

# Расхождение в ESG-рейтингах: зарубежные регуляторные тренды

**Асмик Вагеевна Хачатрян**

E-mail: [hkhachatryan@nifi.ru](mailto:hkhachatryan@nifi.ru)

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, Москва 127006, Российская Федерация

## Аннотация

Исследования показывают, что корреляция между ESG-рейтингами, присвоенными различными агентствами, находится на достаточно низком уровне. Проблематика сопоставимости ESG-рейтингов (часто называемая в академической литературе проблемой их дивергенции), как один из факторов, определяющих направление потоков инвестиций, активно обсуждается в научном и профессиональном сообществе. В связи с этим регуляторы ряда стран уже разработали или выступают с инициативами разработки и введения нормативно-правового регулирования в отношении ESG-рейтинговых агентств.

Целью данной статьи является предварительная оценка подходов зарубежных регуляторов к решению проблематики дивергенции ESG-рейтингов путем раскрытия этого феномена и его источников. Внимательное изучение причин расхождения ESG-рейтингов позволяет рассмотреть и оценить выявленные зарубежные регуляторные тенденции в контексте их нацеленности на устранение источников дивергенции.

Методология статьи основана на обзоре доступной академической литературы и эмпирических исследований, изучении методологий ESG-рейтингования, а также на сравнительном анализе принятых или предложенных зарубежными регуляторами нормативных требований. Выявлен ряд особенностей подходов к разработке нормативно-правовой базы, которые формируют предпосылки дальнейшего развития правового поля в сфере такого рейтингования. Среди зарубежных тенденций формирования подходов к регулированию ESG-рейтингов выделяется нацеленность на устранение информационных пробелов путем ужесточения требований к отчетности оцениваемых компаний и повышения прозрачности методических подходов рейтинговых агентств. В то же время устранение выявленных основных источников расхождения рейтингов на данном этапе не находится среди задач, на решение которых направлены усилия зарубежных регуляторов.

**Ключевые слова:** ESG-регулирование, ESG-рейтинг, устойчивые финансы, инвестиционный анализ, финансовый рынок, отчетность

**JEL:** G11, G24, Q01, Q56

**Для цитирования:** Хачатрян А. В. Расхождение в ESG-рейтингах: зарубежные регуляторные тренды // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 5. С. 89–104.

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-89-104>.

© Хачатрян А. В., 2022

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-89-104>

## Divergence of ESG Ratings: Foreign Regulatory Trends

**Hasmik V. Khachatryan**

*Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*

*hkhachatryan@nifi.ru*

### Abstract

Studies show that correlations of ESG ratings provided by various rating agencies are fairly weak. The challenge related to disparities in ESG ratings often referred to as “divergence” of ESG ratings is widely discussed in academic and professional community. This divergence may lead to investment decisions made based on misleading information and thus, distort the re-orientation of capital flows into sustainable business. For this reason, there is a growing legislative and regulatory focus on ESG related issues, including the activities of ESG rating providers. The purpose of this article is to conduct a preliminary assessment of the approaches of foreign regulators in addressing the issue of divergence of ESG ratings through an in-depth exploration of this phenomenon and its sources. A careful study of the underlying factors of ESG rating disparities allows us to consider the identified foreign regulatory trends in the context of their focus on eliminating these factors. The methodology of the article is based on the review of the available academic literature and empirical research, study of ESG rating methodologies and analysis of adopted or proposed foreign regulatory requirements. A number of regulatory trends has been identified, which together shape the premise for the development of the regulatory framework of ESG ratings in the future. These trends include a strong focus on corporate ESG reporting and increasing transparency of ESG rating methodologies. However, elimination of the main sources of divergence are not among the tasks of the foreign regulators.

**Keywords:** ESG regulation, ESG ratings, sustainable finance, investment analysis, financial market, reporting

**JEL:** G11, G24, Q01, Q56

**For citation:** Khachatryan H.V. Divergence of ESG Ratings: Foreign Regulatory Trends. *Financial Journal*, vol. 14, no. 5, pp. 89–104 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-89-104>.

© Khachatryan H.V., 2022

---

---

## ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время для инвесторов все более распространенной практикой становится отказ от традиционного метода принятия инвестиционных решений, ограниченного анализом исключительно финансовых показателей объектов инвестирования. Инвестиционный анализ все чаще включает такие факторы, как воздействие на окружающую среду, условия труда сотрудников, взаимоотношения с местными общинами, гендерный паритет в управленческих органах компаний и иные аспекты, связанные с влиянием на устойчивое развитие [Cellier et al., 2016]. Расширение рамок инвестиционного анализа и включение в него экологических, социальных и управленческих атрибутов, с одной стороны, вызвано растущим осознанием инвестиционным сообществом того факта, что интеграция данных факторов в деятельность компаний может повлиять на их конкурентоспособность и долгосрочную финансовую прибыльность [Weber, 2008], а также на устойчивость в период волатильности финансового рынка [Lins et al., 2017]. С другой стороны, несмотря на неоднозначные результаты исследований на тему взаимосвязи между интеграцией факторов воздействия на устойчивое развитие и финансовыми показателями компаний [Morrison, 2021], стремительно увеличивается круг инвесторов, заинтересованных в воздействии своих инвестиций на экологические и социальные аспекты жизни. К «Принципам

ответственного инвестирования ООН» присоединилось почти 5 тыс. организаций, которые в совокупности управляют активами стоимостью 121 трлн долл. США<sup>1</sup>.

Данный тренд, известный всему миру под термином ESG (*Environmental, Social, Governance*), впервые появившимся в 2004 г. в докладе Глобального договора ООН<sup>2</sup>, является одним из знаменательных событий на финансовом рынке последних двух десятилетий. К концу 2021 г. глобальные активы под управлением фондов устойчивого развития достигли 35 трлн долл. США, а общий объем выпуска устойчивого долга — 1,6 трлн долл. Прогнозируется, что феномен ESG-инвестирования будет набирать обороты, охватывая управляемые активы стоимостью 50 трлн долл. США к 2025 г.<sup>3</sup> Прогнозы усиления тренда ESG-инвестирования представляются реалистичными, учитывая положительный денежный поток в фонды устойчивого развития в размере 32,6 млрд долл. США во втором квартале 2022 г. на фоне чистого оттока из общих фондов в размере 280 млрд долл. в условиях волатильности на финансовых рынках и ожиданий инвесторами глобальной рецессии<sup>4</sup>.

