

DOI: 10.17803/1729-5920.2022.190.9.020-032

Н. Г. Скачков*

ESG-факторы в системе корпоративного и социального риск-менеджмента как инфраструктурный компонент трансграничного бизнеса¹

Аннотация. Статья посвящена анализу актуальных факторов устойчивого развития ESG (Environmental Social and Corporate Governance). В работе показано, как ESG-повестка реализуется на практике, а также какие изменения правового регулирования или поведения инвесторов, контрагентов, потребителей продуктов и услуг могут быть связаны с ней. Автор рассматривает, насколько стандарты ESG включаются в стратегию управления рисками трансграничного бизнеса. Система риск-менеджмента — совокупность приемов и способов, позволяющих достаточно точно спрогнозировать наступление рисков событий. Стандарты управления рисками предполагают выбор как «положительных», так и «негативных» аспектов (рисков). Термин «аспект» предназначается для идентификации последствий, вероятностей риска, его матрицы в долгосрочной и краткосрочной перспективе. Наиболее удачными являются стандарты так называемой лучшей практики, чаще всего они именуются «интегрированным риск-менеджментом».

В работе особо выделены цепочки заключаемых договоров, рассматриваются заложенные в них экологически чистые управленческие решения. В статье обосновывается категориальный аппарат двух направлений риск-менеджмента, подверженных влиянию факторов ESG: собственно социального, а также корпоративного. В статье аргументируется прокредиторский подход к рискам ненадлежащего распределения корпоративных активов, формирования оценочных и регуляторных резервов капитала. Показано, какая из проблемных задолженностей порождает у корпоративной группы должников-заемщиков право требования, стоит ли в этой связи воспользоваться иностранной юрисдикцией. Автор допускает, что тогда социальные риски варьируются от такой первопричины, как коллизии социально значимых интересов, до более сложных юридических конструкций, основой которых служат противоречивые процессы согласования корпоративной инвестиционной стратегии. В итоге непреходящее значение получают даже минимальные правовые стандарты, детализирующие страховые риски, при сопоставимости рисков социальной, а также кредитной групп.

Ключевые слова: ESG-повестка; устойчивое развитие; социально ориентированный инвестор; корпоративный рейтинг ESG; социальный риск-менеджмент; залоговые суммы; реестр требований кредиторов; выплата обеспечения; корпоративная социальная ответственность; социальное финансирование; оборотные активы.

Для цитирования: Скачков Н. Г. ESG-факторы в системе корпоративного и социального риск-менеджмента как инфраструктурный компонент трансграничного бизнеса // Lex russica. — 2022. — Т. 75. — № 9. — С. 20–32. — DOI: 10.17803/1729-5920.2022.190.9.020-032.

¹ Статья выполнена в рамках программы стратегического академического лидерства «Приоритет-2030».

© Скачков Н. Г., 2022

* Скачков Никита Геннадьевич, кандидат юридических наук, доцент кафедры международного частного права Московского государственного юридического университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА)
Садовая-Кудринская ул., д. 9, г. Москва, Россия, 125993
skanic@mail.ru

ESG Factors in Corporate and Social Risk Management System as an Infrastructure Element of Cross-Border Business²

Nikita G. Skachkov, Cand. Sci. (Law), Associate Professor, Department of International Private Law,
Kutafin Moscow State Law University (MSAL)
ul. Sadovaya-Kudrinskaya, d. 9, Moscow, Russia, 125993
skanic@mail.ru

Abstract. The paper is devoted to the analysis of current factors of ESG (Environmental Social and Corporate Governance) sustainable development. The paper shows how the ESG agenda is implemented in practice, as well as what changes in legal regulation or behavior of investors, counterparties, consumers of products and services may be associated with it. The author examines to what extent ESG standards are included in the risk management strategy of cross-border business. The risk management system is a set of techniques and methods that allow you to accurately predict the occurrence of risk events. Risk management standards presuppose the choice of both «positive» and «negative» aspects (risks). The term «aspect» is intended to identify the consequences, probabilities of risk, its matrix in the long and short term. The most successful are the standards of the so-called best practice, most often they are called «integrated risk management».

The paper highlights the chains of concluded contracts, considers the environmentally friendly management solutions embedded in them. The paper substantiates the categorical apparatus of two directions of risk management, influenced by ESG factors: social risk management and corporate risk management. The paper argues for a procreditor's approach to the risks of improper distribution of corporate assets, the formation of valuation and regulatory capital reserves. It is shown which of the problematic debts gives rise to a corporate group of debtors-borrowers to claim and whether it is worth resorting to a foreign jurisdiction in this regard. The author admits that social risks range from such a root cause as conflicts of socially significant interests to more complex legal structures, the basis of which is formed by contradictory processes of coordination of corporate investment strategy. As a result, even the minimum legal standards detailing insurance risks are of lasting importance, with the comparability of the risks of social and credit groups.

Keywords: ESG agenda; sustainable development; socially oriented investor; ESG corporate rating; social risk management; collateral amounts; register of creditors' claims; payment of collateral; corporate social responsibility; social financing; current assets.

Cite as: Skachkov NG. ESG-factory v sisteme korporativnogo i sotsialnogo risk-menedzhmenta kak infrastrukturnyy komponent transgranichnogo biznesa [ESG Factors in Corporate and Social Risk Management System as an Infrastructure Element of Cross-Border Business]. *Lex russica*. 2022;75(9):20-32. DOI: 10.17803/1729-5920.2022.190.9.020-032. (In Russ., abstract in Eng.).

Система риск-менеджмента — совокупность приемов и способов, позволяющих достаточно точно спрогнозировать наступление рискованных событий. Одновременно сформирована зона ответственности для каждого из рискованных обстоятельств, включая юридическое прогнозирование как фундамент нормативно-правового регулирования.

Стандарты управления рисками предполагают выбор как «положительных», так и «негативных» аспектов (рисков). Термин «аспект» предназначается для идентификации последствий, вероятностей риска, его матрицы в долгосрочной и краткосрочной перспективе. Наиболее удачными являются стандарты так называемой лучшей практики, чаще всего они именуются «интегрированным риск-менеджмен-

том» (Enterprise Risk Management, ERM-ISO Guide 73/2009).

