

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2404-022X-2024-14-1-58-70

УДК 336.012.23(045)

JEL G11, G23, G24

Определение и ключевые атрибуты импакт-инвестиций как объекта управления

Н.В. Аксакова

SAP SE, Вальдорф, Германия

АННОТАЦИЯ

С момента введения термина «импакт-инвестиции» в активное употребление в 2007 г. дискуссия об их содержании и отличительных характеристиках по сравнению с другими классами инвестиций остается открытой. По настоящее время в толковании их определения наблюдается множество разнонаправленных, а в некоторых случаях — и несовместимых точек зрения. Это затрудняет эффективное управление импакт-инвестициями и тормозит темпы масштабирования отрасли. **Целью работы** является анализ и систематизация теоретических и практических подходов к определению понятия импакт-инвестиций, а также выявление их неотъемлемых демаркационных признаков, определяющих особенности управления. **Методология** исследования включает анализ публикаций в рецензируемых научных журналах, сравнение содержания докладов и отчетов международных организаций и институтов, а также проведение количественного и качественного контент-анализа материалов СМИ, релевантных данной тематике. Полученные **результаты** указывают на обоснованность принятия импакт-инвестиций в качестве независимой концептуальной категории и на целесообразность их выделения в самостоятельный класс вложений; установлены их ключевые атрибуты; выявлены принципы и особенности применяемого к ним управленческого подхода. Работа имеет **практическую значимость** для участников инвестиционной сферы, а также для исследователей и практиков, интересующихся инновационными подходами к инвестициям в социальное и экологическое благосостояние.

Ключевые слова: импакт; импакт-инвестиции; управление импакт-инвестициями; импакт-инвестирование; преобразующие инвестиции

Для цитирования. Аксакова Н.В. Определение и ключевые атрибуты импакт-инвестиций как объекта управления. *Управленческие науки = Management Sciences*. 2024;14(1):58-70. DOI: 10.26794/2404-022X-2024-14-1-58-70

ORIGINAL PAPER

Definition and Key Attributes of Impact Investments as an Object of Management

N.V. Aksakova

SAP SE, Waldorf, Germany

ABSTRACT

Since the introduction of the term “impact investments” into active use in 2007, the debate about their content and distinctive characteristics in comparison with other classes of investments remain open. To date, there are many different, and in some cases incompatible, points of view in interpreting their definition. This complicates the effective management of impact investments and hinders the pace of industry scaling. **The purpose of the paper** is to analyze and systematize theoretical and practical approaches to defining the concept of impact investments, as well as to identify their inherent demarcation features that determine the management features and peculiarities. **The research methodology** includes the analysis of publications in peer-reviewed scientific journals, comparison of the content of reports and reports of international organizations and institutions, as well as quantitative and qualitative content analysis of media materials relevant to this topic. **The results** obtained indicate the validity of accepting impact investments as an independent conceptual category and the expediency of their allocation and separation into an independent class of investments; their key attributes are established; the principles and features of the management approach applied to them are revealed. The paper has **practical significance** for actors and participants of the investment sphere as well as researchers and practitioners interested in innovative approaches to investing in social and environmental well-being.

Keywords: impact; impact investment; impact investment management; impact investing; transformative investments

For citation: Aksakova N.V. Definition and key attributes of impact investing as a control object. *Upravlencheskie nauki = Management Sciences*. 2023;14(1):58-70. (In Russ.). DOI: 10.26794/2404-022X-2024-14-1-58-70

© Аксакова Н.В., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Современный финансовый мир стремительно эволюционирует, и вместе с ним развиваются новые концепции и стратегии в сфере инвестирования. Одной из таких инноваций является понятие импакт-инвестиций, которое выходит за рамки традиционного представления о прибыли и включает в себя аспекты социальной и экологической ответственности. В контексте нарастающей потребности в устойчивом развитии и увеличивающейся общественной осознанности импакт-инвестиции вызывают все больший интерес и приобретают актуальность. Они помогают финансировать проекты и предприятия, направленные на улучшение качества жизни, борьбу с неравенством, поддержку уязвимых групп и охрану окружающей среды, и открывают новые возможности для инвесторов, которые стремятся объединить финансовый успех с позитивным общественным влиянием.

Однако, согласно опросу, проведенному инвестиционным фондом DUGUUD в 2021 г. среди 3 тыс. респондентов, только 10% слышали термин «импакт-инвестирование» и могли его объяснить своими словами [1]. В России ситуация еще более осложняется иностранным происхождением словосочетания и вызванными этим трудностями его перевода на русский язык. В современной литературе сложную и относительно новую экономическую категорию «импакт-инвестиции» часто трактуют недостаточно четко или чрезмерно узко, акцентируя внимание лишь на отдельных ее смысловых сторонах. Поэтому для уточнения ее содержания следует рассмотреть основные характеристики, формирующие ее сущность как объекта управления.