Параллельно с ростом рынка устойчивых финансов стремительно увеличивается вторичный рынок сопутствующих услуг, связанных с предоставлением и аналитикой данных об устойчивом развитии, в том числе рейтингования, ренкингования, разработки индексов и бенчмарков, консультационных услуг и т. д. В результате расширения практики интеграции экологических, социальных и управленческих факторов в процесс принятия инвестиционных решений значительно возрастает спрос на доступные ESG-данные и на четко структурированные, достоверные, сравнимые и понятные рынку ESG-ориентированные. За последние пять лет мировой рынок ESG-данных ежегодно увеличивался на 28%, превысив 1 млрд долл. США в 2021 г.<sup>5</sup> В целях обоснования своих инвестиционных решений институциональные инвесторы ежегодно тратят в среднем почти 500 тыс. долл. США только на ESG-рейтинги, сбор данных и связанные с этим консультационные услуги<sup>6</sup>. Количество подобных рейтингов по всему миру превышает 600<sup>7</sup>. В результате ряда слияний и поглощений рынок ESG-рейтингования характеризуется консолидацией вокруг нескольких крупных игроков, которые доминируют на этом рынке [Avetisyan et al., 2017]. В 2021 г. на долю трех ведущих рейтинговых агентств в этой сфере приходилось около 60% рынка<sup>8</sup>.

ESG-рейтинги представляют собой сравнительную оценку долгосрочной подверженности компаний ESG-рискам в определенной отрасли, а также их стратегий управления этими рисками [Sipiczki, 2022]. Большинство таких рейтинговых агентств использует систему ранжирования, подобную системе кредитных рейтингов, где компаниям присваиваются буквенные или процентильные оценки, позволяющие сравнить позицию одной компании с позицией другой [Morrison, 2021]. Однако в отличие от кредитных рейтингов, которые иллюстрируют риск одного, четко сформулированного события — дефолта компании, определение ESG-рейтингов является более размытым, так как предполагает измерение разнообразных факторов, связанных с постоянно меняющимися ценностями. Соответственно, услуги рейтинговых агентств включают не только измерение степени интегрированности экологических, социальных и управленческих компонент, но и саму концептуализацию

<sup>1</sup> Who Cares Wins / Connecting Financial Markets to a Changing World. URL: <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/quarterly-signatory-update>.

<sup>2</sup> [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_1319579355342](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579355342).

<sup>3</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021?fbclid=IwAR2Xpq9JeDixEYfP21y4zk0007C62v40g82DajKkT8kHDrIvxbYyFRImZkg>.

<sup>4</sup> Global Sustainable Fund Flows: Q2 2022 in Review / Morningstar. URL: <https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>.

<sup>5</sup> <https://www.opimas.com/research/742/detail/>.

<sup>6</sup> Institutional investors spend an average of \$1.3m annually related to ESG data / RegTech Analyst.

<sup>7</sup> Rate the Raters, 2020 / sustainability.com.

<sup>8</sup> <https://www.opimas.com/research/742/detail/>.

ESG, то есть формирование набора релевантных и значимых для определенной отрасли и компании факторов [Berg et al., 2019].

Таблица 1

**Основные ESG-рейтинговые агентства и поставщики данных /  
Main ESG Data and Rating Providers**

	Sustainalytics	MSCI	ISS ESG	V.E. (Moody's)	S&P ESG	Refinitiv	FTSE	CDP	RepRisk	Ara-besque
Персонал	200+	270+	180+	120+	100+	150+	-	150+	100+	35
Охват	12 тыс.+	14 тыс.+	6 тыс.+	5 тыс.+	7 тыс.+	9 тыс.+	7 тыс.+	9 тыс.+	170 тыс.+**	7 тыс.+
Максимальная оценка	100	AAA	A+	100	100	100	5	A	100 AAA	100
Минимальная оценка	0	CCC	D-	0	0	0	0	F	1 D	0
Периодичность	Еже-годно*	Еже-годно*	Еже-годно*	Еже-годно*	Еже-годно*	Еже-дневно	Еже-годно	Еже-годно	Еже-дневно	Еже-дневно
Публичность	✓	✓	-	-	✓	✓	-	✓	-	✓
Верификация данных компаниями	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-	-
Второе мнение	✓	✓	✓	✓	✓	-	-	-	-	-

\* Полноценный обзор проводится ежегодно, однако некоторая информация, например споры с участием компании, обновляется ежедневно и может привести к изменению рейтинга в любое время в течение года.

\*\* Включает непубличные компании.

Источник / Source: [Hirai et al., 2021].

О неоднозначном характере услуги рейтингования свидетельствует отсутствие консенсуса вокруг определения ESG-рейтингов среди самих рейтинговых агентств. Например, MSCI и Sustainalytics заявляют, что функция их рейтингов заключается исключительно в отражении объема неуправляемых и финансово значимых ESG-рисков в компании<sup>9</sup>. В отличие от этого методология ESG-рейтингования Moody's опирается на принцип двойной материалности, охватывая не только анализ устойчивости компаний к ESG-рискам, но и то, какое влияние сама компания оказывает на экологию и общество<sup>10</sup>, а оценки Refinitiv предназначены среди прочего для измерения степени приверженности компаний к ESG<sup>11</sup>.

Отсутствие консенсуса на современных финансовых рынках вокруг концептуализации ESG, методов измерения его интегрированности, а также ряд прочих факторов, изученных в данной статье, приводят к расхождению ESG-рейтингов разных агентств, таким образом снижая их информативную ценность. Данное явление находится в центре внимания финансовых регуляторов, которые в целях предотвращения дезориентации ESG-инвестиций и защиты прав инвесторов выступают с законодательными инициативами.

Целью данной работы является анализ и оценка зарубежных законодательных трендов в сфере ESG-рейтингования в разрезе их нацеленности на устранение причин расхождения в оценках (далее также — дивергенции). Выявление причин дивергенции ESG-рейтингов и одновременно проблем, на решение которых направлены уже принятые и предлагаемые зарубежные регуляторные нормы, позволяет предварительно оценить их успех

<sup>9</sup> <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/what-esg-ratings-are-and-are-not>;  
[https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics\\_ESG%20Ratings\\_Methodology%20Abstract.pdf](https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf).

<sup>10</sup> <https://esg.moody's.io/esg-measures>.

<sup>11</sup> [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf).

и рассмотреть альтернативные пути решения проблемы дивергенции ESG-рейтингов на отечественном рынке.

### ДИВЕРГЕНЦИЯ ESG-РЕЙТИНГОВ

Результаты ряда исследований ставят под вопрос ценность ESG-рейтингов как достоверных носителей информации о долгосрочной финансовой устойчивости компаний и их влиянии на окружающую среду и социум. Один из часто цитируемых показателей, подвергающих сомнению их надежность, — низкая корреляция между ESG-рейтингами одних и тех же компаний, присвоенными разными рейтинговыми агентствами. Средняя корреляция между ESG-рейтингами шести крупных агентств составляет 0,61<sup>12</sup>. Примечательной является корреляция на уровне 0,50 между рейтингами MSCI и Sustainalytics — двух крупнейших по клиентской базе на биржевом рынке ESG-рейтинговых агентств с похожими целями<sup>13</sup>. Самая высокая корреляция наблюдается между рейтингами Sustainalytics и S&P — 0,65. Для сравнения можно отметить, что корреляция между рейтингами Standard & Poor's, Moody's, и Fitch Ratings — лидирующих компаний в сфере кредитного рейтингования — колеблется в районе от 0,94 до 0,96 [Prall, 2021].

