



<https://doi.org/10.15407/econlaw.2023.03.091>

УДК 339.7+330.322

А.С. ВОРОНЦОВА, канд. екон. наук,  
старший викладач кафедри міжнародних економічних відносин  
Сумський державний університет, м. Суми, Україна

 [orcid.org/0000-0003-0603-3869](https://orcid.org/0000-0003-0603-3869)

Є.О. АГАФОНОВА, студент  
Сумський державний університет, м. Суми, Україна

 [orcid.org/0000-0001-5233-959X](https://orcid.org/0000-0001-5233-959X)

С.А. БІЛАН, канд. пед. наук,  
доцент кафедри міжнародних економічних відносин  
Сумський державний університет, м. Суми, Україна

 [orcid.org/0000-0001-9814-5459](https://orcid.org/0000-0001-9814-5459)

## НАПРЯМИ КООРДИНАЦІЇ НОРМАТИВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВІДПОВІДАЛЬНОГО (ESG) ІНВЕСТУВАННЯ У СВІТІ: ФРАГМЕНТАЦІЯ ЧИ УНІФІКАЦІЯ?

**Ключові слова:** відповідальне інвестування, ESG, сталий розвиток, нормативне регулювання, координація дій, звітність зі сталого розвитку, фрагментація, уніфікація.

*На сьогодні процеси координації нормативного регулювання відповідального (Environmental, Social, and Corporate Governance, ESG) інвестування характеризуються поєднанням фрагментації та зусиль до уніфікації. Існує помітний ступінь фрагментації нормативно-правового ландшафту для відповідального інвестування. На рівні різних регіонів і країн активно розробляються та вдосконалюються власні нормативні рамки, стандарти та вказівки щодо розкриття ESG інформації та звітності зі сталого розвитку. Ця фрагментація створює труднощі для інвесторів і компаній, які працюють у різних юрисдикціях, оскільки вони повинні орієнтуватися та відповідати різноманітним вимогам. Водночас нарощуються зусилля щодо уніфікації та гармонізації ESG правил щодо розкриття інформації та регулювання. Визнаючи глобальний характер ESG викликів, міжнародні організації працюють над установленням спільних принципів і стандартів. Хоча тенденція до уніфікації є перспективною, досягнення повної регулятивної координації відповідального інвестування залишається складним. Різні політичні пріоритети, культурні та економічні відмінності між країнами перешкоджають створенню загальноєвропейської нормативної бази. Однак щораз більше визнання важливості ESG і колективні зусилля зацікавлених сторін у всьому світі свідчать про поступове наближення до узгоджених ESG правил.*

Цитування: Воронцова А.С., Агафонова Є.О., Білан С.А. Напрями координації нормативного регулювання відповідального (ESG) інвестування у світі: фрагментація чи уніфікація? *Економіка та право*. 2023. № 3. С. 91—100. <https://doi.org/10.15407/econlaw.2023.03.091>

**Вступ.** Питання, пов'язані зі змінами клімату та іншими проблемами досягнення сталого розвитку, є достатньо актуальними протягом тривалого часу і активно обговорюються на міжнародній арені та національних рівнях. Проте через посилення саме регуляторної або політичної уваги, вони набувають нового сенсу в нинішніх умовах. Зокрема індустрія управління фондами та активами за останні кілька років саме завдяки такому впливу почала масово фокусуватись на *Environmental, Social, and Corporate Governance (ESG)*, тобто на екологічних, соціальних та управлінських питаннях, згідно із суспільними потребами щодо відповідального інвестування та стійкого ведення бізнесу.

Це підтверджують і дані регуляторного барометра *KPMG* (одна з найбільших мереж світу, яка надає професійні послуги, та одна з аудиторських компаній «Великої четвірки» поряд із *Deloitte, Ernst & Young* та *PwC*) [1], відповідно до якого *ESG* і стійке фінансування мають найвищий рівень регуляторних змін за останні роки, що зумовлює збільшення тиску для фірм через постійні зміни у нормативному полі та вимог до звітності. За даними *Principles for Responsible Investment (PRI)* — підтримувана ООН мережа для інвесторів [2], за останнє десятиліття у 50 найбільших економіках світу було внесено понад 730 змін до нормативних документів, що стосується врахування інвесторами *ESG* чинників і ризиків, пов'язаних зі сталим розвитком.

Активна увага головних регуляторів до *ESG* питань та їх розкриття у звітності у більшості країн світу зумовлена існуванням великої кількості добровільних неурядових стандартів чи рекомендацій, які накопичились протягом попередніх років і посилили суттєвий рівень інформаційної асиметрії. За даними *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* [3], станом на 2021 р., орієнтовно 34 регуляторні органи на 12 фінансових ринках надавали офіційні консультації щодо *ESG*. Утворена в результаті сфера, що продукувала незіставні рейтинги та аналітичні матеріали щодо *ESG* діяльності компаній, дестабілізувала ринок і ускладнювала діяльність його учасників в умовах низької прозорості та, частково, доброчесності.