В данном исследовании предпринимается попытка анализа и систематизации различных подходов к пониманию импакт-инвестиций для выявления не только разнообразных взглядов и точек зрения на это понятие, но и дискуссий, присутствующих в научном и практическом сообществе, а также определения общих тенденций. Автор последовательно излагает аргументы сторонников рассмотрения импакт-инвестиций как синонимичного, так и самостоятельного класса вложений, выделяет и раскрывает их ключевые характеристики и существующие типологии и делает вывод о целесообразности их принятия в качестве независимой концептуальной категории, обладающей особенностями управления.

Вносимый таким образом вклад в согласование и гармонизацию применяемого в индустрии тезау-

руса способствует преодолению барьеров, препятствующих развитию рынка импакт-инвестиций в Российской Федерации.

МЕТОДОЛОГИЯ ПРОВЕДЕНИЯ КОНТЕНТ-АНАЛИЗА

В качестве поисковых единиц для проведения последующего контент-анализа были использованы следующие термины:

- impact investing;
- impact investment;
- импакт-инвестирование;
- импакт-инвестиции;
- преобразующее инвестирование;
- преобразующие инвестиции.

Онлайн-поиск осуществлялся в системах Google и Google Scholar с допущением, что статистика публикаций в Google Scholar покажет динамику уровня интереса научного сообщества, а количество упоминаний в Google отразит степень вовлеченности более широкой аудитории. Для удаления персонализированных, исправленных, предложенных, связанных и неинклюзивных результатов использовался инструмент дословного поиска Verbatim. Словоформы заключались в графические кавычки.

Из полученной совокупности статей, монографий, различных отчетов и тематических исследований, размещенных как индивидами, так и институциональными единицами (государственными учреждениями, инвестиционными фондами и консалтинговыми фирмами), контент-анализу были подвергнуты как научные материалы, опубликованные в течение 2021–2022 гг., так и те, на которые в анализируемых публикациях содержались ссылки при формализации понятия импакт-инвестирования и его отличительных характеристик (вне зависимости от срока их давности). В связи с большим объемом выборки на английском языке предпочтение отдавалось статьям, где искомые словоформы фигурируют непосредственно в названиях. Если количество таких публикаций за год превышало 50, то к рассмотрению принимались первые 50 в объединенной по всем словоформам поисковой выдаче на каждом языке. Аналогичные по содержанию материалы (идентичность выше 80%), переводы статей, а также одинаковые статьи, продублированные на разных платформах, опускались. Так как сведения СМИ информационного характера в большей степени подвержены риску потери актуальности, из этой группы рассматри-

вались только материалы, вышедшие с июля 2021 по декабрь 2022 г. Таким образом, общее количество проанализированных уникальных источников составило 237.

На последующих этапах они были подвергнуты количественному и качественному анализу с целью, соответственно, определения наиболее употребительных словоформ и выделения основных подходов к трактовке термина «импакт-инвестиции».

В заключение с помощью методов сравнения, обобщения и интерпретации были сформулированы выводы о степени однородности выявленных подходов на уровне определений и терминологическом уровне.

ПОДХОДЫ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ИМПАКТ-ИНВЕСТИЦИЙ

Первичный количественный анализ статистики публикаций показал, что, хотя объем размещенных материалов на русском языке значительно меньше, чем на английском, удельный вес научных трудов (доля публикаций в системе Google Scholar) в них заметно выше, и количество исследований в ряде случаев даже превышает число упоминаний в СМИ (табл. 1).

Начиная с 2017 г. в России наблюдается рост интереса к теме импакт-инвестирования, преимущественно стимулируемый мероприятиями (анонсами акселераторов и конференций) и изданием книг по данной тематике. В 2020–2021 гг., в частности, значительный сегмент медиаполя был сформирован сообщениями о событиях, подразумевающих построение диалога (дебаты, онлайн-дискуссии) [2]. Однако, несмотря на демонстрируемую экспертами готовность делиться опытом и разьяснять спорные вопросы, на настоящий момент доля материалов на русском языке не превышает 0,1% от мирового объема публикаций на английском, и этого явно недостаточно для того, чтобы привлечь внимание широких слоев инвесторов.

Также заметен сдвиг в частоте использования понятий «импакт-инвестиции» и «преобразующие инвестиции»: в последние годы предпочтение отдается первому из упомянутых терминов, тогда как в период до 2020 г. научное сообщество тяготело ко второму. Позиционирование импакт-инвестиций как в СМИ, так и в исследованиях основано на том, что это — тренд новой экономики («новое направление», «бизнес-стратегия будущего», «новый механизм», «социальная революция» и др. [2]), что

подчеркивает актуальность усилий по определению содержания данного термина.