Выделим также обновленные редакции стандарта ISO 31000:2018 «Управление рисками: Руководство», концепции COSO «Управление рисками организации. Интеграция со стратегией и эффективностью деятельности» (2017 г.). Они воплощают прикладные, практические презумпции, преимущественно англо-американской правовой семьи, что неудивительно, поскольку их появление было предопределено совместной работой британского Института риск-менеджмента (IRM), Ассоциации риск-менеджмента и страхования (AIRMIC) Великобритании, а также Национального форума риск-менеджмента в общественном секторе.

² The article was prepared within the framework of the strategic academic leadership program «Priority-2030».

Вопрос о порядке применения нормативных предписаний относительно стратегии управления рисками, надо заметить, остается сложным, системные подходы очевидно отсутствуют. Крайне трудно объединить в единое целое все потенциальные возможности риск-менеджмента: наблюдения, контроля, оценки администрирования, аналитики сильных, слабых сторон взаимодействия компании с контрагентами во внешней и внутренней бизнес-среде.

Критерии рисков трансграничного бизнеса носят по-прежнему двойственный характер. Соответственно, их элементы подразделяются на субъективные, когда риск-ситуация еще только возникает, а также объективные: от волевого регулирования риска (ставшего реальным) и до квалификации юридических фактов.

Стратегические приоритеты ESG, бесспорно, содержат указание на механизм данной двойственности. Как следствие, заявляют о себе более сложные составы рисков в сфере акционерной стоимости бизнеса, учета владения активами, долговыми ценными бумагами, финансового оздоровления, операционной деятельности. Как закрепляется в Директивах Европейского парламента и Совета UCITS и AIFMD по управлению активами, перманентности финансирования, улучшению обмена информацией от 24.05.2018 (обновленная редакция предложена 30 апреля 2019 г. Европейским управлением по ценным бумагам и рынкам), складываются две группы риск-факторов. Появление одной из них предопределено в целом воздействием предпринимательства на внешний мир. Другая, более узкая, исходит из растущей вероятности изменения финансовых показателей (под влиянием ESG-подхода).

Дуализм экологического, социального, а также управленческого рисков события раскрывается в русле так называемой «двойной существенности», когда к положительному финансовому результату приводят ESG-критерии устойчивого развития: юридическая ответственность и социальное инвестирование, ставшие самостоятельными трендами. Наступление негативного эффекта заключено в институционализации уже ESG-рисков. Согласно Директиве Европейского парламента и Совета «О раскрытии нефинансовой информации» 2017/C215/01 EU (январь 2018 г.) риски экологические обособлены от рисков платежеспособности компании, тем не менее подводят под ними логическую черту, поскольку подразумевают объективное разобщение финансовой и нефинансовой отчетности.

В соответствии с Руководящими принципами представления информации, связанной с климатом (опубликованы Европейской комиссией в июне 2019 г.), такое начало, как достоверность, свойственно именно нефинансовой отчетности для социальных и экологических инициатив. Как закрепляется в Разъяснениях Европейской службы банковского надзора (European Banking Authority, выполнены в формате Консультативного доклада о контроле за ESG-рисками в кредитных организациях и инвестиционных компаниях, октябрь 2020 г.), стоит поэтому сосредоточиться на применении *per se* принципа существенности. Предполагается более полное раскрытие процессной стороны стратегического управления рисками ESG, потенциала их влияния.

Так, крупным компаниям — институциональным инвесторам крайне невыгодно иметь низкий ESG-рейтинг, ими поэтому вводится специальная программа ESG-кредитования, отслеживающая все возникающие риски. Более того, рейтинг важен и для субъектов хозяйствования, выгода для которых заключается в продвижении ESG-практики на рынок.

Они получают приемлемое финансирование, если регуляторы корпоративного поведения укажут на позитивную связь между высокой социальной ответственностью, инвестированием, а также доходностью паевых, реальных активов. Компания ориентируется на ESG-рейтинг, когда формирует положительные экстерналии принятия операционных бизнес-решений для придания инклюзивности финансовым ресурсам, обеспечения равного доступа к социальным благам и стартовым возможностям.

В то же время показатели активов риска у социально ориентированного инвестора много выше, чем могла бы гарантировать управляющая выбором традиционных инвестиционных портфелей компания. Данному юридическому лицу трудно бывает оправдать высокий кредитный риск, если краткосрочные пассивы предоставляются вместо долгосрочных, тогда как сделка по кросс-продаже заключается с целью предотвратить отток одних только комиссионных выплат.

Столь серьезные изменения социальной ориентации бизнеса означают создание отлаженной системы сдержек, а также противовесов, значимой и для корпоративного статуса ESG. Существенно отметить, что вытекающая отсюда оценка рисков методологически может оказаться достаточно жесткой. В то же время

принятые решения видятся единственно эффективными — они вполне способны свести к минимуму такие признаки страхового события, как вероятность и случайность. Этим одна из практик квалификации рисков противопоставляется другой, где все отрицательные последствия понесенных потерь сведены к подсчету страховых событий.

Автору важно было рассмотреть, сопровождают ли риски регулирования кредиторской задолженности преобразование обеспечительных правоотношений в разряд корпоративных. Стоит также установить, какие риски социальной сферы тогда неоспоримы и окажется ли система управления ими результативной, основываясь при этом на принципах ESG.

Социальные риски, бесспорно, далеки от отраслевых особенностей проблемных заемщиков ESG. Вместе с тем, если нормотворчество в сфере корпоративных отношений направлено на взыскание задолженности, то оно играет не менее заметную социальную роль. Будучи частью правообразования, конструирование юридических норм претерпевает воздействие той общественно-правовой среды, где выявляются общесоциальные интересы, принимаются управленческие решения, соотносящие правовую структуру социума (целое) и культуру бизнеса (часть целого).

В этом ключе нельзя обойти вниманием такое понятие, как «устойчивые финансы» (sustainable finance), родовое для социального страхования как одного из важнейших инструментов управления рисками непредвиденных потерь, расходов, а также сомнительных долгов акционеров компании. Так реализуются концепция стабильности в инвестировании ESG, разноплановый корпоративно-правовой опыт увеличения прибыли. Акционеры не просто модифицируют существующие цепочки поставок, но и готовят почву для справедливого назначения выплат, повышения прозрачности платежей.

