устранены в рамках конструктивного взаимодействия;
- направить внутренние ресурсы на анализ конкретных аспектов и привлечь внимание руководства компаний к вопросам устойчивого развития;
- в случае необходимости внести корректировки в сценарии и допущения, принятые на этапе разработки моделей; а также
- использовать уровень убежденности (прогнозную динамику тех или иных бумаг по сравнению с эталоном) наряду с другими стандартными критериями формирования инвестиционного портфеля.

На **Рисунке 11** представлена система оценки, разработанная специалистами East Capital. Термин «основные объекты инвестирования с более высокой долей в портфеле» означает значительно более высокую долю тех или иных бумаг в портфеле фонда по сравнению с эталоном, при этом показатель перевеса варьируется в зависимости от стратегии инвестирования.

ПРИМЕР ESG-ИНТЕГРАЦИИ: ЯНДЕКС

Рассмотрим пример того, как East Capital применил свою систему оценки для определения доли бумаг Яндекса в своем портфеле в 2017 г. Яндекс можно назвать российским аналогом Google и Uber. Это крупнейший игрок на российском рынке интернет-поиска, чья доля составляет 56% (доля Google — 40%). Компания также запустила ряд новых направлений деятельности, в частности сервис по онлайн-заказу такси Яндекс.Такси, который был объединен с Uber в феврале 2018 г. На **Рисунке 12** представлены результаты оценки ESG-показателей компании Яндекс.

Фонд считает, что распределение капитала — основной фактор,

¹¹ Goldman Sachs, «Новые инструменты для оценки соответствия критериям в области экологической и социальной ответственности и корпоративного управления: перспективы и риски», 19 февраля 2018 г.

¹² <https://sustainabledevelopment.un.org/sdgs>.

способствующий присвоению компании высокого показателя в сфере ESG и фактор, оказывающий самое значительное влияние на оценку компании, поэтому в системе оценки East Capital его вес составляет 30%. Проведенный специалистами фонда углубленный анализ показал, что за последние несколько лет Яндекс осуществил целый ряд показательных инвестиций, носивших прозрачный характер и позволивших увеличить стоимость компании. Это дало нам основание полагать, что компания продолжит следовать данным курсом. Одним из примеров является Яндекс.Такси – «русский Uber». По состоянию на начало II квартала 2018 г. Яндекс инвестировал в сервис 333 млн долл. США, и его стоимость на сегодняшний день, по оценкам фонда, составляет около 5 млрд долл. США. Во II квартале 2018 г. выручка Яндекс.Такси выросла на 426% по сравнению с предыдущим годом. В целом, встречи с руководителями различных направлений деятельности компании, таких как Яндекс.Облако или Яндекс.Драйв (каршеринг), показали, что большая часть капиталовложений будет способствовать существенному росту акционерной стоимости компании в последующие несколько лет.

Что касается выявленных рисков, следует обратить особое внимание на структуру капитала компании. По примеру многих компаний технологического сектора, структура капитала Яндекса предусматривает двойной класс акций, экономическая доля основателя компании Аркадия Воложа составляет 10,2%, в то время, как доля его голосующих акций приравнивается к 48,2%. Несмотря на то что это ограничивает права миноритарных акционеров, г-н Волож и другие сооснователи, по данным East Capital, до сих пор не принимали никаких решений, которые могли бы отрицательно отразиться на миноритарных акционерах, и фонд не ожидает каких-либо изменений в этом направлении.

Экологические вопросы являются менее значимыми для таких компаний, как Яндекс, в отличие от добывающих компаний, преобладающих на российском фондовом рынке. Тем не менее фонд высоко оценил инновационный подход компании к энергоэффективности, в особенности пример сервера обработки данных в Финляндии, где избытки тепловой энергии направляются на отопление местных жилых домов. Эта инициатива позволила городским властям снизить тарифы на отопление для населения и уменьшить уровень выбросов CO₂ на 40%, а поставляющая тепло компания Yandex получила возможность возместить часть затрат на электроэнергию. Что касается социальных аспектов, компания демонстрирует высокую ориентированность на развитие и удержание персонала, что позволяет ей сохранять лидирующие позиции в рейтинге наиболее привлекательных работодателей для молодых российских IT-специалистов. Стоит отметить, что привлечение и удержание квалифицированных кадров имеет большое значение для IT-компаний.

С точки зрения фундаментальных показателей фонд несколько лет подряд относит Яндекс к числу привлекательных для инвестиций компаний, считая, что ее преимущество в виде сочетания профильного поискового бизнеса (демонстрирующего прирост не менее 20% в год) и перспективных новых направлений (пока не показывающих прибыль), таких как Яндекс.Такси, существенно недооценено рынком.

Рисунок 11. EAST CAPITAL: СИСТЕМА ОЦЕНКИ ESG

| | Объекты инвестирования | Цель | Область анализа | Критерии оценки |
|---------------------------|--|--|---|--|
| Основные индикаторы риска | Все объекты инвестиций | На начальном этапе анализа определить десять основных индикаторов риска в сфере ESG, характерных для развивающихся и пограничных рынков | Акцент на основных индикаторах риска, связанных с корпоративным управлением, вопросами этики и коррупции, а также серьезных или систематических нарушениях в социальной и экологической сферах | Не более двух индикаторов риска в отношении основных объектов инвестирования с более высокой долей в портфеле При выявлении более трех индикаторов риска фонд может прекратить дальнейший анализ и инвестирование в такой объект. Исключением являются случаи, когда имеются особые разрешенные основания для принятия повышенных рисков, которые были утверждены и оформлены документально |
| | Анализ новых объектов | Получить общее представление о рисках в сфере ESG Обеспечить эффективное использование аналитических ресурсов | | |
| Оценка ESG-показателей | На начальном этапе — все основные объекты инвестирования с более высокой долей в структуре портфеля по сравнению с эталоном и крупные доли участия | Составить более 50 вопросов для оценки характерных для развивающихся и пограничных рынков существенных ESG-рисков и возможностей Определить уровень убежденности наряду с анализом финансовых показателей, потенциала роста стоимости и т. д. | Управление (75%) <ul style="list-style-type: none"> Акционеры / совет директоров / руководство Дивидендная политика Распределение капитала Этика и коррупция Прозрачность Экологические факторы (12,5%) <ul style="list-style-type: none"> Влияние на капитальные и операционные затраты в течение следующих пяти лет Оценка рисков и возможностей (включая тех, что связаны с изменением климата) руководством компании Значительные инциденты и нарушения с участием компании | Минимальный уровень оценки соответствия критериям ESG для основных объектов инвестирования с более высокой долей в структуре портфеля — 70%, для остальных объектов — 60% Тем не менее в некоторых случаях фонд может снизить уровень оценки и принять более высокий риск на основании определенных данных анализа и при наличии разрешенных оснований, которые были утверждены и оформлены документально (например, при наличии достаточных свидетельств или явных предпосылок для улучшения показателей ESG в краткосрочной перспективе). По ряду причин, например, ввиду требований в отношении ликвидности, фонд может |
| | На последующих этапах — прочие значимые компании, являющиеся объектами долгосрочных инвестиций, а также новые объекты инвестиций | Сформировать перечень вопросов/аспектов, требующих дополнительной проработки или обсуждения с представителями компании В случае необходимости внести корректировки в сценарии и допущения, | | |

| | | | | |
|--|--|--------------------------------------|--|--|
| | | принятые на этапе разработки моделей | Социальные факторы (12,5%) <ul style="list-style-type: none"> Влияние на капитальные и операционные затраты в следующие пять лет Цепочка поставок Охрана труда и промышленная безопасность Значительные инциденты и нарушения с участием компании | быть вынужден удерживать бумаги некоторых компаний, которые, по его мнению, отстают по показателям деятельности в сфере ESG. |
|--|--|--------------------------------------|--|--|