Выделенные по результатам последующего качественного анализа подходы к трактовке понятия импакт-инвестиций представлены на рис. 1.

Большинство зарубежных авторов выделяют **их как самостоятельное понятие и отдельный инвестиционный класс**. Так, Н. О’Донохо, С. Лейонхуфвуд, Е. Салтук, и Э. Багг-Левин определили импакт-инвестиции как «инвестиции, предназначенные для создания положительного воздействия помимо финансовой отдачи» [2, с. 5]. Как следствие, в дополнение к оценке и контролю финансовых рисков и доходности они требуют управления социальными и экологическими показателями, и эффективность их вложения оценивается, в том числе, достижением целевых нефинансовых эффектов. При этом в зависимости от инвестора один из этих аспектов может иметь более высокий приоритет по отношению к ненулевому другому, а само объединение данных мотивов побуждает бизнес, претендующий на инвестирование, развиваться финансово-устойчивым образом, одновременно способствуя росту оказываемого воздействия [3].

Н. О’Донохо и соавторы вводят две отличительные характеристики импакт-инвестиций:

- по сравнению с социально-ответственными инвестициями, которые, как правило, направлены на минимизацию негативного воздействия, импакт-инвестиции нацелены на *активное создание* положительной социальной или экологической выгоды;
- в отличие от инвестиций, которые имеют непреднамеренные (случайные) социальные или экологические последствия, импакт-инвестиции осуществляются в бизнес, который *изначально создавался* для достижения двойной (финансовой и нефинансовой) выгоды, что находит прямое отражение в его документально зафиксированной бизнес-стратегии.

Позднее Э. Багг-Левин в сотрудничестве с Д. Эмерсоном углубил вышеизложенное понимание импакт-инвестиций, введя термин «комбинированная стоимость». Исследователи отмечали, что в широком контексте любые действия владельцев капитала по его вложению и уставная деятельность предприятий (и организаций) формируют некую стоимость, которая включает в себя экономические, социальные и экологические компоненты, находящиеся в состоянии неделимого единства. В рамках

Таблица 1 / Table 1

Статистика публикаций на английском и русском языках в поисковых системах Google и Google Scholar (GS)* / Statistics of publications in English and Russian in Google and Google Scholar (GS) search engines*

Поисковое выражение / Search term	Поисковая система / Search engine	2022	2021	2019–2020	2017–2018	2015–2016	2007–2014
Impact investing	Google, тыс. шт.	135	101	154	102,4	57,8	50,5
	GS, тыс. шт.	2,9	2,9	5,1	3,5	3,1	4,8
	Доля GS, %	2%	3%	3%	3%	5%	10%
Impact investments	Google, тыс. шт.	74,9	72,9	22,6	27,7	19,9	16,8
	GS, тыс. шт.	2,2	2,2	3,7	3,1	2,4	3,2
	Доля GS, %	3%	3%	16%	11%	12%	19%
Импакт-инвестирование	Google, шт.	93	85	137	102	8	3
	GS, шт.	55	35	66	30	10	3
	Доля GS, %	59%	41%	48%	29%	125%	100%
Импакт-инвестиции	Google, шт.	137	102	78	46	153	2
	GS, шт.	39	27	48	22	14	4
	Доля GS, %	28%	26%	62%	48%	9%	200%
Преобразующее инвестирование	Google, шт.	2	5	7	4	2	2
	GS, шт.	7	6	24	14	18	0
	Доля GS, %	350%	120%	343%	350%	900%	0%
Преобразующие инвестиции	Google, шт.	3	8	65	41	5	6
	GS, шт.	13	21	60	38	22	5
	Доля GS, %	433%	263%	92%	93%	440%	83%

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

Примечание / Note: * Между поисковыми результатами выбранных терминов возможно пересечение, так как в некоторых статьях одновременно упоминаются несколько словоформ. Поисковые результаты могут включать оригиналы и переводы идентичных статей, а также публикации идентичных статей в разных журналах (на разных платформах) / The search results for the selected terms may overlap, as some articles mention several search terms at the same time. Search results may include original and translated identical articles, as well as publications of identical articles in different journals (on different platforms).

