

Бортніков Г. П.

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник, провідний науковий співробітник відділу фінансово-економічного прогнозування НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, gbgood@ukr.net

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

ФЕНОМЕН "КАМУФЛЯЖУ СТАЛОСТІ" НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ ТА МЕХАНІЗМ ПРОТИДІЇ

Анотація. Випереджальний розвиток ринку інструментів сталого фінансування, навіть в умовах глобальної пандемії коронавірусу, актуалізував проблему недостовірної звітності емітентів та інвесторів. Явище "зеленого камуфляжу" (greenwashing) поширюється у світі, незважаючи на сертифікацію і рейтингування. Виявлені випадки фальсифікацій або введення в оману в банках та інвестиційних компаніях і фондах підірвують довіру інвесторів та громадськості до цього сегмента ринку. В Україні лідерами сталого фінансування виступають комерційні банки, однак дотримання передових стандартів у цій сфері залишається невирішеним питанням. На думку автора, на органи регулювання ринку покладено особливу місію чіткої регламентації емісії та звітності про використання надходжень від розміщення боргових зобов'язань. Серед таких стимулів мають бути приєднання України до європейських стандартів таксономії, акредитація компаній, уповноважених здійснювати незалежну оцінку відповідності фактичних інвестицій принципам сталого фінансування, затвердження вимог до публічної звітності, методологія розрахунку ефекту (впливу) інвестицій на досягнення Цілей сталого розвитку.

Ключові слова: банки, стійке фінансування, "зелене відмивання", регулювання, фінансовий ринок, фінансові інструменти.

Літ. 26.

Gennadiy Bortnikov

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, gbgood@ukr.net

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

THE PHENOMENON OF "CAMOUFLAGE OF SUSTAINABILITY" IN FINANCIAL MARKETS AND COUNTERACTION MECHANISM

Abstract. The rapid development of the market for debt instruments of sustainable financing, in particular, amid the global coronavirus pandemic, raises the problem of the inadequate disclosure by both investors and issuers. The manifestation of green washing (a wider term – sustainable washing) is spreading around the world, unimpressed by the certification and rating. Detected cases of falsification or embellishments in banks and investment companies and funds undermine the confidence of investors and the public in this market segment. In Ukraine, the leaders in sustainable financing are commercial banks, but compliance with advanced standards in this area remains unresolved. According to the author, the market regulators have a special mission of strict regulation of issuance and reporting on the use of proceeds from the placement of debt obligations. Such incentives should include Ukraine's accession to European taxonomy standards, accreditation of companies authorized to independently

assess the compliance of reported investments with the principles of sustainable financing, summarizing global practice of green-washing, introduction of public reporting requirements, methodology for calculating the impact of investments on achieving the Sustainable Development Goals. Such cases of green washing inflict damage on investors' confidence in sustainable financing. Among main prerequisites for emergence of this phenomenon are: vague criteria of sustainability (taxonomy); irresponsibility of issuers; motivation of appraisers to receive remuneration from the issuer; neglect of independent assessments by investors; insufficient awareness of investors of the principles of sustainable finance. It is very important that the regulators publicly disclose information about the application of sanctions against violators. Such facts will serve as a warning to other market participants. In the interest of sustaining partnerships, auditors often tend to compromise on the credibility of sound financial statements. For Ukraine, this situation will be relevant in the coming years. In our opinion, an independent assessment does not guarantee that manipulation will be prevented. Therefore, only tough market discipline in relation to issuers, rating and appraisal agencies, as well as to asset managers will make it possible to neutralize this risk.

Keywords: banking, sustainable finance, green-washing, regulation, financial market, financial instruments.

JEL classification: G10, G14, G15.

Бортников Г. П.

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник, ведущий научный сотрудник отдела финансово-экономического прогнозирования НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

ФЕНОМЕН "КАМУФЛЯЖА УСТОЙЧИВОСТИ" НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ И МЕХАНИЗМ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ

Аннотация. *Опережающее развитие рынка инструментов устойчивого финансирования, даже в условиях глобальной пандемии коронавируса, актуализировало проблему недостоверной отчетности эмитентов и инвесторов. Явление "зеленого камуфляжа" (greenwashing) распространяется по миру, несмотря на сертификацию и рейтингование. Выявленные случаи фальсификаций или введения в заблуждение в банках и инвестиционных компаниях и фондах подрывают доверие инвесторов и общественности к данному сегменту рынка. В Украине лидерами устойчивого финансирования выступают коммерческие банки, однако соблюдение передовых стандартов в этой сфере остается нерешенным вопросом. По мнению автора, на органы регулирования рынка возложена особая миссия четкой регламентации эмиссии и отчетности об использовании поступлений от размещения долговых обязательств. Среди таких стимулов должны быть присоединение Украины к европейским стандартам таксономии, аккредитация компаний, уполномоченных осуществлять независимую оценку соответствия фактических инвестиций принципам устойчивого финансирования, утверждение требований к публичной отчетности, методология расчета эффекта (влияния) инвестиций на достижение Целей устойчивого развития.*

Ключевые слова: банки, устойчивое финансирование, "зеленое отмывание", регулирование, финансовый рынок, финансовые инструменты.

Екологічні, соціальні та управлінські критерії покладено в основу інвестування з дотриманням стандартів екології, соціальної сфери та корпоративного управління (англ. Environment, Social, Governance, ESG), чия

популярність значно зросла за останні кілька років. Критерії ESG – це фактори, котрі вимірюють ступінь сталості інвестицій. Зі зростанням інтересу споживачів та інвесторів до аспектів ESG феномен “зеленого камуфляжу” (або, на нашу думку, доречнішим за змістом є вираз “зелене відмивання”) набуває дедалі більшого поширення. Достатньо кількох випадків такого обману для підриву довіри інвесторів до сталих фінансів. Досі існують різні підходи до інтеграції критеріїв ESG, а також визначення “тематичного”, “впливового” та “відповідального” інвестування. На цій основі окремі оцінки показують, що активи ESG зросли майже на одну третину між 2016 та 2020 р. – до 35 трлн дол. США, або не менше 36 % загального обсягу керованих активів [1]. Обмежені вимоги до розкриття інформації призводять до неповного уявлення інвесторів про реальні активи їхніх портфелів із характеристиками ESG, особливо щодо інструментів капіталу.