Таблица 2

Сравнение ESG-рейтингов: корреляции /  
ESG Ratings Comparison: correlations

	MSCI	S&P	Sustainalytics	CDP	ISS	Bloomberg
MSCI		35,7%	35,1%	16,3%	33,0%	37,4%
S&P	35,7%		64,5%	35,0%	13,9%	74,4%
Sustainalytics	35,1%	64,5%		29,3%	21,7%	58,4%
CDP	16,3%	35,0%	29,3%		7,0%	44,1%
ISS	33,0%	13,9%	21,7%	7,0%		21,3%
Bloomberg	37,4%	74,4%	58,4%	44,1%	21,3%	

Источник / Source: [Prall, 2021].

Подобное существенное расхождение во мнениях рейтинговых агентств вызывает предположение, что или рейтинговые агентства оценивают разные факторы, или же аналогичные факторы оцениваются по-разному. В условиях отсутствия требований к прозрачности ESG-рейтинговых агентств они не публикуют полноценные версии своих методологий и инструментов оценки, в том числе информацию о присваивании весовых коэффициентов конкретным факторам и показателям ESG [Doyle, 2018]. Однако взгляд даже на ограниченный объем публично доступной информации об используемых методах рейтингования позволяет оценить сложность задачи создания надежных и сопоставимых бенчмарков.

В методологии MSCI Система ключевых аспектов ESG-рейтингов (*ESG Ratings Key Issue Framework*)<sup>14</sup> включает 35 факторов, в том числе:

1) **экологические:** климатические изменения (углеродные выбросы, углеродный след продукции, финансирование экологического воздействия, уязвимость к изменению климата), природный капитал (водная недостаточность, биоразнообразие и землепользование, добыча сырья), загрязнение и отходы (токсичные выбросы и отходы, упаковочные материалы и отходы, электронные отходы) и экологические возможности (чистые технологии, «зеленые» здания, возобновляемая энергия;

<sup>12</sup> [https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/why-sustainable-business-needs-better-esg-ratings?utm\\_medium=email&\\_hsmi=202228887&\\_hsenc=p2ANqtz-9DTXnV6FLxdTzIbFojnV7Ch1FvUMjSoa w9kg1IVRQethmjU1GVfAVi3nRriWedAoCtAT\\_o7nXSd4Li3I4aHQZ9-2vINONrYmM4-Mg3Lbn3Nwjje0w&utm\\_content=202228887&utm\\_source=hs\\_email](https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/why-sustainable-business-needs-better-esg-ratings?utm_medium=email&_hsmi=202228887&_hsenc=p2ANqtz-9DTXnV6FLxdTzIbFojnV7Ch1FvUMjSoa w9kg1IVRQethmjU1GVfAVi3nRriWedAoCtAT_o7nXSd4Li3I4aHQZ9-2vINONrYmM4-Mg3Lbn3Nwjje0w&utm_content=202228887&utm_source=hs_email).

<sup>13</sup> <https://www.ft.com/content/a5e02050-8ac6-11e8-bf9e-8771d5404543>.

<sup>14</sup> <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/esg-ratings-key-issue-framework>.

2) **социальные:** человеческий капитал (управление трудовыми отношениями, охрана труда и здоровья, развитие человеческого капитала, стандарты труда в цепочке поставок), ответственность производителя (качество и безопасность товаров, химическая безопасность, финансовая защита потребителей, конфиденциальность и защита данных, ответственное инвестирование, страхование здравоохранительных и демографических рисков), противодействие заинтересованных сторон (сомнительные источники добычи, отношения с населением) и социальные возможности (доступ к коммуникациям, доступ к финансам, доступ к здравоохранению, возможности в области питания и здоровья);

3) **управленческие:** корпоративное управление (совет, вознаграждение, владение, отчетность) и корпоративное поведение (деловая этика, налоговая прозрачность).

При рейтинговании из представленного набора выбираются и анализируются ключевые факторы, потенциально создающие риски или возможности в конкретной отрасли, которую представляет компания, за исключением факторов управленческого блока, оцениваемого для всех отраслей. Далее анализируется качество управления выявленных существенных факторов, и каждому фактору присваивается весовой коэффициент в зависимости от уровня вклада в экологическое или социальное воздействие и ожидаемого временного горизонта материализации риска или возможности. Вес каждого из ключевых экологических или социальных факторов обычно составляет от 5 до 30% от общего рейтинга, а для факторов управленческого блока установлен минимальный весовой коэффициент на уровне 33%. Рейтинг присваивается в результате агрегирования средневзвешенных баллов по всем ключевым факторам<sup>15</sup>.

Рейтинги Sustainalytics состоят из трех блоков — корпоративное управление, существенные ESG-факторы и специфические ESG-факторы. Как и MSCI, Sustainalytics анализирует блок корпоративного управления во всех отраслях. Средний весовой коэффициент неуправляемых рисков корпоративного управления составляет 20%. В рамках анализа существенных ESG-факторов Sustainalytics изучает более 70 показателей по трем направлениям — готовность, раскрытие информации и эффективность [Doyle, 2018]. Отдельно исследуются специфические факторы, называемые Sustainalytics «Идиосинкразическими проблемами» ESG. Они представляют собой непредсказуемые и нехарактерные для конкретной отрасли обстоятельства, которые в результате оценки превращаются в существенные факторы с точки зрения ESG. По итогам анализа компаниям присваивается процентильный балл, позволяющий делать сравнение с их степенью подверженности ESG-рискам с точки зрения их влияния на стоимость компаний в определенной отрасли<sup>16</sup>.

Bloomberg, в отличие от MSCI и Sustainalytics, агрегирует общедоступные ESG-данные для измерения исключительно уровня прозрачности компаний. С этой целью компании оцениваются исходя из объема данных, раскрытых компаниями в отчетах по устойчивости, которые имеют отраслевую релевантность, при этом каждый блок раскрытых данных получает весовой коэффициент исходя из степени важности. Таким образом, анализ Bloomberg не охватывает качество ESG-отчетности, ESG-показатели или соблюдение компаниями стандартов ESG в реальности [Gutsche et al., 2017].

S&P Global ESG Rank заявляет, что анализируемые факторы охватывают влияние компаний на природу и общество, а также качество управления, то есть методология построена на основе принципа двойной материальности. Однако в опубликованном компанией справочном материале о подходе к ESG-оцениванию указано, что анализ компании опирается на выявление ESG-факторов, которые могут оказать прямое или косвенное существенное влияние на финансовые показатели компании<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> <https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf>.

<sup>16</sup> [https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics\\_ESG%20Ratings\\_Methodology%20Abstract.pdf](https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf).

<sup>17</sup> [https://www.spglobal.com/\\_assets/documents/ratings/research/100048049.pdf](https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/100048049.pdf).