традиционных инвестиционных подходов такая стоимость воспринимается либо только в экономическом аспекте (когда она создается коммерческими предприятиями), либо — в социально-общественном или экологическом аспектах (когда она формируется некоммерческими организациями или государством). Однако при импакт-инвестировании реализуется совершенно иной способ действия, результатом которого и является создание того, что получило название комбинированной стоимости — «это отдельная самостоятельная сущность, которую необходимо понимать и измерять и к ко-

торой следует стремиться. Она не есть сумма ее составных частей, которую можно получить простым сложением итоговых сумм по трем составляющим... Это... результат рекомбинации основных элементов, которые в процессе естественной интеграции преобразуются в новую, более мощную организационную структуру и структуру капитала» [4, с. 27].

Развивая данное направление мысли, К. Джонсон и Х. Ли [5] справедливо указали на тот факт, что, строго говоря, все инвестиции имеют социальные и экологические последствия, и исходя из этого неочевидно, что же отличает в таком случае именно

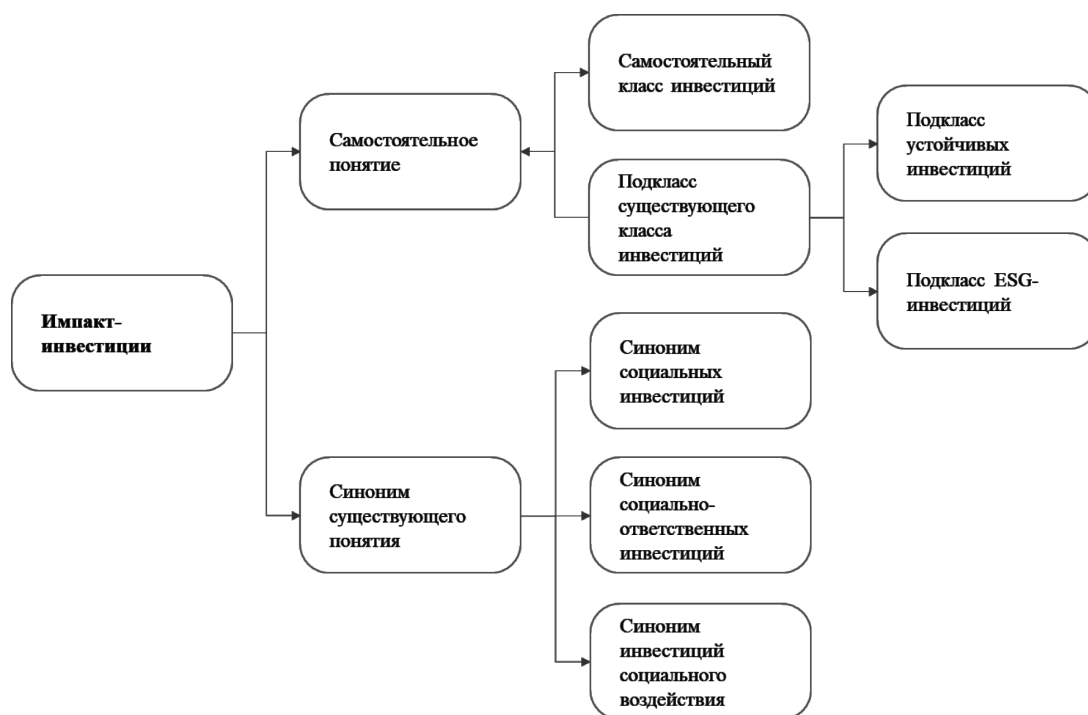


Рис. 1 / Fig. 1. Наиболее распространенные подходы к определению понятия «импакт-инвестиции» / The most common approaches to defining the concept of impact investments

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

импакт-инвестиции от любых других. Поэтому исследователи предложили сосредоточить внимание на инвестиционных намерениях и определили импакт-инвестиции как вложения в организации (включая корпорации, некоммерческие организации, государственные органы и др.), обусловленные тем, что данные юридические структуры предоставляют рыночное решение для преодоления социальных или экологических проблем, имеющих высокую значимость для самого инвестора. Иными словами, выбор объекта импакт-инвестиций определяется преимущественно на основе способности предприятий-кандидатов смягчить или устранить вызовы, трудности и противоречия, актуальные для конкретного владельца капитала.

А. Джанончелли, Г. Гаджотти, П. Боярди и А. Пикон Мартинес [6], представляющие позицию Европейской ассоциации венчурной благотворительности (англ. European Venture Philanthropy Association, EVPA), расширяют спектр инвестиционных стратегий, направленных в том числе на получение общественного блага, и дополнительно выделяют «инвестирование для воздействия» или «инвестирование для импакта» (англ. investing for impact), и «инвестирование с воздействием» или

«инвестирование с импактом» (англ. investing with impact). Оба этих класса предлагается разместить между традиционной благотворительностью и социально-ответственными инвестициями (рис. 2), а импакт-инвестиции отнести к инвестированию с воздействием [с намеренным (целевым) социальным эффектом].