Сукупна сума емісії облігацій із позначкою “зелені”, “соціальний вплив” або “сталий розвиток” у світі досягла 779,2 млрд дол. США за перші три квартали 2021 р., а загальний обсяг випуску із такою позначкою становив 2,3 трлн дол. США; у тому числі емісія зелених облігацій – 1,2 трлн дол. США [2].

Як підкреслює А. Карстенс, керівник Базельського комітету з банківського нагляду, “зелені” позначки та рейтинги ESG часто недостатньо чіткі щодо обіцяних екологічних переваг і дають мало гарантій того, що переваги будуть реалізовані [3]. Частково проблема пов’язана з тим, що ці характеристики базуються на вхідних даних, які легко перевірити, а не на тому, наскільки добре вони узгоджені з результатами чи конкретними результатами, котрі важче перевірити. Крім того, вказані позначки та рейтинги часом не узгоджуються з цілями політики високого рівня, такими як перехід до низьковуглецевої економіки. Дослідження Банку міжнародних розрахунків показали, що маркування облігацій як “зелені” не обов’язково означає, ніби емітенти насправді ефективно скорочують викиди з часом. Рейтинги ESG мають доволі низьку кореляцію між різними постачальниками, що відображає різноманітність вхідних даних, використовуваних постачальниками для отримання рейтингів ESG.

Поняття *greenwashing* у вітчизняній науці поки що розглядається переважно як різновид маркетингових технологій, водночас вчені нехтують специфікою фінансового сектору. Так, Ю. І. Головня, В. М. Ільченко, О. М. Трубей наголошують на недобросовісних діях виробників щодо поширення інформації про екологічність продукції через явище *greenwashing*, окреслюють його прояви [4]. О. Ф. Грищенко і Є. О. Голишева визначили “грінвошинг” як технології екологізації бізнесу, оманливі екологічні претензії, запропонували рекомендації, спрямовані на боротьбу з цим явищем [5]. Т. І. Швидка, В. С. Бабійчук, А. К. Садонцева проаналізували явище “грінвошингу” на прикладах судових справ у нефінансовому секторі в зарубіжних країнах, акцентувавши увагу на правових аспектах, окреслили можливі засоби протидії такому виду, включно з розробленням програм у вигляді жорстких норм, уніфікованих вказівок, моніторингу, нагляду та відповідних фінансових методів покарання [6].

Разом із тим західна економічна наука активно переключається на вивчення “зеленого відмивання” у фінансовій сфері. Серед останніх публікацій варто згадати дослідження експертів Базельського комітету з банківського нагляду [1], аналітиків рейтингових агенцій та консалтингових компаній [7].

Мета статті полягає у з’ясуванні причин “зеленого камуфляжу” та протидії цьому явищу, що набуває поширення в міру розвитку сталих фінансів.

В Україні у 2021 р. досягнуто помітний прогрес у плані нормативної бази. 1 липня 2021 р. набув чинності Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки” [8], котрим визнано зелені облігації як фінансовий інструмент та наведено визначення їх поняття та проектів екологічного спрямування; перелік емітентів зелених облігацій; принципи розкриття інформації емітентами, процедури звітності та використання надходжень, що будуть залучені від інвесторів. За результатами консультацій із зацікавленими сторонами Державне агентство з енергоефективності та енергозбереження України ще у 2019 р. розробило проект розпорядження Уряду “Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні” [9]. Концепцією передбачено напрями, механізми, строки та план дій для формування національної моделі ринку зелених облігацій; розроблення чітких політик, прозорих правил для ринку, впорядкування діяльності незалежних оцінювачів; розроблення податкових пільг і стимулів для операцій із зеленими облігаціями [9].

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) видала Рекомендації щодо реалізації або фінансування проектів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій [10], з урахуванням міжнародних стандартів. У цьому документі визначено характеристики зелених облігацій: фінансований за рахунок залучених коштів проект має відповідати таксономії вказаних облігацій; емітент повинен гарантувати, що чисті надходження будуть використані за цільовим призначенням, а також інформувати про вплив фінансованих проектів на довкілля. Емітенту потрібно отримати незалежну оцінку від верифікатора (спеціалізованої компанії з оцінки відповідності) та затвердити корпоративну політику стосовно зелених облігацій. Під таксономією (систематикою) зелених фінансів розуміється визнання того, чи відповідає конкретний бізнес критеріям екологічної сталості. Підкреслимо, що рекомендаційний характер не дає змоги регулятору чітко встановити відповідальність та заходи покарання за фальсифікацію.

Беручи до уваги міжнародні принципи, НКЦПФР визначила ключові ознаки моделі зелених облігацій: відповідність проекту, під який залучаються кошти шляхом їх емісії, міжнародно визнаної таксономії; цільове використання надходжень від розміщення зелених облігацій; належна звітність емітента про вплив цих проектів на довкілля; залучення емітентом зовнішнього незалежного контролера (верифікатора); наявність у емітента політики щодо цих облігацій. Ключовим моментом є відповідність проектів, котрі фінансуються/рефінансуються за кошти від розміщення зелених облігацій, Таксономії сталої економічної діяльності (Taxonomy for Sustainable

Activities). Так, емітент вказаних облігацій повинен забезпечити належне виконання всіх ключових ознак. Це сприяє захисту інтересів інвесторів та зростанню відповідних інвестицій.