Экологическому влиянию трудно между тем отвести роль дополнительного звена в механизме совершаемых транзакций. В формулу расчета обязательств вносится элемент *quantum* — обоснованности убытков от зачатую искусственного наращивания того процента прибыли, с которым готовый товар продается ритейлерам. К их составу относятся и

стейкхолдеры ESG, внешние, а также внутренние, они проводят в жизнь тезис о признании акционера компании выгодоприобретателем с учетом финансового результата — максимизации ресурсов.

Вместе с тем становится очевидным, что управление социальным риском — дело для всех, кто объективно заинтересован в предотвращении кризисных явлений общественной жизни, его катализаторов. Впоследствии приходится отвечать на угрозу появления уже юридических рисков, когда прокредиторское правовое регулирование явно отказывает в выгоде должнику. Для займодавца противодействие всевозможным вызовам начинается с нейтрализации риска случайности, только возрастающего от одного страхового события к другому. По не потерявшему актуальности мнению Э. Гидденса, социальные риски здесь абсолютны, поскольку заложены в самой инициативе лица предпринять юридически значимые действия³.

Данные риски являются обременительными. Они изобилуют многообразными оценочными категориями, каждая из них отображает определенные бизнес-процессы в объективной юридической реальности. Однако любая реальность противоречива. Так, сложно предугадать, заложено ли в жизненный цикл управления рисками завышение сумм активов баланса: их бухгалтерская стоимость может быть много меньше той, что начислена как действительная стоимость объекта страхования.

Заниженные выплаты по первоначальному кредитному взносу, несомненно, уменьшают поступления от возврата ссудных, портфельных средств. Но для их предоставления риски, надо признать, весомы не меньше: с учетом уязвимо-го правового положения заемщика консенсуальный, возмездный характер генерального здесь обязательства представляется сомнительным.

Водораздел между рисками объективных противоречий, субъективизма обеспечения прав проводит, согласно дефиниции Ю. Сакаи, отсутствие юридического эквивалента принципу улучшения В. Паретто. Одна из сторон довольствуется вероятностным жизненным циклом развития страхового события, тогда как другая сторона остро заинтересована в ясности происходящего⁴.

³ Гидденс Э. Ускользающий мир: как глобализация меняет нашу жизнь. М., 2004. С. 43.

⁴ Sakai Y. (2018). On the economics of risk and uncertainty: A historical perspective. CRR Discussion Paper Series A: General 28. Shiga University, Faculty of Economics, Center for Risk Research. P. 17–37.

Неясность риска во многом основывается на постулатах юридического позитивизма: нормативно-правовое пространство определено разрешительным порядком. Поэтому причинность страхового случая отвергается едва ли, пусть ей и присущи слабость юридических аргументов, отсутствие критического к ним подхода. В связи с этим сто́ит упомянуть о детерминированности социального риска, проблеме обеспечения свободы воли при установлении судьбы договорного обязательства.

По сравнительно давнему утверждению Ф. Найта, юридическая частота рисковых действий устанавливает приемы управления рисковыми ситуациями, исходя из развиваемого одновременно умения действовать вопреки им. Иного способа измерить возникающую неопределенность, отдалить ее от собственно вероятности просто не существует⁵.

Данное заключение предвосхитило появление ныне популярных постмодернистских тенденций (в праве) — мозаика инноваций потому и оттеняет юридический традиционализм, чтобы субъект правоотношений мог проанализировать все нюансы юридической действительности. Парадигмой для классификации социальных рисков становится опыт преодоления отраслевых диссонансов — концептуальных изменений для институциональных форм бизнеса. В то же время его флагманы придерживаются сформулированной ими же правоприменительной эмпирики.

Свобода договора представляется тогда неразрывной с социальной функцией предоставления равных возможностей участникам оборота, доминантной для гражданско-правового регулирования. Риски отражают взаимную готовность контрагентов к компромиссам при достижении общественно полезной цели заключения коммерческого контракта: с положительным результатом, в кратчайший срок.

Здесь, надо заметить, и коренится вышеотмеченный изъян. Существует известный посыл юридической логики: предусмотреть при подписании контракта социального страхования альтернативные варианты тарификации, начисления страховых выплат, применяемые со ссылкой на тот же принцип свободы договора.

Риск в этой связи имеет место лишь там, где существуют возможности управления им. Они рассчитаны на ординарного потребителя страховых услуг. Имеет смысл, соответственно,

выдвинуть более результативные компетенции риск-менеджмента на первый план. Своим появлением они подтолкнут держателя страхового полиса скорее погасить расходы кредитной организации.

Процессная сторона управления рисками после этого будет опираться на функцию предугадывания негативных последствий от применения страховых схем резервирования активов страховщиком в счет отдаленных во времени периодов оплаты убытков. Выгодоприобретателю важно извлечь из данной бизнес-модели организационно-финансовую ее часть, согласно которой ESG-инвестору предложено перераспределить потоки экономического капитала в пользу регуляторного. Прогнозирование риск-предпочтений со временем сможет обойтись без традиционных процентных ставок как источников для множества финансовых, фискальных переменных. Однако предсказательная сила риска все равно достигнет крайне высоких значений. Регулятор просто не успеет выбрать, что называется, плохую процентную ставку залогового кредитного обеспечения безрисковых резервов.

Превентивное планирование тоже едва ли исключено. Сценарий наилучшего развития событий, правда, сосредотачивает внимание сразу на состоянии опасности как общем признаке рисков вместо, казалось бы, более понятных алгоритмов ее предупреждения. Границы «риск-аппетита» (толерантности к риску, устойчивости перед ним), можно тогда предположить, будут определены фактически. В отличие от них, последовательность учета капитала застрахованного лица, состав измерений, порядок их осуществления выполняются и сугубо гипотетически.

При этом субъекты корпоративного управления пользуются юрисдикционной привязкой к правопорядку места наступления вреда. Вместе с тем проявления риска проецируются на подсистемы материального права применительно к средствам эталонирования доходности, источникам компенсационных выплат. Страхование здесь исторически выступает антиподом извлечения безосновательной финансовой выгоды для кредитора, с какой бы компенсацией она ни была связана.

Появление таких выгод служит поводом для достаточно серьезного разбирательства, иницируемого корпоративной структурой, сопро-

⁵ Найт Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль. М., 2003. 360 с.