Подход к определению импакт-инвестиций как выделенного инвестиционного класса, характеризующегося специфическими атрибутами и направленного на создание измеримого положительного социального и экологического воздействия наряду с достижением финансовой доходности, впоследствии получил подтверждение в официальной позиции американской некоммерческой организаций «Глобальная сеть импакт-инвестирования» (Global Impact Investing Network, GIIN), ключевой в секторе инвестиций воздействия. Сейчас — это доминирующая среди экспертов и инвесторов концепция импакт-инвестиций.

В то же время среди практиков и консультантов немало тех, кто, разделяя мнение о независимости понятия, тем не менее рассматривает импакт-инвестиции как **подкласс устойчивых инвестиций**. В частности, предлагая новую типологию, Т. Буш,



Рис. 2 / Fig. 2. Спектр импакт-стратегий по А. Джанончелли, Г. Гаджотти и др. /
Spectrum of impact strategies according to A. Gianoncelli, G. Gaggiotti et al.

Источник / Source: составлено автором на основании [6] / compiled by the author based on [6].

П. Брюс-Кларк, Й. Дервалль и др. ставят последние во главу как основное зонтичное понятие [7] и выделяют в их составе инвестиции, связанные с воздействием (англ. impact-related investments), которые, в свою очередь, подразделяют на ориентированные на воздействие (англ. impact-aligned investments) и создающие воздействие (англ. impact-generating investments) (табл. 2).

Основным дифференцирующим аспектом между ними является наличие у инвестиций, создающих воздействие, доказуемых нефинансовых результатов, достижение которых может быть прямо атрибутировано к осуществленным вложениям (например, благодаря инвестициям в обновление технологического фонда уровень выбросов в атмосферу сократился на целевое количество тонн парниковых газов). При этом для подтверждения существенности инвестиций, ориентированных на воздействие, достаточно демонстрации сравнительно улучшенных, предпочтительных результатов (например, уровень выбросов парниковых газов со стороны компаний, включенных в соответствующий инвестиционный портфель, ниже индустриального бенчмарка).

Помещая импакт-инвестиции под эгиду устойчивого развития и отделяя их от двух других типов инвестиций: тех, что осуществляются с проверкой на соответствие принципам ESG (англ. ESG-screened investments), или управляются по принципам ESG (англ. ESG-managed investments), авторы выражают

надежду, что «предложенная типология поможет смягчить критику, вызванную impact-washing¹, и даст инвесторам и бенефициарам лучшее понимание того, чего ожидать от каждого типа инвестиций» [7].

Однако не все исследователи согласны с разделением понятий импакт-инвестиций и ESG-инвестиций. По результатам исследования отмечено, что многие практики аналогичным образом определяют импакт-инвестиции, но классифицируют их как часть инвестиционных стратегий ESG. Например, в исследовании американской компании «Вангард Групп» (Vanguard Group) ESG-определены четыре ESG-стратегии, одна из которых — это импакт-инвестирование, понимаемое как «целевые инвестиции, часто осуществляемые на рынках прямых инвестиций или заемных средств с двойной целью — обеспечить измеримое положительное воздействие на общество и/или окружающую среду и получить достаточный уровень финансовой отдачи» [8].

Международная сеть, оказывающая услуги в области консалтинга и аудита, «Делойт» (Deloitte) также определяет импакт-инвестирование как инвестиционную «философию», посредством которой в рамках ESG-инвестирования решаются

¹ Impact-washing — введение в заблуждение заинтересованных сторон в отношении достигаемых социальных и экологических эффектов (пер. с англ.).

Таблица 2 / Table 2

**Инвестиции, связанные с воздействием на природное и социальное окружение
(в составе устойчивых инвестиций) / Investments related to impacts on the
natural and social environment (as part of sustainable investments)**

Критерий дифференциации / Differentiation criterion	Инвестиции, ориентированные на воздействие на природное и социальное окружение / Impact-aligned investments	Инвестиции, создающие воздействие на природное и социальное окружение / Impact-generating investments
Основная стратегическая цель инвестиций	Содействие решению социальных и экологических проблем и достижению поставленных социальных и экологических целей	Активное участие в социальных и экологических преобразованиях
Способы подтверждения существенности оказываемого воздействия на природное и социальное окружение	Существенность подтверждается посредством подробного постфактум описания достигнутых результатов в сравнении с эталонными показателями или с указанием уровня соответствия ЦУР	Существенность подтверждается путем сравнения целевых и фактических показателей, свидетельствующих об уровне создаваемого воздействия
Основной подход к принятию инвестиционных решений	Решение об осуществлении инвестиций принимается на основании заранее определенного набора исключающих критериев (часто совместно с комбинацией других прединвестиционных ^a и постинвестиционных ^b подходов к принятию решений)	Инвестор руководствуется полным набором прединвестиционных и постинвестиционных подходов к принятию решений с целью привнести активный вклад в социальные или экологические преобразования
Документирование результатов инвестирования	Достигнутые результаты подробно описываются и проходят внешнюю проверку достоверности заявленных фактов	Достигнутые результаты подробно описываются, приводится расчет количественных показателей в соответствии с заранее определенными целями инвестирования

Источник / Source: составлено автором на основании [7] / compiled by the author based on [7].

