



Устойчивые инвестиции и дивестиции институциональных инвесторов глобального уровня

Ольга Васильевна Хмыз

E-mail: khmyz@mail.ru, ORCID: 0000-0003-4178-8677

МГИМО МИД России, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

В статье анализируются устойчивые инвестиции институциональных инвесторов после мирового финансово-экономического кризиса 2008 г. Актуальность исследования предопределяется, во-первых, ведущими позициями институциональных инвесторов на мировом финансовом рынке и в системе международных финансов, во-вторых, особой ролью взаимных фондов и биржевых фондов (ETF) на мировом рынке ESG-финансирования, в-третьих, примечательной динамикой инвестиций этих участников рынка в последние годы, все больше превращающихся в дивестиции.

Цель исследования — на основе систематизации и оценки статистических данных из репрезентативных источников специализированной статистической информации (Morningstar, Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, STEELE Mutual Fund Expert, Sustainable Research and Analysis LLC, PwC и др.) определить текущие тенденции устойчивых инвестиций институциональных инвесторов глобального уровня и спрогнозировать их дальнейшие действия в краткосрочном периоде. Для этого необходимо решить следующие задачи: уточнить с учетом новых статистических данных влияние пандемии COVID-19 и иных факторов форс-мажорного характера на размеры и динамику потоков средств институциональных инвесторов в ведущих странах мира, направляемых в устойчивые проекты, и оценить воздействие на перспективы инвестирования текущих политических, финансовых и иных факторов.

При проведении исследования проанализировано значительное количество научных работ, послуживших базой при выявлении подходов институциональных инвесторов к устойчивому финансированию. Сделан вывод о благоприятной перспективе для глобальных устойчивых инвестиций ввиду продолжения стимулирования экологических преобразований на наднациональном уровне в развитых, а также ведущих развивающихся государствах.

Ключевые слова: институциональные инвесторы, ESG-финансирование, устойчивые инвестиции, зеленые облигации, устойчивые облигации, инвестиционные фонды

JEL: G23, G20, F21, N20

Для цитирования: Хмыз О. В. Устойчивые инвестиции и дивестиции институциональных инвесторов глобального уровня // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 1. С. 96–108.

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-1-96-108>.

© Хмыз О. В., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-1-96-108>

Sustainable Investments and Divestments by Global Institutional Investors

Olga V. Khmyz

MGIMO University, Moscow, Russian Federation

khmyz@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0003-4178-8677>

Abstract

The article analyzes the investment activity of sustainable institutional investors after the global financial and economic crisis of 2008. The relevance of the study is conditioned, firstly, by the leading positions of institutional investors in the global financial market and in the system of international finance; secondly, by the special role of mutual funds and ETFs in the global market of sustainable finance; thirdly, by the noticeable dynamics of investments by these market participants in recent years, which increasingly turns into divestments.

The purpose of the study is to identify current trends in sustainable investment by global institutional investors and formulate their further actions in the short term. To do this, it is necessary to solve the following tasks: to clarify, taking into account the latest statistical data, the impact of the COVID-19 pandemic and other force majeure factors on the size and dynamics of the flow of funds of sustainable institutional investors in the leading countries of the world, and to assess the impact on investment prospects of current political and financial factors.

In the course of the study, a significant amount of scientific research was analyzed, which served as a basis for identifying the institutional investors' approaches to sustainable finance. It is concluded that the prospects for global sustainable investing are favorable due to the continued stimulation of environmental change at the supranational level, both in developed and leading developing countries. The financial success of sustainable investment will also contribute to this.

Keywords: institutional investors, sustainable finance, ESG, green bonds, sustainable bonds, investment funds

JEL: G23, G20, F21, N20

For citation: Khmyz O.V. (2024). Sustainable Investments and Divestments by Global Institutional Investors. *Financial Journal*, 16 (1), 96–108 (In Russ.).

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-1-96-108>.

© Khmyz O.V., 2024

ВВЕДЕНИЕ

В русле глобального экологического тренда институциональные инвесторы, аналогично их участию и активности в других глобальных трендах, прежде всего финансовых, также не остаются в стороне. Однако их повышенная активность в начале XXI в. довольно резко меняется на нейтральное и даже негативное отношение (и, соответственно, участие в формируемых и направляемых потоках финансовых ресурсов в соответствующие устойчивые, или ESG-, проекты, предприятия и кампании) в постпандемийный период. Это особенно хорошо видно при анализе деятельности институциональных инвесторов глобального уровня¹. Каковы же причины складывающейся тенденции развития устойчивых

¹ Использована базовая классификация институциональных инвесторов на национальных (осуществляющих свою деятельность, в т. ч. инвестиционную, в пределах финансового рынка одной страны / национальной финансовой системы) и глобальных (выходящих за пределы страны происхождения / национального государства, в т. ч. на международный рынок).

инвестиций институциональных инвесторов? Этот вопрос заслуживает особого внимания, поскольку ответ на него предопределяет будущее устойчивых инвестиций в мировой экономике.