Одним із найвагоміших гравців *ESG* ринку та зразковим нормотворцем вважається Європейський Союз (ЄС), який заявив про ам-

бітні плани стати одним із перших «кліматично нейтральних континентів» світу до 2050 р. та скоротити викиди парникових газів щонайменше на 55 % до 2030 р., як порівняти з рівнем 1990 р. [4]. Саме тому розвиток концепції сталого інвестування став його основним вектором розвитку, оскільки сприяє залученню додаткових та відповідальних інвестицій, нарощенню капіталу. Все це зумовлює дискусії в наукових колах щодо стандартизації чи фрагментації у сфері нормативного регулювання відповідальних інвестицій і вносить дисбаланс у дії регуляторів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Напрями координації нормативного регулювання відповідального (*ESG*) інвестування у світі доцільно проаналізувати шляхом огляду літератури, вивчивши відповідні дослідження і сформувавши уявлення про тенденції та виклики, пов'язані з регулюванням інвестицій *ESG*.

Більшість учених виявили наявність різноманітних національних і регіональних підходів до регулювання *ESG*, що призвело до фрагментованого ландшафту [5–7]. Ця фрагментація виникає через відмінності між країнами у політичних пріоритетах, правових системах, культурному контексті та економічних умовах. Зокрема суттєві зміни у напрямі запровадження «сталого» чи «відповідального» інвестування спостерігаються в ЄС, де це є центральним питанням порядку денного останніх років [8–12]. У деяких країнах розкриття *ESG* інформації взагалі має галузеву специфіку (наприклад, у США це видобувна промисловість) або для певної сталої діяльності (як корпоративна благодійна діяльність у Великій Британії чи Індії) [13, 14].

Подеколи дослідження висвітлюють проблеми, пов'язані з цією фрагментацією, включно зі збільшенням витрат на відповідність, обмежену порівнянність і узгодженість *ESG* даних і звітності через відсутність стандартизованих вимог, ризик «грінвошингу» тощо. Фрагментація також може призвести до регулятивного арбітражу, коли компанії можуть працювати в юрисдикціях із менш суворими *ESG* вимогами, що підриває ефективність практики відповідального інвестування [15]. У роботі [16] додатково вказано на неоднорідність концепцій і визначень, що стосуються сталого розвитку (наприклад, *ESG, CSR*).

Незважаючи на це, у науковій літературі також визнається щораз вища тенденція до уніфікації та гармонізації ESG правил [17–20]. Ці зусилля спрямовані на підвищення прозорості, порівнянності та послідовності практики ESG у всьому світі. Цьому суттєвим чином посприяла регіональна співпраця та ініціативи ЄС, що демонструють поштовх до узгоджених стандартів ESG у певних географічних регіонах. Наголошено й на потенційних перевагах такої гармонізації, включно з підвищенням довіри інвесторів, підвищенням ефективності ринку та кращим управлінням ризиками [21].

Проаналізовані наукові напрацювання щодо координації нормативного регулювання відповідального (ESG) інвестування у світі свідчать про високу актуальність цієї тематики та доцільність її систематичнішого та глибшого дослідження у зв'язку з поєднанням тенденцій до фрагментації та уніфікації у регуляторному полі.

**Метою статті** є поглиблене вивчення напрямів координації нормативного регулювання відповідальних (ESG) інвестицій, що допоможе виявити тенденції до фрагментації чи уніфікації.

Задля цього виокремлено такі **завдання**:

- проаналізувати міжнародний досвід нормативного регулювання відповідального інвестування;
- ідентифікувати особливості європейського досвіду щодо формування відповідного нормативного ландшафту;
- виявити майбутні перспективні напрями координації нормативного регулювання відповідальних (ESG) інвестицій.

**Методологія дослідження.** Ця робота має теоретично-аналітичний характер, що зумовлено висунутою метою та завданнями дослідження. Зважаючи на це, як основні методи дослідження було застосовано традиційні загальнонаукові методи: системного синтезу та аналізу, групування та аналогії, індукції та дедукції, графічний і табличний метод, логічного узагальнення та конкретизації тощо.

**Результати дослідження.** *Міжнародний досвід нормативного регулювання відповідального інвестування.* В останнє десятиліття спостерігається значне поживлення у сфері міжнародного нормативного регулювання відповідального інвестування. Усе більше країн розробляють власні стандарти чи рекоменда-

ції, покликані врегулювати цей вид діяльності. Незважаючи на позитивні аспекти таких дій і бажання до зближення, досі спостерігається фрагментарність нормативного ландшафту. Узагальнимо основні тенденції у регуляторному полі відповідального інвестування у табл. 1.

Європейський Союз — один із найактивніших регіональних блоків, який займається просуванням і регламентуванням в нормативному полі процесів відповідального інвестування. Такі кроки здійснюються у межах Паризької кліматичної угоди та Європейської зеленої угоди, що містять доволі амбітні цілі щодо трансформації економіки в кліматично нейтральний стан. Європейська комісія представила так звану тріаду, що включає Таксономію ЄС, Директиву ЄС про корпоративну звітність зі сталого розвитку (*Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD*) та Регламент ЄС про розкриття інформації про стале фінансування (*Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR*), що сприятимуть спрямуванню інвестицій на досягнення Цілей сталого розвитку. Окрім того, до концептуального набору нормативних актів ЄС щодо ESG можна віднести деякі інвестиційні інструменти — бенчмарки, лейбли (етикетки) тощо.