Примечание / Note: a – прединвестиционные подходы к принятию решений: (1) запрет на приобретение ценных бумаг компании для портфеля в связи с деловой активностью, которая считается неэтичной, вредной для общества или нарушающей законы или правила (англ. exclusion); (2) отбор инвестиций на основе соблюдения соответствующих международных норм и стандартов (англ. norms-based screening); (3) поиск компаний, которые являются лидерами в своем секторе с точки зрения соответствия экологическим, социальным и управленческим критериям (англ. best-in-class); (4) практика включения существенной информации ESG в инвестиционный процесс с целью улучшения долгосрочных финансовых результатов портфелей (англ. ESG integration); (5) инвестирование в тематические фонды (англ. thematic funds investing) / Pre-investment decision-making approaches: (1) prohibiting the purchase of company securities for the portfolio due to business activities that are considered unethical, harmful to the public, or in violation of laws or regulations (exclusion); (2) selection of investments based on compliance with relevant international norms and standards (norms-based screening); (3) finding companies that are leaders in their sector in terms of meeting environmental, social and governance criteria (best-in-class); (4) incorporating material ESG information into the investment process to improve the long-term financial performance of portfolios (ESG integration); (5) thematic funds investing;

b – постинвестиционные подходы к принятию решений: (1) голосование (англ. voting); (2) участие в принятии корпоративных решений (англ. engagement) / Post-investment decision-making approaches: (1) voting; (2) engagement.

социальные и экологические проблемы. В отчете «ESG: демистификация импакт-инвестирования», в частности, отмечается, что последнее следует рассматривать не как другой класс активов, отдельный от традиционного мира инвестирования, а, скорее, как методологию, которая также использует социально-экологическую линзу [9].

Тренд на **отождествление импакт-инвестиций с другими классами инвестиций** является доминирующим в России. Д. В. Саврасова, отмечая, что словосочетание «impact investing пока не имеет четкого перевода (так как данное явление появилось относительно недавно и устойчивое выражение в русском или других иностранных языках на

данный момент отсутствует» [10]), трактует его как аналог социальному инвестированию. Эту точку зрения разделяют А.В. Кривко и М.А. Трошина, заключая, что «в нашей державе больше всего оценивают данное понятие (то есть импакт-инвестирование) как “социальные инвестиции” в контексте единой корпоративной социальной ответственности (КСО), так как значительная доля определений КСО основывается на концепции стабильного формирования, учитывающей финансовое, природоохранное и общественное влияние на социум. Но импакт-капиталовложения считаются наиболее ограниченным понятием» [11].

Ж.С. Беляева и А.Е. Кобзева по набору критериев, в числе которых — цель инвестиций, характер инвестиционного поведения, основные типы получателей и др., напротив, последовательно разводят понятия импакт-инвестирования и социального предпринимательства и приходят к выводу, что первое из упомянутых при этом является одним из инструментов, позволяющих многоаспектно оценить эффекты КСО [12].

Н.В. Казакова и А.В. Славнецкова поддерживают разделение понятий импакт-инвестирования и социального инвестирования, отмечая, что «между ними есть существенные различия». Авторы также оспаривают применимость перевода термина как «преобразующих инвестиций», так как «они позволяют слишком широко толковать содержание данного вида деятельности, поскольку почти все инвестиции в том или ином виде направлены на преобразование объекта инвестирования и его среды, независимо от пространственных и временных аспектов инвестирования. Соответственно, этот термин не вполне отражает специфические особенности импакт-инвестиций, связанные с современным периодом технико-экономического развития» [13].

А.А. Голенкова и С.И. Шагбазян идентифицируют импакт-инвестиции с инвестициями социального воздействия (англ. social impact investments) [14]. С ними солидарна С.Э. Калатурова [15].

О.А. Романова рассматривает импакт-инвестирование как актуальный тренд развития социальной ответственности бизнеса [16]. Аналогична и точка зрения С.А. Силина и В.В. Панкратова [17].