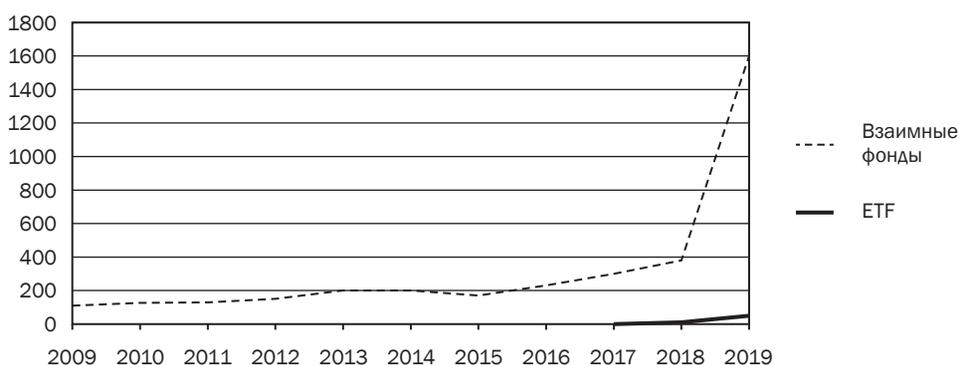
Анализу различных аспектов устойчивого инвестирования в наши дни посвящается много научных работ [Тютюнина, Седаш, 2015; Кабир, Яковлев, 2022; Стародубцева, Медведева, 2022; Лебедева, 2023; Banga, 2019], особое внимание уделяется инструментарию ESG- и зеленых облигаций [Богачева, Смородинов, 2016; Семенова, 2019; Хадиуллин, 2019; Khmyz et al., 2023], однако намного меньше авторов в своих исследованиях [Яковлев и др., 2021; Lopez de Silanes et al., 2022; McCabery et al., 2022] в качестве объекта анализа выбирают институциональных инвесторов, оказывающих серьезное влияние на мировой рынок устойчивого финансирования в силу, во-первых, располагаемых финансовых ресурсов, во-вторых, своей инвестиционной политики, предопределяющей интерес к новым финансовым инструментам.

УСТОЙЧИВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ ПОСЛЕ КРИЗИСА 2008 Г. И ДО ПАНДЕМИИ

Релевантным представляется анализ статистических данных после кризисного 2008 г., позволяющий более четко определить тренды. За 2009–2019 гг. отмечается значительный рост активов (почти на 1,5 трлн долл.) под управлением таких основных видов институциональных инвесторов, как устойчивые взаимные фонды и ETFs² [Velte, 2020], причем последние стали наращивать свои активы ближе к концу десятилетия. Количество самих институциональных инвесторов, предлагаемых ими устойчивых продуктов, а также и вкладывающих в такие продукты свои финансовые средства их клиентов, увеличилось. При этом более бурный их рост отмечался с 2016 г. (рис. 1). С того года и за пять лет активы выросли на 1,4 трлн долл., или почти в два раза за десятилетие. Одновременно отмечались изменения в распределении устойчивых инвестиций по типам инвестиционных фондов и секторам, а также в доминирующих инвестиционных стратегиях.

Рисунок 1

Устойчивые инвестиции под управлением взаимных фондов и ETF, 2009–2019 гг., млн долл. США



Источник: рисунок автора по данным Morningstar (<https://www.morningstar.com/business/brands/data-analytics/products/direct>), STEELE Mutual Fund Expert (<https://steelesystems.com/>), Sustainable Research and Analysis LLC (<https://sustainableinvest.com/esg-funds-surpass-10-percent-fund-industry-assets>).

² Взаимные (инвестиционные) фонды — институциональные инвесторы, паи которых не обращаются на фондовой бирже, ETF (exchange-traded funds) — биржевые инвестиционные фонды.

Причиной стало прежде всего подписание Парижского климатического соглашения³, а также такие факторы, как повышенная чувствительность инвесторов к изменению климата и связанные с ним возможности, неравенство доходов и гендерное неравенство, нехватка воды, бедность, миграция и необходимость работы над улучшением стандартов корпоративного управления, которые, по мнению многих экспертов, способствовали финансовому кризису 2008 г. [UNCTAD, 2010; Thomsen, 2013]. Занимающиеся устойчивыми инвестициями институциональные инвесторы, прежде всего инвестиционные фонды (взаимные и ETF), отсеивают ценные бумаги, в т. ч. акции компаний, (потенциально) способных нанести вред окружающей среде (обществу), и к ним могут относиться предприятия, работающие с ископаемым топливом, либо компании без гендерных квот — широкая вариативность направлений.

В конце 2009 г. десять крупнейших инвестиционных фондов мира размещали свои средства в американские акции и облигации, иностранные фонды, осуществляли сбалансированные инвестиции. Их чистые активы превышали 80 млрд долл. США, а концентрационная доля — 70% AUM. По состоянию на конец 2019 г., хотя активы десяти ведущих фондов превысили 610 млрд долл., это было только 38% всех активов, и ни один из ранее входящих в эту десятку фондов денежного рынка не сохранил свои позиции. На первые места стали выходить институциональные инвесторы, наращивавшие долю устойчивых инвестиций в своих инвестиционных портфелях.

Негативный результат скрининговой процедуры или исключение инвестиций ввиду их непрофильности либо иного несоответствия (например, инвестиции в производство табака или алкоголя) оказали серьезное влияние на стратегические позиции пяти ведущих инвестиционных фондов, в начале второго десятилетия XXI в. занимавших почти 90%-ную долю по активам (а с учетом размеров инвестиций — почти 94,5%). Два инвестиционных фонда с активами 4,5 млрд долл. (или примерно 4% всех активов) применяли интегрированный подход к устойчивому финансированию и ESG-проектам. Доминировавшие в этом сегменте американские взаимные фонды (в т. ч. крупнейшие — Washington Mutual и American Mutual холдинга Capital Group's American Funds Group), исключившие из своих инвестиционных объектов проекты и ценные бумаги табачных и алкогольных компаний, продолжали оказывать заметное влияние на весь сегмент устойчивого инвестирования до конца десятилетия. Если в 2009 г. они управляли более чем 65 млрд долл. активов (почти 58%), то к началу 2020 г. — 293 млрд долл., однако их доля понизилась до чуть более 18%. Остальные топовые фонды адаптировали интегрированный подход ESG и стали принимать «соответствующие» инвестиционные решения и осуществлять устойчивые инвестиции. К концу анализируемого периода, согласно их концепции ESG-интеграции⁴, при принятии инвестиционных решений обязательно осуществляется систематический и последовательный учет связанных рисков и возможностей. Только в таком случае принимаемые решения будут признаны релевантными и целесообразными. При этом устойчивые инвестиции институциональных инвесторов подразумевают широкое разнообразие подходов и механизмов. Практически все топ-10 взаимных и биржевых фондов⁵, занимавших ведущие строчки рейтинга в конце 2009 г., продолжали функционировать и через десять лет. Причем доля ETF в течение всего десятилетия не превышала 3% (рис. 2).