Указанные особенности подходов разных агентств к концептуализации и измерению ESG иллюстрируют энтропийный характер рынка ESG-рейтингов. Во-первых, отсутствует общая цель рейтингования как отдельной от «поставки» данных услуги. Цели предлагаемых на рынке продуктов включают оценивание финансовой уязвимости компаний к экологическим и социальным факторам, приверженности этим факторам, степени ESG-прозрачности или влияния на окружающий мир и т. д. Во-вторых, варьируется сам объект измерения, который в зависимости от подхода рейтингующего может включать ESG-риски и возможности, механизмы и качество управления ими, факторы влияния на экологическую и социальную среду, объем раскрываемой информации, степень приверженности ESG-факторам и т. д. В-третьих, компании используют разные методы измерения и присваивают разные весовые коэффициенты не только на уровне отдельных факторов, но и целых блоков, из которых составляется общий рейтинг (например, минимальный коэффициент MSCI для блока корпоративного управления составляет 33%, в то время как средний коэффициент Sustainalytics того же блока — всего 20%).

### Источники дивергенции ESG-рейтингов

Без полноценного понимания причин противоречивости ESG-рейтингов представляется сложным не только разработка правовых механизмов защиты интересов устойчивых инвесторов, но и выявление вероятных последствий противоречивых рейтингов для финансового рынка. При этом, несмотря на преобладающее на рынке устойчивого инвестирования и в академической литературе мнение о том, что дивергенция ESG-рейтингов лишает эти продукты убедительности, имеются ограниченные эмпирические данные и исследования, посвященные теме ее происхождения [Christensen et al., 2022]. Одна из первых попыток изучения и выявления основных причин расхождения ESG-рейтингов на основе эмпирических данных сделана в рамках работы [Chatterji et al., 2016]. Авторы изучили и скорректировали явные различия между методологиями шести компаний, оценивающих корпоративную социальную ответственность, однако расхождения остались и после корректировки. Авторы заключили, что этому способствуют два фактора — различия в «теоретизировании»<sup>18</sup> корпоративной социальной ответственности и низкая соизмеримость разных факторов [Chatterji et al., 2016].

Позже похожее, но более широкое эмпирическое исследование было проведено в рамках работы [Berg et al., 2019], охватывающей набор из 709 ESG-показателей. В ходе исследования было выявлено три источника расхождений между результатами рейтингования разными агентствами. Во-первых, это неодинаковый объем исследования, означающий, что рейтинги опираются на разные наборы факторов. Расхождения в наборах исследуемых факторов, которые определяются в соответствии с отраслевыми методологиями, особо ощутимы при оценивании компаний с диверсифицированными операциями, поскольку в таких случаях компания может быть отнесена к разным отраслям рейтингующими агентствами, использующими различные системы отраслевой классификации (например, GICS, ICB, SIC и т. д.) [Hirai et al., 2021]. Во-вторых, конкретные факторы анализируются и измеряются на основе разных показателей, что приводит к другому источнику расхождений — различиям между методами измерения. Подобное расхождение наглядно иллюстрирует пример ESG-рейтингования компании Facebook двумя агентствами, где в рамках оценивания экологического блока одно из них опирается на показатель «Минимизация воздействия на окружающую среду от потребления энергии», а другое — на «Углеродоемкость». Несмотря на очевидное пересечение между данными показателями в отношении измеряемого фактора, сложно определить, насколько они соизмеримы

<sup>18</sup> Chatterji и др., ссылаясь на более ранние работы, определяют «теоретизацию» как определение того, «что измеряется, и почему это важно».

[Li et al., 2020]. Третьим источником варьирования ESG-рейтингов, обсуждаемым в [Berg et al., 2019], является практика присвоения разных весовых коэффициентов одному и тому же атрибуту, что отражает отсутствие консенсуса среди рейтинговых компаний в отношении значимости конкретных ESG-факторов. Примечательно, что в условиях отсутствия регулирования рейтинговые имеют возможность присваивать высокие весовые коэффициенты показателям, основанным на входных данных (например, количество часов, посвященных антикоррупционным тренингам), вместо показателей результатов (например, количество коррупционных случаев) [Hirai et al., 2021]. Согласно расчетам авторов работы [Berg et al., 2019] с точки зрения степени влияния на расхождение ESG-рейтингов самым значимым фактором является различие метода измерения (56%), за которым следует различие объема исследования (38%), а за ним — присвоение разных весовых коэффициентов (6%). В работе [Capizzi et al., 2021] изучена дивергентность ESG-рейтингов из-за различных методов измерения на уровне отдельных блоков E, S и G, с использованием рейтингов 210 итальянских публичных фирм. По результатам исследования самый высокий вклад (36%) в расхождение рейтинга имеет социальный блок, затем блок корпоративного управления (33%). Оценки экологического блока имеют незначительное влияние на общий результат [Capizzi et al., 2021].

В числе причин расхождения ESG-рейтингов часто упоминается отсутствие регуляторных требований к публикации и стандартизации отчетов устойчивости компаний [El-Hage, 2021; Sipiczki, 2022]. Несмотря на попытки разработки и введения единых правил нефинансовой отчетности, таких как стандарты GRI<sup>19</sup>, TCFD<sup>20</sup>, SASB<sup>21</sup>, в настоящее время регулирование данной сферы во всем мире находится в зачаточном состоянии, что приводит, с одной стороны, к недостаточному уровню прозрачности, а с другой — к низкой сопоставимости доступных ESG-отчетов. Кроме того, в отличие от финансовых отчетов, используемых для традиционного инвестиционного анализа, в большинстве юрисдикций отчеты ESG не подлежат аудиторской проверке. Серьезным вызовом для аналитиков также является несвоевременное раскрытие ESG-информации, обусловленное тем, что компании, как правило, публикуют отчеты об устойчивости через несколько месяцев после публикации годовых финансовых отчетов [Christensen et al., 2022]. В результате отсутствия достоверной, своевременной и структурированной информации рейтинговые компании полагаются на собственные допущения или же мнения третьих сторон, что еще более усугубляет субъективность процесса оценивания. Табл. 3 и 4 наглядно иллюстрируют расхождения в том, как публичные компании раскрывают в своих отчетах по устойчивости аспект охраны труда и здоровья сотрудников. Используются не только разные терминологии (25 показателей для измерения одного и того же фактора), но и разные единицы измерения.

Таблица 3

**Различные показатели, используемые для описания охраны здоровья и труда сотрудников случайно выбранными 50 крупными публичными компаниями /  
Various metrics used to describe employee health and safety  
for a random sample of 50 large publicly listed companies**

Показатели охраны труда и здоровья сотрудников	
1	Уровень несчастных случаев с потерей трудоспособности (на 100, 5 тыс., 200 тыс. отработанных часов)
2	Коэффициент частоты несчастных случаев с потерей трудоспособности
3	Травмы, приведшие к потере трудоспособности
4	Уровень несчастных случаев
5	Несчастные случаи, требующие отгулов

<sup>19</sup> Глобальная инициатива по отчетности

<sup>20</sup> Целевая группа при Совете по финансовой стабильности по раскрытию информации, связанной с климатом.