Таким образом, единый подход в российской научной практике до настоящего момента не выработан: сообщество тяготеет к приобщению импакт-инвестирования к социальной сфере, что, с нашей точки зрения, сужает область его приме-

нения и в целом противоречит международному подходу и толкованию рассматриваемого понятия.

В то время как место импакт-инвестирования в системе инвестиционных стратегий все еще является предметом обсуждения, квалификационные характеристики импакт-инвестиций уже четко сформулированы. Этот набор элементов был определен GIIN и в настоящее время считается признанным во всем мире, хотя их юридическое закрепление все еще отсутствует. **Атрибутами импакт-инвестиций**, согласно GIIN, являются:

- преднамеренность: они должны осуществляться намеренно, с точно сформулированной и значимой (для инвестора и всего мира) целью;
- ожидаемая окупаемость: импакт-инвестиции должны приносить финансовую отдачу на капитал или, как минимум, его возврат;
- заданный диапазон ожидаемой доходности и классов активов: доходность импакт-инвестиции может варьироваться от ставки ниже рыночной до скорректированной на риск, и такая прибыль может быть получена по всем классам активов (включая эквиваленты денежных средств, фиксированный доход, венчурный капитал и прямые инвестиции), но не ограничиваться ими;
- измеримость результатов: импакт-инвесторы должны стремиться оценить конкретные изменения, произошедшие благодаря их инвестициям, и убедиться в положительных результатах на уровне общества, окружающей среды и бизнеса².

Кроме того, основываясь на результатах исследования, автор приходит к выводу о целесообразности расширения перечня вышеупомянутых элементов следующими дополнительными ключевыми демаркационными признаками:

- создание дополнительной ценности: импакт-инвесторы должны выбирать такие направления и объекты вложений, без финансирования которых достижение запланированных результатов не могло бы иметь место, что, в свою очередь, привело бы к невозможности оказания целевого воздействия;
- интеграция в стратегию: импакт-инвестиции предполагают вложение капитала в проекты, которые изначально создавались для достижения двойной — как финансовой, так и нефинансовой

² Impact Investing. GIIN. 2023. URL: <https://thegiin.org/impact-investing/> (дата обращения: 20.08.2023).

выгоды, что находит прямое отражение в их официально документированных бизнес-планах.

Автор предлагает также дополнить интерпретацию атрибута преднамеренности, отмечая, что не только инвестор, но и само предприятие, на которое направлено финансирование, должно демонстрировать искреннее стремление заниматься деятельностью, непосредственно способствующей улучшению окружающего мира.

Атрибуты импакт-инвестиций, по сути, являются их фундаментальными свойствами, которые служат неотъемлемыми условиями для их существования и выступают предикатами. Таким образом, они могут быть использованы для четкого определения, допустимо ли признание конкретного вложения импакт-инвестицией, а также способствовать более четкой дифференциации между различными классами инвестиций, ориентированными на достижение нефинансовых результатов (таких, как устойчивые инвестиции, ESG-инвестиции, социально-ответственные инвестиции и т.д.).

УПРАВЛЕНИЕ ИМПАКТ-ИНВЕСТИЦИЯМИ

Управление импакт-инвестициями представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации решений, связанных с осуществлением различных аспектов импакт-инвестиционной деятельности на отдельных этапах инвестиционного процесса.

Опираясь на ранее выявленные определение и атрибуты, можно предположить, что данная система предполагает больший по сравнению с традиционными инвестициями объем обязанностей, налагаемых на инвестора и/или ответственного управляющего активами, в частности на пред- и постинвестиционном этапах.

Так, на прединвестиционном этапе, помимо осуществления стандартных действий, управление импакт-инвестициями включает:

- расширенное стратегическое планирование: установление не только нормы ожидаемой прибыли, но и конкретных социальных, экологических и экономических целей, которые стремится достичь инвестор;
- оценку целевого воздействия: выявление и документальное закрепление планируемого социального, экологического и/или экономического воздействия инвестиций, описание которого должно включать в себя перечень измеримых по-

казателей и оценку потенциальных рисков и преимуществ.

Постинвестиционный этап управления импакт-инвестициями в сравнении с традиционными инвестициями также несколько шире; основное внимание здесь уделяется организации подсистемы контроля. В дополнение к типовому набору действий он охватывает:

- управление комбинированным риском: анализ и контроль за дополнительными (по отношению к основным) инвестиционным рисками, связанными с социальными и экологическими аспектами импакт-инвестиций;
- измерение результатов и предоставление интегрированной отчетности: регулярное отслеживание показателей достижения социальных, экологических и экономических целей, определенных в рамках импакт-инвестиций;
- постинвестиционный менеджмент: поддержка проекта или компании на местном уровне, оказание методологической помощи, содействие эффективному взаимодействию с различными заинтересованными сторонами, стремящимися к достижению схожих или взаимосвязанных целей для обеспечения эффективного воздействия инвестиций на общество и окружающую среду, и т.д.