Что касается преобладающих инвестиционных стратегий, характерных для инвестиционных фондов допандемийного времени (взаимных и ETF), то можно отметить следующее. В результате проведенного в начале десятилетия (2009–2019 гг.) негативного скрининга

³ *The Paris Agreement / United Nations Climate Action, 2015. URL: <https://www.un.org/en/climatechange/paris-agreement>.*

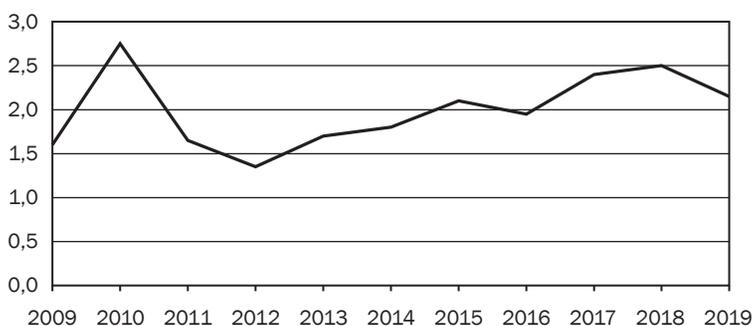
⁴ *Т. е. принятия инвестиционных решений на основе ESG-принципов.*

⁵ *За исключением двух, причем один поменял название, а другой провел ребрендинг.*

из рейтингов были исключены 20 ведущих фондов алкогольных и табачных компаний (а под их управлением находилось активов почти на 80 млрд долл., или более чем 70%). Оставшиеся 30% приходились на активы инвестиционных фондов со стратегиями ESG — либо специализированными, либо в сочетании со строгим отбором, что также может оказывать влияние на выбор и применение инвестиционных стратегий. Если на конец 2009 г. 78% занимали фонды американских долевых ценных бумаг, 8% — налогооблагаемых облигаций, 5% — международных долевых ценных бумаг и лишь 1% приходился на фонды денежного рынка, то к концу 2019 г. на инвестиционные фонды американских долевых ценных бумаг приходилось 43%, доля инвестиционных фондов налогооблагаемых облигаций выросла до 21%, инвестиционных фондов международных долевых ценных бумаг — до 13%, а 4% занимали фонды биржевых товаров и альтернативных инвестиций. Причем резко увеличились активы инвестиционных фондов для квалифицированных институциональных инвесторов, что свидетельствует об оказании ими все более серьезного влияния на устойчивый сегмент мировой экономики.

Рисунок 2

Доля активов ETF, 2009–2019 гг., в % к общим активам фондов, осуществляющих устойчивые инвестиции



Источник: рисунок автора по данным Morningstar (<https://www.morningstar.com/business/brands/data-analytics/products/direct>), STEELE Mutual Fund Expert (<https://steelesystems.com>), Sustainable Research and Analysis LLC, (<https://sustainableinvest.com/esg-funds-surpass-10-percent-fund-industry-assets/>).

Устойчивые инвестиции институциональных инвесторов после кризиса 2008 г. и до наступления пандемии COVID-19 росли, причем в последние годы рассматриваемого периода — стремительно. Причинами этого роста выступали государственная поддержка устойчивых инвестиций (в т. ч. фискального характера) и их стимулирование на наднациональном уровне (со стороны международных организаций).

УСТОЙЧИВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ ПОСЛЕ ПАНДЕМИИ

Пандемия COVID-19, по мнению основной массы экспертов [Hoang, Yang, 2023; Xu et al., 2022], не оказала драматического влияния на деятельность инвестиционных фондов, осуществлявших устойчивые инвестиции. Этот класс институциональных инвесторов показывал лучшие результаты, чем другие институциональные инвесторы, что во многом связано с динамикой мирового финансового рынка и спецификой устойчивого инвестирования: в то время как курсы большинства ценных бумаг (и долевых, и долговых) падали, спрос на финансовые инструменты устойчивого развития, прежде всего зеленые облигации, стремительно рос. В результате в 2021 г. на рынке устойчивых инструментов с фиксированным доходом отмечались очередные рекорды. Следовательно, ковидное

стресс-тестирование ESG-финансирования на глобальном уровне вполне можно считать успешным [Хмыз, 2023а]. В то время дивестиции в этом сегменте можно было только предположить, основываясь на общей динамике мирового финансового рынка.

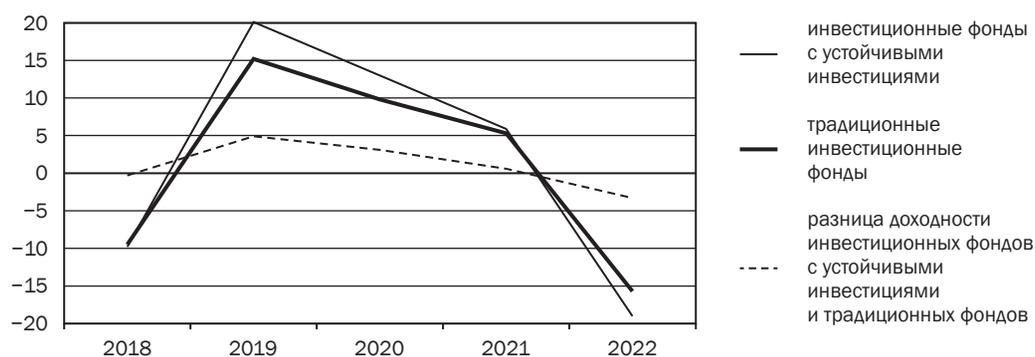
Однако в 2022 г. глобальные проблемы, в т. ч. монетарного характера, геэкономическая нестабильность и сопутствующая напряженность на мировом финансовом рынке привели к проседанию объемов зеленых, устойчивых, социальных облигаций и облигаций, связанных с устойчивым развитием [Хмыз, 2023б]. В связи с этим примечательно сохранение в 2022 г. в целом стабильного спроса на ценные бумаги инвестиционных фондов, занимающихся устойчивыми инвестициями. По данным Morgan Stanley Institute for Investing's⁶, такие инвестиционные фонды в 2019–2021 гг. продемонстрировали лучшие результаты по сравнению с институциональными инвесторами традиционных активов (рис. 3), из которых средства выводились, тогда как фонды с устойчивыми инвестициями продемонстрировали чистый приток в размере 115 млрд долл. (или около 3% активов под управлением). По состоянию на конец 2022 г. активы таких фондов достигали почти 3 трлн долл., пятилетний рост составил 3%. Наибольшим спросом ценные бумаги инвестиционных фондов с устойчивыми инвестициями пользовались у европейских клиентов (их доля составляла почти 90%).