| | | | | |
|---|--|--|---|--|
| Цели ООН в области устойчивого развития | <p>На начальном этапе — все основные объекты инвестированы с более высокой долей в структуре портфеля по сравнению с эталоном и крупные доли участия</p> | <p>Разработать механизмы для определения продуктов, услуг или технологий, на которые достижение целей устойчивого развития будет оказывать:</p> | <p>17 целей ООН в области устойчивого развития, разделяемых на две группы:</p> <ul style="list-style-type: none"> 12 целей, которые, по мнению фонда, могут оказать влияние на спрос или привлекательность продуктов, услуг или технологий компаний <i>Цели: 1—4, 6, 7, 9, 11—15</i> 5 целей, которым, по мнению фонда, должны следовать все компании независимо от размера, региона деятельности или отрасли. В системе оценки фонда включены в разделы E, S и G (факторы, связанные с охраной окружающей среды, социальной сферой и корпоративным управлением) <i>Цели: 5, 8, 10, 16, 17</i> | <p>Определить, в какой степени эмитент является поставщиком решений</p> <p>Скорректировать допущения, использованные при построении модели, уровень убежденности или принципы отбора объектов инвестирования</p> |
| | <p>На последующих этапах — прочие значимые компании, являющиеся объектами долгосрочных инвестиций</p> | <p>ПОЛОЖИТЕЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ с точки зрения выручки ввиду роста спроса (например, продукты/услуги/технологии в сфере производства чистой энергии, образования, здравоохранения), ИЛИ</p> <p>ОТРИЦАТЕЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ с точки зрения выручки ввиду снижения спроса или полного замещения (например, продукты/услуги/технологии в сфере добычи ископаемого топлива или производства/продажи нездоровых продуктов питания)</p> | | |

Рисунок 12. EAST CAPITAL: ОЦЕНКА ESG ПРИМЕНИТЕЛЬНО К КОМПАНИИ ЯНДЕКС



В действительности, мы полагаем, что Яндекс.Такси станет одной из компаний на международном рынке совместных поездок, которая выйдет на уровень прибыльности уже в начале 2019 г. При этом при определении доли бумаг компании в наших портфелях мы будем опираться на результаты оценки ESG показателей компании.

Общая оценка ESG на уровне 85% в нашей системе означает, что мы считаем значительно более высокую долю бумаг компании по сравнению с эталоном приемлемой для наших портфелей. Например, в 2017 г. относительный вес бумаг компании в нашем портфеле российских эмитентов составил более 4,5%. Такая стратегия оказалась правильной, поскольку в 2017 г. доходность по этим бумагам составила 62,7%, что на 56,8% превысило динамику российского индекса (оба показателя приводятся в долларовом исчислении). Если бы результат общей оценки деятельности компании в области ESG был ниже 80%, то относительный вес этих бумаг в наших портфелях был бы существенно ниже в связи с более высокими рисками.

В контексте достижения Целей ООН в области устойчивого развития мы считаем, что развитие интернета будет способствовать экономическому росту и процветанию¹³ (Цель 1). Различные сервисы Яндекса вносят свой вклад в этом направлении, в частности, давая небольшим предприятиям возможность продавать

¹³ См. результаты исследования компании Deloitte «Значимость интернет-связи – экономические и социальные преимущества, связанные с ростом доступности интернета», февраль 2014 г., https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/TechnologyMediaCommunications/2014_uk_tmt_value_of_connectivity_deloitte_ireland.pdf.

свои товары на Яндекс.Маркет, а студентам – возможность пройти бесплатное обучение по программе Школы анализа данных Яндекса (Цель 4). Также следует отметить, что Яндекс – первая компания в Европе, запустившая сервис вызова беспилотного такси в российском университетском городе Иннополис с августа 2018 г. Очевидно, что беспилотные автомобили будут играть ключевую роль в обеспечении устойчивого развития городов и населенных пунктов (Цель 11). Эти наблюдения способствуют росту уровня убежденности фонда относительно динамики бумаг данной компании.

ГЛАВА 5

ИНТЕРВЬЮ С КРУПНЕЙШИМ ИГРОКОМ РОССИЙСКОГО РЫНКА: БАНК РОССИИ

Интервью с первым заместителем председателя Банка России (Центрального банка Российской Федерации) Сергеем Анатольевичем Швецовым о внедрении практики ESG-инвестирования в России.

Какие изменения в отношении практики ESG-инвестирования наблюдаются в России за последние несколько лет?

В Российской Федерации практика инвестирования с учетом ESG-принципов находится в стадии своего формирования. Проблемы внедрения и стимулирования ESG-инвестирования пока не нашли отражения в регулировании Российской Федерации, а процесс принятия инвестиционных решений национальными институциональными инвесторами чаще всего не включает оценку ESG-факторов.

Тем не менее все больше российских компаний стремятся к достижению цели долгосрочного устойчивого развития. Все более распространенным становится представление о том, что доходность бизнеса должна сочетаться с социальной справедливостью и ответственностью, охраной окружающей среды, защитой прав человека. Профессиональными объединениями разрабатываются рейтинги и индексы в области устойчивого развития и корпоративной социальной ответственности (например, индексы РСПП по устойчивому развитию, ответственности и отчетности). Учитывая заинтересованность иностранных инвесторов в вопросах ESG, российские публичные компании проводят работу в этой области: разрабатываются ESG-стратегии, корпоративные политики, которые регулируют деятельность в сфере экологии, социальных инвестиций, политики в отношении противодействия коррупции, вопросов корпоративной ответственности и устойчивого развития.

Многие крупные публичные компании, в том числе следуя рекомендациям Кодекса корпоративного управления, публикуют информацию в области социальной и экологической ответственности, отчетность в области устойчивого развития. Такая отчетность раскрывается в составе годового отчета, интегрированного отчета либо в форме отдельного отчета об устойчивом развитии.

Какую роль, по Вашему мнению, играет Банк России как регулятор финансового рынка в распространении ESG-инвестирования в России?

Ответственное инвестирование неразрывно связано с необходимостью придерживаться высоких стандартов раскрытия ESG-информации в целях предоставления инвесторам возможности включения социальных и экологических данных в процедуры принятия решений. Первым шагом к регулированию вопросов, связанных с ESG, стало утверждение Правительством Российской Федерации в 2017 году Концепции развития публичной нефинансовой отчетности.

Реализация Концепции должна также способствовать повышению инвестиционной привлекательности России и систематизации процесса внедрения нефинансовой отчетности в практику российских организаций и стимулированию компаний к повышению информационной открытости.

В настоящее время в рамках реализации Концепции ведется разработка законопроекта «О публичной нефинансовой отчетности», устанавливающего требования по составлению публичной нефинансовой отчетности в отношении значительного числа российских компаний. Подготовка и раскрытие публичной нефинансовой отчетности расширит возможности оценки вклада результатов деятельности российских компаний в общественное развитие, будет способствовать формированию доверия и долгосрочных отношений с инвесторами и другими стейкхолдерами, росту стоимости компаний и привлечению ими капитала. Для самих компаний раскрытие такой информации является стимулом к соблюдению норм в сфере охраны труда, этики ведения бизнеса, экологической безопасности, требований к охране окружающей среды и соответствию заметно возрастающим ожиданиям гражданского общества в вопросах корпоративной социальной ответственности.

В связи с тем, что для инвесторов все более привлекательным становятся бизнес, демонстрирующий ориентацию на защиту окружающей среды, ответственное отношение к ресурсам, обеспечение и защиту прав человека, российским компаниям следует уделять особое внимание факторам устойчивого развития, а также учитывать ESG-факторы в своей стратегии развития и политике управления рисками.

С другой стороны, важным вопросом является участие институциональных инвесторов в управлении компанией, а также их вклад в устойчивое и долгосрочное развитие компании. Социально ответственное инвестирование, исходя из характерных для него целей и посылов, предполагает активную роль инвесторов, которая проявляется как в период выбора объектов инвестиций, так и после, в процессе мониторинга деятельности соответствующих компаний.

Как, на Ваш взгляд, будет развиваться практика ESG-инвестирования в России?

С учетом все более возрастающего внимания к вопросам ответственного инвестирования Банк России рассматривает возможность разработки национального Кодекса надлежащего управления (Stewardship Code) для институциональных инвесторов. Целью внедрения такого Кодекса является обеспечение надлежащего взаимодействия между институциональными инвесторами и компаниями для создания условий, способствующих повышению долгосрочных доходов акционеров и эффективности выполнения функций в сфере корпоративного управления, в том числе посредством формирования надлежащей практики взаимодействия институциональных инвесторов с компаниями. В настоящее время ведется работа по анализу международной практики внедрения Кодексов надлежащего управления.

