



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

# УЧЕТ ESG ФАКТОРОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ АНАЛИЗЕ

# ТЕМЫ

1. Почему факторы ESG имеют значение при проведении инвестиционного анализа?
2. Как включить факторы ESG в оценку бизнеса и инвестиционный анализ?
3. Как сформировать портфель с учётом ESG факторов?



# Значение ESG Факторов для Инвесторов

# Что Такое ESG- Инвестиции ?

Положительное влияние компании может быть оценено с точки зрения трех основных факторов:

— это форма социально ответственного инвестирования, когда решение о вложениях средств в бизнес принимается на основе вклада компании в развитие общества.

## **Environmental (E)**

— окружающая среда

Насколько компания активна в сфере защиты экологии. Это может проявляться в ведении контроля за вредными выбросами, создании системы управления отходами, ответственным отношением к землепользованию и работе по снижению углеродного следа

## **Social (S)**

— социальное развитие

Бизнес должен обеспечивать сотрудникам достойные условия работы и равные возможности для трудоустройства, поддерживать общественные организации;

## **Governance (G)**

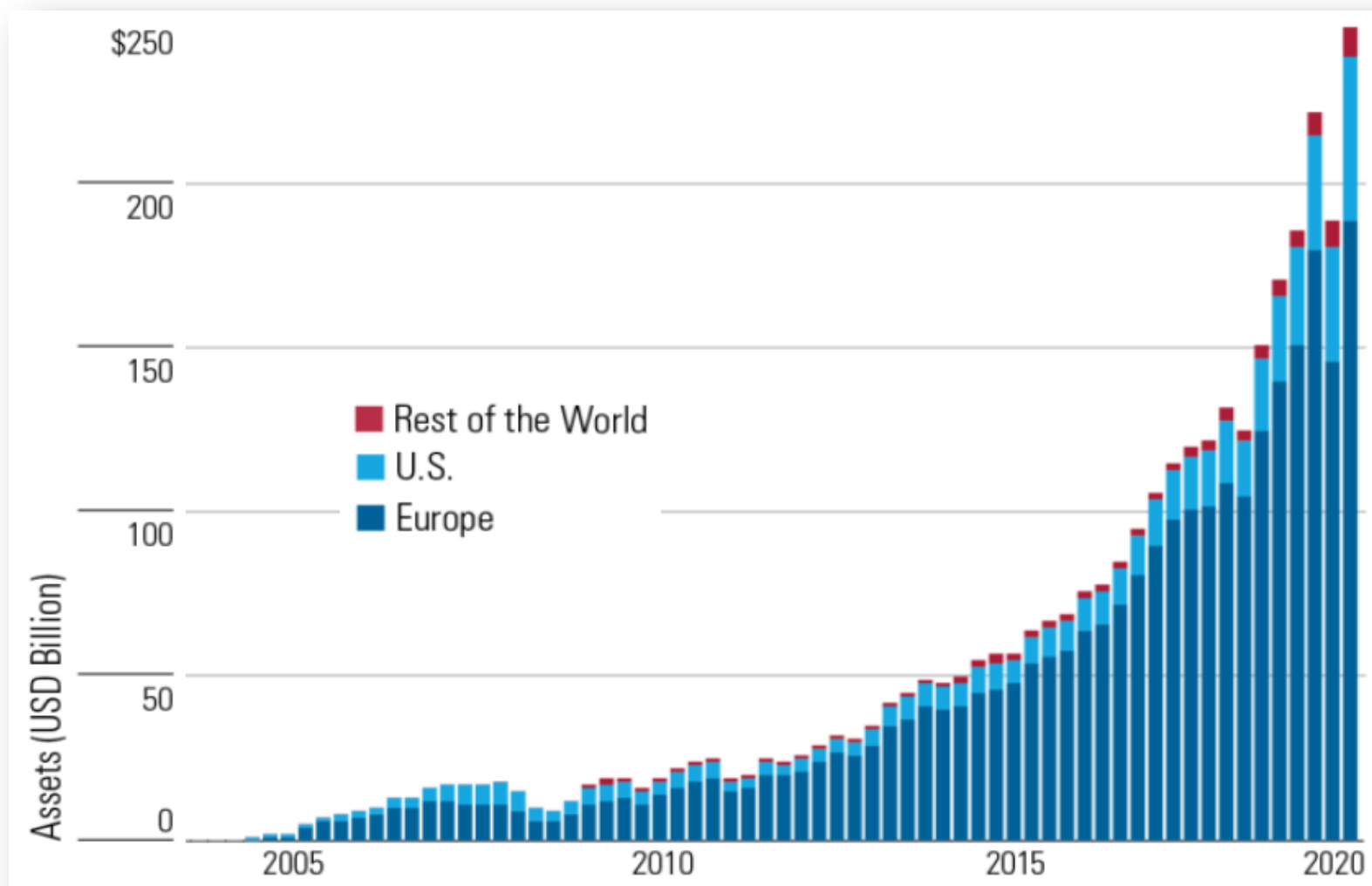
— управление компанией

Речь идет о стандартах, которыми руководствуется менеджмент бизнеса, включая этические методы ведения бизнеса, гендерное разнообразие в совете директоров, соответствующую вкладу сотрудника оплату труда, общую прозрачность бизнеса.

# ESG-Инвестиции Захватывают Мир

## Рост глобальных пассивных устойчивых фондов

- Если в 2015 году в фонды, которые придерживаются принципов устойчивых инвестиций, пришло менее **\$5 млрд**, то в 2020-м — уже **\$51,1 млрд**.



Source: Morningstar Direct, Morningstar Research. Data as of 06/30/2020.

# Чем ESG-Инвестиции Лучше Традиционных?

## 1. Повышенная ожидаемая доходность

- Из 2000 академических исследований с 1970х годов

**63%** нашли положительную корреляцию между ESG и стоимостью публичной компании



И только **10%** не подтвердили корреляцию