У фінансовому секторі Європейський центральний банк (*European Central Bank, ECB*) активно проводить політику стимулювання процесів включення кліматичних та екологічних ризиків у банківські стратегії, у їхні системи управління та реагування на ризики відповідно до розроблених раніше рекомендацій щодо управління ризиками і розкриття інформації [22]. Ба більше, нині відбувається конструювання правового врегулювання таких змін, зокрема вносяться правки до Положення про вимоги до капіталу. До того ж Європейський орган з цінних паперів і ринків (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) розпочав консультації щодо вказівок з використання ESG або пов'язаних зі сталим розвитком термінів у назвах фондів для більшої прозорості та уникнення ризику «грінвошингу» [23].

Велика Британія також активний самостійний учасник процесу, адже незалежно запроваджує важливі кроки на шляху нормативного врегулювання відповідального інвестування. Зокрема 2022 р. Управління з питань фінансового контролю Великої Британії (*Financial Conduct Authority, FCA*) оголосило нові правила

Таблиця 1. Міжнародний досвід нормативного регулювання відповідального інвестування

Країна / регіон	Нормативні акти	Регулятор	Підзвітність			Обо-в'яз-ко-вість
			Емі-тент	Про-дукт	Фінан-совий суб'єкт	
ЄС	Таксономія ЄС для сталої діяльності	Європейська комісія (EC)	+		+	M
	Директива ЄС про корпоративну звітність зі сталого розвитку (CSRD) <sup>1</sup>		+			M
	Регламент ЄС про розкриття інформації про стале фінансування (SFDR)			+	+	M
	Посібник щодо кліматичних та екологічних ризиків: очікування наглядових органів щодо управління ризиками та розкриття інформації банками	Європейський центральний банк (ECB)				G
Велика Британія	Проект інструкцій щодо використання ESG або пов'язаних зі сталим розвитком термінів у назвах фондів <sup>1</sup>	Європейський орган з цінних паперів і ринків (ESMA)				
	Вимоги до розкриття інформації, пов'язаної зі зміною клімату	Управління з питань фінансового контролю (FCA)	+	+	+	CE
	Вимоги до розкриття інформації про сталий розвиток (SDR) та інвестиційні лейбли <sup>1</sup>			+	+	
	Різноманітність і включення у ради компаній і виконавчі комітети <sup>1</sup>		+	+		CE
Кодекс поведінки для постачальників даних і рейтингів ESG <sup>2</sup>						
	Зелена таксономія Великої Британії <sup>2</sup>	Екологічно-технічна консультативна група (GTAG)				M
США	Розкриття інформації, пов'язаної зі зміною клімату, для публічних компаній <sup>2</sup>	Комісія з цінних паперів та фондових бірж (SEC)	+			
	Розкриття інформації про фінансові та страхові ризики, пов'язані зі зміною клімату <sup>2</sup>	Федеральне управління страхування (FIO)			+	
Канада	Розкриття ESG інформації для інвестиційних фондів <sup>1</sup>	Адміністратор з цінних паперів (CSA)		+		G
	Розкриття інформації, пов'язаної з кліматом, для зареєстрованих емітентів <sup>1</sup>		+		+	CE
	Таксономія кліматичних інвестицій <sup>2</sup>	Рада з дій у сфері сталого фінансування (SFAC)	+		+	M
Чилі	Вимоги до сталого розвитку та корпоративного управління в річних звітах	Комісія фінансового ринку (CMF)			+	M
Бразилія	Управління та розкриття соціальних, екологічних і кліматичних ризиків	Центральний банк Бразилії			+	M
Австралія	Пруденційне практичне керівництво щодо фінансових ризиків, пов'язаних зі зміною клімату	Управління пруденційного регулювання			+	G
Китай	Поправки, пов'язані з ESG, до Правил розкриття інформації, що застосовуються до компаній, зареєстрованих на біржі	Комісія з регулювання цінних паперів (APRA)	+			G
Японія	Зміни до Кодексу корпоративного управління	Японське агентство фінансових послуг (FSA)	+			M

Закінчення табл. 1

Країна / регіон	Нормативні акти	Регулятор	Підзвітність			Обов'язковість
			Емітент	Продукт	Фінансовий суб'єкт	
Гонконг	Стратегія екологічного та сталого фінансування (розкриття інформації, пов'язаної зі змінами клімату) <sup>1</sup>	Комісія з цінних паперів та майбутнього (SFC) / Грошово-кредитне управління (HKMA)	+	+	+	M
Нова Зеландія	Обов'язкове звітування відповідно до рекомендацій робочої групи щодо звітності про фінансову інформацію, пов'язану зі змінами клімату (TCFD) <sup>1</sup>	Рада зовнішніх звітів (XRB)	+		+	M
Сінгапур	Управління екологічними ризиками для керуючих активами, банків, страховиків	Грошово-кредитне управління (MAS)		+	+	G
Південна Корея	Обов'язкове розкриття ESG звітів <sup>1</sup>	Комісія з фінансових послуг (FSC)	+			M

Примітки: <sup>1</sup> нормативні документи, що перебувають на стадії консультування та внесення змін; <sup>2</sup> нормативні документи, що заплановані; M — обов'язковий характер; CE — або дотримання рекомендацій, або пояснення причин ігнорування їх; G — рекомендаційний характер.

Джерело: складено авторами на основі [3].