Одна из последних инициатив Банка России связана с растущим интересом институциональных инвесторов по всему миру к зеленым облигациям. В 2018 г. при Экспертном совете по долгосрочным инвестициям Банка России была сформирована рабочая группа, в задачи которой входит определение основных

факторов, служащих препятствием и необходимых для развития зеленого финансирования в России. В конце 2018 г. рабочая группа опубликовала отчет «Зеленые финансы: повестка дня для России»¹⁰.

Мы полагаем, что последовательное стимулирование применения принципов надлежащего управления и ответственного инвестирования пойдет на благо как компаниям, так и инвесторам и российской экономики в целом¹⁴.

¹⁴ https://www.cbr.ru/finmarket/development/development_fin_instruments/financing.

Эта страница намеренно оставлена пустой

РАЗДЕЛ 3

ПРАКТИЧЕСКИЕ ПРИМЕРЫ ИЗ СОПУТСТВУЮЩЕГО ОТЧЕТА «ESG- ИНТЕГРАЦИЯ: РУКОВОДСТВО И ПРИМЕРЫ ПОДХОДОВ К АНАЛИЗУ АКЦИЙ И ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ»

OLD MUTUAL INVESTMENT GROUP

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОЙ ДИВЕРСИФИЦИРОВАННОЙ ГОРНОДОБЫВАЮЩЕЙ КОМПАНИИ С ПОМОЩЬЮ АНАЛИЗА ESG- ФАКТОРОВ

Джон Данкан (Jon Duncan)

В основе данного анализа лежит представление о том, что в экономике будущего успех ждет только тех, кто сумеет оперативно «декарбонизировать» свой бизнес: переход к низкоуглеродной экономике в наше время стал общепризнанным императивом. В основе нормативной концепции такого аспекта устойчивого развития лежит научный консенсус относительно того, что вышедшее из-под контроля изменение климата приведет к радикальным дестабилизирующим последствиям для инвестиционных рынков, общества и биофизических систем. Эта нормативная концепция подкрепляется теперь уже всеобщим пониманием того, что учитывать факторы корпоративного управления, социальной и экологической ответственности необходимо всем лицам, осуществляющим функции фидуциарных управляющих.

Для долгосрочных инвесторов вопрос декарбонизации портфеля в соответствии с требованиями научного мира уже стал реальностью. В ближайшие 15 лет перед инвесторами будет стоять стратегический выбор. Они могут выбрать, помимо прочего, портфель инвестиций в биржевые индексы компаний с низкими показателями выбросов углекислого газа, вложения в быстрорастущие компании, которым выгодна низкоуглеродная экономика, или инвестиции в углеродоемкий бизнес с целью трансформации отношения компаний к окружающей среде посредством активного диалога с их руководством. Для инвесторов, работающих на развивающихся рынках, проблема усугубляется еще и тем, что в некоторых развивающихся странах политика экономического развития и климатическая политика допускают рост выбросов парниковых газов в абсолютном выражении вплоть до 2030 г. в ходе дальнейшего использования ископаемых видов топлива. Кроме того, на развивающихся рынках выбор бумаг эмитентов с низкими показателями выбросов углерода ограничен.

Данный анализ демонстрирует, как ESG-анализ может помочь оценить один из аспектов долгосрочной стратегии горнодобывающей компании. Этот подход актуален в контексте фундаментального анализа по принципу «снизу-вверх» и

позволяет получить представление о том, почему активный диалог с руководством компании (активное участие в управлении компанией) играет столь значимую роль.

АНАЛИЗ СТРАТЕГИИ ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ

Рассматриваемая в рамках настоящего анализа диверсифицированная глобальная горнодобывающая и трейдинговая компания представляет собой сложноструктурированный бизнес. Однако, с точки зрения устойчивого развития ее стратегия представляется сравнительно простой и целенаправленной. Касательно проблемы изменения климата, деятельность компании можно охарактеризовать как разнонаправленную: с одной стороны, она делает ставку на порицаемый всеми энергетический уголь, а с другой — занимается добычей металлов, необходимых для функционирования экологически безопасной транспортной системы и массовой электрификации. Нельзя сказать однозначно, является ли эта стратегия намеренно двойственной, но факт в том, что обе ее составляющих таят в себе ESG-риски. Описание этих рисков представлено ниже.

Здесь любят уголь

Руководство компании уверено, что в таких странах как Япония, Индия и Китай оно сможет найти покупателей для своего высококачественного энергетического угля по крайней мере до 2030 г. Недавно компания приобрела угледобывающие активы и, судя по всему, нацелена на дальнейшее расширение их портфеля. За 2017 г. компания заработала на энергоносителях (нефти и угле) столько же, сколько за три предыдущих года. На них пришлась четверть всей прибыли группы.

Ориентированность компании на ископаемое топливо, пожалуй, не прибавит ей популярности, но, при условии правильной реализации, эта стратегия может оказаться прибыльной и в то же время соответствовать требованиям о соблюдении двухградусного порога. Потенциально эта ситуация может обернуться игрой «до последнего выжившего», в которой рассматриваемая нами компания сможет добывать энергетический уголь высочайшего качества в условиях снижения спроса, когда с рынка уходят малоэффективные добывающие предприятия, а цены на уголь остаются на высоком уровне. Для успешной реализации этой стратегии необходимо избежать переплаты за приобретаемые угольные активы (т. е. необходимо, чтобы затраты окупались не позднее 2030 г.), добиться заключения долгосрочных контрактов (т. е. найти покупателей на долгосрочную перспективу и заключить с ними контракты), а также выделить достаточно средств на полную рекультивацию шахт (или суметь продать шахты до того, как возникнет необходимость в их рекультивации).

Однако по всему миру наблюдается ужесточение требований к раскрытию компаниями информации о том, как они планируют осуществить переход к обеспечению нулевого уровня выбросов углекислого газа; крупнейшей отраслевой

инициативой стало формирование Советом по финансовой стабильности Рабочей группы по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с изменением климата (TCFD). Компания постепенно изменила свою публичную риторику в отношении изменения климата и в настоящее время выражает поддержку рекомендаций TCFD. Она приняла на себя обязательство в будущем представлять отчеты о физических рисках, рисках ответственности и переходных рисках, связанных с изменением климата и его последствиями для ее деятельности. На первый взгляд, кажется, что компания предпринимает правильные шаги, однако, в то же время, она делает серьезную ставку на будущий спрос на уголь, а также на темпы замещения традиционных источников энергии возобновляемыми. Например, в Китае объемы потребления угля снижаются быстрее, чем запланировано (в силу того, что главной задачей XIII пятилетки в стране является построение зеленой экономики). В 2017 г. в КНР было решено отказаться от возведения более чем 100 проектируемых или уже строящихся угольных электростанций. Несмотря на это, Китай остается крупнейшим потребителем энергии в мире: на долю страны приходится 23% мирового потребления энергии и 27% роста мирового спроса на нее (Статистический обзор мировой энергетики ВР за 2017 г. – «Энергетический рынок Китая в 2016 г.»). Для Китая уголь по-прежнему является основным энергоносителем: в 2017 г. он обеспечивал 62% от всего энергопотребления (в 2006 г. этот показатель составил 74%), а на 2020 г. стоит задача по снижению доли угля до 58%. Спрос на китайском рынке будет снижаться, однако падать будет и предложение.

Какого ветра ждать: встречного или попутного?

Компании предстоит столкнуться с препятствиями в виде растущей осведомленности финансовых рынков о рисках дестабилизации, которые таит в себе неконтролируемое изменение климата, появлением экономической политики, ориентированной на взимание компенсации за выбросы углекислого газа (в форме государственного налога, либо путем ограничения промышленных выбросов с помощью квот и иных торговых механизмов), трансформации отношения общества к этическим аспектам изменения климата, продажи крупных активов инвесторами, быстрого снижения стоимости возобновляемых источников энергии и растущих темпов их распространения (в 2018 г. на возобновляемые источники энергии будет приходиться 50% установленной мощности).

В противовес всем этим трудностям мы сталкиваемся с суровой реальностью, в которой экономическая политика многих развивающихся рынков предусматривает повышение абсолютного уровня выбросов углекислого газа до 2030 г. с его последующей стабилизацией и снижением после 2050 г. В настоящее время около 80% энергии в мире вырабатывается из ископаемого топлива. Невзирая на то, что зависимость развитых рынков от такого топлива неуклонно снижается, на многих развивающихся рынках спрос на уголь будет сохраняться. Перед инвесторами встает вопрос: «Сумеет ли эта компания ответственно подойти к добыче угля, удовлетворить ожидаемый спрос на него на развивающихся рынках и одновременно с этим содействовать переходу к низкоуглеродной экономике?»

ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ

Для компаний, в основе активов которых лежит ископаемое топливо, предсказуемой проблемой станет то, что в перспективе их акции будут торговаться с дисконтом. Вследствие этого акционеры будут требовать более высоких дивидендов. В качестве потенциального рыночного подхода к достижению нулевого уровня выбросов углекислого газа можно рассмотреть возможность сокращения — в соответствии с международными требованиями — угледобывающих активов и возврата денежных средств акционерам, однако для этого и акционерам, и эмитентам потребуется поддержка государства и общества. Но прежде национальным правительствам придется серьезно поработать над определением эмиссионного бюджета углекислого газа и контролем выбросов. И то, и другое требует времени, и в некоторых случаях приходится преодолевать сопротивление лоббистов крупных корпораций, у которых на рынках ископаемого топлива свой интерес.

Перед инвесторами, осуществляющими капиталовложения в компании такого рода, стоит непростая задача: при оценке стоимости активов необходимо учитывать проблематику изменения климата и устойчивого развития. Подход, применяемый нами в настоящее время, предусматривает использование этой информации для проверки прогнозов будущего спроса на уголь, темпов замещения традиционных источников энергии возобновляемыми, уровня прозрачности компании и ее способности управлять климатическим риском. Этот подход используется нами в качестве основы для построения «бычьего» и «медвежьего» сценариев. Помимо этого, важными факторами, которые учитываются при анализе компаний такого рода, являются требования к обеспечению повышенного уровня безопасности, консервативное управление капиталом и высокие дивиденды. Еще одной крайне значимой составляющей нашего подхода является анализ состава совета директоров компании. Основная задача — убедиться в наличии у его членов компетенций для контроля рисков ведения бизнеса с учетом климатических изменений и достаточного уровня прозрачности с точки зрения выбора деловых партнеров и лоббистской деятельности.

Качественная система корпоративного управления необходима и для установления хороших отношений с правительствами государств, на территории которых компания осуществляет свою деятельность. Значительная часть прибыли компании от основной деятельности приходится на металлы, которые используются в процессе перехода к экологически устойчивой транспортной системе: по этому показателю она более чем в два раза опережает своих основных конкурентов, зарегистрированных на бирже. Одна из основных проблем заключается в том, что ее основные горнодобывающие активы располагаются в регионах с весьма неблагоприятной политической ситуацией. Связанные с этим риски включают крайнюю нестабильность политической конъюнктуры, сомнительную историю приобретения прав недропользования в прошлом, неуверенность по поводу обеспечения этих прав в будущем и возможные

изменения ставок платы за недра. Чтобы эффективно управлять этими рисками, необходимо на уровне совета директоров обеспечить компетентное и этичное руководство компанией, а также применение рациональных методов управления. Крайне важную роль в оценке качества и эффективности методов управления компанией играет для нас непосредственное взаимодействие с высшим руководством и советом директоров компании.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данный анализ не ставит перед собой задачу выработать шаблонный подход к учету ESG-факторов при анализе дисконтированного денежного потока и не является экономическим обоснованием целесообразности инвестиций в ископаемое топливо. Цель этого исследования состоит, скорее, в рассмотрении нюансов ряда глобальных тенденций, возникающих при анализе бизнес-стратегии компании через призму ESG. На наш взгляд, этот подход служит важнейшей отправной точкой для анализа долгосрочных инвестиций с учетом необходимости перехода к низкоуглеродной экономике.

HERMES INVESTMENT MANAGEMENT

ОЦЕНКА ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ: УЧЕТ ESG-ФАКТОРОВ НА ПРАКТИКЕ — PETRÓLEOS MEXICANOS

Митч Резник (Mitch Reznick), CFA, и Одра Станцияйте (Audra Stundziaite)

Множество научных и финансовых исследований показывают, что между ESG-рисками с одной стороны, и финансовыми результатами компании — с другой, существует связь¹⁵. Компании с эффективным корпоративным управлением, оказывающие минимальное отрицательное или наоборот положительное влияние на общество и окружающую среду, отличаются более низкой стоимостью капитала, чем сопоставимые компании с менее ответственным подходом к ведению бизнеса¹⁶. Для инвесторов в инструменты с фиксированной доходностью это является значимым фактором: компании со слабыми показателями в сфере ESG, как правило, характеризуются более высокой стоимостью капитала, поскольку они подвержены большому количеству внешних рисков, которые негативно влияют на финансовые показатели компании (например, штрафы за нарушение стандартов охраны окружающей среды и производственной безопасности).

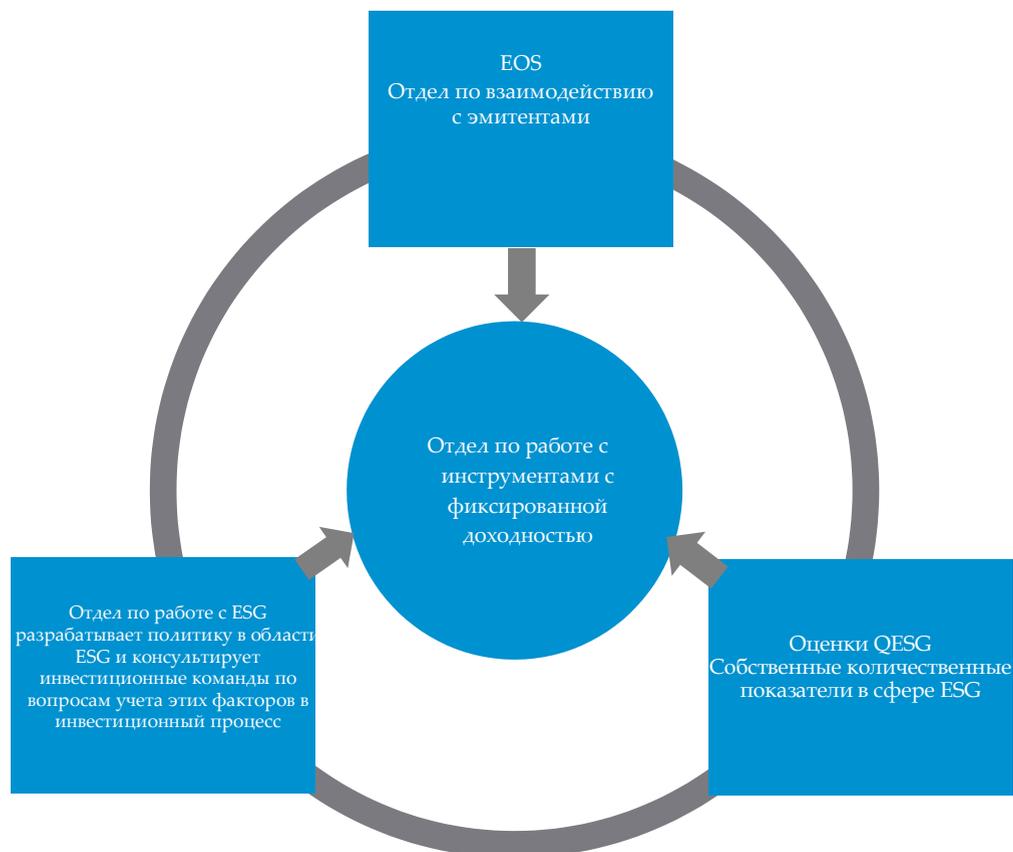
При принятии инвестиционных решений, помимо анализа и оценки операционных и финансовых рисков, отдел по работе с инструментами с фиксированной доходностью Hermes Investment Management учитывает также и ESG-факторы (см. **Рисунок 1**). Для принятия максимально информированных решений, отдел принимает во внимание следующие факторы:

- В первую очередь, отдел по работе с инструментами с фиксированной доходностью, а также другие сотрудники Hermes, применяют политики,

¹⁵ См., например, Роб Бауэр и Дэниэл Хан, «Управление в сфере охраны окружающей среды и кредитные риски» (ECCE Working Paper, University Maastricht, The European Centre for Corporate Engagement, 2010), Аллен Госс и Гордон С. Робертс, «Влияние корпоративной социальной ответственности на стоимость банковских займов», Журнал банковского дела и финансов, 35 (2011 г.), 1794—1810; Наджа Аттиг, Садок Эль Гул, Омране Гедами и Джунгвон Су, «Корпоративная социальная ответственность и кредитные рейтинги», Журнал бизнес-этики, 117 (2013 г.), 679—94; Судеер Чава «Внешние экологические факторы и стоимость капитала», Наука управления, 60(9) (2014 г.), 2223—47, Порнсит Жирапорн, Напасторн Жирапорн, Адисак Беprasерт и Кион Чанг, «Улучшает ли социальная ответственность кредитные рейтинги? Место происхождения товаров». Управление финансами, 43(3) (2014 г.), 505—31.