вождается принятием управленческих решений как внутри группы взаимозависимых лиц, так и вне ее. Объективно исходом тогда можно считать приобретение субъектами корпоративного договора особенной новизны в предпринимательской деятельности. Содержательные ее признаки залегают в предметной плоскости, где отражаются как горизонтальные имущественные отношения, так и вертикальная их связанность процедурой исполнения хозяйственно-управленческих обязательств.

ESG-повестка является примером вертикального управления: заложена управляющими органами компании в силу своей субъектно-объектной компетенции. В процедуру рейтингования ESG вовлекаются и руководители структурных подразделений юридического лица, а также рядовые акционеры. Объем их корпоративных прав устанавливается при условии, что определение правового статуса этих лиц сопровождалось составлением реестра требований кредиторов, куда включены были и гражданско-правовые презумпции должников.

Права такого займодавца переходят к поручителю сразу после внесения сумм обеспечения по обязательству. Заемщик, как сформулировано, например, в ГК Италии, прибегает к суброгации *ex voluntate debitoris* (лат. — по воле должника). Помимо создания дополнительных гарантий, выплаты начисляются на сумму реальных расходов за связанное с ними лицо, упрочняется и корпоративная связь с кредитором. Риски последнего убеждают в необходимости придать задолженности все свойства корпоративного требования.

Юридические факты здесь явно относятся к категории межотраслевых правовых комплексов. Обусловленные ими социальные риски, собственно, и указывают на совокупность тех компонентов, которые опосредованно адаптируются в рамках то одного, то другого института права.

Последующее усложнение правоотношений в сфере гражданского оборота, признание капиталов основными объектами гражданских прав закономерно сопровождаются разнообразными нетривиальными, а подчас весьма острыми ситуациями. Реальную угрозу таит в себе скоропалительная подготовка к реализации сверхзадачи оптимизировать затраты

вместо сконструированной логически взвешенно, осторожно бизнес-модели извлечения прибыли. Вследствие чего, по убеждению Дж. Ф. Хенне (с коллегой), может утрачиваться само единство стратегии управления рисками, сущностные его свойства рассматриваются, очевидно, обособленно⁶.

Предприниматели не усматривают иной формы реагирования на потенциал рисков, кроме как передать их той стороне, активы которой едва ли пополнят собой имущественную массу должника. Подобным образом субъекты хозяйствования еще и выражают обеспокоенность позицией контрагентов, которые оценивают много выше, чем стоило бы, не сам риск, а дешевизну его компенсации посредством хеджирования.

Действительно, коммерсанту предстоит каждый раз пересматривать процентные ставки активов, поскольку расчетные величины суммарных возмещаемых затрат изменяются с обязательством, порождающим конкретный риск. Полностью избавиться от бремени расходов, очевидно, не удастся. Тем не менее один из контрагентов может попытаться оплатить хотя бы часть их постфактум, рассчитывая на однажды полученное им ценовое конкурентное преимущество. Особую актуальность оно приобретает при минимизации рисков, если другому участнику коммерческой деятельности всё же представилась возможность уменьшить издержки.

Рискам, однако, не чужды и дополнительные расходы, малосущественно, начислены ли они превентивно либо впоследствии. В то время как лица, формирующие кредитные портфели заключаемых сделок, определенно не готовы к предстоящим структурным изменениям системы управления рисками, чреватых наступлением социальной ответственности.

Накопление ресурсов по-прежнему видится результативным инструментом защиты, соответственно, от социальных рисков. Свобода обращения активов, одновременно возможность воспользоваться многообразием финансовых инструментов влекут за собой уверенное обеспечение кредитного обязательства, свободного от плавающих ставок. Данная мера должна призвать кредитные организации к диверсификации источников финансирования, для чего и

⁶ Henne J. F., Wenzel L. Emerging Risks. Neue Risiken und deren Anforderungen an das Risikomanagement // Betriebliches risikomanagement und industrieversicherung / ed. A. Mahnke, T. Rohlf. Wiesbaden, 2020. S. 115–133.

сто́ит воспользоваться расширенным инвестиционным инструментарием ESG-проектов. В то же время показатели риска по портфелям ESG много больше, чем мог бы составить любой из ссудных портфелей ценообразования активов.

Диапазон доходности здесь узок: либо это стоимость акций, которую сравнительно просто учитывать при управлении рисками ESG, либо дисконтирование денежных потоков, субсидий на общую прибыльность от участия в договоре. Баланс взаимных интересов сторон сделки, можно предположить, складывается между рисками и преимуществами коллективного страхования, когда заемщик является выгодоприобретателем, пусть в контракте страхования он поименован едва ли. Ожидания от исполнимости договорных обязательств для него не напрасны — возникает право на обращение к кредитору твердо соблюдать контрактные условия, как закреплено в § 122.I Германского гражданского уложения.

Цивилистика различает взаимность полную, когда для применения иностранного права крайне мало ограничений, а также частичную, если отличительные особенности одних обязательств от других, напротив, не исключены. В такой институциональной форме компенсации потерь кредитора, как, скажем, неустойка, может обуславливаться просрочка по процентам, но для возложения корпоративной социальной ответственности сто́ит уже усомниться в обеспечительных функциях договорных условий.

Оценка систем контроля управления социальными рисками, приходят к выводу Э. ван Дуурен и его коллеги, основывается тогда на допущениях ответственного инвестирования, которое формально признается сродни обычному. Между тем для ESG-финансирования гораздо важнее вложения, сделанные в определенный период, когда управляющие портфели покрываемых (в том числе и социальных) рисков подверглись диверсификации. Активное администрирование предполагает лишь ожидание положительной доходности, тогда как корпоративное управление ESG заключено уже в самой стратегии планирования инвестиционных процессов⁷.

Премия за социальный риск учитывает тогда результаты хеджирования базовых ставок

дивидендных выплат. Рыночная ликвидность, вероятно, избыточна, потому ее коэффициенты и вступают в противостояние с показателями рентабельности, доходности. Компания оказывается перед сложной дилеммой переоценки средств: раскрытие рейтинга основных активов ESG убеждает, сколь мало он отличим от кредитного, где превалируют международные корпоративные облигации. Вторым возможным исходом в этой связи становится ожидание прироста стоимости от обладания ценными бумагами с высокими, соответственно, показателями волатильности по ESG. Добросовестные приобретатели распространяют их и на нематериальные активы.