Недотримання хоча б однієї з ознак є підставою не класифікувати облігації як зелені. Спроба класифікувати облігації як зелені за їх невідповідності ключовим ознакам дає підставу розцінювати це як “зелений камуфляж” (greenwashing). Таким чином, регулятор визначає дуже серйозну проблему для ринку. “Зелений камуфляж” – навмисне введення в оману інвесторів та державних органів щодо напрямів використання розміру фінансових коштів, отриманих від емісії зелених облігацій. Для запобігання фактам такого камуфляжу й виникла необхідність розроблення міжнародних стандартів та формування країнами власних рекомендацій. Наприклад, за таксономією ЄС профінансовані проекти повинні сприяти реалізації однієї з шести екологічних цілей: пом’якшення наслідків зміни клімату; адаптація до зміни клімату; належне використання водних і морських ресурсів; перехід до безвідходної економіки; запобігання забрудненню середовища; захист та відновлення біорізноманіття й екосистем [11].

Зауважимо, що у світовій практиці поняття greenwashing (дослівно – зелене прання або штучне озеленення) розглядається набагато ширше, ніж визначає український регулятор. Настанови європейської асоціації кредитного ринку (Loan Market Association, LMA) щодо зелених кредитів характеризують “зелене відмивання” як ситуації, коли твердження позичальника або власника проекту про наявність зелених характеристик вводять в оману [12]. Відсутність доброчесності в зелених позиках може мати негативні наслідки, такі як зниження довіри інвесторів, початок судових розглядів та скорочення загального використання цих позик як фінансового продукту. У широкому розумінні greenwashing – спотворення продукту, послуги чи інвестицій, завдяки чому воно здається більш сталим, ніж насправді. Це можуть бути продукти харчування з позначкою “органічні” або “екологічні”, нібито джерельна вода, засоби прання з шкідливими інгредієнтами, автомобілі зі зниженими викидами чи інвестиційні проекти з позначкою “зелений”, збирання бавовни з використанням примусової праці, пошив одягу неповнолітніми працівниками, коли такі твердження або перебільшені, або не можуть бути підтверджені. Дуже часто це лише маркетинговий хід, що дає змогу обійти “брудних” конкурентів, але без принципової відмінності технології виробництва.

Перевірити запевнення про “чистоту” бізнесу буває дуже складно. Відомо, що термін “зелене відмивання” було введено в обіг американським екологом Дж. Вестервельдом у 1986 р., коли він побачив, що готелі запропонували “зелене прання”: розмістивши оголошення в номерах із проханням використовувати рушники повторно, що зменшить екологічну шкоду, насправді готелі скористалися перевагою зниження витрат на прання. Однак перші спроби фальсифікацій виникли ще в 1969 р. у США: американська корпорація Westinghouse активно рекламувала атомні електростанції як чисті та безпечні [13]. На практиці закріпилося спільне розуміння, що

greenwashing – ситуація, коли компанії роблять необґрунтовані заяви нібито їхня продукція екологічно безпечна або приносить певну екологічну користь.

Реальною проблемою постає *камуфляж під сталі фінанси* (англ. Sustainability washing або ESG washing). Це поняття охоплює всі три компоненти сталих фінансів, тобто включає випадки, коли фальсифікують дані про соціальний вплив проектів, а також виходить за рамки зелених облігацій і поширюється на будь-які види фінансових інструментів та стосується невиконання задекларованих цілей суб'єктами залучення фінансування (інвестиційними фондами, банками, компаніями). “Стале прання” належить до неетичного маркетингу, коли переваги сталості продукту, послуги чи стратегії перебільшені або спотворені й таким чином вводять інвесторів у оману. Також у зв'язку з розвитком ринку облігацій позитивного впливу на соціальну сферу виникає феномен “соціального прання” (англ. social washing): він охоплює будь-які види бізнесу з порушенням соціальних та етичних норм, включно з умовами праці, правами людини, гендерною рівністю, рабством тощо.

Соціальне прання визначають як спроби штучно покращити репутацію компанії шляхом проведення соціальних кампаній, котрі насправді не є ефективними чи набагато менші від шкоди, яку завдають проекти, що вона реалізує, або соціальний захід насправді спрямований на отримання економічної вигоди, або оголошені кодекси поведінки залишаються на папері. У сфері мікрофінансування така маніпуляція дуже популярна: мікрокредитні організації видають кредити під лихварські проценти, у свою чергу, ці організації отримують фінансування від міжнародних фондів за ставками, значно вищими, ніж на оптових ринках. Водночас обидва типи установ позиціонують себе як соціально орієнтовані, котрі піклуються про малий бізнес та фінансову інклюзію.

Краще усвідомити цю проблему на прецедентах, які вже мають місце. У банківському секторі дуже поширені декларації банків як “рятувальників” планети завдяки підтримці проектів відновлювальної енергетики. Наприклад, банк фінансує видобування вугілля, але декларує прихильність “чистій енергетиці”. Практика свідчить про кілька варіантів маніпуляцій:

- 1) фактичне спрямування коштів на екологічно брудні проекти або підтримку підприємств, що не дотримуються стандартів безпеки праці;
- 2) перебільшення позитивного впливу профінансованих проектів на суспільство та навколишнє середовище.

Іноді це не намагання керівництва фінансової установи ввести інвесторів та громадськість в оману, а неусвідомлення, нехтування проблем. Масштаби подібних фальсифікацій зростають одночасно зі збільшенням обсягів сталих фінансів, наразі практично всі інвестиційні фонди позиціонують себе як сталі або зелені, а керуючі активами вважають за необхідне декларувати прихильність Цілям сталого розвитку (ЦСР).