¹⁶Гордон Л. Кларк, Андреас Фейнер, Майкл Виэс. «От акционера заинтересованному лицу» (исследование, Оксфордский университет и Arabesque Partners, 2015 г.).

Рисунок 1: ПОДХОД К ИНВЕСТИРОВАНИЮ В ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ



Источник: Отдел Hermes по работе с инструментами с фиксированной доходностью

- методы и инструменты, разработанные отделом по работе с ESG
- При рассмотрении конкретной компании отдел применяет внутренние стандарты Hermes в отношении оценки ESG-рисков, то есть присваивает указанным факторам количественную оценку (QESG). Оценка QESG позволяет получить достаточное представление о показателях деятельности компании в области ESG.
- На оценку QESG также влияет информация о компании, предоставленная специалистами отдела Hermes по взаимодействию с эмитентами (EOS), поскольку результаты их диалога с компанией дают дополнительный контекст. Например, этот процесс позволяет понять, наблюдается ли в развитии компании положительная или отрицательная динамика.
- Сравнение кредитных спредов с предполагаемыми уровнями спредов на основе оценок QESG позволяет нам выявить области аномалии. В некоторых случаях сделка изначально является невозможной, поскольку уровень

кредитного риска превышает уровень спреда в сравнении с оценками QESG. Тем не менее в некоторых случаях, если мы полагаем, что стратегия поведения компании в области ESG изменится в лучшую сторону после нашего с ней взаимодействия, это может быть сигналом к тому, чтобы увеличить объём инвестиций в бумаги данного эмитента. Кроме того, если мы оказываемся вынуждены выбирать между двумя компаниями с одинаковыми показателями кредитного риска и кредитного спреда, показатель QESG может стать определяющим фактором при выборе компании, которую мы добавим в портфель.

- Вся эта информация ESG поступает к нам в режиме реального времени, что позволяет принимать более эффективные инвестиционные решения, чем если бы мы опирались исключительно на стационарные ESG-показатели. Еще более важно то, что, поскольку мы вступаем в диалог в качестве инвестора, компании активнее идут на контакт.

УЧЕТ ESG-ФАКТОРОВ НА ПРАКТИКЕ: ПРИМЕР КОМПАНИИ PETRÓLEOS MEXICANOS

Petróleos Mexicanos (Pemex) – мексиканская государственная нефтегазовая компания, основанная в 1938 г. Pemex является восьмой по величине нефтедобывающей компанией в мире: объем добычи нефти достигает 2 млн баррелей в день, а выручка – 62 млрд долл. США. Несмотря на то что Pemex является 100-процентной государственной компанией, она широко представлена на международных рынках заемного капитала, что позволяет компании финансировать свою деятельность. Долговой портфель компании составляет 87 млрд долл. США.

В феврале 2017 г. Hermes Credit вложила средства в новый выпуск облигаций Pemex, номинированных в евро, с целью увеличить долю инвестиций в энергетический сектор, приобретя качественные облигации инвестиционного уровня с привлекательной относительной стоимостью. Глубокий анализ финансовых инструментов компании позволил нам получить более точное представление о ее запасах нефти, уровне объемов добычи и недавних инициативах в операционной деятельности, а также о последствиях реформ в энергетическом секторе Мексики.

Однако при проведении анализа обсуждение возвращалось к оценке ESG-факторов: показатели по охране труда компании были ниже, чем в среднем по отрасли. Кроме того, в прошлом в компании часто происходили утечки и разливы нефти, которые могут привести к штрафам и простою производства, что в свою очередь окажет негативное влияние на денежный поток компании. Например, BP была вынуждена выплатить штраф в размере 13,8 млрд долл. США после взрыва на нефтяной платформе Deepwater Horizon в Мексиканском заливе. Производственные травмы сотрудников также могут привести к штрафам.

После первичного анализа членами комитета по оценке инструментов с фиксированной доходностью мы присудили Pemex оценку 4 по критериям ESG (ниже среднего по шкале от 1 до 5, где 1 – наивысшая оценка) и приняли решение обсудить наши опасения в рамках диалога с компанией по указанным вопросам. Мы не стали продавать облигации, приобретенные в ходе нового выпуска, однако приостановили дальнейшую покупку бумаг до обсуждения с компанией наших опасений в области ESG, несмотря на относительно привлекательную оценку облигаций.

В ходе первой телефонной конференции в мае 2017 г. специалисты Pemex по вопросам устойчивого развития и взаимодействия с инвесторами дали ответы на некоторые из наших вопросов. Компания прокомментировала, что в настоящее время принимаются активные меры по усовершенствованию практики охраны труда и защиты окружающей среды в рамках кампании, направленной на искоренение производственного травматизма, а также последовательного снижения выбросов углекислого газа на 25% к 2021 г. Мы обсудили планы компании

по достижению установленных целевых показателей по выбросам углекислого газа. Кроме того, ее представители описали инициативы по снижению выбросов, внедрению комбинированной выработки тепловой и электроэнергии на различных производственных объектах, а также повышению энергетической эффективности на нефтеперерабатывающих заводах.

Руководство Pemex также подчеркнуло, что новое агентство по безопасности в нефтегазовой промышленности в Мексике стремится применять в стране самый передовой международный опыт, такой как, например, принятие и обеспечение соблюдения международных технических стандартов. Мы надеемся, что новый подход к нормативно-правовому регулированию, а также независимые внешние стандарты в области охраны труда и производственной безопасности окажут положительное влияние на компанию, поскольку она будет применять эффективные методы, которые уже используются ее конкурентами и партнерами.

В ноябре 2017 г. мы повысили рейтинговую оценку Pemex в области ESG с 4 до 3, что отразило улучшения по следующим параметрам: (1) повышение уровня производственной безопасности (в III квартале 2017 г. частота производственного травматизма на миллион человеко-часов в годовом сопоставлении снизилась на 35%); и (2) уменьшение объема отходов и выбросов в окружающую среду (повторное использование водных ресурсов в годовом сопоставлении увеличилось на 66%, объем выбросов оксида серы в годовом сопоставлении сократился на 45%). После повышения рейтинга

Рисунок 2. СРАВНЕНИЕ РЕМЕХ И МЕЖДУНАРОДНОГО ИНДЕКСА ЦЕННЫХ БУМАГ ИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ В ЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ



Источник: данные Barclays Live

мы увеличили позиции Pemex в своем портфеле облигаций, поскольку возросла уверенность в способности компании управлять ESG-рисками учитывая при этом, что кредитный профиль компании остался стабильным и оценка была адекватной.

В 2017 г. облигации Remex повысились на 80 б. п., превысив показатели международного индекса ценных бумаг инвестиционного уровня в энергетической отрасли (Global Investment Grade Energy Index) на 45 б. п. (см. **Рисунок 2**). Ниже представлены основные даты для инвестиционного портфеля ценных бумаг Remex.

Ключевые даты для инвестиционного портфеля ценных бумаг Remex

- Февраль 2017 г.: приобретение долговых инструментов с целью увеличения доли инвестиций в энергетической отрасли.
- Апрель 2017 г.: анализ ESG-факторов, присвоение рейтинговой оценки 4 (по шкале от 1 до 5, где 5 – самый низкий показатель).
- Май 2017 г.: начало работы с рабочей группой компании по вопросам производственной безопасности и охраны окружающей среды.
- Ноябрь 2017 г.: повышение рейтинговой оценки до 3 (с 4), отражающее
 - повышение уровня производственной безопасности (в III квартале 2017 г. частота производственного травматизма на миллион человеко-часов в годовом сопоставлении снизилась на 35%); и
 - уменьшение объема отходов и выбросов в окружающую среду (повторное использование водных ресурсов в годовом сопоставлении увеличилось на 66%, объем выбросов оксида серы в годовом сопоставлении сократился на 45%).
- Май 2018 г.: новости компании в области ESG:
 - новая программа соблюдения нормативно-правовых требований;
 - снижение влияния государства на формирование совета директоров компании.