## 2. Ниже Риски

- Для компаний с надежной практикой ESG характерны...
  - меньшая стоимость капитала
  - пониженная волатильность
  - меньше случаев забастовок, коррупции и мошенничества

- 3. Вложения с учетом ESG-факторов позволяют создать портфель, отражающий ценности инвестора



# VOLKSWAGEN

## "Дизельный скандал" обошелся Volkswagen в 30 млрд евро



Volkswagen emissions scandal explained

### «Дизельгейт»:

- Скандал разразился в 2015 году после обнаружения на машинах Volkswagen программного обеспечения, занижавшего показатели выхлопа дизельных двигателей, что позволяло обойти жесткие экологические нормы США.
- Немецкий автоконцерн достиг с американскими властями соглашения о штрафных и компенсационных выплатах **на 18 миллиардов \$**.

<http://www.bbc.com/news/business-34324772>

<http://www.cnbc.com/2015/09/22/what-you-need-to-know-about-the-volkswagen-scandal.html>

## Volkswagen: Динамика цены акции, €



Source: MarketWatch

- VW потеряла около €14 млрд. рыночной капитализации
- В момент подтверждения компанией факта мошенничества акции упали на 19%
- **Традиционные модели оценки не позволили учесть компоненты риска, лежащие в области ESG.**



# Green Is Good

MSCI's all-country ESG gauge has outperformed the traditional benchmark

Normalized As Of 02/13/2015 ■ MSCI ACWI ESG Leaders Index ■ MSCI All-Country World Index

Динамика  
индексов MSCI's



Source: Bloomberg, MSCI Inc.

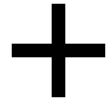


Как Сформировать Портфель  
с Учётом ESG Факторов?

# Создание Портфеля ESG

## Инвестиционный Портфель ESG =

1. Традиционные принципы инвестирования
  - Диверсификация
  - Инвестиции на длительный срок



2. Выбор компаний, отвечающих приоритетам ESG конкретного инвестора



- “Портфель ESG” учитывает риски, с которыми компании могут столкнуться в связи с такими проблемами, как:
  - ✓ нехватка воды
  - ✓ плохая безопасность данных и т. д.