Як показовий приклад для інвестиційного банкінгу розглянемо такий прецедент. У серпні 2021 р. стало відомо, що орган регулювання в

США розслідує діяльність дочірнього підрозділу банку Deutsche Bank з управління активами DWS Group, оскільки ця компанія перебільшила у своїх звітах за 2020 р. використання критеріїв сталого інвестування для управління своїми активами. Розслідування, яке проводять Комісія з цінних паперів і бірж (SEC) та федеральна прокуратура, перебуває на ранній стадії. Влада почала перевірку DWS Group після того, як журнал The Wall Street Journal повідомив, що керуючий активами завищив свої зусилля стосовно стабільного інвестування, посилаючись на документи та колишнього менеджера цієї фірми з питань сталого розвитку, котра заявила, що фірма не дотримувалася на практиці своєї стратегії щодо ESG і часом надавала інвесторам картину, більш райдужну, ніж реальність [14]. Зокрема, DWS Group повідомила інвесторам, ніби проблеми ESG є основою всього, що вона робить, і її стандарти ESG вищі за середні в галузі. У щорічному звіті за 2020 р., опублікованому в березні, DWS Group зазначила, що більше половини її активів у розмірі 900 млрд дол. США на той момент було інвестовано за допомогою системи, в якій компанії оцінюються на підставі критеріїв ESG. Однак внутрішня оцінка, проведена місяцем раніше, показала, що лише частина інвестиційної платформи застосувала процес, котрий називається інтеграцією ESG, не охоплюючи основних класів активів.

Звинувачення на адресу керівництва компанії DWS Group у середині березня 2021 р. висунула голова відділу сталого розвитку Д. Фікслер, яку звільнили за принципову позицію. Фікслер виклала міркування у повідомленні на п'ять сторінок, котре надіслала електронною поштою голові DWS Group 17 березня 2021 р. Одразу після звільнення вона звинуватила керівництво компанії в неправильному поданні про те, як DWS Group використовувала екологічні, соціальні та управлінські індикатори для аналізу корпорацій у своєму портфелі фінансування. Керівництво DWS Group заперечувало правопорушення та замовило аудиторській компанії PwC аналіз звинувачення через кілька днів після того, як агентство отримало це повідомлення. PwC не знайшла підстав для занепокоєння.

Хоча керівництво DWS рішуче відкинуло звинувачення, американський та німецький фінансові регулятори – відповідно, Комісія з цінних паперів і бірж США (Securities and Exchange Commission, SEC) і Федеральне управління фінансового нагляду Німеччини (Federal Financial Supervisory Authority, BaFin) – почали розслідування [14]. Якщо прокурори виявлять, що менеджер фонду перебільшив свої зобов'язання стосовно ESG, фірму буде покарано вимогою змінити позначку інвестицій та запропонувати фінансову компенсацію введеним в оману клієнтам, для яких ESG була ключовим чинником, або сплатою штрафів. Незважаючи на ранню стадію розслідування, вже 26 серпня це викликало паніку на ринку. Не тільки акції DWS Group упали на 13,7 % – найбільше зниження з часів пандемії коронавірусу, а й навіть акції її материнського банку – на 2,3 % на момент закриття торгів у Франкфурті, і через два місяці акції DWS Group не відновилися після різкого падіння. У жовтні 2021 р. стало відомо, що Deutsche Bank розпочинає нову перевірку претензій, оскільки тривають

регуляторні розслідування в США та Німеччині [15]. Нещодавно DWS Group найняла американську юридичну компанію Sullivan & Cromwell для нової оцінки звинувачень.

Цей випадок показує, що нечесність або неадекватність у звітності погрожує не лише репутації самої компанії, але її власників, а також матеріалізує значні юридичні ризики, призводячи до втрати ринкової вартості.

Американський банк CitiGroup із моменту підписання Паризької угоди у 2016 р. інвестував 237 млрд дол. США у компанії, що займаються викопним паливом. Банк є одним із найбільших фінансистів переробки бітумних пісків, видобування морської нафти та газу, вугілля. Лише у 2020 р. корпорація надала кредити: 484 млн дол. США на видобуток нафти і газу в Арктиці, 10,7 млрд – морської нафти і газу, 1,9 млрд – зрідженого природного газу, 208 млн дол. США на видобуток вугілля. Тим часом банк заявляє: “Citi прагне розширювати рішення щодо боротьби зі зміною клімату в усьому світі. Ми спираємося на наш тривалий досвід зобов’язань щодо сталого фінансування” [16].

Голова центрального банку Італії І. Віско наголосив, що потрібна рішення й негайна міжнародна координація дій, аби зробити компанії, котрі надають дані про екологічні, соціальні та управлінські показники (ESG), більш надійними, а також запобігти “зеленому пранню”. Відсутність регулювання для посилення показників ESG викликала занепокоєння серед інвесторів та екологів, що компанії можуть отримати кращі рейтинги ESG, ніж заслуговують, через декларації, які роблять їх стійкішими, ніж вони є насправді. Брак стандартизованих індикаторів залишає можливість фірмам спробувати змінити зовнішнє уявлення про свою стійкість, щоб залучити кошти [17].

Наявність подібних випадків підриває довіру інвесторів до сталого фінансування. Наведемо основні передумови для виникнення цього феномену:

- 1) розпливчасті критерії сталості (таксономії);
- 2) безвідповідальність емітентів;
- 3) мотивація оцінювачів на отримання винагороди від емітента;
- 4) нехтування з боку інвесторів незалежними оцінками;
- 5) недостатня обізнаність інвесторів щодо засад сталих фінансів.

Значного прогресу досягнуто щодо подолання першого чинника завдяки таксономії. Другий фактор дедалі частіше перетворюється на предмет уваги регуляторів, а оприлюднені заходи впливу стають відомими широкому загалу і тим самим є позитивним сигналом для всього ринку. Решту факторів можна подолати шляхом регламентації оцінювання, сертифікації емісій фінансових інструментів та популяризації знань.