щодо розкриття інформації, пов'язаної зі змінами клімату. Відповідно до них звітність має відповідати Рекомендаціям Цільової групи з питань розкриття фінансової інформації, пов'язаної зі змінами клімату (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures Crosses, TCFD*), що поширюється як на емітентів акцій, так і на власників та керуючих активами, включно зі страховими та пенсійними фондами [24]. Такий стандарт став також орієнтиром для звітності в Новій Зеландії, Канаді, США. Уряди Бразилії, Гонконгу, Японії, Сінгапуру тощо також планують розробити власні рекомендації до розкриття інформації, що ґрунтуються на цьому міжнародному стандарті.

Для запобігання та уникнення ризиків «грінвошингу», FCA розробило рекомендації до розкриття інформації про сталий розвиток (*Sustainability Disclosure Requirements, SDR*), що висувають власні вимоги до маркування сталих інвестицій. Окрім того, FCA розпочав створення добровільного кодексу поведінки для постачальників даних і рейтингів ESG з метою уникнення інформаційної асиметрії. У процесі розробки та активних консультацій перебуває Зелена таксономія Великої Британії для фінансових і нефінансових компаній, керована Екологічно-технічною консультативною групою (*UK Green Taxonomy Advisory*

*Group, GTAG*). Також очікується, що 2023 р. Уряд Великої Британії оприлюднить нову стратегію екологічного фінансування.

У США Комісія з цінних паперів і бірж (*U.S. Securities Exchange Commission, SEC*) оприлюднила вимоги щодо вдосконалення та стандартизації інформації, пов'язаної зі зміною клімату відповідно до вимог TCFD. Зокрема йдеться про необхідність включення такої інформації під час подання реєстраційних заяв і періодичних звітів, що сприятиме ухваленню більш обґрунтованих та послідовних інвестиційних рішень і є значним кроком для найбільшого у світі фондового ринку. За даними MSCI [25], якщо наявні пропозиції набудуть чинності, вони можуть поставити під нагляд приблизно 3,6 трлн дол. США сталих інвестицій (8 % активів глобальних фондів). Також Федеральне управління страхуванням розпочало кроки щодо стимулювання розкриття інформації про фінансові та страхові ризики, пов'язані зі зміною клімату [26].

У Канаді, як у значущому світовому економічному центрі, питання нормативного регулювання відповідального інвестування також активно розвиваються. Зокрема присутні поки що добровільні вимоги до розкриття ESG інформації для публічних компаній та інвестиційних фондів, які планують вивести у ре-