В то же время лица, формирующие кредитные портфели заключаемых сделок, едва ли готовы заниматься весьма затратными эмиссионными процедурами, чтобы безналичные средства получили, наконец, возможность обращаться между кредиторами. Займодавцы, в свою очередь, пользуются инструментами банковского регулирования с точным распределением сфер ответственности. В результате освобождение от долговой нагрузки наступает сравнительно быстро. По мнению Р. Гибсон (с соавторами), учет использования прибыли, а также убытков, оцениваемых через призму увеличения цены не исполненного еще договора, вполне заслуженно уступает оттого место доходности акций в рейтинге ESG⁸.

Обобщающее суждение о включении в структуру социального риск-менеджмента финансовых статей расходов, получается, имеет некий резон, тем более если они уже зачислены на вполне конкретный счет. Там также содержатся реквизиты для перечисления сумм процентов, удержанных согласно вкладу, за счет либо выделенных чистых активов, либо начисленных отступных. Доходы в размере погашаемой задолженности неизменно остаются на счетах кредитора. Достаточно тому нарушить многообразие причинно-следственных связей между деньгами и реальной прибылью, как сразу заявит о себе проблема избыточности денежной массы, снизится рыночная стоимость активов.

Сроки окупаемости инвестиций, несомненно, учитываются как составляющая социальных

⁷ Duuren E. van, Plantinga A., Scholtens B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented // J. Bus Ethics. 2016. 138:525-533.

⁸ Gibson R., Krueger P., Schmidt P. S. ESG Rating Disagreement and Stock Returns // European Corporate Governance Institute Working Papers — Financial Analyst Journal. No. 651/2020. P. 15.

рисков по расчетным показателям чистой текущей стоимости, будь то NPV, PP (капитализация транзакционных издержек) или, допустим, ARR (рентабельность инвестиций).

Между тем с выделением из общего их понятийного ряда специфических особенностей реальных финансовых инструментов всё чаще заявляют о себе индивидуальные признаки моделей доходности, такие как явление корреляции, возникающее между ESG-повесткой и стоимостью капитала, или, скажем, потребительские свойства ставок дисконтирования.

Затраты, очевидно, несоразмерны, те же должник, кредитор расходуют на покрытие неустойки. Но стоит оплатить при этом займодавцу издержки от ее взыскания в договорном размере, он сразу займет более выгодное положение, чем дебитор. Должнику еще предстоит воспользоваться безрисковой ставкой доходности. Высвобождение страховых резервов, очевидно, зависит от доступности ставки дисконтирования, а кроме того, еще и от порядка, нормы которого соответствующим образом пересматривают текущую стоимость денежных потоков.

Согласно Принципам международных коммерческих договоров УНИДРУА (в редакции от 30.05.2016) избранную для данного случая юрисдикцию имеет смысл ограничить пределами той правовой системы, где складывается система управления профильными рисками. Начисление тарифных коэффициентов (взноса заемщика) является оправданным применительно к договорам страхования, иллюстрирует обязательность их требований.

Вместе с тем подведомственность и подсудность здесь не располагают наднациональной компетенцией. Те же, допустим, пруденциальный надзор, вытекающий из него системный анализ социальных рисков, депозитарных институтов, инфраструктуры страховых резервов рассматриваются как не более чем предпосылки возникновения корпоративной субсидиарной ответственности. Выбор способов защиты тогда заключается в уменьшении залоговых сумм, изменении реестра требований кредиторов, чтобы можно было избежать пересчета понесенного ущерба.

В соответствии с п. 2 ст. III-1:110 Модельных правил европейского частного права (Draft Common Frame of Reference, DCFR) перерасчет итоговых выплат желателен едва ли. Снижение неустойки (констатация действительного вреда) закладывается соразмерно последствиям

нарушения основного обязательства. Между тем преимущественное право взыскания не исключает заключения и самостоятельного, не соотносящегося с общим (генеральным) обязательством соглашения. Такое разобщение правовых, а также фактических обоснований предмета материально-правовых требований подводит в целом к дисбалансу договорного равновесия.

Исполнение коммерческого контракта тогда осложняется уязвимым положением третьего лица, производящего выплаты за заемщика. Оно имеет возможность призвать договорного должника к снижению сметной стоимости, общего объема расходов, но лишь при предъявлении ему искового требования. Там же могут содержаться и рекомендации доначислить страховую премию. Социальные риски, соответственно, вызываются неопределенностью контрактных условий, необходимостью установить, какие расходы по операционным рискам контрагенты на себя возлагают, обуславливается ли при этом фактическая осуществимость основной сделки, либо нет. Связь «событие-действие» в системе управления первой из поименованных групп очерчивается на уровне бизнес-функций, принципов корпоративного контроля, присущих второй из названных выше квалификаций рисков.

Стоит отметить, сформулировано в преамбуле Регламента Рим II, реальная возможность исполнить сделку означает наступление удовлетворительных результатов, нейтрализацию всех возникающих рисков: и корпоративной их группы, и, собственно, социальных. Наряду с этим, право требования возмещения убытков, компенсации социальных рисков вносит коррективы в договор о доходности ESG-инвестирования.

Они варьируются от положения о порядке защиты социально значимых интересов и до более сложной юридической конструкции, согласно которой основой корпоративной инвестиционной стратегии становятся выплаты по аннуитетам к моменту заключения договора об оказании услуг. Такие контрактные условия, как извлечение прибыли или возврат имущества, стоит рассматривать в контексте достижения и жизненного блага.

Вопрос о целесообразности заключения договоров перестрахования с контрагентами, ESG-рейтинг которых заведомо высок, между тем остается открытым. Выплата обеспечения — прямая обязанность страховщика по

предоставлению страхователю мер социальной защиты. Страхование договорной ответственности, видимо, безвиновной, исходя из допущения, согласно которому умысел лица на пороки воли, а также формы сделки отсутствует, как сфера социально полезной деятельности, формализовано. Поэтому оно нечасто включается в существо основного обязательства. Тем не менее гарантии восстановления субъективных прав именно по основной сумме долга продемонстрированы наглядно.

В этом же аспекте стоит рассматривать и страхование деликтной ответственности, иначе перспектива признания выгодоприобретателем эмитента, доверительного управляющего, как только он заключает договоры в пользу инвестора ESG, выглядела бы весьма сомнительной. Тогда как, например, в соответствии с Гражданским кодексом Греции она существует. Предпосылками ей служат риски появления альтернативного контрагента, кредитор найдет его, стоит только согласовать ключевые условия замещающей сделки.