Непослідовність термінології, пов’язаної з інвестиціями ESG, викликає плутанину серед інвесторів [2]. Істотні розбіжності в методологіях оцінювання ускладнюють для інвесторів порівняння інструментів і проєктів. Нерідко один емітент отримує високі оцінки й водночас є відомим на ринку порушником стандартів. Як визначають за результатами огляду

інвестиційних фондів експерти компанії UTIL, помітний брак кореляції між вимогами інвестиційних фондів ESG та їхніми діями; також немає вимірного позитивного впливу таких інвестиційних фондів щодо досягнення Цілей сталого розвитку: назви 77 фондів сталого розвитку містять терміни “зелений”, “чистий”, “клімат” або “сталий”, і лише чотири з них справляють реальний позитивний вплив на будь-яку з екологічних компонент ЦСР [18].

Більш шокуючі висновки зробили дослідники іншої компанії. У листопаді 2019 р. компанія SCM Direct опублікувала перший звіт про фонди ESG, де було виявлено, що існує справжня епідемія “зеленого промивання”. Експерти сподівалися, що ситуація покращиться, однак дослідження за підсумками 2020 р. показало, що за глянцевою рекламою не так багато реальних досягнень [19]. Системи оцінки не обґрунтовано методологічно, сторонні постачальники даних працюють без еталонних показників, а непрозорість не дає змоги інвесторам дізнатися, куди насправді вкладено їхні гроші. Поки індустрія сталих фінансів не відповідає на попит із точки зору правил та норм, і потрібен терміновий засіб захисту інвесторів. По-перше, нове дослідження SCM Direct виявило порівняно невеликі відмінності між сталими інвестиційними продуктами та традиційними інвестиціями. Головною причиною є низька якість наявних даних, якими можуть надійно користуватися розпорядники коштів. Основним джерелом даних часто постає самостійна сертифікація, коли менеджери фондів надсилають анкети певній компанії для інвестицій, але не перевіряють достовірність заповнення даних. В інших випадках керуючі активами користуються послугами незалежних постачальників оцінки ESG, однак системи скорингу в останніх недосконалі та розрізняються, і часто, здається, не відповідають тому, що очікують інвестори. Немає встановлених галузевих еталонних показників, тому практично неможливо порівняти показники між одним постачальником оцінок та іншим.

Наприклад, двома основними постачальниками даних для цих оцінок ESG є компанії Sustainalytics та MSCI: обидва провайдери аналізують не тільки відповідність емітента стандартам ESG, а й те, наскільки добре він долає такі ризики, аби отримати загальну оцінку. SCM Direct переглянув їхні загальні показники ESG для окремих компаній, акції яких входять до британського фондового індексу FTSE 100. Такі компанії можуть вважатися високоризиковими в аспекті ESG за галуззю бізнесу (видобуток корисних копалин, авіап перевезення, організація азартних ігор, видобування нафти і газу, виробництво алкоголю), але на практиці вони отримували непогані оцінки від агентств. Наприклад, MSCI оцінює тисячі позицій у 37 ключових питаннях ESG: викиди вуглецю, вплив на водні ресурси, токсичні викиди, умови праці, охорону здоров'я, управління, оплату праці, ділову етику тощо. Однак MSCI оцінює ці показники порівняно з іншими компаніями в тій самій галузі. У результаті високу оцінку отримують “кращі серед поганих” або кращі у “поганій галузі”. На відміну від цього бальна оцінка від компанії Sustainalytics дає абсолютні бали, які відображають оцінку “високого ризику” порівнянного ступеня некерова-

ного ризику ESG у всіх охоплених підгалузях. Це означає, що банк, наприклад, можна прямо порівняти з нафтовою компанією чи будь-яким іншим типом компаній.

Дослідження SCM Direct також охопило 194 інвестиційні фонди Великобританії, чий загальні активи становили 99 млрд ф. ст., які були класифіковані Інвестиційною асоціацією. Усього було порівняно результати 16 сталих фондів та 178 інших фондів. Сталі фонди показали результати лише на 5 % краще, ніж їх “несталі” конкуренти.

На наш погляд, основні заходи у вирішенні проблеми такої “мімікрії” мають бути превентивними та каральними (або з реальною загрозою покарання). Ініціаторами цих заходів можуть бути як органи регулювання та нагляду, так і саморегульовні організації та фондові біржі. Слід одночасно підвищувати роль і відповідальність оцінювачів та рейтингових агентств.

Поки що українські банки у сфері сталих фінансів не реалізують ресурсний потенціал. Безумовно позитивною новацією на українському ринку є Еко-депозити Укргазбанку для фізичних осіб, що вперше запропоновані на ринку в грудні 2019 р. Кошти мають спрямовуватися на екологічні проекти. Тоді банк пояснював, як це відбуватиметься: “Кожна розміщена на депозиті гривня буде працювати для екології та захисту нашого довкілля; наприклад, 1 тисячі гривень буде достатньо для: щорічного скорочення шкідливих викидів CO₂ на 50 кг; виробництва на 70 кВт • год більше екологічно чистої електроенергії, якої вистачить на потреби цілої родини; заміщення викопного палива для виробництва тепла в обсязі 60 тис. ккал” [20]. Однак річний звіт банку про сталий розвиток не містить жодної інформації про обсяги залучення, облік та використання вказаного ресурсу [21], незважаючи на те, що вже в лютому 2020 р. банк оголосив, що залучив на еко-депозити 2,4 млрд грн [22]. Тобто ресурси суттєві, але інформація про цільове використання відсутня.

Для порівняння: міжнародний банк HSBC у 2020 р. запропонував у мережі своїх дочірніх банків у Канаді, США, Сінгапурі, Індії зелені депозити для комерційних клієнтів (підприємств) та фізичних осіб. Заявлено, що залучені кошти від клієнтів використовуються для фінансування екологічно вигідних проектів. Категорії “зелених” проектів узгоджено із Системою зелених облігацій HSBC та Принципами зелених кредитів, що забезпечує портфель зелених активів, які відповідають галузевим стандартам. Сфери “зелених” проектів охоплюють відновлювані джерела енергії, енергоефективність, ефективні будівлі, стійке управління відходами, стійке землекористування, чистий транспорт, стійке управління водними ресурсами [23]. Річний звіт головного банку за 2020 р. містить конкретну інформацію про використання находжень від зелених депозитів: усього було залучено 389 млн дол. США, а станом на 30 червня 2020 р. розміщено у проекти відновлювальної енергії та енергоефективності 426 млн дол. США, тобто ресурси повністю використані за призначенням (решта фінансування згаданих проектів забезпечена за рахунок інших джерел) [24].