PIMCO

УЧЕТ ESG-ФАКТОРОВ В РАМКАХ АНАЛИЗА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ЮАР

Люпин Рахман (Lupin Rahman)

В центре внимания традиционного анализа государственных ценных бумаг находятся финансовые и макроэкономические переменные, оказывающие значимое воздействие на вероятность странового дефолта и на предполагаемые финансовые потери, в случае если такой дефолт все-таки произойдет. В наши дни все более очевидным становится тот факт, что на способность и готовность государства выполнять свои финансовые обязательства влияют также политические, управленческие, социальные аспекты, природные катаклизмы и долгосрочное воздействие экологических факторов. Недавний пример ЮАР демонстрирует, до какой степени учет экологических, социальных и управленческих факторов в традиционном анализе государственных облигаций способен повысить информированность инвестиционных решений и помочь инвесторам защитить свои портфели от рисков значительного снижения стоимости ценных бумаг.

ПОДХОД PIMCO К АНАЛИЗУ ESG-ФАКТОРОВ

В PIMCO ESG-факторы стали неотъемлемой частью анализа суверенных рейтингов с 2011 г., когда компания объявила об их интеграции в состав соответствующей модели. В дополнение к этим рейтингам применяется отдельная система оценки ESG-факторов и сценарный анализ с учетом специфики конкретной страны, который включает ESG-риски.

Собственная модель суверенных рейтингов компании PIMCO предполагает процесс, который начинается с углубленного странового анализа по принципу «снизу вверх». В основе этого анализа лежат пятилетние макроэкономические прогнозы и конкретные количественные ESG-показатели. Кроме того, анализ учитывает, как кратко-, так и долгосрочные определяющие факторы кредитного риска. В этой модели общий вес ESG-переменных составляет около 25%, ведущую роль среди которых играют переменные управления, поскольку они являются основным индикатором суверенного риска. Социальные факторы, как, например, здравоохранение и образование, являются менее значимыми, но характеризуются высоким уровнем взаимосвязи с такими базовыми условиями, как валовой внутренний продукт (ВВП) на душу населения, который, в свою очередь, тесно коррелирует с суверенным риском. Наконец, мы выяснили, что экологические переменные, за исключением особых случаев (например, ураганов, землетрясений,

наводнений или радиоактивных заражений), как правило, в наименьшей степени связаны с трех-пятилетним суверенным риском.

Затем процесс затрагивает оценку стран по каждому из указанных ESG-параметров (см. **Рисунок 1**). Все компоненты являются равновзвешенными, а количественная оценка дополняется качественной. Это позволяет учитывать важные ESG-показатели. Например, вовсе не обязательно, что прогресс в сфере использования возобновляемых источников энергии или усиление социальной напряженности окажут немедленное воздействие на суверенный риск, но они тем не менее играют важную роль с точки зрения долгосрочного устойчивого развития.

РИСУНОК 1. ПЕРЕМЕННЫЕ, ВКЛЮЧЕННЫЕ В ОЦЕНКУ ESG-ФАКТОРОВ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА КОМПАНИЕЙ PIMCO

| ЭКОЛОГИЧЕСКИЕ | СОЦИАЛЬНЫЕ | УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">■ Выбросы парниковых газов на душу населения■ Индекс экологической эффективности Йельского университета■ Использование ископаемого топлива■ Энергия из возобновляемых источников■ ВВП на единицу энергии | <ul style="list-style-type: none">■ Средняя продолжительность жизни■ Уровень смертности■ Равенство полов■ Коэффициент Джини (показатель расслоения общества)■ Коэффициент здоровья■ Ср. длительность обучения■ Ср. продолжительность получения высшего образования и профессиональной подготовки■ Показатели рынка труда■ Показатели коррупции | <ul style="list-style-type: none">■ Политическая стабильность■ Право голоса и подотчетность■ Верховенство права■ Борьба с коррупцией■ Эффективность органов государственной власти■ Качество регулирования |

Источник: PIMCO.

Наконец, в рамках нашего сценарного анализа с учетом специфики страны выполняется оценка долгосрочных тенденций и хвостовых рисков. Мы анализируем приемлемость уровня задолженности в долгосрочной перспективе, сценарии истощения природных ресурсов, сценарии природных катаклизмов, возможность смены политического режима и непредвиденные риски с учетом как макроэкономических, так и ESG-факторов. Сценарный анализ с учетом специфики страны помогает нам понять, какие государства предрасположены к левым (убыточным) хвостовым рискам, в каких из них предусмотрен план на случай непредвиденных обстоятельств, и какие риски являются существенными с точки

зрения инвестиций. Мы считаем, что это, к тому же, помогает нам лучше справляться со скрытыми рисками, многие из которых принято ассоциировать с ESG-переменными.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С СУВЕРЕННЫМИ ЭМИТЕНТАМИ

Диалог внутри страны является важнейшей составляющей выполняемого нами анализа государственных ценных бумаг и оценки успехов правительства в достижении целевых показателей в области ESG. В ходе наших визитов мы обычно проводим встречи с высокопоставленными должностными лицами и политиками, уделяя особое внимание детальной оценке платежеспособности — от структуры бюджета, управления валютными резервами и денежно-кредитной политики до успехов на пути к достижению основных целей развития и охраны окружающей среды. Кроме того, мы обычно проводим встречи с местными бизнесменами, банкирами, профсоюзными деятелями, журналистами, сотрудниками неправительственных организаций и представителями общественности для получения всеобъемлющего и целостного представления о ситуации в стране. Обсуждения, как правило, проводятся в формате двустороннего взаимодействия: представители государства делятся с нами новостями о своих достижениях и планах, а наши аналитики и портфельные управляющие доносят до официальных лиц информацию о вопросах, вызывающих у нас беспокойство, о наших оценках и ожиданиях.

ПРИМЕР КОНКРЕТНОЙ СТРАНЫ: ЮАР, 2015–2017 ГГ.

События, произошедшие в Южной Африке в период с 2015 по 2017 гг., демонстрируют, как анализ ESG-факторов в оценке суверенного риска может повысить доходность портфеля и защитить его от рисков значительного снижения стоимости ценных бумаг.

В июле 2015 г. в отношении бывшего президента ЮАР Джейкоба Зумы (Jacob Zuma) были выдвинуты обвинения в коррупции. Объектом нападок стало соглашение между ЮАР и Россией о сотрудничестве в области мирного использования атомной энергии, которое критики сочли заключенным ради личного обогащения президента Зумы в ущерб Eskom Holdings SOC Ltd., южноафриканскому государственному предприятию коммунального хозяйства. Кроме того, президента Зуму обвинили в коррупционных связях с семьей влиятельных южноафриканских бизнесменов Гупта (Gupta). За этим последовала борьба за власть в Африканском национальном конгрессе (АНК), что привело к ослаблению системы институтов государственной власти, частой смене министров финансов, финансовой и политической нестабильности.