<sup>21</sup> Совет по стандартам отчетности в области устойчивого развития.



Показатели охраны труда и здоровья сотрудников	
6	Количество дней, потерянных из-за травм
7	Финансовые потери из-за несчастных случаев
8	Травмы, приведшие к потере трудоспособности более чем на один день
9	Уровень травматизма
10	Коэффициент потерянных в результате нетрудоспособности дней
11	Потеря рабочего времени (менее 61 дня) из-за профессиональных заболеваний или травм
12	Уровень серьезности несчастных случаев с потерей трудоспособности
13	Количество несчастных случаев
14	Количество несчастных случаев без потери трудоспособности
15	Количество потерянных рабочих дней
16	Количество серьезных несчастных случаев
17	Уровень травматизма на 200 тыс. отработанных часов
18	Сокращенные в результате профессиональных травм рабочие дни
19	Претензии по потере трудоспособности из-за профессиональных травм или заболеваний
20	Время, потерянное из-за профессиональных травм или заболеваний
21	Количество случаев профессиональных заболеваний
22	Уровень профессиональной заболеваемости
23	Случаи профессиональных заболеваний
24	Уровень профессиональных болезней

Источник / Source: [Kotsantonis et al., 2019].

Таблица 4

**Различные единицы измерения, используемые для описания охраны здоровья и труда сотрудников случайно выбранными 50 крупными публичными компаниями / Various units of measure to describe employee health and safety for a random sample of 50 large publicly listed companies**

Компания	Показатель	Единица измерения
1	Количество несчастных случаев со смертельным исходом	Количество
2	Уровень травматизма на 200 тыс. отработанных часов	Количество (коэффициент)
3	Уровень смертности, связанной с профессиональным травматизмом	Количество
4	Уровень частоты несчастных случаев с потерей трудоспособности	Процент
5	Уровень травматизма	Процент
6	Уровень несчастных случаев	Процент

Источник / Source: [Kotsantonis et al., 2019].

В дополнение в качестве отдельного источника дивергенции ESG-рейтингов можно выделить «ошибки» рейтинговых, которые вызваны не методологическими несовершенствами, а когнитивными искажениями. Например, в рамках работы [Berg et al., 2019] выявлен сильный «эффект нимба», заключающийся в том, что компании, высоко оцениваемые по одному из ESG-атрибутов, получают относительно высокую оценку и по остальным атрибутам. Автор работы [Doyle, 2018] обнаружил три вида когнитивных ошибок – «предвзятость к размеру», в результате которой крупным компаниям присваиваются более высокие рейтинги, «предвзятость к географическому расположению», ответственную за более высокие рейтинги европейских компаний по сравнению с североамериканскими, и «предвзятость из-за отрасли».

Обобщая ограниченное количество эмпирических исследований, можно заключить, что выявленные на данный момент основные источники дивергенции ESG-рейтингов включают различия в: 1) концептуализации ESG; 2) объемах исследования (иными словами, наборах существенных, по мнению рейтинговых фирм, факторов); 3) показателях, используемых для измерения выбранного набора факторов; 4) присваиваемых

выбранным факторам весовых коэффициентах; 5) подходах рейтингуемых компаний к составлению ESG-отчетов; 6) ряде когнитивных искажений аналитиков.

## **РЕГУЛЯТОРНОЕ РАЗВИТИЕ В СФЕРЕ ESG-РЕЙТИНГОВАНИЯ**

Отсутствие нормативного регулирования, в том числе требований лицензирования, позволяет сотням рейтинговых платформ использовать публичные корпоративные отчеты для разработки продуктов ESG-рейтингования. Подобная «пролиферация» ESG-рейтингов и одновременное расширение базы инвесторов в устойчивые инструменты инвестирования вызывают опасения в отношении влияния этих рейтингов на финансовый рынок.

На данный момент однозначного мнения среди международного профессионального и академического сообщества о целесообразности регулирования сферы ESG-рейтингования не существует. Оппоненты введения правил часто указывают на относительно недавнее появление и быстро развивающийся характер данных услуг. Ряд инвесторов положительно воспринимает изобилие доступных и одновременно несопоставимых рейтинговых продуктов, подчеркивая, что разнообразие позволяет проанализировать потенциальные инвестиции со всевозможных сторон. В результате большинство инвесторов использует параллельно несколько рейтингов. 30 из 50 крупнейших в мире компаний, управляющих активами, создали свои собственные ESG-рейтинги<sup>22</sup>. При этом те же инвесторы подчеркивают критическое значение надлежащего понимания данных, весовых распределений и допущений, лежащих в основе методологий рейтинговых агентств [Hirai et al., 2021]. Отсутствие правил позволяет рейтинговым агентствам вырабатывать специфические продукты и занять свою нишу на рынке ESG-рейтингования.

Несмотря на упомянутые преимущества доступности различных рейтинговых продуктов, полное отсутствие нормативного регулирования сферы ESG-рейтингования негативно повлияет на экономическое благосостояние. Последствием отсутствия регулирования может стать не только появление разнообразных и отвечающих особым требованиям, но и низкокачественных рейтингов, что ставит под угрозу реализуемость ключевой задачи устойчивого финансирования — переориентации потоков капитала в устойчивые инвестиции и, как следствие, в проекты, имеющие вклад в устойчивое развитие. Упущения при оценивании ESG-факторов с потенциальными финансовыми последствиями подвергают риску инвестиции не только «устойчивых», но и традиционных инвесторов, ориентирующихся исключительно на показатели доходности объектов инвестирования. При этом обнаружено, что неопределенность в отношении достоверности ESG-рейтингов повышает рискованность ESG-активов и в первую очередь влияет на чувствительных к ESG-факторам инвесторов, снижая спрос к устойчивым инвестициям с их стороны [Avramov et al., 2022]. Кроме того, противоречивые рейтинги замедляют процесс совершенствования интеграции компаниями факторов ESG, поскольку неоднозначные оценки и отсутствие прозрачности методологий разных агентств не позволяют определить различия между концептуализацией рейтингового агентства и оцениваемой компании, а также выявить слабые стороны в данной компании. Расходование ресурсов на достижение высоких рейтингов, базирующихся на неправильных показателях, только снижает общественное благосостояние [Chatterji et al., 2016]. Помимо прочего, расхождения ESG-рейтингов приводят к дополнительным транзакционным издержкам устойчивого инвестирования, так как для принятия сбалансированного решения инвесторы используют одновременно несколько рейтингов, часто не в качестве оценочного инструмента, а источника данных, проводя свои собственные исследования и анализ.

<sup>22</sup> [https://higherlogicdownload.s3.amazonaws.com/GOVERNANCEPROFESSIONALS/a8892c7c-6297-4149-b9fc-378577d0b150/UploadedImages/2021\\_-\\_SquareWell\\_-\\_Top\\_50\\_-\\_Asset\\_Managers\\_Approach\\_to\\_ESG.pdf](https://higherlogicdownload.s3.amazonaws.com/GOVERNANCEPROFESSIONALS/a8892c7c-6297-4149-b9fc-378577d0b150/UploadedImages/2021_-_SquareWell_-_Top_50_-_Asset_Managers_Approach_to_ESG.pdf).