У США цій проблемі вже приділяється першочергова увага. У лютому 2021 р. національний регулятор – SEC – створив робочу групу для дослідження оманливих декларацій інвестиційних радників та публічних компаній щодо дотримання ESG. Вже у квітні SEC оприлюднила “Попередження про ризик” і вказала на “спостереження про недоліки та слабкості внутрішнього контролю під час перевірки інвестиційних радників та фондів щодо інвестування ESG” [25]. Серед виявлених практик: заяви про наявність формальних процесів для інвестування ESG; брак обґрунтованих політик та процедур і їх реалізації; слабка чи нечітка документація щодо інвестиційних рішень, пов’язаних з ESG. SEC також наголосила на необхідності чіткого розкриття інформації, що точно передає суттєвий аспект підходів фірм до інвестування ESG, відповідаючи фактичній практиці конкретних установ. Також акцентовано увагу на необхідності ознайомлення персоналу, відповідального за комплаєнс, із діяльністю компанії, пов’язаною з ESG. Регулятор звертатиме увагу на відповідність рекламних матеріалів та публічної звітності компаній набору її затверджених політик, процедур і практики, що стосуються ESG або використання термінології, пов’язаної з ESG, належним процедурам відбору інвестицій, прийняття рішень та моніторингу інвестицій.

SEC опублікувала 22 вересня 2021 р. зразок листа компаніям-емітентам щодо розкриття інформації [26]. Наприклад, залежно від конкретних фактів та обставин, інвесторам може знадобитися інформація, котра стосується ризиків та можливостей, пов’язаних зі зміною клімату: впливу нормативно-правових актів, непрямих наслідків регулювання, тенденцій бізнесу, фізичних наслідків зміни клімату.

Проблема камуфляжу існує і для облігацій соціального впливу. Як попереджають експерти Standard & Poor’s Rating [7], для інструменту “соціальні облігації” існує небезпека “соціального відмивання” – ризику того, що емітент перебільшуватиме соціальний вплив своїх фінансованих проєктів, а соціальний вплив зазвичай має більш якісний характер і менш чітко визначений, що ускладнює відстеження й розкриття показників. Оскільки стандартизованих показників соціального впливу небагато, велика кількість так званих індикаторів “впливу”, про які повідомляють емітенти, насправді є показниками витрат: суми видатків, видані позики, число учасників або додані лікарняні ліжка на відміну від показників поліпшення соціальних результатів. Це призвело до недостатньої прозорості в розкритті інформації емітентом, посилення скептицизму інвесторів стосовно того, що емітенти використовують надходження для проєктів без додаткових соціальних вигід. На наш погляд, зафіксувати набір таких показників складно на практиці, з огляду на специфіку, і тому краще застосовувати погодження емітентом таких показників з регулятором до проведення емісії. Порівняно із зеленими фінансами вимірювання соціальної сфери видається надто примітивним. Як показники досягнення мети фінансування часто використовують число нових робочих місць, кількість жінок-підприємців або домогосподарств із низькими доходами, котрі отримали кредитне фінансування. Очевидно, що соціальні облігації не набувають такого поширення, як зелені, через вузьку мету.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. В усьому світі учасники фінансового ринку та регулятори сподіваються подолати явище “сталого камуфляжу” за допомогою таксономії, що чітко визначатиме, яка діяльність може вважатися сталою, а яка – ні. Приєднання України до таких стандартів буде, безперечно, сприяти чистоті інвестицій і розвитку сталого фінансування. Особливе завдання у попередженні спроб фальсифікувати звітність емітентами інструментів зеленого фінансування постає перед органами регулювання ринку. Вкрай важливо стимулювати цей сегмент ринку зусиллями регуляторів, включаючи Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку та Національний банк України, що у 2020 р. приєдналася до міжнародної мережі Sustainable Banking and Finance Network. Серед таких стимулів мають бути узагальнення світового досвіду емісії і регулювання зелених облігацій, акредитація компаній, уповноважених здійснювати незалежну оцінку відповідності фактичних інвестицій принципам сталого фінансування. Практика свідчить, що аудитори та агентства нерідко схильні до компромісів у визнанні достовірності звітів про сталі фінанси заради збереження партнерських відносин із замовниками. Для України ця ситуація виявиться актуальною вже найближчими роками. На нашу думку, незалежна оцінка не гарантує запобігання маніпуляціям і не позбавляє інвесторів від обов’язку перевіряти інформацію про спрямування їх коштів на сталі фінанси. Вирішальним фактором протидії “камуфляжу” ми вважаємо ринкову дисципліну. Стандартизація сталих фінансів цьому сприятиме, і Україна має реально долучитися до цього процесу. Дуже важливо, щоб регулятор розкривав публічно інформацію про застосування санкцій щодо порушників. Такі факти стануть попередженням іншим учасникам ринку.