Как отмечает И. Макнилл (а также ее соавтор), причиной появления данных рисков являются издержки титульного обеспечения с передачей фидуции на управление имуществом кредитору. Он не имеет возможности как-либо персонально привести (своими действиями) к удорожанию стоимости вещи, нивелировать тем самым финансовые риски ESG. Однако привлекает и подобные материальные средства-персоналии, и стоящие за ними выгоды для другого лица⁹.

Исполнение договора, можно предположить, гибко включает в себя ведение дел из поручения, в чужом интересе. Однако доверитель может настоять на заключении координационного, а также субординационного контрактов, согласно которым внесение процентов за право пользования чужими денежными средствами сопровождается предоплатой — авансом. Стоит его несколько занизить, и контрагенты сразу утратят интерес к целому ряду обязательств.

Неслучайно, сформулировано в ст. 1345 Французского гражданского кодекса, § 275,

280, 341 Германского гражданского уложения, обещание лица индивидуально подойти к исполнению договора может содержаться в любом контракте. Однако последующее нарушение первоначального обязательства, регрессная ответственность при перестраховании рисков все равно будет поставлена в зависимость от субъективной стороны предпринятых (чтобы деликта не случилось) действий.

Насколько поэтому предвидима концентрация социальных рисков по убыткам-нетто, обусловленным той материальной выгодой, что была получена незаконно? Стоит, очевидно, ответить утвердительно. Правоприменительная инстанция дает юридическую оценку фактам наступающих потерь, вследствие реализации и операционных рисков, и рисков социальной направленности. К их числу относится решение о перерасчете сумм возмещения, принятое корпоративным страховщиком на благо компании — сверх полученного аванса. Упомянем также о придании преимущественного характера правам учредителей, несомненном изменении линейки источников инвестиционного финансирования.

Отсюда вполне ожидаемы процессуальные действия по возврату займов для оплаты тарифных ставок. Как высказывается по этому поводу Г. Т. С. Ху, граница гражданско-правовой и сугубо публичной ответственности пролегает между достижимостью целей, регламентацией задач, а также затратами, выделяемыми на должников. Объемы ресурсов определяются судом при совершении им контрольных функций¹⁰.

Однако, уверены Р. Арнотт с коллегами, дебиторам зачастую трудно управлять даже простыми рисками. Инструменты активного, целенаправленного ESG-маркетинга, где преодоление, минимизация рисков не обходится без замещения одних источников финансирования другими, подвластны тогда едва ли. Необходимо не только продвигать индексные инвестиционные портфели, но и добиваться уровня доходности структурированного продукта, много выше сверх рискованных показателей¹¹.

⁹ MacNeil I., Irene-Marie E. From a Financial to an Entity Model of ES // European Business Organization Law Review. 2022. 23:9-45. P. 11.

¹⁰ Hu H. T. C. Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency // University of Texas at Austin — School of Law. Business Lawyer Paper. 2015. Vol. 70. No. 2. P. 356.

¹¹ Arnott R. D., Harvey C. R., Linnainmaa I. T. Alice's Adventures in Factorland: Three Blunders That Plague Factor Investing // Duke University — Fuqua School of Business. International Journal of Finance and Economics Research. 2019. Vol. 133. P. 18.

Понятен тогда замысел приравнять безрисковую ставку доходности к одному из способов обеспечения исполнения договорных обязательств. Коэффициенты риска для портфеля активов страховой организации рассчитываются тогда по аналогии с показателями рисков портфелей размещенных средств, амортизированной стоимости, основных фондов.

Нейтрализация рисков требует принятия безотлагательных мер, включая составление так называемой дорожной карты. Она аккумулирует те социальные риски, при наступлении которых выгодоприобретатель по сделке первым оценивает все обстоятельства наступления страхового случая.

Выстраивается шаг за шагом стратегия принятия бизнес-решений из разряда положительной рентабельности, удовлетворительной структуры баланса, финансовой устойчивости. Рефинансирование ESG, в свою очередь, основывается на использовании оборотных и внеоборотных активов, полученных вследствие выпуска так называемых «зеленых», а также социальных, не говоря уже об инфраструктурных, облигациях.

Прибыльность денежного потока, его ценность складываются по показателям много выше, чем коэффициенты рисков капиталовложений. Конечно, при осуществлении социальных страховых выплат следует отталкиваться от компенсационного финансирования. Как в классической, так и в опциональной конструкциях корпоративного договора содержится непреложное условие об оплате задолженности по капитальным вложениям.

Правда, в самом тексте контракта слабо сформулировано, какими регуляторными положениями сто́ит воспользоваться кредитору, если должник не внесет всей суммы. Риск перекалфикации требований о возмещении ущерба в призывы к принудительному взысканию, неотвратимости субсидиарной ответственности здесь очень даже реален. Бесспорно, некоторая часть этих рисков нейтрализуется за счет их распределения между участниками обязательств по финансированию проекта ESG.

Между тем выдача корпоративного, экспортного кредита еще не означает инвестирования на полную сумму договора (§ 158 Германского гражданского уложения). Так, посредством заключения сложной структурированной сделки сто́ит попытаться привлечь активы заемного капитала. Впоследствии коммерсантам предстоит найти еще одно управленческое,

финансовое решение и погасить бесповоротно разницу между кредитными портфелями: долгосрочными, рассчитанными на стратегию развития ESG, среднесрочными, просто из разряда сумм основного обязательства. В результате чего нивелируются риски дифференциации депозитных ставок. Валовый процентный спред призван увеличить доходы по корпоративным облигациям за счет притока дотаций.

Однако подчеркнем: при несомненной экспортной ориентации выделенных ресурсов оборачиваемость капитала продолжает оставаться низкой. Корпоративному управлению, какой бы позитивный зарубежный и отечественный опыт оно ни учитывало, трудно обеспечить прозрачность доверия к компании, когда долговые ее возможности оцениваются как можно более лояльно, вплоть до появления компромисса между кредиторами и должниками. Одни получают право самостоятельно определять эффективность механизма взыскания задолженности, другие пользуются им рационально, избавляя себя лишь от сомнительных или непосильных долгов.