### Регуляторные инициативы в сфере ESG-рейтингования

В обсуждении потенциального введения регулирования ESG-рейтингов отдельным вопросом, достойным внимания, является нацеленность такого регулирования на устранение конкретного источника расхождения рейтингов. До настоящего времени большинство принятых или предложенных законодательных актов направлено на устранение информационной неполноты путем введения обязательного требования раскрытия ESG-информации и ее стандартизации. В связи с этим многие юрисдикции принимают правила об обязательном раскрытии нефинансовой информации и универсальной терминологии (таксономии) ESG-отчетности. Примерами такого регулирования являются принятая еще в 2014 г. Директива 2014/95/EU Европейского парламента и Совета «По раскрытию нефинансовой информации некоторыми крупными предприятиями и группами»<sup>23</sup> (директива о нефинансовой отчетности) и Регламент ЕС 2020/852 Европейского парламента и Совета от 18 июня 2020 г. «О создании основы для содействия устойчивым инвестициям и внесении поправок в Регламент (ЕС) 2019/2088»<sup>24</sup> (таксономия ЕС). Согласно данным законодательным актам, крупные публичные компании и компании финансового сектора ЕС обязаны публиковать информацию, в том числе о внедренных ESG-политике, рисках и управлении ими, а также ключевые ESG-показатели в составе годовых финансовых отчетов или не позднее чем через шесть месяцев после публикации финансового отчета<sup>25</sup>. Компании, подпадающие под действие директивы о нефинансовой отчетности обязаны раскрыть информацию в соответствии с системой классификации устойчивых экономических деятельностей, внедренной таксономией ЕС. По состоянию на 2017 г. уже в 29 странах, в том числе в Австралии, Китае, Великобритании, Южно-Африканской Республике, действовали требования по обязательному раскрытию корпоративной ESG-информации [Krueger et al., 2021]. Подобные требования в основном применяются к государственным, крупным или зарегистрированным на бирже корпорациям.

Параллельно с этим регуляторы активно занимаются стандартизацией ESG-отчетности. Например, Европейская консультативная группа по финансовой отчетности (*European Financial Reporting Advisory Group*, EFRAG) уже опубликовала<sup>26</sup> предварительные версии Стандартов ЕС по отчетности в области устойчивого развития. В марте 2022 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США предложила<sup>27</sup> правила по усовершенствованию и стандартизации раскрытия климатической информации для инвесторов. Некоторые регуляторы инкорпорируют во внутреннее законодательство стандарты ESG-отчетности международных разработчиков, таких как Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, TCFD). Например, с 2022 г. в Японии<sup>28</sup> и Великобритании<sup>29</sup> крупные компании обязаны отчитываться в соответствии с рекомендациями TCFD. Во многих юрисдикциях принципы ESG-отчетности закреплены в правилах бирж, что является следствием лоббирования прозрачности

<sup>23</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>.

<sup>24</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852>.

<sup>25</sup> В апреле 2021 г. Комиссия ЕС приняла проект директивы «О внесении поправок в Директиву 2013/34 / ЕС, Директиву 2004/109 / ЕС, Директиву 2006/43 / ЕС и Регламент (ЕС) № 537/2014 в отношении корпоративной отчетности в области устойчивого развития» (Директива «О корпоративной отчетности в области устойчивого развития»), которая в случае принятия заменит Директиву 2014/95/EU, расширяя круг компаний, на которых распространяется требование ESG-отчетности, и ужесточая эти требования.

<sup>26</sup> <https://accountancyeurope.eu/consultation-response/efrag-ptf-esrs-exposure-drafts-on-european-sustainability-reporting-standards/>.

<sup>27</sup> <https://www.sec.gov/files/33-11042-fact-sheet.pdf>.

<sup>28</sup> <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Environment/Climate-Change/Japan-to-require-4-000-companies-to-disclose-climate-risks>.

<sup>29</sup> <https://www.gov.uk/government/news/uk-to-enshrine-mandatory-climate-disclosures-for-largest-companies-in-law>.

Инициативой устойчивых фондовых бирж ООН, однако в большинстве случаев эти правила носят лишь рекомендательный или справочный характер<sup>30</sup>.

Влияние нормативных требований к ESG-отчетности на ESG-рейтинги на данный момент исследовано не полностью. Авторы работы [Liang et al., 2017] в результате изучения рейтингов 25 тыс. крупных публичных компаний заключили, что компании стран с континентальной правовой системой в среднем получают более высокие рейтинги, чем компании стран с системой общего права. В работе [Krueger et al., 2021] на основе данного вывода сделано предположение, что высокие ESG-рейтинги в странах с континентальной правовой системой могут быть связаны с относительно более строгими требованиями к ESG-отчетности в этих юрисдикциях, однако такая связь может быть обусловлена иными факторами, как, например, «предвзятость к географическому расположению», учитывая, что большинство европейских стран имеют континентальную правовую систему. В работе [Christensen et al., 2022] на тему воздействия нормативного регулирования ESG-отчетности на дивергенцию ESG-рейтингов авторы оценивают, что в условиях полного отсутствия регулирования самих ESG-рейтингов и субъективного подхода рейтинговых компаний к концептуализации и измерению введение обязательных требований по отчетности и, как следствие, расширенная прозрачность могут привести к обратному эффекту, усугубляя существующие расхождения. Подобный вывод объясняется тем, что больший объем доступной информации может расширить возможности для различных интерпретаций ESG.

Помимо раскрытия ESG-информации все больше внимания уделяется деятельности самих рейтинговых компаний, в связи с чем постепенно появляются инициативы заинтересованных организаций и финансовых регуляторов разных юрисдикций, рассматривающие или продвигающие идею регуляторного надзора услуг рейтингования. В 2021 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) опубликовала отчет<sup>31</sup>, включающий рекомендации для регуляторов финансового рынка в связи с ESG-рейтингами. В соответствии с данными рекомендациями в центре внимания регуляторов должны быть следующие вопросы: 1) выявление, раскрытие и по возможности смягчение конфликтов интересов между рейтинговыми агентствами и оцениваемыми компаниями, а также наличие у агентств организационных и операционных структур корпоративного управления для решения этих задач; 2) используемые агентствами данные и источники информации, а также средние отраслевые показатели, допущения и иные методы рейтингования в случаях недоступности фактических данных; 3) прозрачность методологий рейтингования, в том числе то, как эти методологии определяют отдельные компоненты ESG, какие вопросы оцениваются и какие показатели измерения используются; 4) соответствие рейтингов внутренним методологиям агентства; 5) регулирование процессов и методологии ESG-рейтингования в рамках внутренних правовых актов и систем внутреннего контроля агентства. В своей публикации IOSCO подчеркивала возможность поддержания регуляторными органами разработки участниками рынка добровольной стандартизированной терминологии ESG-рейтингования.