Список використаних джерел

1. Aramonte S., Zabai A. Sustainable finance: trends, valuations and exposures. *BIS Quarterly Review*. 2021. September. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109v.htm.
2. Azzouz M., Merle C. Green-washing allegations are jolting the financial industry: heightened needs for cautiousness, integrity and guidance. - 2021. September 30. URL: <https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/green-washing-allegations-are-jolting-the-financial-industry-heightened-needs-for-cautiousness-integrity-and-guidance>.
3. Carstens A. Transparency and market integrity in green finance. *The Green Swan Conference – Coordinating finance on climate* (Basel, 2 June 2021). 2021. URL: <https://www.bis.org/speeches/sp210602.htm>.
4. Головня Ю. І., Ільченко В. М., Трубей О. М., Лозінська Л. Д. Екологічний брендинг в умовах сталого розвитку економіки. *Ефективна економіка*. 2019. № 8. URL: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2019.8.38>.
5. Грищенко О. Ф., Голишева Є. О. Використання грінвошингу як технології екологізації бізнесу: поняття, детермінанти та драйвери. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2020. № 46. С. 47–54. URL: <https://doi.org/10.32841/2413-2675/2020-46-6>.
6. Швидка Т. І., Бабійчук В. С., Садонцева Л. К. Корпоративне зелене відмивання в практиці господарської діяльності: актуальні проблеми та методи протидії.

- Експерт: парадигми юридичних наук і державного управління.* 2021. № 2 (14). С. 224–232. URL: [https://doi.org/10.32689/2617-9660-2021-2\(14\)-224-232](https://doi.org/10.32689/2617-9660-2021-2(14)-224-232).
7. *Shapiro L.* To Mitigate Greenwashing Concerns, Transparency And Consistency Are Key. *Standard & Poors Rating.* 2021. August 23. URL: <https://environment-analyst.com/global/107265/expert-opinion-are-greenwashing-fears-overstated>.
 8. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : закон України від 19.06.2020 № 738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20>.
 9. Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні та затвердження плану заходів щодо її реалізації : проект розпорядження Кабінету Міністрів України. URL: <https://saee.gov.ua/sites/default/files/Proekt%20rozporядzennya%20KMU.pdf>.
 10. Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій : рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 07.07.2021 № 493. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398>.
 11. Taxonomy : Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance / EU Technical Expert Group on Sustainable Finance. 2020. March. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf.
 12. Guidance on Green Loan Principles / Loan Market Association. 2020. May. URL: https://www.lma.eu.com/application/files/7215/8866/8713/GLP_Guidance_V06.pdf.
 13. *Watson B.* The troubling evolution of corporate greenwashing. *The Guardian.* 2016. August 20. URL: <https://www.theguardian.com/sustainable-business/2016/aug/20/greenwashing-environmentalism-lies-companies>.
 14. *Kowsmann P., Ramey C., Michaels D.* U.S. Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over Sustainability Claims. *The Wall Street Journal.* 2021. August 25. URL: <https://www.wsj.com/articles/u-s-authorities-probing-deutsche-banks-dws-over-sustainability-claims-11629923018>.
 15. *Arons S., Comfort N.* Deutsche Bank's DWS Orders Fresh Probe Into Greenwash Claims. *Bloomberg.* 2021. October 6. URL: <https://www.bloombergquint.com/markets/deutsche-bank-s-dws-orders-fresh-probe-into-esg-greenwash-claims>.
 16. *Scinner C.* Greenwashing the system: which banks are worst? 2021. October 16. URL: <https://thefinanser.com/2021/05/greenwashing-the-system-which-banks-are-worst.html/>.
 17. Bank of Italy governor says bold international action needed on ESG data. *Reuters.* 2021. September 30. URL: <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/fragility-esg-scores-increase-greenwashing-risk-bank-italy-governor-2021-09-30/>.
 18. *Steyn E., Sanz J. M. L.* How SDG-aligned is ESG? Putting sustainable funds to the test. *UTIL.* 2021. URL: https://uploads-ssl.webflow.com/5cf4f70073a623716fb74c59/614c7813194a097955433eb5_Util%20Report%20How%20SDG%20is%20ESG%3F%20.pdf.
 19. *Miller A.* The Greenwashing Scandal Continues – How Ethical are Ethical/ESG Funds? *SCM Direct.* 2021. March 29. URL: <https://scmdirect.com/the-greenwashing-scandal-continues-how-ethical-are-ethical-esg-funds/>.
 20. УКРГАЗБАНК запустив унікальний для України ЕКО-депозит / УКРГАЗБАНК. 2019. 10 груд. URL: https://www.ukrgasbank.com/news/12257-ukrgazbank_zapustil_unikalnyyi_dlya_ukrainy_ekodepozit.

21. Звіт зі сталого розвитку 2020 / АБ "УКРГАЗБАНК". URL: https://www.ukrgasbank.com/upload/file/ugb_report_2020.pdf.
22. Українці розмістили 2,4 млрд грн на ЕКО-депозити Укргазбанку. *Економічна правда*. 2020. 15 лют. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2020/02/15/657099/>.
23. HSBC USA introduces Green Deposits for commercial clients / HSBC. 2021. May 6. URL: <https://www.about.us.hsbc.com/news-and-media/hsbc-usa-introduces-green-deposits-for-commercial-clients>.
24. HSBC Green Bonds Report 2020 / HSBC. URL: <https://www.hsbc.com/who-we-are/esg-and-responsible-business/esg-reporting-centre>.
25. Review of ESG Investing. Risk Alert / U.S. Securities and Exchange Commission. 2021. April 9. URL: https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf?utm_medium=email&utm_source=govdelivery.
26. Sample Letter to Companies Regarding Climate Change Disclosures / U.S. Securities and Exchange Commission. 2021. September 22. URL: https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-climate-change-disclosures?utm_medium=email&utm_source=govdelivery.