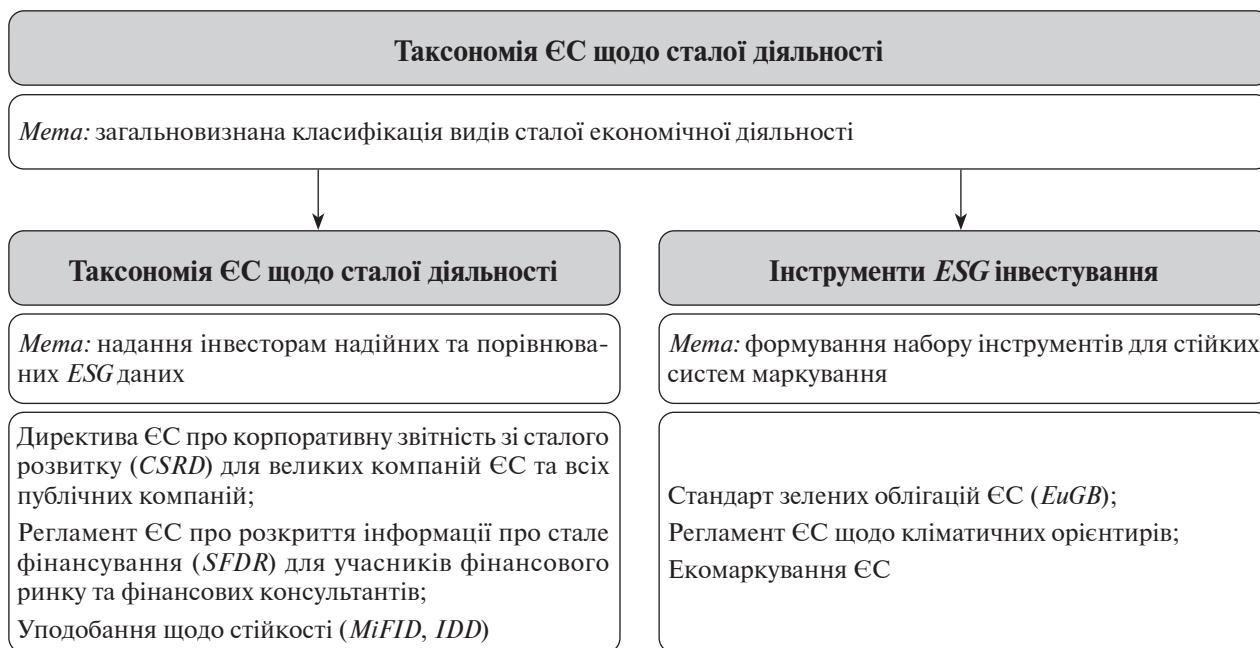


Рис. 1. Нормативний ландшафт відповідального інвестування у ЄС

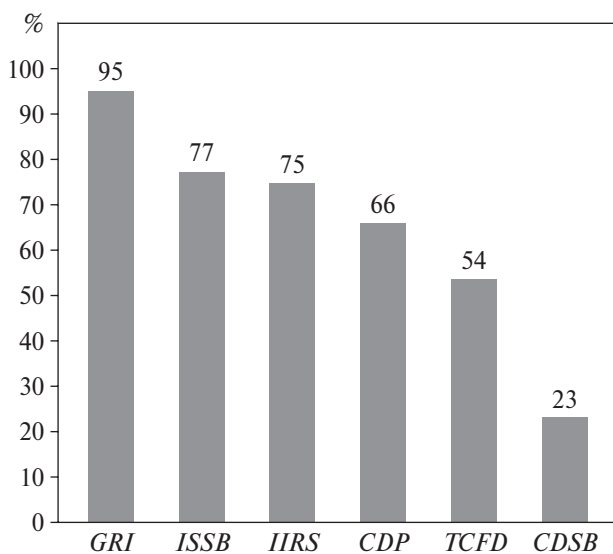


Рис. 2. Співвідношення нормативних рамок щодо звітності розкриття інформації зі сталого розвитку чи з ESG фокусом у світі за 2021 р., %

Джерело: складено авторами за даними [31].

жим обов'язкових для великих канадських банків, страхових компаній і фінансових установ. На рівні Міністерства фінансів створена дорожня карта щодо формування таксономії кліматичних інвестицій для узгодження потоків капіталу і досягнення цілей сталого розвитку [27].

Віддзеркалюючи щоразу вищі вимоги в усьому світі щодо розкриття достовірної та стандартизованої інформації про фонди та відпо-

відності їхніх назв до реальних ESG критеріїв, необхідні нормативні акти з'явилися у Сінгапурі, Австралії, Гонконгу. Натомість у КНР позитивні зрушення в нормативному регулюванні хоча і спостерігаються, але перебувають на початкових стадіях. Зокрема ухвалено рекомендації щодо розкриття ESG інформації для публічних компаній, хоча вони мають рекомендаційний характер.

Зазначимо, що системи таксономії стосовно сталої діяльності також почали розвиватись у багатьох країнах (але з певних міркувань у табл. 1 ми їх не наводили). За даними MSCI [25], їх можна ідентифікувати в таких країнах як КНР, Велика Британія, Гонконг, Сінгапур тощо.

Водночас до основних регуляторів відповідального інвестування належать уповноважені державні органи в країнах, діяльність яких пов'язана з фінансовими послугами та цінними паперами, в деяких країнах — Центральні банки.

*Нормативний ландшафт відповідального інвестування: досвід Європейського Союзу.* Враховуючи активність і прогресивність ЄС у розробці нормативного регулювання відповідального інвестування та комплексні напрацювання в цьому секторі, доцільно детальніше зосередитися на відповідному досвіді. Згідно з нинішнім планом ЄС щодо сталого фінансування, ця система складається з певних

блоків із перспективами впровадження у 2021 — 2023 рр. (рис. 1).

Таксономія ЄС щодо сталої діяльності — один із найважливіших документів у сфері нормативного регулювання відповідального інвестування, оскільки забезпечує можливість чітко та за єдиними критеріями класифікувати види економічної діяльності як сталі, що використовується під час подальшого розкриття інформації та звітності суб'єктів господарювання.

Системи розкриття інформації містять нормативні документи для фінансових та нефінансових компаній (CSRD та SFDR), що допомагають отримати надійну та порівняну інформацію для ухвалення сталих інвестиційних рішень. Зокрема компанії звітують про сталий розвиток своєї діяльності, а учасники фінансового ринку — про ризики, по-

в'язані зі сталим розвитком і потенційним впливом.

Наприклад, ці три вищеназвані документи врегульовують дії основних суб'єктів ланцюга створення вартості інвестицій. Зазначені на рис. 1 уподобання щодо стійкості (*Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II; Insurance Distribution Directive, IDD*) є доповненням до тріади, адже орієнтовані на фінансових консультантів і страхові компанії, які мають інтегрувати ESG чинники у власній діяльності [28].

Останній блок охоплює інструменти ESG інвестування, такі як додаткові стандарти, бенчмарки, лейбли чи етикетки, що створюють додаткові умови для залучення відповідальних і стійких інвестицій.

*Майбутнє в регуляторному полі відповідального інвестування: фрагментація чи уніфікація.*

Таблиця 2. Різноманітність нормативних рамок щодо звітності зі сталого розвитку та розкриття ESG інформації