Выгода все равно исчерпывается предпочтениями строго определенных лиц. Для них ставка дисконта принимается равной ставке капитализации, так как показатели социальных рисков уменьшаются до нулевых значений, не важно, что из всех параметров дисконтирования больше востребованы индексы инфляции, тренды потребительских цен. Они устанавливаются в отношении каждого страхового продукта на основании усредненной стоимости совершаемых сделок. Можно тогда прибегнуть к инструментарию хеджирования: той же цене исполнения заключаемых договоров, или форвардной цене. Инвестор явно выигрывает от высокой ликвидности вложений (форвардный договор служит тому надежной гарантией), а в результате нивелируются отрицательные последствия и социальных рисков, и рисков стратегии корпоративного управления.

В то же время согласно Базелю III (окончательно вступил в силу 1 января 2022 г.) прежде чем прибегнуть к хеджированию, необходимо сделать поправку на доходность активов риск-менеджмента. Оценка прироста стоимости капитала, риски его обесценивания обусловлены реальным характером заключаемых контрактов, выполняется посредством леввериджа. Он рассчитывается пропорционально к заниженной страховой премии, минуя при этом неординарную процедуру своего рода «взве-

шивания» коэффициента рисков корпоративной стоимости.

По мнению Х. Маскарньяна, леверидж здесь выполняет исходную свою функцию финансового рычага, «то есть поддерживает взаимосвязь между дебиторской задолженностью, ликвидностью и факторами ее влияния на собственные средства, заложенные в листинговые инвестиции, а также акционерный капитал»¹².

Финансовый леверидж проявляется в ситуациях, когда в структуре менеджмента риска ведущую роль начинает играть заемный капитал. Предвидимы изменения рентабельности собственного капитала, включая и нормы чистой прибыли.

С точки зрения ключевых стейкхолдеров — они инвестируют в риск-менеджмент, чтобы обеспечить покрытие рисков дороговизны кредитных ресурсов, — выплаты по чистой прибыли направлены на финансирование вложений в акционерный капитал. Оттуда вычитается уже расчетная стоимость доли участия. Вместе с тем надо признать, что соотношение собственных и заемных ресурсов только называется оптимальным. На деле оно не всегда может обеспечить использование необходимого объема активов. Леверидж (кредитное плечо, как его еще именуют) позволяет установить, какие активы обременены высоким риском, а какие предназначаются для создания их приобретателям разве что дополнительных обязанностей.

Расходы на восстановление нарушенных прав, логическая форма выражения возникающих здесь рисков, видимо, предусматривают заключение основного договора. Несомненно, туда включаются как отлагательные, так и отменительные условия исполнимости предварительного договора.

Тогда, согласно § 399 Германского гражданского уложения, можно согласовать обстоятельства перехода прав собственности, наступающие, если интересы первоначального кредитора надежно защищены. Этим, как закрепляется в ст. 2645bis Гражданского кодекса Италии, реализуется возможность противостоять рискам более высоких транзакционных издержек. Тем не менее, сформулировано в ст. 517 Французского гражданского кодекса, возврат страховщиком уплаченной страховой премии гарантирован едва ли, разве что перерасчет соразмерно риску.

Надо признать, остается открытым вопрос о распределении компетенций органов корпоративного управления по установлению объема рисков. Так, в соответствии с Законом о страховании Великобритании (вступил в силу 12 августа 2016 г.) риски могут считаться предметом корпоративного соглашения (договора о присоединении), если посягают, главным образом, на учет расходов. Прибыль, полученная вследствие распоряжения застрахованным имуществом, не избавлена от дополнительных рисков права распоряжения лишь частью добровольных страховых взносов, резервов восстановления платежеспособности. Конечно, подчеркивается в ст. 1133 Французского гражданского кодекса, основные отличия страхования имущества от страхования ответственности по кредитному договору сохраняются.

Механизм диверсификации страховых выплат, наступил социальный риск, немногим отличается от процесса распределения той инвестиционной суммы, что расходуется на погашение рисков сугубо коммерческих. Однако риски потери дохода много шире социальных рисков. По многообразию страховых случаев они не уступят разве что рискам предпринимательского спектра. К тому же подразумевается осуществление некой деятельности, регулярно приносящей прибыль, а в данном случае сложно говорить о перманентности как таковой.

В то же время инвестиционные вложения вряд ли ограничиваются одним возможным вложением, связь риска и доходности отличается как раз постоянством. С этой целью и используется алгоритм формирования инвестиционного портфеля, согласно которому управленческие решения призваны сохранить реальную стоимость вложенных средств. Реализация активов по чистой стоимости и то много ближе к рыночной (реальной) цене продажи.

Подводя итоги изложенному выше, заметим следующее. Устойчивость системы финансирования воспринимается как ответная реакция на повышенные риски. Их негативные последствия меняют сферу связи компании, а также ее клиентов. Корпоративная ответственность, очевидно, превалирует над социальной. Портфели ESG тем не менее уязвимы перед рисками низкой доходности, пусть ценовая волатильность закладываемых в них активов и высока. Она позволяет снизить инфляционные

¹² Mascareñas J. Análisis del Apalancamiento (leverage Analysis) // Editorial Universidad Complutense De Madrid. 2018. 360 p.

риски, отрицательно влияющие на эффективность инвестиций. В этой связи сущностное содержание кредитного риска должно корреспондироваться с действиями эмитентов ценных бумаг ESG.

Устойчивое инвестирование всё более прочно входит в инвестиционный ландшафт. Кредитные рейтинги Sustainalytics, MSCI ESG, S & P Global (RobecoSAM) добиваются повышения эффективности заемщика, но ими в равной мере пользуются и институциональные инвесторы, и саморегулируемые организации — операторы компенсационных фондов. Влияние ESG-принципов здесь неоспоримо для оценки стоимости совершаемых сделок. Одновременно оно осложнено стандартизированными подходами к платежеспособности, включая вероятностные стандарты доказывания, применяемые *prima facie* при принятии обеспечительных мер.

Сумма оборотных активов выглядит тогда много больше той, что формируется по нормативам внешней задолженности. Однако такое сопоставление текущих платежей явно не в их пользу, поскольку фактическое наличие запасов выплат не означает еще появления той выгоды, с какой можно было бы уступить право требования передачи денег, материальных ценностей — реально и в рациональные сроки.