- Не существует “универсального” портфеля ESG, поскольку приоритеты каждого инвестора различаются.

# Инструменты Скрининга ESG: Yahoo Finance



Build Stocks screener with filters below Currency in USD

Region is

United States × +

Sector is

Consumer Cyclical × +

Industry is

Auto Manufacturers × +

ESG Score less than ▾




22

<input type="checkbox"/> <b>BYDDF</b>	BYD Company Limited
<input type="checkbox"/> <b>MBGAF</b>	Mercedes-Benz Group AG
<input type="checkbox"/> <b>BAMXF</b>	Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft
<input type="checkbox"/> <b>RACE</b>	Ferrari N.V.
<input type="checkbox"/> <b>POAHF</b>	Porsche Automobil Holding SE
<input type="checkbox"/> <b>EXXRF</b>	Exor N.V.
<input type="checkbox"/> <b>GELYF</b>	Geely Automobile Holdings Limited
<input type="checkbox"/> <b>RNSDF</b>	Renault SA
<input type="checkbox"/> <b>YAMHF</b>	Yamaha Motor Co., Ltd.
<input type="checkbox"/> <b>DNFGF</b>	Dongfeng Motor Group Company Limited

# ESG Score Скрининг:

Refinitiv  
Eikon

REPORT

Peer Comparison   **esg**  Group Add Rank

Identifier (RIC)	Company Name	TRBC Name	Profit, (%)
<input type="checkbox"/>	Consumer Non-Cyclicals (648)		.8%
<input type="checkbox"/>	WMT.N	Walmart Inc	Food .9%
<input type="checkbox"/>	NES.N.S	Nestle SA	Food .1%
<input type="checkbox"/>	PG.N	Procter & Gamb...	Perso .1%
<input type="checkbox"/>	KO.N	Coca-Cola Co	Non-.4%
<input type="checkbox"/>	PEP.OO	PepsiCo Inc	Non-.5%
<input type="checkbox"/>	UNc.AS	Unilever NV	Personal Pro... 156,56... 174.9% 10.2%
<input type="checkbox"/>	PM.N	Philip Morris Inte...	Tobacco 136,73... NA 26.5%
<input type="checkbox"/>	OREP.PA	L'Oreal SA	Personal Pro... 131,24... 4.7% 14.7%
<input type="checkbox"/>	ABI.BR	Anheuser Busch ...	Brewers 124,29... 160.5% 14.1%
<input type="checkbox"/>	MO.N	Altria Group Inc	Tobacco 114,99... 90.4% 26.7%

**Search Results**

- ESG Reporting Scope
- ESG Period Last Update Date
- ESG Score
- ESG Combined Score
- ESG Controversies Score
- Supplier ESG training
- Policy Executive Compensation ESG Performa...

Source: Refinitiv Eikon



## Оптимизация Портфель\_ESG - Students



Как включить ESG в оценку бизнеса и инвестиционный анализ?

# ESG: Преимущества для Бизнеса

Каким образом ESG факторы оказывают влияние на финансовые результаты деятельности?