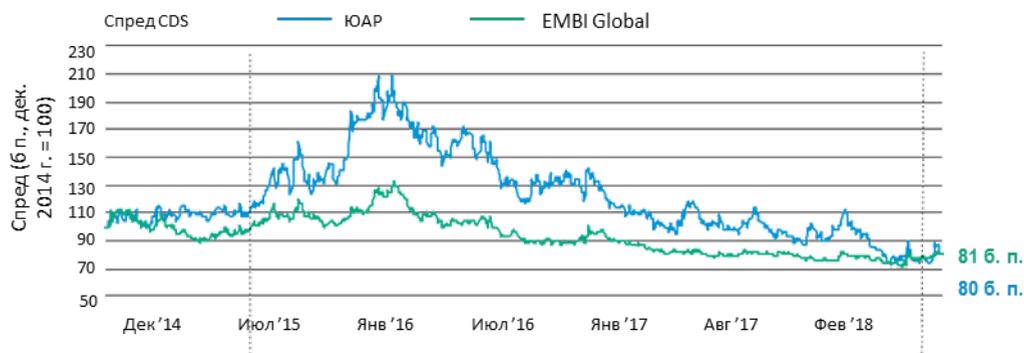
Как только стало известно об этих обвинениях, наша компания инициировала повторную оценку политических и управленческих рисков ЮАР, организовав поездку в эту страну группы своих старших экспертов с целью проведения комплексной экспертизы. Ее задача состояла в том, чтобы получить

представление об экономических, организационных и социальных последствиях вышеупомянутых злоупотреблений (например, снижение финансирования здравоохранения и образования). По итогам детальных обсуждений с представителями правительства и подробного анализа мы понизили свой внутренний кредитный рейтинг для ЮАР за несколько кварталов до того, как это сделали ведущие рейтинговые агентства (см. **Рисунок 2**). Ключевыми факторами для принятия такого решения стала значимость показателей качества управления в стране для наших суверенных рейтингов, оценка последствий ослабления государственных институтов для экономического роста, долговое бремя страны и результаты нашего диалога с представителями ее высшего руководства.

Снижение нами рейтинга привело к пересмотру уровня суверенного и квазисуверенного риска в ЮАР для нашего портфеля, а также послужило сигналом к снижению объемов соответствующих инвестиций для всех клиентов PIMCO. Благодаря учету ESG-факторов в нашей стандартной системе оценки суверенных рисков нам удалось выявить проблемы на ранних этапах и снизить риски в период, когда в рыночные цены еще не закладывались новые риски для развития Южно-Африканской Республики. Позднее, когда стали известны масштабы коррупции, оценка рынков и рейтинговых агентств, наконец, сравнялась с нашей.

В период с 2015 по 2017 гг. мы продолжали поддерживать контакты с государственными органами и основными заинтересованными сторонами из ЮАР. Это позволило нам лучше понять динамику политических процессов и донести обеспокоенность инвесторов непосредственно до лиц, принимающих ключевые решения. Мы, в частности, подчеркивали необходимость повышения прозрачности и качества управления как в правительстве, так и на государственных предприятиях, особенно в связи с процессом государственных закупок. По мере улучшения макроэкономической ситуации в мире рынки перешли к повышению рейтингов ЮАР, однако наша негативная оценка качества управления и прозрачности вынудила нас занять осторожную позицию, поскольку существовали веские основания полагать, что страна продолжит проводить политику президента Зумы, если АНК возглавит его бывшая жена — Нкосазана Дламини-Зума (Nkosazana Dlamini-Zuma). С тех пор как президентом АНК в декабре 2017 г. был избран Сирил Рамафоса (Cyril Ramaphosa), а президент Зума ушел из политики в феврале 2018 г., мы осуществляем мониторинг достижений нового правительства в устранении недостатков управления в государственном секторе, а также в содействии реформам, направленным на повышение качества управления и прозрачности. Перемены в руководстве компании Eskom, а также принятые меры по снижению уровня коррупции служат обнадеживающим сигналом того, что ЮАР, наконец, стала на долгий и непростой путь оздоровления.

РИСУНОК 2. СПРЕДЫ ГОСОБЛИГАЦИЙ ЮАР И ОЦЕНКИ СУВЕРЕННОГО КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА КОМПАНИЕЙ PIMCO



Обвинения президента Зумы в коррупции

Уход президента Зумы в отставку

PIMCO проводит тщательный анализ за счет диалога с представителями правительства ЮАР и понижает внутренний кредитный рейтинг с учетом снижения показателей качества государственного управления в стране

S&P и Fitch понижают рейтинг ЮАР с BBB до BB+

Понижение рейтинга Moody's (с Baa2 до Baa3) и S&P (с BB+ до BB)

2015/2016

Апр '17 Июнь—Ноя '17

Источник: PIMCO.

Примечание: Приводится исключительно в качестве примера. Показатели в прошлом не являются гарантией или надежным индикатором результатов будущей деятельности.

Сокращения: б. п. — базисные пункты; CDS — кредитный дефолтный своп; EMBI Global — глобальный индекс облигаций развивающихся рынков; ЮАР — Южно-Африканская Республика.

ПРИЛОЖЕНИЕ МЕТОДИКА

МЕТОДИКА

При проведении глобального исследования нами были отобраны данные из нескольких источников, в том числе:

- опрос касательно внедрения практики ESG-интеграции среди 1 100 финансовых специалистов, преимущественно членов CFA Institute. Опрос проводился с сентября 2017 г. по июль 2018 г.;
- семинары, организованные CFA Institute, PRI и 23 обществами CFA® в период с октября 2017 г. по апрель 2018 г.;
- Bloomberg, откуда было получено два набора данных (акции и ценные бумаги с фиксированной доходностью) в области раскрытия ESG-информации по 17 рынкам; а также
- система отчетности PRI за 2017 г., в которой сопоставляются методы учета ESG в инвестиционной практике, применяемые в разных странах мира.

ИССЛЕДОВАНИЕ СУЩЕСТВУЮЩИХ ПРАКТИК ESG-ИНТЕГРАЦИИ

Для лучшего понимания воздействия ESG-факторов на рынки капитала (цена акций, спреда по корпоративным облигациям и доходность суверенного долга), частоты использования инвесторами ESG-данных в своем инвестиционном анализе и процессе или отказа от учета указанных факторов компании YouGov было поручено провести глобальный опрос о практике ESG-интеграции¹⁷. В рамках исследования были заданы вопросы, направленные на оценку отношения инвесторов к практике ESG-интеграции, а также на лучшее понимание того, как происходит анализ и учет ESG-факторов на практике.

Участие в опросе приняли заинтересованные стороны из 17 стран.

Сведения, полученные из региона EMEA, основаны на анкетах, заполненных 392 респондентами из следующих стран:

- Франция (37 человек);
- Германия (79 человек);
- Италия (35 человек)¹⁸;
- Нидерланды (59 человек);
- Россия (35 человек);
- ЮАР (43 человека);
- Швейцария (51 человек);
- Великобритания (51 человек);
- Объединенные Арабские Эмираты (2 человека).

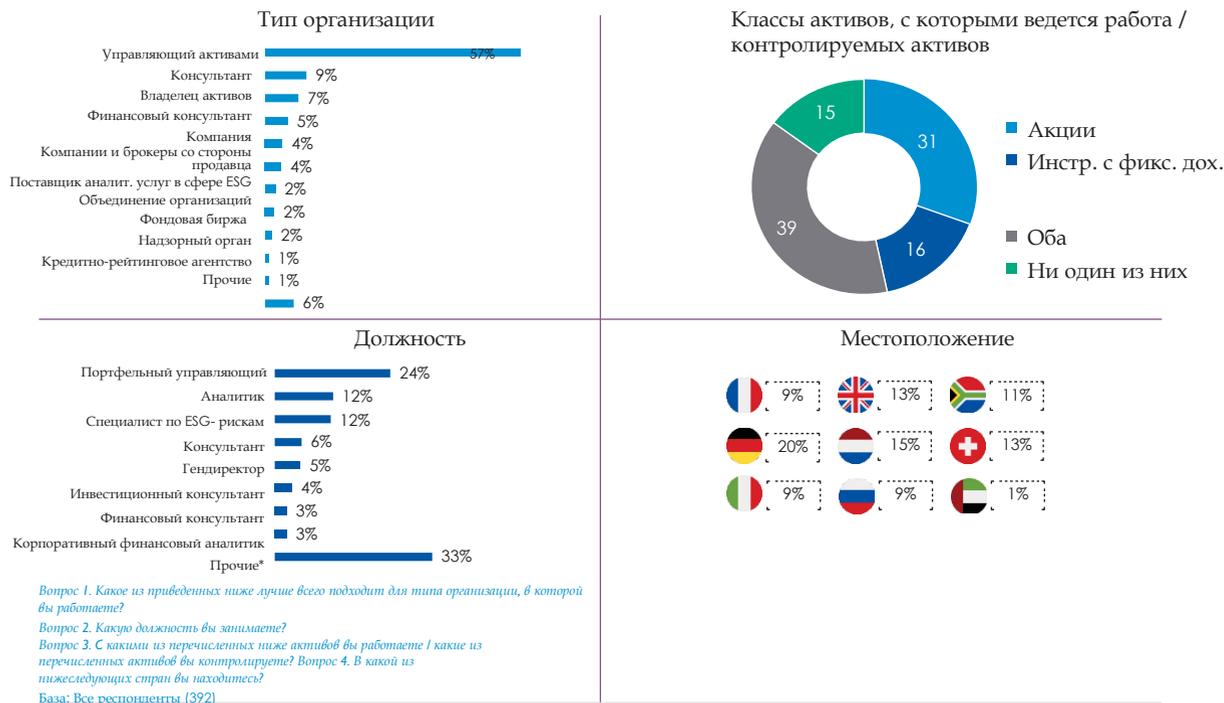
¹⁷ По поручению PRI компания YouGov разместила онлайн-опрос на своей специально разработанной и надежной (с точки зрения безопасности данных) платформе. Опрос был доступен на разных языках. PRI и CFA Institute распространяли информацию об опросе путем рассылки приглашений на семинары, которые рассматриваются в настоящем отчете.