Основными причинами складывавшейся ситуации были макроэкономические и финансовые, прежде всего «энергетическая» инфляция и опасения рецессии. Обычно в таких условиях инвесторы предпочитают более консервативные вложения, отказываясь от растущих акций в пользу инструментов с фиксированным доходом. Наднациональное и государственное стимулирование зеленых проектов и инвестиций, а также долгосрочный инвестиционный горизонт вложений инвестиционных фондов с устойчивыми инвестициями привлекали к их ценным бумагам клиентов.

В связи с этим необходимо отметить, что важным аспектом исследуемой проблематики является определение степени экологичности институционального инвестора. Причем с 2022 г. в ЕС инвестиционные фонды должны не просто причислить себя к устойчивым⁷, но и самостоятельно определить долю своих устойчивых инвестиций в их общем объеме.

Рисунок 3

Доходность инвестиционных фондов с устойчивыми инвестициями и традиционных инвестиционных фондов



Источник: рисунок автора по данным Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Sustainable-Reality_2022_Final_CRC-5440003.pdf), Morningstar (<https://www.morningstar.com/business/brands/data-analytics/products/direct>).

⁶ Sustainable Reality / Morgan Stanley, 2023. URL: https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Sustainable-Reality_2022_Final_CRC-5440003.pdf.

⁷ The Sustainable Finance Disclosure Regulation / Eurosif, 2021. URL: <https://www.eurosif.org/policies/sfdr/>.

Однако в 2022 г. стали проявляться дивестиционные тенденции — отмечалось падение инвестиционной привлекательности фондов с устойчивыми инвестициями, особенно по сравнению с фондами традиционных институциональных инвесторов (–19% и –16% соответственно). Стратегические инвесторы обычно более консервативны, а более мобильные скорее выходят из инвестиций, изымая свои средства, т. е. осуществляя дивестиции. Повышение директивных процентных ставок [Мандрон, Дудина, 2022] ведущими странами мира негативно отразилось на рынках и долевых, и долговых инструментах; сдерживанию инфляции не способствовали и массивные денежные вливания финансовых средств поддержки населения и предприятий в ковидный период [Allen, 2021]. А в классическом восприятии разворот кривой доходности указывает на приближающуюся рецессию [Yu et al., 2008], т. е. служит для инвесторов индикатором занятия оборонительной позиции в портфелях, означающей приобретение более надежных краткосрочных государственных облигаций и даже размещение средств на банковских депозитах. В результате в 2022 г. медианная доходность инструментов с фиксированным доходом традиционных фондов понизилась лишь на 11%, долевых инструментов — на 19%, а фондов мультиактивов, биржевых товаров и альтернативных инвестиций — на 15,8%. Соответствующие показатели падения для инвестиционных фондов с устойчивыми инвестициями (по этим же классам активов) составили –15,8% (для инструментов с фиксированным доходом), –20,6% (долевых инструментов) и –17,6% (фондов мультиактивов, биржевых товаров и альтернативных инвестиций). В региональном разрезе наибольшее проседание отмечалось в странах Азии (табл. 1).

Таблица 1

**Средняя доходность инвестиционных фондов,
по регионам, %**

	Африка	Азия	Европа	Океания	Южная Америка
Инвестиционные фонды с устойчивыми инвестициями	–6,1	–24,5	–18,9	–19,9	–6,0
Традиционные инвестиционные фонды	–3,8	–16,4	–16,6	–15,1	–3,2

Источник: составлено автором по данным Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Sustainable-Reality_2022_Final_CRC-5440003.pdf).

Однако несмотря на фактическую неэффективность работы фондов с устойчивыми инвестициями в 2022 г., их доля в общем объеме активов под управлением достигла рекордного уровня 7% (рис. 4), следовательно, спрос на их инструменты сохранялся. И к концу 2022 г. инвестиционные фонды с устойчивыми инвестициями зафиксировали чистый приток средств в размере 115 млрд долл., тогда как в традиционных фондах отмечался отток 565 млрд долл. Спрос со стороны европейских клиентов по-прежнему довлел (89% AUM), чуть больше, чем годом ранее, вложили клиенты из Северной Америки (10% AUM). Это коррелирует с домициляцией устойчивых инвестиционных фондов — с преобладанием Европейского региона, тогда как доля Северной Америки составляет всего 11% и Азии — 7%.

Вывод по разделу: несмотря на позитивное в целом воздействие пандемии COVID-19 на мировой рынок устойчивых инвестиций, в 2022 г. отмечалось снижение объемов инвестиций в силу глобальных экстерналий, а также ужесточение регулирования институциональных инвесторов с устойчивыми инвестициями в ведущих странах. Такие институциональные инвесторы стали интенсивно выводить свои инвестиции из устойчивых проектов, осуществляя дивестиции. Дивестиционная тенденция продолжилась и в 2023 г.

Рисунок 4



Источник: рисунок автора по данным Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Sustainable-Reality_2022_Final_CRC-5440003.pdf), Morningstar (<https://www.morningstar.com/business/brands/data-analytics/products/direct>).

ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ

2022 г. стал примечательным в аспекте устойчивых инвестиций институциональных инвесторов в силу повышенного внимания к ним со стороны регулирующих органов и политиков. Проблемы отмечались даже у «большой тройки» мировых инвесторов (институциональных инвесторов глобального уровня — Black Rock, State Street и Vanguard) в отношении выполнения их фидуциарных обязательств.

В декабре 2022 г. руководители двух из этих трех крупнейших институциональных инвесторов мира с триллионами активов под управлением — State Street и Black Rock — отчитывались перед комитетом тexasского сената о влиянии инвестиций в экологические, социальные и управленческие проекты на размеры пенсий, в т. ч. государственных, поскольку ответственные инвестиции отражаются на бизнес-моделях компаний, их доходах и доходности инвестиций⁸. Второй по размеру в мире управляющий активами — Vanguard — из-за предшествовавшего выхода из инициативы NZAM, входящей в сферу деятельности более широкого Финансового альянса Глазго GFANZ⁹, согласно требованиям которого Vanguard должен был продемонстрировать нулевой уровень выбросов по активам своего портфеля к 2050 г., на слушании не присутствовал. Решение Vanguard о выходе было связано с политическим давлением в США, в которых консерваторы вносили в законодательства штатов инициативы по ограничению устойчивых инвестиций в стремлении сдерживать растущий¹⁰ интерес инвесторов к таким вложениям. По данным Capital Monitor¹¹, такие законы (проекты) преимущественно республиканские. Именно с их стороны предъявлялись претензии к Black Rock, хотя этот институциональный инвестор — один из ведущих в мире в отношении инвестиций в ископаемое топливо. Но и он стал

⁸ Arvedlund E., Padilla S. Texas Senate grills BlackRock, ISS, State Street reps on ESG / Pensions and Investments. 2022. December, 15. URL: <https://www.pionline.com/esg/texas-senate-grills-blackrock-iss-state-street-reps-esg>.

⁹ Glasgow Financial Alliance for Net Zero. URL: <https://www.gfanzero.com/about/>.

¹⁰ Bindman P. The “Great Reclassification” of sustainable funds / Energy monitor. 2022. November, 25. URL: <https://www.energymonitor.ai/finance/reporting-and-disclosure/the-great-reclassification-of-sustainable-funds/#:~:text=Some%20fund%20managers%20are%20downgrading,investments%20only%20create%20more%20confusion>.

¹¹ Meager E. Mapped: The polarisation of ESG in the US / Capitalmonitor. 2022. October, 3. URL: <https://capitalmonitor.ai/regions/america/mapped-the-polarisation-of-esg-in-the-us>.

предметом критики из-за наличия в своей структуре инвестиционных фондов, занимающихся устойчивыми инвестициями. Поэтому целый ряд американских штатов¹² вывели из фондов Black Rock свои средства. Так, только во Флориде сумма вывода составила 2 млрд долл.¹³, а в целом по состоянию на декабрь 2022 г. было выведено почти 4 млрд долл. Однако, как представляется, для самого Black Rock, управляющего активами без малого на 8 трлн долл., 4 млрд долл. — это всего лишь 5%. Конечно, и такой объем может нанести ущерб инвестиционной компании, но скорее менее продуманной и искушенной¹⁴. Несмотря на отсутствие официальных данных (к моменту написания статьи) об успешных судебных процессах с институциональными инвесторами относительно их (анти)экологических действий, сам факт антимонопольных обвинений означает смягчение «гонки к нулю», провозглашенной, в частности, в отношении угля¹⁵ GFANZ.

Поскольку GFANZ смягчила требования до выхода Vanguard, можно заключить, что это действие институциональный инвестор принял не под влиянием вероятных обвинений в нарушении законов о конкуренции, заявив о своей свободе выбора. Это дало возможность экспертам сомневаться в продуманности инвестиционной политики Vanguard¹⁶ — ввиду отсутствия реальной угрозы инвестициям и наличия лишь политического давления и муссирования в СМИ.

Таким образом, в аспекте активности институциональных инвесторов в целом и устойчивых инвестиций взаимных фондов и ETF в частности отмечаются очевидные противоречия. Ведущие инвестиционные фонды подвергаются критике одновременно со стороны климатических активистов — за бездействие (недостаточную поддержку) в борьбе с ухудшением климата — и со стороны противников глобального энергетического перехода — за чрезмерность «коричневых»¹⁷ инвестиций¹⁸. Институциональные инвесторы — финансовые институты и инвестиционные фонды, потратившие годы на убеждение инвесторов-клиентов в своих климатических амбициях, признали, что они осуществляли многомиллиардные инвестиции в активы и проекты, связанные с ископаемым топливом. И сняли маркировку устойчивости со многих своих инвестиций и проектов.

Еще одно потенциальное противоречие, проявившееся в результате негативной реакции на ESG-инвестирование институциональных инвесторов глобального уровня, — это использование механизма бойкотирования сторонниками свободного рынка для противодействия антиэкологическим бойкотам¹⁹ и соответствующим рыночным тенденциям. В результате проявляется дилемма для GFANZ — это малый альянс, действительно демонстрирующий «чистый ноль», либо крупная структура с высоким уровнем гринвошинга²⁰.

¹² Аризона, Арканзас, Флорида, Луизиана, Миссури, Южная Каролина и Юта.

¹³ Au-Yeung A. Florida to Pull \$2 Billion Out of BlackRock, Citing Its ESG Investing // *The Wall Street Journal*. 2022. December, 1. URL: <https://www.wsj.com/livecoverage/stock-market-news-today-12-01-2022/card/florida-to-pull-2-billion-out-of-blackrock-citing-its-esg-investing-8uSA5ztOwcThltUPV4Pm>.