Рост выручки



Повышение  
производительности  
труда  
сотрудников

Снижение  
затрат



Сведение к  
минимуму  
Нормативно-  
правовые  
вмешательства

Оптимизация  
инвестиций и  
капитальных  
затрат

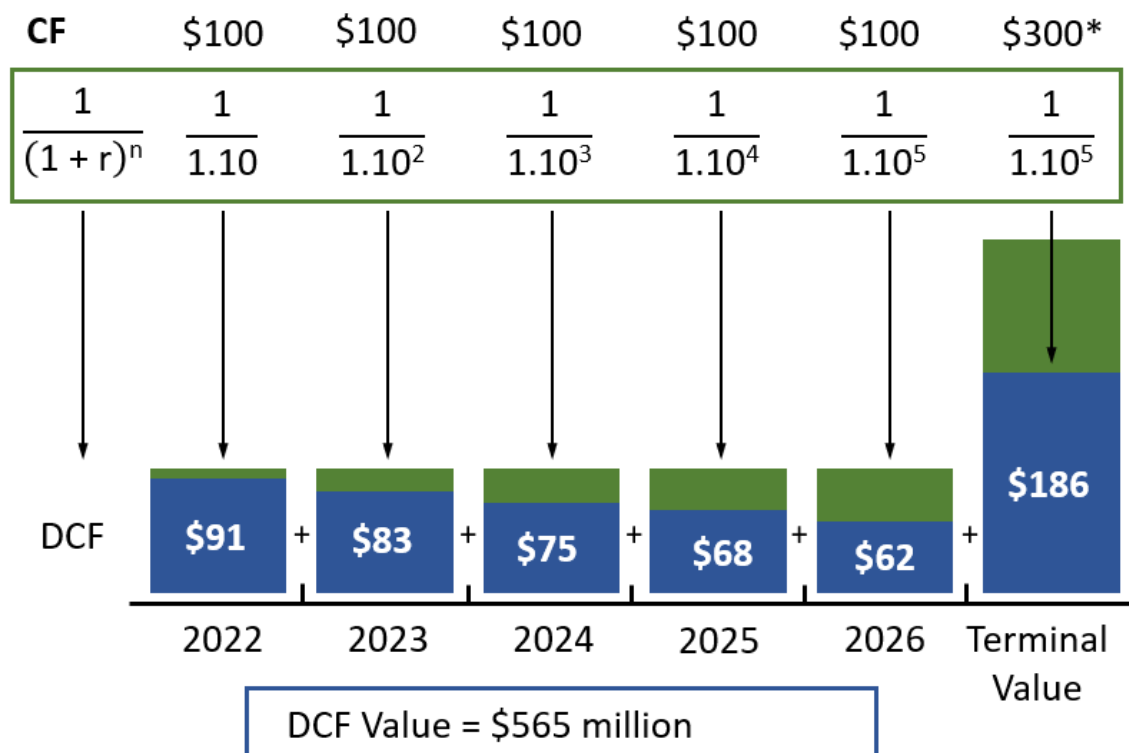




# Традиционный Подход к Оценке Стоимости Бизнеса

- Метод DCF является наиболее часто используемым
- Аналитик прогнозирует свободные денежные потоки (FCF) компании
- Денежные потоки дисконтируются по ставке, эквивалентной ожидаемой стоимости капитала (ставка дисконтирования).
- **Анализируются драйверы денежных потоков** (ожидаемый рост продаж, капитальные вложения и т. д.)

## DCF Formula



\*Value of FCF beyond 2026

# Как можно учесть потенциальное влияние факторов ESG на бизнес?

Корректировки могут быть сделаны в отношении ...

Ставки  
Дисконтирования

или

Денежных  
Потоков

- Учесть риски, связанные с ESG, в ставке дисконтирования, включив премии (в случае высоких рисков ESG)
- Внесение корректировок, связанных с рисками ESG, при прогнозировании денежных потоков
- Это позволяет «наглядно» оценить эффект от воздействия факторов ESG



## Как включить ESG в потоки денежных средств?

ESG Фактор	Рекомендации	Пример
<b>E</b>	Применить сценарный анализ в отношении '2 degree' повестки*	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Компании по производству напитков -&gt; оценка влияния на затраты и инвестиции, связанные с использованием воды</li><li>▪ Введение цен на выбросы углерода</li></ul>
<b>S</b>	Оценить влияние неудовлетворительных социальных мер на доходы и затраты компании (убытки из-за волнений и простоев сотрудников). Дополнительные расходы могут быть понесены на выплаты компенсаций	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Швейная промышленность известна плохими условиями труда, проблемами со здоровьем и безопасностью</li></ul>

\* A scenario under which the Earth's temperature has risen more than 2 degrees Celsius above pre-industrial levels

## How to Incorporate ESG in Cash Flows?

ESG Фактор	Рекомендации	Пример
G	<p>Оценить влияние на CF штрафов/увеличения налогов, налагаемых властями из-за слабой политики корпоративного управления</p> <p>Важно для оценки технологических компаний</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>В случае с Google Европейская комиссия ввела более высокие налоги из-за их предполагаемой неэтичной деловой практики</li></ul>