¹⁸ Несмотря на то что результаты опроса содержат ответы, полученные из Италии, отдельной главы по этой стране не подготовлено.

РИСУНОК А.1. ДЕМОГРАФИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ РЕСПОНДЕНТОВ ИЗ РЕГИОНА ЕМЕА

Общая информация о респондентах

Общая информация о респондентах



СЕМИНАРЫ

В дополнение к опросу мы провели 23 семинара. Девять семинаров было проведено в регионе ЕМЕА, в том числе во Франции, Германии, Нидерландах, России, ЮАР, Швейцарии, Великобритании и Объединенных Арабских Эмиратах (см. **Рисунок А.2**).

Перед семинарами стояла задача проиллюстрировать результаты опроса. Участники семинара были разбиты на группы по шесть-восемь человек с целью обсудить предварительные результаты опроса и поделиться своим мнением. Благодаря семинарам нам удалось ознакомиться с позицией местных инвесторов, большинство из которых не специализируется на вопросах ESG.

РИСУНОК А.2. ГЕОГРАФИЯ ESG-СЕМИНАРОВ В РАЗНЫХ СТРАНАХ МИРА

| Америка | АТР | ЕМЕА |
|-----------|-----------|--------------|
| Бостон | Пекин | Амстердам |
| Нью-Йорк | Ханчжоу | Кейптаун |
| Сан-Паулу | Гонконг | Дубай |
| Торонто | Мельбурн | Франкфурт |
| | Мумбаи | Йоханнесбург |
| | Шанхай | Лондон |
| | Шэньчжэнь | Москва |
| | Сингапур | Париж |
| | Сидней | Цюрих |
| | Токио | |

Сокращения и пояснения: Америка – Северная и Южная Америка, АТР – Азиатско-Тихоокеанский регион, ЕМЕА – Европа, Ближний Восток и Африка.

РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНКИ ESG-ФАКТОРОВ ЭКСПЕРТАМИ BLOOMBERG

CFA Institute и PRI предложили агентству Bloomberg принять участие в этом проекте по изучению практики ESG-интеграции путем предоставления данных по раскрытию компаниями ESG-информации. Мы сочли, что анализ ESG-данных компаний, приведенный в подразделах «Тенденции в области раскрытия компаниями ESG-данных», также будет полезен инвесторам для учета ESG-факторов в инвестиционном анализе и процессе инвестирования.

Данные Bloomberg по раскрытию компаниями ESG-информации основываются на открытых источниках и демонстрируют прозрачность компаний в области ESG, а не результаты их деятельности. Этот показатель рассчитывается на основе представленной компанией информации по более чем 100 экологическим, социальным и управленческим аспектам. Каждый тип публикуемых данных оценивается по шкале от 0 до 100, после чего выводится совокупный экологический, социальный или управленческий показатель, на основании чего компании выставляется общая ESG-оценка. Некоторым факторам присваивается больший вес, определяемый их существенностью, а оценка выводится с учетом специфики соответствующей отрасли. Bloomberg отражает раскрытие отраслевой информации путем нормализации итоговой оценки только по выбранному диапазону направлений, применимых к соответствующей отрасли (например, «общий объем произведенной электроэнергии» учитывается только в составе показателя раскрытия информации генерирующих компаний).

Этот набор данных содержит показатели раскрытия ESG-информации за 2011 г. и 2016 г., а также экологические, социальные и управленческие показатели по десяти разным отраслевым классификациям Bloomberg: связь, второстепенные потребительские товары, товары массового потребления, энергетика, финансы, здравоохранение, промышленность, материалы, технологии и коммунальные

услуги. В него также входят экологические, социальные и управленческие показатели за 2016 г. по каждому сектору.

В набор данных включаются компании с рыночной капитализацией, превышающей 1 млрд долл. США. Затем он разделяется на компании с низкой (от 1 млрд до 2 млрд долл. США), средней (от 2 млрд до 10 млрд долл. США) и высокой рыночной капитализацией (более 10 млрд долл. США).

Оценки раскрытия ESG-информации, представленные в региональных отчетах, – это усредненные показатели, не учитывающие крайние значения. Поскольку показатели являются средними, по ним нельзя вывести общую оценку для разных секторов. Репрезентативность данных варьируется в зависимости от страны и региона в связи с неравномерным количеством компаний, чьи акции обращаются на бирже.

СИСТЕМА ОТЧЕТНОСТИ PRI

В ходе работы над подразделами «Инвестиционные подходы местных инвесторов: акции и инструменты с фиксированной доходностью» мы проанализировали данные из системы отчетности PRI наряду с результатами исследований и отзывами, полученными в ходе семинаров. Инвесторы, подписавшие Принципы ответственного инвестирования (PRI), представляют ежегодные отчеты с подробным описанием своих подходов/обязательств в отношении практики учета ESG в своей инвестиционной деятельности. Анализ, выполненный для настоящего отчета, основан на методах, которые применялись подписантами PRI в 2017 г.

Эта страница намеренно оставлена пустой

АВТОРЫ

Мэтт Орсаг (Matt Orsagh), CFA, директор отдела рынков капитала, CFA Institute

Джеймс Аллен (James Allen), CFA, руководитель отдела рынков капитала Северной и Южной Америки, CFA Institute

Джастин Слоггетт (Justin Sloggett), CFA, руководитель отдела по инвестиционной практике в акциях и облигациях PRI

София Бартольди (Sofia Bartholdy), аналитик, отдел инвестиционной практики, PRI

Анна Георгиева, менеджер, отдел по инвестиционной практике в акциях и облигациях, PRI

Юлия Софронова, руководитель направления по работе с инвесторами стран Скандинавии, Центральной и Восточной Европы и СНГ, PRI

СЕВЕРНАЯ И ЮЖНАЯ АМЕРИКА

+1-800-247-81-32 ТЕЛЕФОН (США и Канада)

+1-434-951-54-99 ТЕЛЕФОН

+1-434-951-52-62 ФАКС

915 East High Street

Charlottesville, VA 22902-4868, USA (США)

292 Madison Avenue 2nd Floor

New York, NY 10017-6323, USA (США)

АЗИАТСКО-ТИХООКЕАНСКИЙ РЕГИОН

+852-2-868-27-00 ТЕЛЕФОН

+852-2-868-99-12 ФАКС

23/F, Man Yee Building 68 Des Voeux Road Central, Hong Kong SAR (ОАР Гонконг)

Si Wei (Beijing) Enterprise Management Consulting Co. Ltd. Unit 5501, 55/F China World Tower B

No. 1 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing, 100004, China (Китай)

CFA Institute India Private Limited 702, 7th Floor, A Wing

One ВКС Tower, Bandra Kurla Complex, Bandra (E) Mumbai 400 051, Maharashtra, India (Индия)

ЕВРОПА, БЛИЖНИЙ ВОСТОК И АФРИКА

+44-207-330-95-00 ТЕЛЕФОН

+44-207-330-95-01 ФАКС

67 Lombard Street 7th Floor

London EC3V 9LJ United Kingdom (Великобритания)

Rue du Champ de Mars, 23 1050 Brussels, Belgium (Бельгия)

Al Maqam Tower, 7th Floor ADGM Square, Al Maryah Island Abu Dhabi, United Arab Emirates (Объединенные Арабские Эмираты)

ISBN: 978-1-942713-65-4