¹⁴ Is the ESG Investing Fever Starting to Break? // *The Wall Street Journal*. 2023. May, 17. URL: <https://www.wsj.com/podcasts/opinion-potomac-watch/is-the-esg-investing-fever-starting-to-break/5813ff62-50eb-4f9b-a0ce-c7bd65ca2728>.

¹⁵ 2022 Progress Report / *The Glasgow Financial Alliance for Net Zero*. 2022. URL: <https://assets.bbhub.io/company/sites/63/2022/10/GFANZ-2022-Progress-Report.pdf>.

¹⁶ Vanguard's greenwashing front and center asset manager quits global net zero / *Sierra Club*. 2022. URL: <https://www.sierraclub.org/press-releases/2022/12/vanguard-s-greenwashing-front-and-center-asset-manager-quits-global-net-zero>.

¹⁷ Антоним зеленых, т. е. инвестиции в ископаемое топливо и нефтегазовые проекты, приводящие к загрязнению, выбросам CO₂ и пр. См., например, <https://www.interfax.ru/interview/795564>.

¹⁸ BlackRock's Fink rejects accusations of being 'woke' // *Financial Times*. 2022. January, 17. URL: <https://www.ft.com/content/2ab11b21-9a5c-480a-acd5-097ea0bb1ff3>.

¹⁹ Black Rock Response / *Black Rock*. 2022. September, 6. URL: <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/press-release/blackrock-response-attorneys-general.pdf>.

²⁰ Wilson W. GFANZ, Greenwashing, ESG and Sustainability Standards / *COP26 and beyond*. 2021. December, 17. URL: <https://www.cop26andbeyond.com/blog/gfanz-greenwashing-and-sustainability-standards>.

Подозрения в гринвошинге со стороны институциональных инвесторов, опирающиеся на статистические данные о размерах устойчивых инвестиций — чрезмерно высоких и неоправданно быстро, по мнению регуляторов, растущих, — вызывают озабоченность регулирующих органов прежде всего в развитых странах. Столь пристальное внимание и указания провести самоклассификацию привели к снятию лейбла устойчивости (в частности, зеленой маркировки с облигаций) самими институциональными инвесторами²¹. Этому способствовали две основные причины: чрезмерная амбициозность инвестиционных планов и низкая фактическая экологичность проектов и инвестиций. Так, из 43 фондов NZAM 100%-ную экологичность своих инвестиций смогли подтвердить лишь 21%²². Институциональные инвесторы часто объясняют несоответствие инвестиций и проектов «нулевым целям» влиянием внешних факторов (экстерналий), изменить которые они не в состоянии.

Тем не менее, по прогнозам PwC²³, к 2026 г. институциональные инвесторы нарастят устойчивые активы под управлением до 33,9 трлн долл. США, рост к показателям 2021 г. составит 84% (т. е. годовой темп роста (CAGR) составит 12,9%). Прогнозируемые объемы устойчивых активов под управлением для европейских институциональных инвесторов оцениваются почти в 20 трлн долл. (53%-ный рост). Однако максимальные темпы роста устойчивых активов ожидаются для институциональных инвесторов АТР — более чем в три раза, до 3,3 трлн долл. в 2026 г.

Вывод по разделу: отмечающиеся в 2022 г. — начале 2023 г. дивестиции и спад инвестиционной активности институциональных инвесторов во многом предопределяются политическими разногласиями и связанным с ними пересмотром регулирования деятельности институциональных инвесторов глобального уровня, а также инвестиционной политикой самих инвесторов, все чаще отказывающихся от устойчивых инвестиций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье проведен анализ инвестиционной деятельности институциональных инвесторов после глобального финансово-экономического кризиса 2008 г., показавший начало разворота тенденции наращивания устойчивых инвестиций в третьем десятилетии XXI в. (их стали заменять дивестиции). Определены причины и факторы влияния на этот процесс. На основе систематизации и оценки статистических данных из различных репрезентативных источников специализированной статистической информации выявлены тенденции устойчивых инвестиций институциональных инвесторов глобального уровня и их перспектива в краткосрочном периоде.

Новейшие статистические данные позволили уточнить влияние пандемии COVID-19 и иных факторов форс-мажорного характера на размеры и динамику потоков устойчивых инвестиций институциональных инвесторов ведущих стран мира. Пандемия стимулировала спрос на устойчивые инвестиции и привела к расширению объемов и числа устойчивых проектов, что благоприятно отразилось на деятельности институциональных инвесторов глобального уровня. Оценка воздействия на перспективы устойчивого инвестирования институциональных инвесторов ведущих стран мира текущих факторов политического и финансового характера выявила превалирование административного (регулирующего) фактора. В классификации факторов экстерналий и интерналий характеров

²¹ 2022 Annual ESG manager survey / Russel Investments. URL: <https://russelinvestments.com/uk/blog/2022-annual-esg-manager-survey> (date of access: 19.05.2023).

²² Resources / Net Zero Asset Managers Initiative. URL: <https://www.netzeroassetmanagers.org/> (date of access: 19.05.2023).

²³ Asset and wealth management revolution 2022: Exponential expectations for ESG / PwC, 2022. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/assets/pdf/pwc-awm-revolution-2022.pdf>.

определяющее влияние оказывают экстерналии, поскольку сами институциональные инвесторы глобального уровня придерживаются традиционных для них соображений.

При проведении анализа устойчивых инвестиций и дивестиций институциональных инвесторов глобального уровня было выявлено начавшееся в 2021 г. и усугубившееся в 2022 г. изменение подхода инвестиционных фондов, во-первых, к собственным экологическим проектам и самопозиционированию в качестве устойчивых, во-вторых, изменение вектора устойчивости инвестиций, по крайней мере у ведущих институциональных инвесторов мира (каковыми являются инвестиционные фонды — взаимные и ETF). Несмотря на продолжение глобального экологического тренда и работу по декарбонизации вплоть до достижения «чистого нуля» в США, ЕС и других государствах, в третьем десятилетии XXI в. все больше институциональных инвесторов отказываются от таких вложений (осуществляя дивестиции) либо сдерживают их. Это очень важно в аспекте текущего повышательного тренда на мировом рынке устойчивых инвестиций, устойчивых облигаций в целом и зеленых облигаций в особенности, что свидетельствует о благоприятных перспективах для институциональных инвесторов в этом сегменте.