# Пример

	Cash flow items	Values	ESG adjustments	ESG factors
	<b>Operational revenues</b>	<b>1,000</b>		
Less:	Decrease in operational revenues	(200)	Reduced sales due to social backlash associated with bad reputation because of poor treatment of employees	S – Social
	<b>ESG revenues</b>	<b>800</b>		
Less:	Operational costs	(300)		
	<b>Operational EBIT</b>	<b>500</b>		
Less:	Operational taxes	(100)		
	<b>Operational NOPLAT</b>	<b>400</b>		
Less:	Additional taxes	(40)	Additional tax payments due to fines imposed by regulatory authorities	G – Governance
	<b>ESG NOPLAT</b>	<b>360</b>		
Add:	Depreciation and amortisation	100		
Less:	Regular Capex and NWC	(150)	Additional investments to mitigate the impact of the '2 degree' scenario	E – Environmental
Less:	Additional Capex	(50)		
	<b>ESG free cash flow</b>	<b>260</b>		

EBIT = Earnings before interest and taxes, NOPLAT = Net operating profit less adjusted taxes, Capex = Capital expenditures, NWC = Net working capital

## Терминальная Стоимость

- Терминальная стоимость для компаний, имеющих высокий рейтинг ESG, будет рассчитываться на основе **более высоких темпов долгосрочного роста**.
- Корректировка темпов долгосрочного роста с учетом факторов ESG.



ESG анализ может привести к заключению, что есть **угроза существованию** компании в будущем.

- ✓ Например, если активы нефтегазовой компании считаются неэффективными и **есть сомнения в устойчивости бизнес-модели**.
- ✓ В этом случае конечное значение **терминальной стоимости может быть нулевым**.

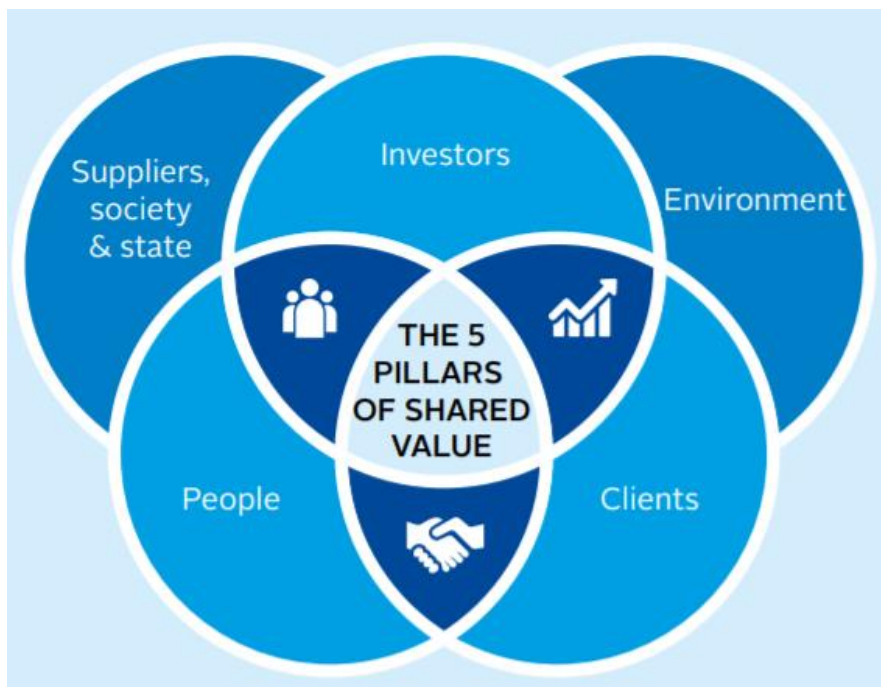
## РАСЧЕТ ВЛИЯНИЯ ESG НА БЕТА

Компания: Sycomore Asset Management

*«В качестве показателя для оценки устойчивости бизнес-модели компании, мы смотрим, создает ли она ценность для стейкхолдеров»:*