References

1. Aramonte, S., & Zabai, A. (2021, September). Sustainable finance: trends, valuations and exposures. *BIS Quarterly Review*. Retrieved from https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109v.htm.
2. Azzouz, M., & Merle, C. (2021, September 30). *Green-washing allegations are jolting the financial industry: heightened needs for cautiousness, integrity and guidance*. Retrieved from <https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/green-washing-allegations-are-jolting-the-financial-industry-heightened-needs-for-cautiousness-integrity-and-guidance>.
3. Carstens, A. (2021). Transparency and market integrity in green finance. *The Green Swan Conference – Coordinating finance on climate* (Basel, 2 June 2021). 2021. Retrieved from <https://www.bis.org/speeches/sp210602.htm>.
4. Holovnia, Y., Ilchenko, V. & Ttrubei, O. (2019). Environmental branding in the conditions of sustainable economic development. *Efektivna ekonomika*, 8, DOI: 10.32702/2307-2105-2019.8.38 [in Ukrainian].
5. Gryshchenko, O., & Golysheva, Ie. (2020). The use of greenwashing as a technology of business ecologization: concepts, determinants and drivers. *Scientific Bulletin of the International Humanities University*, 46, 47–54. DOI: 10.32841/2413-2675/2020-46-6 [in Ukrainian].
6. Shvydka, T. I., Babiichuk, V. S., & Sadontseva, L. K. (2021). Greenwashing in business practise: actual problems and methods of disrupting. *Expert: Paradigm of Legal Sciences and Public Administration*, 2 (14), 224–232. DOI: 10.32689/2617-9660-2021-2(14)-224-232 [in Ukrainian].
7. Shapiro, L. (2021, August 23). To Mitigate Greenwashing Concerns, Transparency And Consistency Are Key. *Standard & Poors Rating*. Retrieved from <https://environment-analyst.com/global/107265/expert-opinion-are-greenwashing-fears-overstated>.
8. Verkhovna Rada of Ukraine. (2020). *On amendments to some legislative acts of Ukraine to facilitate the attraction of investments and the introduction of new financial instruments* (Act No. 738-IX, June 19). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20> [in Ukrainian].

9. Cabinet of Ministers of Ukraine. (n. d.). *On approval of the Concept of introduction of the green bond market in Ukraine and approval of the action plan for its implementation* (Draft Decree). Retrieved from <https://sae.gov.ua/sites/default/files/Proekt%20rozporядzennya%20KMU.pdf> [in Ukrainian].
10. National Commission on Securities and Stock Market. (2021). *On approval of Recommendations on the implementation or financing of environmental projects through the issuance of green bonds* (Decision No. 493, July 7). Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> [in Ukrainian].
11. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance. (2020, March). *Taxonomy (Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance)*. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf.
12. Loan Market Association. (2020, May). *Guidance on Green Loan Principles*. Retrieved from https://www.lma.eu.com/application/files/7215/8866/8713/GLP_Guidance_V06.pdf.
13. Watson, B. (2016, August 20). The troubling evolution of corporate greenwashing. *The Guardian*. Retrieved from <https://www.theguardian.com/sustainable-business/2016/aug/20/greenwashing-environmentalism-lies-companies>.
14. Kowsmann, P., Ramey, C., & Michaels, D. (2021, August 25). U.S. Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over Sustainability Claims. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <https://www.wsj.com/articles/u-s-authorities-probing-deutsche-banks-dws-over-sustainability-claims-11629923018>.
15. Arons, S., & Comfort, N. (2021, October 6). Deutsche Bank's DWS Orders Fresh Probe Into Greenwash Claims. *Bloomberg*. Retrieved from <https://www.bloomberqint.com/markets/deutsche-bank-s-dws-orders-fresh-probe-into-esg-greenwash-claims>.
16. Scinner, C. (2021, October 16). *Greenwashing the system: which banks are worst?* Retrieved from <https://thefinanser.com/2021/05/greenwashing-the-system-which-banks-are-worst.html/>.
17. Reuters. (2021, September 30). *Bank of Italy governor says bold international action needed on ESG data*. Retrieved from <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/fragility-esg-scores-increase-greenwashing-risk-bank-italy-governor-2021-09-30/>.
18. Steyn, E., & Sanz, J. M. L. (2021). How SDG-aligned is ESG? Putting sustainable funds to the test. *UTIL*. Retrieved from https://uploads-ssl.webflow.com/5cf4f70073a623716fb74c59/614c7813194a097955433eb5_Util%20Report%20How%20SDG%20is%20ESG%3F%20.pdf.
19. Miller, A. (2021, March 29). The Greenwashing Scandal Continues – How Ethical are Ethical/ESG Funds? *SCM Direct*. Retrieved from <https://scmdirect.com/the-greenwashing-scandal-continues-how-ethical-are-ethical-esg-funds/>.
20. UKRGASBANK. (2019, December 10). *UKRGASBANK has launched a unique for Ukraine ECO-deposit*. Retrieved from https://www.ukrgasbank.com/news/12257-ukrgazbank_zapustil_unikalnyyi_dlya_ukrainy_ekodepozit [in Ukrainian].
21. UKRGASBANK. (2021). *Sustainable Development Report 2020*. Retrieved from https://www.ukrgasbank.com/upload/file/ugb_report_2020.pdf [in Ukrainian].
22. Economic truth. (2020, February 15). *Ukrainians have placed UAH 2.4 billion on the ECO deposit of Ukgasbank*. Retrieved from <https://www.epravda.com.ua/news/2020/02/15/657099/> [in Ukrainian].

23. HSBC. (2021, May 6). *HSBC USA introduces Green Deposits for commercial clients*. Retrieved from <https://www.about.us.hsbc.com/news-and-media/hsbc-usa-introduces-green-deposits-for-commercial-clients>.
24. HSBC. (n. d.). *HSBC Green Bonds Report 2020*. Retrieved from <https://www.hsbc.com/who-we-are/esg-and-responsible-business/esg-reporting-centre>.
25. U.S. Securities and Exchange Commission. (2021, April 9). *Review of ESG Investing. Risk Alert*. Retrieved from https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf?utm_medium=email&utm_source=govdelivery.
26. U.S. Securities and Exchange Commission. (2021, September 22). *Sample Letter to Companies Regarding Climate Change Disclosures*. Retrieved from https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-climate-change-disclosures?utm_medium=email&utm_source=govdelivery.