Следовательно, «экологичность» институциональных инвесторов сдерживается прежде всего экономическими факторами (завышенными требованиями к участникам устойчивых и зеленых инициатив, иными ограничениями, особенно чувствительными для малобюджетных фондов), финансовыми причинами (в первую очередь достижением доходности для своих и клиентских инвестиций и максимизации прибыли в целом), регулятивными требованиями (ужесточаемыми в связи с подозрениями в гринвошинге), а также политиканством. В результате экологический оптимизм институциональных инвесторов все больше заменяется нейтральностью. Опасность эффекта домино от выхода Vanguard²⁴ наличествует, но не слишком высокая. Этому способствуют и глобальные тенденции, складывающиеся в современной мировой экономике. Тем не менее участники рынка, в особенности более молодые, видят будущее устойчивых институциональных инвесторов перспективным прежде всего ввиду продолжения глобального ESG-курса.

Список источников

1. Богачева О. В., Смородинов О. В. «Зеленые» облигации как важнейший инструмент финансирования «зеленых» проектов // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 2 (30). С. 70–81.
2. Кабир Л. С., Яковлев И. А. Обоснование климатической повестки и энергоперехода в зарубежных исследованиях: формирование институциональной среды // Ученые записки Международного банковского института. 2022. № 1 (39). С. 7–22.
3. Лебедева И. А. ESG-трансформация рынка ипотечных кредитов // Ученые записки Международного банковского института. 2023. № 1 (43). С. 101–118.
4. Мандрон В. В., Дудина А. Г. Политика таргетирования инфляции как инструмент монетарной политики национального банка // Экономика. Социология. Право. 2022. № 2 (26). С. 14–18. <https://doi.org/10.22281/2542-1697-2022-01-02-14-18>.
5. Семенова Н. Н. «Зеленая экономика»: новые подходы к финансированию // Финансовая жизнь. 2019. № 2. С. 30–35.
6. Стародубцева Е. Б., Медведева М. Б. Финансовые ESG-инструменты поддержки экспорта: новый тренд // Вопросы инновационной экономики. 2022. Т. 12. № 4. С. 2615–2630. <https://doi.org/10.18334/vinec.12.4.116376>.
7. Тютюнина Е., Седаш Т. Экологические облигации и депозиты как источник финансирования природоохранных мероприятий // Финансовая жизнь. 2015. № 3. С. 58–62.

²⁴ McGachey K. Vanguard exit from \$66tn net-zero coalition could trigger 'domino effect', ESG expert warns // Financial News. 2022. December, 8. URL: <https://www.fnlondon.com/articles/vanguard-exit-from-66tn-net-zero-coalition-could-trigger-domino-effect-esg-expert-warns-20221208>.

8. Хадиуллин Р. И. Классификация финансовых инструментов в области охраны окружающей среды // Финансовая жизнь. 2019. № 2. С. 74–78.
9. Хмыз О. В. ESG-активизм глобальных институциональных инвесторов // Ученые записки Международного банковского института. 2023а. № 1 (43). С. 168–177.
10. Хмыз О. В. Тенденции развития мирового рынка корпоративных ESG-облигаций // Экономика и управление. 2023б. Т. 29. № 4. С. 381–388. <http://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-4-381-388>.
11. Яковлев И. А., Кабир Л. С., Никулина С. И. Роль институциональных инвесторов в финансировании устойчивого развития: зарубежный опыт // Ученые записки Международного банковского института. 2021. № 3 (37). С. 103–118.
12. Allen W. A. Monetary policy and government debt management during the coronavirus pandemic // National Institute Economic Review. 2021. Vol. 255. No. 1. P. 79–84. <https://doi.org/10.1017/nie.2021.1>.
13. Banga J. The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries // Journal of Sustainable Finance and Investment. 2019. Vol. 9. No. 1. P. 17–32. <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>.
14. Corporate governance in the wake of the financial crisis. United Nations Conference on Trade and Development / UNCTAD, 2010. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/diaeed20102_en.pdf.
15. Hoang L. T., Yang J. W. Sustainable institutional investment in the COVID-19 pandemic // Australian Journal of Management. 2023. Vol. 48. No. 1. P. 3–37. <https://doi.org/110.1177/03128962221078943>.
16. Khmyz O. V., Pastukhova D. R., Prudnikova A. A. Global Green Bond Market Amid Global Turbulence. In: Popkova E. G. (eds). Smart Green Innovations in Industry 4.0 for Climate Change Risk Management. Environmental Footprints and Eco-design of Products and Processes. Springer, Cham. 2023. P. 605–613. https://doi.org/10.1007/978-3-031-28457-1_61.
17. Lopez de Silanes F., McCahery J. A., Pudschedl P. C. Institutional Investors and ESG Preferences / European Corporate Governance Institute, 2022. Law Working Paper No. 631/2022.
18. McCahery J. A., Pudschedl P. C., Steindl M. Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences / European Corporate Governance Institute, 2022. Law Working Paper No. 661/2022.
19. Thomsen S. Corporate Governance and the Financial Crisis. In: Pinedo M., Walter I. (eds). Global Asset Management. London: Palgrave Macmillan. 2013. P. 235–246. https://doi.org/10.1057/9781137328878_13.
20. Velte P. Institutional ownership, environmental, social, and governance performance and disclosure – a review on empirical quantitative research // Problems and Perspectives in Management. 2020. Vol. 18. No. 3. P. 282–305. [https://doi.org/10.21511/ppm.18\(3\).2020.24](https://doi.org/10.21511/ppm.18(3).2020.24).
21. Xu X., Xie Y., Xiong F. et al. The Impact of COVID-19 on Investors' Investment Intention of Sustainability-Related Investment: Evidence from China // Sustainability. 2022. Vol. 14 (9). No. 5325. <https://doi.org/10.3390/su14095325>.
22. Yu G., Fuller P., Dida D. O. Inverted Yield Curves and Stock Market Performance: Recent Evidence // Southwestern Economic Review. 2008. Vol. 35. No. 1. P. 131–138.