### *Европейский союз*

Активными проponentами регулирования ESG-рейтингования являются регуляторы финансовых рынков Франции и Нидерландов. Еще в 2020 г. Управление по финансовым рынкам Франции (*Autorité des marchés financiers, AMF*) и Управление по финансовым рынкам Нидерландов (*Autoriteit Financiële Markten, AFM*) опубликовали документ под названием *Position Paper: Call for a European Regulation for the provision of ESG*

<sup>30</sup> <https://sseinitiative.org/esg-guidance-database/>.

<sup>31</sup> FR09/2021 *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers (iosco.org)*.

data, ratings and related services<sup>32</sup>, отражающий совместную позицию двух регуляторов, призывающую к разработке специальной нормативной базы для услуг предоставления данных и ESG-рейтингования на наднациональном уровне. В ряде обоснований для введения нормативных требований AMF и AFM выделили «риск неправильного распределения и упущенных возможностей» на финансовых рынках в результате отсутствия прозрачности методологий услуг, связанных с ESG, и риски конфликтов интересов, связанных с доминированием на рынке крупных неевропейских агентств. Регуляторы подчеркнули дивергентный характер ESG-рейтингов как фактор, отражающий различия концептуальных и методических подходов, способов измерения рисков и практик присвоения весовых коэффициентов разными агентствами, а также различные специализации команд аналитиков. При этом, по мнению AMF и AFM, периметр нового регулирования не должен охватывать методологические аспекты, а иметь в качестве главной задачи повышение прозрачности методологии и одновременно обеспечивать возможности для разработки инноваций в сфере ESG-рейтингования. Помимо прочего, рекомендуется ввести требование лицензирования и регуляторного надзора в отношении агентств, предлагающих свои услуги на рынке ЕС, при этом необходимо создание юридического лица на территории ЕС.

Потенциальные выгоды и потери от введения в ЕС требований в отношении ESG-рейтинговых компаний рассматриваются также на наднациональном уровне. В феврале 2022 г. Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) начало открытые консультации с агентствами, пользователями ESG-рейтингов и рейтингуемыми компаниями с целью сбора информации о структуре, масштабах и особенностях рынка<sup>33</sup>. Были выявлены следующие особенности европейского рынка ESG-рейтингования — присутствие нескольких неевропейских крупных и большого количества малых европейских агентств, использование инвесторами услуг одновременно нескольких агентств, недостаточный уровень взаимодействия между агентствами и рейтингуемыми компаниями. Пользователями ESG-рейтингов чаще всего были отмечены проблемы, связанные со сложностью и отсутствием прозрачности методологий, а также поверхностность данных и недостаточный охват конкретных отраслей или типов предприятий. По итогам консультаций ESMA заключило, что европейский рынок ESG-рейтингования пока находится на стадии активного развития и формирования, и заявило, что продолжит взаимодействие с Европейской комиссией для оценки необходимости введения регуляторных мер в отношении ESG-рейтингов. При этом регулятор отметил, что потенциальное вмешательство в первую очередь коснется вопросов прозрачности, управления конфликтами интересов, в том числе процедур внутреннего контроля, и детального диалога с компаниями, которым присваивается ESG-рейтинг<sup>34</sup>.

Проактивность ESMA была положительно воспринята регулятором Франции, который второй раз официально заявил, что нормативное регулирование на наднациональном уровне является необходимостью для надлежащей защиты прав инвесторов<sup>35</sup>. AFM еще раз подчеркнуло, что в центре внимания нового регулирования должны быть аспекты прозрачности, в том числе требования к публикации методологий ESG, источников и характера используемых данных и целей продуктов ESG-рейтингования (оценивание рисков для компаний или их влияния на экологию и социум)<sup>36</sup>.

<sup>32</sup> *Position Paper: Call for a European Regulation for the provision of ESG data, ratings and related services / Autorité des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten, 2020.*

<sup>33</sup> <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-call-evidence-esg-ratings>.

<sup>34</sup> <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-call-evidence-esg-ratings>.

<sup>35</sup> <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/amf-reiterates-its-call-european-regulation-esg-data-ratings-and-related-services>.

<sup>36</sup> <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=71647769-9ba9-4978-85c9-3d260778114e>.



### Великобритания

В июне 2022 г. Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (*Financial Conduct Authority, FCA*) опубликовало документ (*Feedback statement, FS22/4*)<sup>37</sup>, в котором изложен отзыв на публичную консультацию, инициированную в июне 2021 г. на тему интеграции ESG в рынок капитала Великобритании, в том числе роли в этой интеграции агентств ESG-данных и рейтингов. Согласно данному документу, несмотря на то что большая часть респондентов поддерживает идею введения жестких регулирований, респонденты в то же время положительно оценивают разнообразие подходов рейтинговых агентств и «не хотят видеть конвергенцию методологий». По итогам консультации FCA заявило о «четком обосновании для введения регуляторного надзора в отношении некоторых ESG-рейтинговых агентств и поставщиков данных». Сформулированная в данном документе позиция FCA совпадает с предложениями регуляторов ЕС в ключевых аспектах, в частности признании необходимости повышения прозрачности (в том числе методологий, использованной информации и входных данных, их источников, подходов к заполнению информационных пробелов), надлежащего управления (в том числе конфликтами интересов) и внедрения систем внутреннего контроля. FCA также заявило, что потенциальные регуляторные меры будут разрабатываться с учетом рекомендаций IOSCO. В контексте дивергенции рейтингов регулятор отметил, что различные результаты ESG-оценивания сами по себе не являются источниками вреда при соблюдении этих условий.

### Азия

Признаки потенциального регуляторного надзора в сфере ESG-рейтингования наблюдаются также в азиатских юрисдикциях. В январе 2022 г. Совет по ценным бумагам и биржам Индии (*Securities and Exchange Board of India, SEBI*) опубликовал консультационный документ<sup>38</sup>, в котором предложил ввести систему аккредитации ESG-рейтинговых агентств, в рамках которой разрешение на предоставление услуг рейтингования могут получить кредитно-рейтинговые и аналитические агентства, зарегистрированные в SEBI и соответствующие требованию минимального капитала. Согласно предложению SEBI ESG-рейтинговые агентства будут обязаны раскрыть источники использованных данных, рейтинговую шкалу, а также информацию о предпринятых шагах для избежания конфликтов интересов. Крупные публичные компании смогут получить рейтинг только у аккредитованных организаций.

Важным регуляторным развитием является публикация в июле 2022 г. Агентством финансовых услуг Японии (*Financial Services Agency*) проекта первого в мире Кодекса поведения<sup>39</sup> для ESG-рейтинговых агентств и поставщиков данных. Целью кодекса является предоставления набора принципов и руководств для ESG-рейтинговых агентств и поставщиков данных, которые будут применяться на основе принципа «соблюдай или объясняй». Кодекс с учетом рекомендаций IOSCO сфокусирован на таких вопросах, как прозрачность, управление конфликтами интересов, обеспечение квалифицированного персонала, соблюдение конфиденциальности и более тесное общение с рейтингуемыми компаниями.