Нормативні рамки	Мета	Фокус
Глобальна ініціатива зі звітності ( <i>Global Reporting Initiative, GRI</i> )	Перший глобальний стандарт звітності про сталий розвиток, орієнтований на зацікавлені сторони, дає можливість оцінити економічну, екологічну та соціальну ефективність організацій	<i>E, S, G</i>
Міжнародна інтегрована звітність ( <i>International Integrated Reporting Council, IIRC</i> )	Надає рекомендації щодо розробки інтегрованої моделі звітності, яка містить інформацію про капітал організації, напрями взаємодії та впливу на навколишнє середовище	<i>E, S, G</i>
Стандарти ISO	Охоплює різноманітні міжнародні стандарти, що врегульовують питання, пов'язані з досягненням сталого розвитку. Наприклад, <i>ISO 14001</i> : Система управління навколишнім середовищем, <i>ISO 45001</i> — Система управління охороною здоров'я та безпекою, <i>ISO 26000</i> — Рекомендації щодо соціальної відповідальності тощо	<i>E, S, G</i> <i>в деяких стандартах</i>
Рада з міжнародних стандартів сталого розвитку ( <i>International Sustainability Standards Board, ISSB</i> )	Охоплює глобальні стандарти звітності зі сталого розвитку, пов'язані із фінансовою звітністю, на які можна покластись як на порівнянні, надійні та послідовні. Є результатом консолідації Фонду МСФЗ ( <i>IFRS Foundation</i> ), Ради зі стандартів розкриття інформації про клімат ( <i>Climate Disclosure Standards Board, CDSB</i> ) і Фонду звітності про вартість ( <i>Value Reporting Foundation, VRF</i> ) (раніше Рада зі стандартів бухгалтерського обліку сталого розвитку ( <i>SASB</i> ))	<i>E, S, G</i>
Цільова група з питань розкриття фінансової інформації, пов'язаної зі змінами клімату ( <i>Task Force on Climate-Related Financial Disclosures Crosses, TCFD</i> )	Набір рекомендованих документів щодо розкриття інформації про фактичний і потенційний вплив, ризики і можливості, пов'язані зі змінами клімату	<i>E, G</i>
Проект розкриття інформації про викиди вуглецю ( <i>Carbon Disclosure Project, CDP</i> )	Система добровільної звітності, яку компанії використовують для розкриття інформації про зміни клімату, зокрема про викиди вуглецю, використання води та вирубку лісів	<i>E, G</i>

Джерело: систематизовано авторами на основі [18, 30].

З огляду на проаналізований вище міжнародний досвід очевидно, що нині немає уніфікованого наднаціонального підходу до нормативного регулювання відповідального інвестування. Світова дискусія щодо фрагментації цього ринку чи його стандартизації триває. Попри суттєві зусилля ЄС, поки рано говорити: чи стане його система взірцевою для інших країн світу. Проте завдяки такій постійній увазі міжнародної спільноти та активним діям в останні роки існують всі перспективи досягти того, що звітність зі сталого розвитку почне сприйматися на одному шаблі з фінансовою звітністю, зокрема у контексті «якості, послідовності, порівнянності та корисності рішень як для компаній, так і для інвесторів» [29]. На цьому етапі розвитку можна виділити певні нормативні рамки щодо звітності розкриття інформації зі сталого розвитку та з *ESG* фокусом (табл. 2).

Зіставлення нормативних рамок через призму частоти їх використання на фондових біржах наведено на рис. 2.

Відповідно до викладених вище даних, найпопулярнішою серед інвесторів та інших зацікавлених сторін системою звітності та розкриття інформації зі сталого розвитку чи з *ESG* фокусом у 2021 р. була Глобальна ініціатива зі звітності (*GRI*). Окрім того, вагому частину займають нормативні рамки *ISSB*, *IIRC*, *CDP* та *TCFD*. Це свідчить, що між різними фондовими ринками дійсно досі спостерігаються розбіжності щодо того, як вимірювати *ESG* інвестиції.

Зазначимо, що створення Ради з міжнародних стандартів сталого розвитку (*ISSB*) — це важливий крок на *ESG* ринку, адже він не тільки дав змогу врегулювати стандартизацію цього виду діяльності, а й зумовив злиття кількох інших нормативних рамок щодо звітності та розкриття *ESG* інформації — Ради зі стандартів розкриття інформації про клімат (*CDSB*), Фонду звітності про вартість (*VRF*), та зокрема Ради зі стандартів бухгалтерського обліку сталого розвитку (*SASB*). Протягом 2023 р. *ISSB* випустила два перші стандарти розкриття інформації про сталий розвиток, що мали на меті започаткувати міжнародне узгодження такої інформації.

Проте це питання не може бути закрите, оскільки попри всі зусилля міжнародної спільноти в нинішніх стандартах щодо звітності

та розкриття *ESG* інформації є концептуальні відмінності, що стосуються визначення «суттєвості» та обсягу обов'язкового розкриття інформації про викиди парникових газів [32, 33]. Наприклад, відповідно до *ISSB* визначено правило «єдиної або фінансової суттєвості», оскільки воно насамперед враховує фінансовий вплив ризиків і можливостей *ESG* на компанію. Натомість у ЄС ухвалено правило «подвійної суттєвості», яке розглядає одночасно і фінансовий вплив на компанію, і вплив компанії на навколишнє середовище та суспільство.

Розбіжності щодо обов'язкового розкриття інформації про викиди парникових газів полягають у тому, що між вимогами США, зокрема *SEC* та *ISSB*, також існують протиріччя.

**Висновки.** Підсумовуючи виконані дослідження варто зазначити, що зараз не існує єдиного напрямку координації дій щодо нормативного регулювання відповідального інвестування. Регулювання *ESG* інвестування проявляється у вигляді певних регіональних регуляторних актів, добровільних стандартів, що також варіюють на національному рівні.

Достатньо активним і прогресивним у цьому питанні є Європейський Союз, який претендує на розроблення повного регуляторного пакету документів стосовно відповідального інвестування, що містить не лише таксономію, а й системи розкриття *ESG* інформації (зокрема *SFDR* та *CSRD*) і додаткові інструменти *ESG* інвестування. Проте деякі країни почали реалізацію власних ініціатив: поступовий розвиток спостерігається у США та Канаді, а також в Азійсько-Тихоокеанському регіоні.