References

1. Bogacheva O.V., Smorodinov O.V. (2016). Green Bonds as a Key Instrument for Financing Green Projects. *Finansovyy jurnal – Financial Journal*, 2 (30), 70–81 (In Russ.).
2. Kabir L.S., Yakovlev I.A. (2022). Justification of the Climate Agenda and Energy Transition in Foreign Studies: Formation of the Institutional Environment. *Uchenye zapiski Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta – Scientific Notes. International Banking Institute*, 1 (39), 7–22 (In Russ.).
3. Lebedeva I.A. (2023). ESG-Transformation of the Mortgage Market. *Uchenye zapiski Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta – Scientific Notes. International Banking Institute*, 1 (43), 101–118 (In Russ.).
4. Mandron V.V., Dudina A.G. (2022). Inflation Targeting Policy as a Monetary Policy Tool of the National Bank. *Ekonomika. Sotsiologiya. Pravo – Economy. Sociology. Law*, 2 (26), 14–18 (In Russ.). <https://doi.org/10.22281/2542-1697-2022-01-02-14-18>.
5. Semenova N.N. (2019). "Green Economy": New Approaches to Financing. *Finansovaya zhizn' – Financial Life*, 2, 30–35 (In Russ.).
6. Starodubtseva E.B., Medvedeva M.B. (2022). Financial ESG Tools for Export Support: A new trend. *Voprosy innovatsionnoy ekonomiki – Russian Journal of Innovation Economics*, 12 (4), 2615–2630 (In Russ.). <https://doi.org/10.18334/vinec.12.4.116376>.
7. Tyutyunina E., Sedash T. (2015). Environmental Bonds and Deposits as a Source of Funding for Environmental Protection Project. *Finansovaya zhizn' – Financial Life*, 3, 58–62 (In Russ.).
8. Khadiullin R.I. (2019). Classification of Financial Instruments in the Field of Environmental Protection. *Finansovaya zhizn' – Financial Life*, 2, 74–78 (In Russ.).
9. Khmyz O.V. (2023a). ESG Activism by Global Institutional Investors. *Uchenye zapiski Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta – Scientific Notes. International Banking Institute*, 1, 168–177 (In Russ.).

10. Khmyz O.V. (2023b). Contemporary Trends on Global Corporate ESG Bond Market. *Ekonomika i upravlenie – Economics and Management*, 29 (4), 381–388. <https://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-4-381-388>.
11. Yakovlev I.A., Kabir L.S., Nikulina S.I. (2021). The Role of Institutional Investors in Financing Sustainable Development: Foreign Experience. *Uchenye zapiski Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta – Scientific Notes. International Banking Institute*, 3, 103–118 (In Russ.).
12. Allen W.A. (2021). Monetary policy and government debt management during the coronavirus pandemic. *National Institute Economic Review*, 255 (1), 79–84. <https://doi.org/10.1017/nie.2021.1>.
13. Banga J. (2019). The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 9 (1), 17–32. <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>.
14. UNCTAD (2010). Corporate governance in the wake of the financial crisis. United Nations Conference on Trade and Development. https://unctad.org/system/files/official-document/diaeed20102_en.pdf.
15. Hoang L.T., Yang J.W. Sustainable institutional investment in the COVID-19 pandemic. (2023). *Australian Journal of Management*, 48 (1), 3–37. <https://doi.org/10.1177/03128962221078943>.
16. Khmyz O.V., Pastukhova D.R., Prudnikova A.A. (2023). Global Green Bond Market Amid Global Turbulence. In: Popkova E.G. (eds). *Smart Green Innovations in Industry 4.0 for Climate Change Risk Management. Environmental Footprints and Eco-design of Products and Processes*. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-031-28457-1_61.
17. Lopez de Silanes F., McCahery J.A., Pudschedl P.C. (2022). Institutional Investors and ESG Preferences. *European Corporate Governance Institute. Law Working Paper No. 631*.
18. McCahery J.A., Pudschedl P.C., Steindl M. (2022). Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences. *European Corporate Governance Institute. Law Working Paper No. 661*.
19. Thomsen S. (2013). Corporate Governance and the Financial Crisis. In: Pinedo M., Walter I. (eds). *Global Asset Management*. Palgrave Macmillan, London. https://doi.org/10.1057/9781137328878_13.
20. Velte P. (2020). Institutional ownership, environmental, social, and governance performance and disclosure – a review on empirical quantitative research. *Problems and Perspectives in Management*, 18 (3), 282–305. [https://doi.org/10.21511/ppm.18\(3\).2020.24](https://doi.org/10.21511/ppm.18(3).2020.24).
21. Xu X., Xie Y., Xiong F. et al. (2022). The Impact of COVID-19 on Investors' Investment Intention of Sustainability-Related Investment: Evidence from China. *Sustainability*, 14 (9), 5325. <https://doi.org/10.3390/su14095325>.
22. Yu G., Fuller P., Didia D.O. (2008). Inverted Yield Curves and Stock Market Performance: Recent Evidence. *Southwestern Economic Review*, 35, 1, 131–138.

Информация об авторе

Ольга Васильевна Хмыз, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры международных финансов МГИМО МИД России, г. Москва

Information about the author

Olga V. Khmyz, Candidate of Economic Sciences, Docent, Associate Professor of the International Finance Department, MGIMO University, Moscow

Статья поступила в редакцию 26.05.2023
Одобрена после рецензирования 20.12.2023
Принята к публикации 08.02.2024

The article submitted May 26, 2023
Approved after reviewing December 20, 2023
Accepted for publication February 8, 2024