(поставщики /  
общество /  
государство /  
люди /  
инвесторы /  
клиенты /  
окружающая  
среда

(модель SPICE)



- Каждой компании присваивается SPICE рейтинг, а управляющий фондом отвечает за его актуальность
- SPICE рейтинг используется для корректировки бета акции:

SPICE rating	Beta adjustment
A+	-20%
A	-10%
B	0%
C	+10%
C-	+20%

Компания	Бета	Рейтинг SPICE	ESG: За и Против	Скорректир. Бета
Bonduelle	1.25	A	<p><b>Плюсы:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Взаимодействие с сотрудниками и поставщиками</li> <li>■ Агротехника, направленная на снижение воздействия на окружающую среду</li> <li>■ Члены совета директоров участвуют в диалоге с инвесторами</li> </ul> <p><b>Минусы:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ структура управления, которая оставляет мало прав миноритарным акционерам</li> </ul>	<b>1.13</b>
Tesco	0.80	B	<p><b>Плюсы:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ глобальные планы ответственной торговли, снижения рисков в цепочке поставок и долгосрочные отношения с поставщиками</li> <li>■ члены совета директоров участвуют в диалоге с инвесторами</li> </ul> <p><b>Минусы:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ пройдет некоторое время, прежде чем планы будут реализованы</li> <li>■ мошенничество и бухгалтерские риски</li> </ul>	<b>0.80</b>
Wessanen	1.05	A+	<p><b>Плюсы:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ здоровые натуральные и органические продукты</li> <li>■ приверженность окружающей среде, сотрудникам и поставщикам</li> </ul>	<b>0.84</b>



# СЦЕНАРНЫЙ АНАЛИЗ И КОРРЕКТИРОВКА ПРОГНОЗОВ ПО ВЫРУЧКЕ

*«Мы определили ведущую текстильную компанию в Пакистане которая может выиграть от увеличения торговых квот Европейского Союза (ЕС)»*

**Возможности:** Мы ожидаем, что компания удвоит производство одежды до 12,5 млн штук в год в течение трех лет, и это добавит 10% к росту выручки и 12% к валовой прибыли.

Компания: Caravel Management

Мы моделируем негативный сценарий, чтобы отразить последствия потенциальных проблем

## Риски:

- Простой
- Утраченные контракты из-за случаев использования детского труда
- Повышенные расходы на персонал: штрафы и компенсации
- Скидка на корпоративное управление

По сравнению с базовым сценарием  
100 \$ США за акцию, негативный сценарий = 49 \$  
США за акцию.

■ **Простой:**

предполагаем 6 мес. простоя, связанного с устранением проблем (прогноз на основе историч. данных об аналог. событиях в регионе)

Доход от экспорта сократится вдвое -> целевая цена снижена на 9 \$ США за акцию.

■ **Утраченные контракты:**

мы предполагаем, что компания потеряет 1/3 контрактов, в случае использования детского труда

Целевая цена снижается дополнительно на 27 \$ США за акцию.

■ **Повышенные расходы на персонал:**

штрафы, наем новых сотрудников, компенсация жертвам и проч. повысят расходы на персонал на 10% в год.

Целевая цена уменьшается на 8 \$ США за акцию.



DCF Модель\_ESG\_Students

## Трудности Учета ESG в Оценке

- 1) Информация по компании относительно ESG может быть ограниченной, непроверенной и не стандартизированной.
- 2) Трудно дать денежную оценку факторам ESG.
- 3) Трудно интегрировать ESG в количественные модели.
- 4) Факторы ESG, как правило, влияют на финансовые показатели в долгосрочной перспективе, тогда как у многих инвесторов горизонт инвестирования - краткосрочный.
- 5) Существенность отдельных факторов ESG может зависеть от отрасли или компании и должна оцениваться в индивидуальном порядке.



СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ

Димова Елена,  
к.э.н., MBA Warwick business School, UK  
[Len.dimova@gmail.com](mailto:Len.dimova@gmail.com)

## «Устойчивые» активы под управлением по регионам

Region	AUM (US\$ billion)	Percentage of total	Number of funds	Percentage of total
Europe	1,625.3	81.9%	3,444	76.1%
United States	265.8	13.4%	409	9.0%
Asia (excluding Japan)	36.7	1.8%	237	5.2%
Australia and New Zealand	21.2	1.1%	129	2.9%
Japan	21.2	1.1%	149	3.3%
Canada	14.2	0.7%	156	3.4%
<b>Total</b>	<b>1,984.5</b>	<b>100.0%</b>	<b>4,524</b>	<b>100.0%</b>

Note: As of March 2021

Source: "Global Sustainable Fund Flows: Q1 2021 in Review," Morningstar



# Инвестиционные Подходы

## I. Инвестирование, основанное на стоимости

- Цель состоит в том, чтобы снизить риски и выявить возможности роста стоимости
- Факторы ESG анализируются в дополнение к традиционным финансовым показателям.



## II. Инвестирование, основанное на ценностях

- Цель состоит в том, чтобы выразить моральные или этические убеждения инвестора.



# Какие стратегии ESG-инвестирования существуют?

Управляющие активами обычно выделяют 4 подхода к инвестированию в ESG:

## Интеграция ESG

- Наряду с традиционными инструментами в портфель включают отдельные компоненты ESG (бумаги или фонды).
- Это делается, например, с целью снизить ESG-риски по портфелю в целом, связанные с определенными компаниями..
- ... или с расчетом на то, что ESG-активы в перспективе повысят общую прибыль от инвестиций.

## Исключающее инвестирование

- В этом случае вы не покупаете устойчивые акции или фонды и отсеиваете из существующего портфеля сомнительные компании или секторы, которые не соответствуют критериям устойчивости.
- Чаще всего в таких случаях речь идет о компаниях, которые зарабатывают на производстве и продаже табака, азартных играх, продаже оружия или ископаемого топлива.



# Какие стратегии ESG-инвестирования существуют?

## Инклюзивное инвестирование

- (Положительный скрининг) инвестор может выбирать для вложений компании, которые занимают высокие позиции в своем секторе по критериям устойчивости.
- Приобретение в портфель компаний технологического сферы с наиболее высокими ESG-рейтингами в секторе.

## Социально преобразующее инвестирование (импакт-инвестирование или тематическое инвестирование).

- Вложения в компании, оказывающие измеримое социальное и/или экологическое воздействие (наряду с финансовой отдачей).
- Например, компании, занимающиеся возобновляемыми источниками энергии, переработкой отходов.

## Средневзвешенная Углеродоемкость (WACI) по Выручке по Портфелю

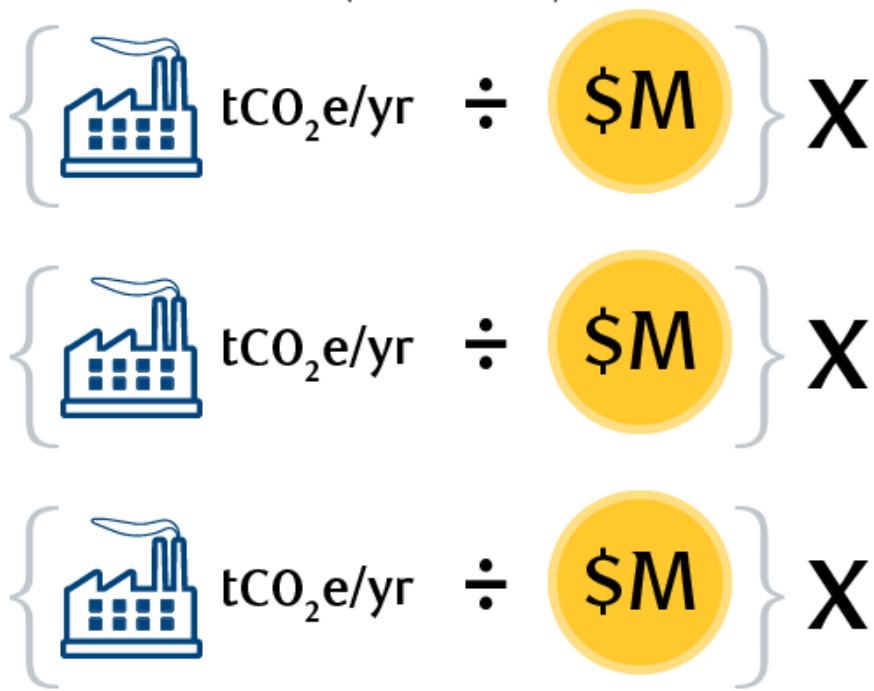
Weighted Average Carbon Intensity  
(WACI) by Revenue at the Portfolio  
Level