До нормативних рамок звітності зі сталого розвитку та розкриття *ESG* інформації на сьогодні також не існує уніфікованого підходу. Тут можна виділити п'ять найзастосованіших у світі систем, які мають свої особливості — *GRI*, *ISSB*, *IIRC*, *CDP* та *TCFD*. Незважаючи на це, ознаки уніфікації стають усе помітнішими. Наприклад, 2022 р. оголошено Меморандум про взаєморозуміння між *GRI* та *ISSB*, що зобов'язує обидві організації координувати робочі програми та діяльність із установаження стандартів. Співпраця також планується з Європейською консультативною групою з фінансової звітності *European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)*. Ключ-



човим питанням, яке потребує узгодження в майбутньому, є визначення «суттєвості» та обсягу обов'язкового розкриття інформації стосовно викидів парникових газів і декарбонізації.

Робота виконана у рамках відомчої науково-дослідної теми «Фрактальна модель трансформації фондового ринку України: соціально-відповідальне інвестування для досягнення Цілей сталого розвитку» (№ 0121U100473).

#### REFERENCES / СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ:

1. KPMG Regulatory Barometer — H1 2023. *KPMG*. URL: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2022/08/regulatory-barometer.html#index-01>
2. Regulation database. *UNPRI*. URL: <https://www.unpri.org/policy/regulation-database>
3. 2022 ESG Trends to Watch. *MSCI*. 2022. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/9d2eece-c2db-3d86-873f-faac8cd62ef>
4. European Green Deal. *European Commission*. URL: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)
5. Matos P. ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. *SSRN Electronic Journal*. 2020. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3668998>
6. Daugaard D., Ding A. Global Drivers for ESG Performance: The Body of Knowledge. *Sustainability*. 2022. Vol. 14. No. 4. P. 2322. <https://doi.org/10.3390/su14042322>
7. Singhania M., Saini N. Quantification of ESG Regulations: A Cross-Country Benchmarking Analysis. *Vision: The Journal of Business Perspective*. 2021. P. 097226292110541. <https://doi.org/10.1177/09722629211054173>
8. van Oostrum C. Sustainability Through Transparency and Definitions: A Few Thoughts on Regulation (EU) 2019/2088 and Regulation (EU) 2020/852. *European Company Law*. 2021. Vol. 18. Iss. 1. P. 15-21. <https://doi.org/10.54648/eucl2021003>
9. Ahlström H., Monciardini D. The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms. *Journal of Business Ethics*. 2021. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04763-x>
10. Alessi L., Alemanni B. & Frati G. Financial Regulation for Sustainable Finance in the European Landscape. Information as a Driver of Sustainable Finance. Springer International Publishing, 2022. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-93768-3>
11. Makarenko I., Makarenko S. Multi-level benchmark system for sustainability reporting: EU experience for Ukraine. *Accounting and Financial Control*. 2023. Vol. 4. No. 1. P. 41-48. [https://doi.org/10.21511/afc.04\(1\).2023.04](https://doi.org/10.21511/afc.04(1).2023.04)
12. Hoepner A.G.F., Schneider F.I. EU Green Taxonomy Data — A First Vendor Survey. *The Economists' Voice*. 2022. <https://doi.org/10.1515/ev-2022-0022>
13. Rauter T. The Effect of Mandatory Extraction Payment Disclosures on Corporate Payment and Investment Policies Abroad. *Journal of Accounting Research*. 2020. Vol. 58. No. 5. P. 1075-1116. <https://doi.org/10.1111/1475-679x.12332>
14. Darendeli A., Fiechter P., Hitz J.-M. & Lehmann N. The role of corporate social responsibility (CSR) information in supply-chain contracting: Evidence from the expansion of CSR rating coverage. *Journal of Accounting and Economics*. 2022. P. 101525. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101525>
15. de Silva Lokuwaduge C. S., de Silva K.M. ESG Risk Disclosure and the Risk of Green Washing. *Australasian Business, Accounting and Finance Journal*. 2022. Vol. 16. No. 1. P. 146-159. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i1.10>
16. Stolowy H., Paugam L. Sustainability Reporting: Is Convergence Possible? *Accounting in Europe*. 2023. P. 1-27. <https://doi.org/10.1080/17449480.2023.2189016>
17. Schacherer S. Fixing a Broken System? Sustainable Finance Taxonomies and Global Regulatory Governance. *SSRN Electronic Journal*. 2023. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4491106>
18. Afolabi H., Ram R., Rimmel G. Harmonization of Sustainability Reporting Regulation: Analysis of a Contested Arena. *Sustainability*. 2022. Vol. 14. No. 9. P. 5517. <https://doi.org/10.3390/su14095517>
19. Leins S. 'Responsible investment': ESG and the post-crisis ethical order. *Economy and Society*. 2020. Vol. 49. No. 1. P. 71-91. <https://doi.org/10.1080/03085147.2020.1702414>
20. Mynhardt H., Makarenko I., Plastun A. Standardization of sustainability reporting: rationale for better investment decision-making. *Public and Municipal Finance*. 2017. Vol. 6. No. 2. P. 7-15. [https://doi.org/10.21511/pmf.06\(2\).2017.01](https://doi.org/10.21511/pmf.06(2).2017.01)
21. Redondo Alamillos R., de Mariz F. How Can European Regulation on ESG Impact Business Globally? *Journal of Risk and Financial Management*. 2022. Vol. 15. No. 7. P. 291. <https://doi.org/10.3390/jrfm15070291>
22. ECB sets deadlines for banks to deal with climate risks. *European Central Bank*. URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ssm.pr221102~2f7070c567.en.html>
23. ESMA launches a consultation on guidelines for the use of ESG or sustainability-related terms in funds' names. *European Securities and Markets Authority*. URL: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-consultation-guidelines-use-esg-or-sustainability-related-terms>
24. New rules on climate-related disclosures to help investors, clients and consumers. *FCA*. URL: <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/new-rules-climate-related-disclosures-help-investors-clients-consumers>