О сомнительной роли ESG-рейтингов для устойчивых инвесторов упомянул также регулятор финансового рынка США<sup>40</sup>, однако на данный момент инициатив Комиссии по ценным бумагам и биржам США в сфере ESG-рейтингования не намечается.

<sup>37</sup> <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs22-4.pdf>.

<sup>38</sup> [https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/reports/jan-2022/consultation-paper-on-environmental-social-and-governance-esg-rating-providers-for-securities-markets\\_55516.html](https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/reports/jan-2022/consultation-paper-on-environmental-social-and-governance-esg-rating-providers-for-securities-markets_55516.html).

<sup>39</sup> [https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20220712/20220712\\_6.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20220712/20220712_6.pdf).

<sup>40</sup> <https://www.sec.gov/news/speech/speech-peirce-061819>.



Обобщая основные тенденции зарубежных регуляторных разработок в сфере ESG-рейтингования, можно отметить, что даже на начальном этапе разработки нормативно-правового регулирования наблюдаются предпосылки гармонизации, что в значительной степени обусловлено склонностью регуляторов ряда стран следовать рекомендациям IOSCO. При этом предложенные регуляторные подходы нацелены не на обеспечение методологической конвергенции, а на повышение прозрачности, внедрение надлежащих систем управления конфликтами интересов и контроля внутри рейтинговых компаний.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В рамках данной работы выявлены и проанализированы, с одной стороны, основные источники дивергенции ESG-рейтингов, а с другой, — ключевые зарубежные регуляторные тренды в сфере ESG-рейтингования. Эти задачи выполнены с целью оценки зарубежных законодательных инициатив с точки зрения того, насколько они смогут устранить причины расхождения ESG-рейтингов различных агентств, обеспечивая таким образом наличие на финансовом рынке более надежных ориентиров для устойчивых инвестиций. Результаты эмпирических исследований говорят о нескольких причинах дивергенции ESG-рейтингов: расхождение в интерпретации самого явления ESG (концептуализация) и впоследствии выбор разных наборов исследуемых факторов, использование разных показателей измерения и весовых коэффициентов, низкая сопоставимость публикуемой компаниями информации, а также некоторые когнитивные искажения ESG-аналитиков. Одновременно наблюдаемое в настоящее время развитие в сферах как принятого, так и потенциального нормативно-правового регулирования отражает нацеленность не на устранение названных причин расхождения ESG-рейтингов, а на решение следующих задач — повышение прозрачности продуктов и методологий ESG-рейтингования, введение требований лицензирования, управление конфликтами интересов и внедрение в рейтинговых компаниях систем внутреннего контроля в отношении процессов рейтингования. На данном этапе регуляторы придерживаются позиции минимального вмешательства относительно того, что и как измеряют рейтинговые агентства, поддерживая новаторский и развивающийся характер рынка ESG-рейтингования. Примечательным является то, что не обсуждается введение даже минимального набора обязательно анализируемых факторов. Среди выявленных причин дивергенции в центре внимания регуляторов находится только проблематика несопоставимости раскрытой информации, ведется активная работа по стандартизации корпоративных ESG-отчетов.

Мы приходим к выводу, что текущие регуляторные процессы на зарубежных финансовых рынках не приведут к решению самой проблемы дивергенции ESG-рейтингов. Анализ предложенных регуляторных инициатив указывает на то, что ключевым сдвигом на рынке ESG-рейтингования будет увеличение объема раскрываемой информации со стороны оцениваемых компаний и рейтинговых агентств. Такое изменение послужит основой для лучшего понимания инвесторами используемых инструментов рейтингования, однако в то же время больший объем информации может привести к усугублению дивергенции и дальнейшей пролиферации ESG-рейтингов, что, в свою очередь, повысит транзакционные издержки ESG-инвестиций.

## Список источников / References

- Avetisyan E., Hockerts K. (2017). The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression. *Business Strategy and the Environment*, vol. 26, iss. 3), pp. 316–330. <https://doi.org/10.1002/bse.1919>.
- Avramov D., Cheng S. et al. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, vol. 145, iss. 2, pp. 642–664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>.
- Berg F., Koelbel J.F. et al. (2019). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Forthcoming Review of Finance*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>.
- Capizzi V., Gioia E. et al. (2021). The Divergence of ESG Ratings: An Analysis of Italian Listed Companies. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, vol. 9, no. 02, 2150006. <https://doi.org/10.1142/S2282717X21500067>.
- Cellier A., Chollet P. et al. (2016). Do Investors Trade around Social Rating Announcements? *European Financial Management*, vol. 22, iss. 3, pp. 484–515. <https://doi.org/10.1111/eufm.12066>.
- Chatterji A.K., Durand R. et al. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, vol. 37, iss. 8, pp. 1597–1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>.
- Christensen D.M., Serafeim G. et al. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, no. 97 (1), pp. 147–175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>.
- Doyle T.M. (2018). Ratings That Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings Agencies. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.
- El-Hage J. (2021). Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings? *Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 26, iss. 2.
- Gutsche R., Schulz J.F. et al. (2017). Firm-value effects of CSR disclosure and CSR performance. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2821691>.
- Hirai A., Brady A. (2021). Managing ESG Data and Rating Risk. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.
- Kotsantonis S., Serafeim G. (2019). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 31, iss. 2, pp. 50–58. <https://doi.org/10.1111/jacf.12346>.
- Krueger P., Sautner Z. et al. (2021). The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 754. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3832745>.
- Li F., Polychronopoulos A. (2020). What a Difference an ESG Ratings Provider Makes. Research Affiliates.
- Liang H., Renneboog L. (2017). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance*, 72 (2), pp. 853–910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>.
- Lins K.V., Servaes H., Tamayo A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, vol. 72, iss. 2, pp. 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>.
- Morrison R. (2021). Environmental, Social, and Governance Theory: Defusing a Major Threat to Shareholder Rights. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3845709>.
- Prall K. (2021). ESG Ratings: Navigating Through the Haze. CFA Institute, August 10.
- Sipiczki A. (2022). A Critical Look at the ESG Market. CEPS Policy Insights No 2022-15.
- Weber M. (2008). The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR. *European Management Journal*, vol. 26, iss. 4, pp. 247–261. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2008.01.006>.

## Информация об авторе

**Асмик Вагеевна Хачатрян**, аналитик Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

## Information about the author

**Hasmik V. Khachatryan**, Analyst, Center of Macroeconomic Research, Financial Research Institute, Moscow

Статья поступила в редакцию 03.08.2022  
Одобрена после рецензирования 04.09.2022  
Принята к публикации 06.10.2022

Article submitted August 3, 2022  
Approved after reviewing September 4, 2022  
Accepted for publication October 6, 2022