- Управляющие портфелем могут учитывать углеродное воздействие для инвест портфеля.
- **Углеродоемкость** = (Score 1 + 2 Выбросы) ÷ выручка в млн долларов США
- **Показатель WACI** используется для пересмотра долей активов в портфеле для достижения более низкого уровня выбросов углерода.

$$\sum_i^n \text{Position Weight}_i \times \frac{\text{Position Scope 1 \& 2 Emissions}_i}{\text{Position Revenue}_i}$$

# WACI по Выручке на Уровне Портфеля

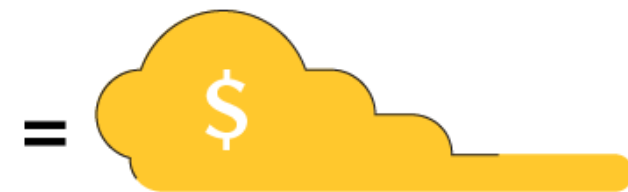
**Carbon intensity  
of portfolio companies**  
= Scope 1 and 2 emissions ÷ Revenue  
(in millions)



**Portfolio weight of company (%)**  
■ = Market value of investment /  
Market value of portfolio



**WACI (Revenue)**



*Достигается путем расчета углеродоемкости каждой портфельной компании, а затем вычисления средневзвешенного значения на основе весов портфеля.*

## Пример: WACI по Выручке

$$\sum_i^n \text{Position Weight}_i \times \frac{\text{Position Scope 1 \& 2 Emissions}_i}{\text{Position Revenue}_i}$$

### Portfolio 1

Company	Emissions tCO <sub>2</sub> e/yr	Revenue	Carbon intensity	Portfolio weight	WACI
Energy 123 Inc.	3,000	÷ \$15M	= 200	× 50%	= 100
Technology 789 Inc.	500	÷ \$25M	= 20	× 20%	= 4
Materials ABC Inc.	2,000	÷ \$30M	= 67	× 30%	= 20
Portfolio 1 WACI (revenue)					124



## Ответственные инвестиции

Стратегия доверительного управления с заботой об окружающей среде и социальной сфере



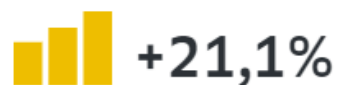
### Сценарии доходности

Доходность стратегии рассчитывается\*\* исходя из сценариев среднегодовой доходности на рекомендуемом сроке инвестирования 3 года:



#### Позитивный сценарий

Ситуация на фондовом рынке развивается лучше, а стоимость ценных бумаг в составе стратегии растёт быстрее, чем ожидалось. Вероятность развития такого сценария ниже, чем вероятность нейтрального.



#### Нейтральный

Ситуация на рынке развивается в соответствии с ожиданиями аналитиков, а ценные бумаги в составе стратегии приносят доходность на том же уровне, что и в аналогичных периодах в прошлом. Вероятность развития такого сценария выше, чем вероятность позитивного и негативного.



#### Негативный

Ситуация на фондовом рынке развивается хуже, чем ожидания аналитиков, а стоимость ценных бумаг в составе стратегии растёт медленнее или снижается. Вероятность развития такого сценария ниже, чем вероятность нейтрального.