25. ESG and Climate Trends to Watch for 2023. *MSCI*. 2023. URL: <https://www.msci.com/documents/1296102/35124068/ESG+and+Climate+Trends+to+Watch+for+2023.pdf>
26. SEC Adopts Rules to Enhance Climate and ESG Disclosures for Investors. U.S. *Securities and Exchange Commission*. URL: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>
27. Canada ESG Reporting: The Comprehensive Guide. *Brightest*. URL: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)
28. Introduction of Sustainability Preferences: EU MiFID II & IDD. *NordESG*. URL: <https://nordesg.de/en/introduction-of-sustainability-preferences-under-eu-mifid-ii-idd/>
29. Convergence of global sustainability reporting standards. *Ethical Boardroom*. URL: <https://ethicalboardroom.com/convergence-of-global-sustainability-reporting-standards/>
30. Bose S. Evolution of ESG Reporting Frameworks. *Values at Work*. 2020. P. 13—33. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-55613-6\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-030-55613-6_2)
31. Database. *Statista*. URL: <https://www.statista.com/statistics/1266650/share-reporting-frameworks-mentioned-stock-exchange-esg-guidance-worldwide/>
32. Abhayawansa S. Swimming against the tide: back to single materiality for sustainability reporting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 2022. <https://doi.org/10.1108/sampj-07-2022-0378>
33. Jørgensen S., Mjhus A., Pedersen L. J. T. Sustainability reporting and approaches to materiality: tensions and potential resolutions. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 2021. Vol. 13. No. 2. P. 341-361. <https://doi.org/10.1108/sampj-01-2021-0009>
34. de Arriba-Sellier N. The International Regulation and Coordination of Sustainable Finance. *Netherlands Yearbook of International Law*. The Hague, 2023. P. 191-222. [https://doi.org/10.1007/978-94-6265-587-4\\_8](https://doi.org/10.1007/978-94-6265-587-4_8)

Received / Надійшла 19.07.2023

A.S. Vorontsova

Sumy State University, Sumy, Ukraine  
[orcid.org/0000-0003-0603-3869](https://orcid.org/0000-0003-0603-3869)

E.O. Agafonova

Sumy State University, Sumy, Ukraine  
[orcid.org/0000-0001-5233-959X](https://orcid.org/0000-0001-5233-959X)

S.A. Bilan

Sumy State University, Sumy, Ukraine  
[orcid.org/0000-0001-9814-5459](https://orcid.org/0000-0001-9814-5459)

#### DIRECTIONS OF REGULATORY COORDINATION OF RESPONSIBLE (ESG) INVESTMENT IN THE WORLD: FRAGMENTATION OR UNIFICATION?

To date, processes of regulatory coordination of responsible or ESG (Environmental, Social, and Corporate Governance) investing are characterized by a combination of fragmentation and unification efforts. On the one hand, there is a noticeable degree of fragmentation of the regulatory landscape for responsible investing. At the level of different regions and countries, their own regulatory frameworks, standards and guidelines for disclosure of ESG information and sustainability reporting are being actively developed and improved. In particular, the European Union (EU), Great Britain, the USA and Canada, some countries of the Asia-Pacific region (Australia, China, Hong Kong, New Zealand, Singapore, etc.) have made special progress. For example, the EU has taken a significant step with the introduction of the so-called triad of regulatory instruments: the Sustainability Taxonomy, the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) and the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), aimed at standardizing ESG reporting and classifying investments in sustainable development in member countries. This fragmentation creates difficulties for investors and companies operating in different jurisdictions as they must navigate and comply with different requirements. On the other hand, efforts to unify and harmonize ESG disclosure and regulatory rules are increasing. Recognizing the global nature of ESG challenges, international organizations are working to establish common principles and standards. Initiatives such as the Global Reporting Initiative (GRI), the International Sustainability Standards Board (ISSB), the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) have gained prominence worldwide, promoting transparency and consistency ESG reporting. While the trend toward unification is promising, achieving full regulatory coordination of responsible investing remains challenging. Different political priorities, cultural and economic differences between countries prevent the creation of a universally recognized regulatory framework. However, the growing recognition of the importance of ESG and the collective efforts of stakeholders around the world indicate a gradual convergence towards more coherent ESG regulations.

**Keywords:** responsible investment, ESG, sustainable development, regulatory regulation, coordination of actions, reporting on sustainable development, fragmentation, unification.