Без сомнения, инвестор не примет как данность низкие показатели социальной эффективности, пробелы финансирования цепочек страховых продуктов. Распределение денежных потоков, в сущности, одна из наиболее емких стратегий страхового менеджмента, позволяющая довести, доработать принятые компанией модели управления активами до уровня соответствия ESG-стандартам. Акционеры, в свою очередь, требуют реализации социальных полномочий, возложения корпоративной, социальной ответственности, если обуславливающие ее факторы действительно неблагоприятны. Социальные риски рассматриваются здесь как соотношение системности и структурности. Управление ими всегда комплексно, но непреодолимым его качеством является наличие правовой составляющей.

Здесь не суть и важно, насколько страховому возмещению свойственен количественный подход. Главное — преодолеть ощутимые изъяны правовой регламентации, порожденные возрастанием предпринимательского риска. В итоге усложняются обязанности страховщика по осуществлению выплат, поскольку они сопряжены с наступлением риска несоответствия ресурсов

фактической их себестоимости. Под угрозой оказывается и деловая репутация компании.

Риск-менеджмент между тем оперирует минимальными правовыми стандартами, одинаково востребованными для сферы публичных, а также частных интересов, страховых социальных рисков, издержек андеррайтерской политики страховщиков при оценке на глобальном уровне сделок.

Справедливо полагать, что детализация социальных рисков приобретает особое значение при оценке инвестиционного проекта. Помимо стоимостного анализа, она включает в себя полномасштабное исследование аспектов устойчивого развития ESG. Стандарты устойчивого финансирования в этом ключе должны отвечать количественному критерию приемлемости риска. Отраслевые рекомендации по учету беспроцентного договора займов, а также приобретению облигаций (стоимость рассчитывается строго в интересах эмитента) служат сопоставимости рисков социальной и кредитной групп.

Менеджмент социального риска неразрывен с менеджментом качества. Данное явление трактуется не как свойство социальных объектов, а скорее как принцип придания им данного качества, для чего и стоит принять во внимание широкий спектр факторов. Ключевыми из них становятся регуляторные рычаги, определяющие юрисдикцию цепочек поставок. Снижение рисков подразумевает исполнение договоров, в том числе и в иностранных юрисдикциях, где реализуются процедуры должной осмотрительности. В соответствии с избранной стратегией инвестиционного *due diligence*, формируются обязательные для социального страхования отношения собственников, их экономических посредников, агента, а также его принципала.

Социальное финансирование упрочняет различные эффекты стимулирования бизнеса, включая мобилизацию ресурсов, если кто-либо из коммерсантов вдруг откажется возложить на себя функции корпоративного риск-менеджмента по нейтрализации социальных рисков. Экологическое финансирование при этом сохраняется одно в своем роде — как безальтернативное. Вместе с тем резкое увеличение финансирования «зеленых» инвестиционных проектов подвергает сомнению императивность комиссорной оговорки о залоговых обязательствах. Диспозитивность выбора между разновидностями обеспечительных выплат очерчивает тогда приоритетность кредитов.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Гидденс Э. Ускользящий мир: как глобализация меняет нашу жизнь. — М., 2004.
2. Найт Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль. — М., 2003. — 360 с.
3. Arnott R. D., Harvey C. R., Linnainmaa I. T. Alice's Adventures in Factorland: Three Blunders That Plague Factor Investing // Duke University — Fuqua School of Business. *International Journal of Finance and Economics Research*. — 2019. — Vol. 133.
4. Duuren E. van, Plantinga A., Scholtens B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented // *J. Bus Ethics*. — 2016. — 138:525-533.
5. Gibson R., Krueger P., Schmidt P. S. ESG Rating Disagreement and Stock Returns // *European Corporate Governance Institute Working Papers — Financial Analyst Journal*. — No. 651/2020.
6. Hu H. T. C. Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency // University of Texas at Austin — School of Law. *Business Lawyer Paper*. — 2015. — Vol. 70. — No. 2.
7. Henne J. F., Wenzel L. Emerging Risks. Neue Risiken und deren Anforderungen an das Risikomanagement // *Betriebliches risikomanagement und industrieversicherung* / ed. A. Mahnke, T. Rohlf. — Wiesbaden, 2020. — S. 115–133.
8. MacNeil I., Irene-Marie E. From a Financial to an Entity Model of ES // *European Business Organization Law Review*. — 2022. — 23:9-45.
9. Mascareñas J. Análisis del Apalancamiento (leverage Analysis) // Editorial Universidad Complutense De Madrid. — 2018. — 360 p.
10. Sakai Y. On the economics of risk and uncertainty: A historical perspective // CRR Discussion Paper Series A: General 28. Shiga University, Faculty of Economics, Center for Risk Research, 2018. — P. 17–37.

Материал поступил в редакцию 24 мая 2022 г.

REFERENCES

1. Giddens E. Uskolzayushchiy mir: kak globalizatsiya menyaet nashu zhizn [The elusive world: how globalization is changing our lives]. Moscow; 2004. (In Russ.).
2. Nait FKh. Risk, neopredelennost i pribyl [Risk, uncertainty and profit]. Moscow; 2003. (In Russ.).
3. Arnott RD, Harvey CR, Linnainmaa IT. Alice's Adventures in Factorland: Three Blunders That Plague Factor Investing. Duke University — Fuqua School of Business. *International Journal of Finance and Economics Research*. 2019;133.
4. Duuren E van, Plantinga A, Scholtens B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *J. Bus Ethics*. 2016;138:525-533.
5. Gibson R, Krueger P, Schmidt PS. ESG Rating Disagreement and Stock Returns. European Corporate Governance Institute Working Papers. *Financial Analyst Journal*. 2020;651.
6. Hu Henry TC. Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency. University of Texas at Austin — School of Law. *Business Lawyer Paper*. 2015;70(2).
7. Henne JF, Wenzel L. Emerging Risks. Neue Risiken und deren Anforderungen an das Risikomanagement. Betriebliches risikomanagement und industrieversicherung. Wiesbaden; 2020. (In Germ.).
8. MacNeil I, Irene-Marie E. From a Financial to an Entity Model of ES. *European Business Organization Law Review*. 2022;23:9-45.
9. Mascareñas J. Análisis del Apalancamiento (leverage Analysis). Editorial Universidad Complutense De Madrid. 2018.
10. Sakai Y. On the economics of risk and uncertainty: A historical perspective. CRR Discussion Paper Series A: General 28. Shiga University, Faculty of Economics, Center for Risk Research; 2018.