Такой расширенный набор обязанностей импакт-инвесторов косвенно подтверждается Операционными принципами управления воздействием (англ. Operating Principles for Impact Management, далее — Принципы), представленными весной 2019 г. Международной финансовой корпорацией (IFC)³. Они устанавливают шаги, необходимые для эффективного управления воздействием (импактом), и призваны поддержать развитие индустрии импакт-инвестирования путем установления общей дисциплины управления импакт-инвестициями и систем, необходимых для их поддержки. Согласно Принципам, при осуществлении импакт-инвестиций необходимо:

- определять стратегические цели воздействия, соответствующие инвестиционной стратегии владельца капитала или фонда-посредника;
- учитывать совокупное долгосрочное воздействие на уровне всего инвестиционного портфеля, признавая при этом, что уровень и характер воз-

³ Operating Principles for Impact Management. 2023. The 9 Principles. URL: <https://www.impactprinciples.org/9-principles> (дата обращения: 04.12.2023).

действия могут быть различными для отдельных позиций;

- составлять и документировать достоверное, доказательное описание вклада импакт-инвесторов или ответственных управляющих в достижение целевого воздействия по каждой импакт-инвестиции;
- осуществлять оценку ожидаемого воздействия каждой импакт-инвестиции на основе систематического подхода с использованием показателей, которые, насколько это возможно, соответствуют отраслевым стандартам и следуют передовой практике;
- оценивать, устранять, контролировать и управлять потенциальным негативным воздействием каждой импакт-инвестиции;
- отслеживать прогресс каждой импакт-инвестиции в достижении воздействия в сравнении с ожиданиями и реагировать соответствующим образом;
- осуществлять выход из импакт-инвестиций с учетом влияния его сроков, структуры и самого процесса на устойчивость целевого воздействия;
- анализировать и документировать результаты каждого импакт-инвестирования, сравнивать ожидаемые и фактические воздействия, а также другие положительные и отрицательные последствия и использовать эти выводы для улучшения оперативных и стратегических инвестиционных решений, а также процессов управления;
- ежегодно публично раскрывать информацию о том, насколько принятая система управления воздействием соответствует Принципам и регулярно организовывать независимую проверку этого соответствия.

В результате импакт-инвестор и/или ответственный управляющий активами, если они действительно хотят иметь возможность анализировать деятельность компании — объекта импакт-инвестиций, ее положительные и отрицательные внешние эффекты, а также достигнутый прогресс (как это предписывается в том числе Принципами), должны быть близки к ней и ее руководству. Разумеется, остаются открытыми вопросы о целесообразности и реалистичности такой близости, а также о наличии у импакт-инвесторов и управляющих специфических компетенций, необходимых для обеспечения эффективного баланса между доходностью вложений и достигаемыми через их осуществление социальными, экологическими и экономическими результатами.

Однако это не снижает интереса к разработке и адаптации единых механизмов управления импакт-инвестициями. На настоящий момент число организаций — подписантов Принципов увеличилось почти в три раза, достигнув 179, что позволило создать мировое сообщество импакт-инвесторов из 40 стран, публично демонстрирующих свою приверженность внедрению предлагаемого IFC глобального стандарта деятельности.

ВЫВОДЫ

Исследование показывает, на уровне определений неоднородность подходов к пониманию импакт-инвестиций в целом меньше, чем этого можно было ожидать. Практически все авторы упоминают два ключевых элемента: финансовую отдачу и нефинансовое воздействие. Первый, т.е. возврат вложенного капитала, представляется ожидаемым минимумом, а уровень потенциальной доходности может колебаться в диапазоне от ставки ниже рыночной, до рыночной или даже превышающей ее. Что касается нефинансового воздействия, то о нем часто говорят как о некоем социальном и/или экологическом влиянии, которое должно быть, во-первых, преднамеренным, и, во-вторых, измеримым и определяемым.

С глубокими противоречиями мы сталкиваемся на терминологическом уровне: подходы различных групп исследователей колеблются от выделения импакт-инвестиций в отдельную самостоятельную категорию до их полной идентификации с тем или иным существующим классом инвестиций. Такие широкий диапазон определений и нечеткость критериев разграничения схожих концепций создают риски с точки зрения академического и практического прогресса и доверия к импакт-инвестированию.

На основании проведенного контент-анализа автор считает обоснованным выделение импакт-инвестиций как самостоятельного понятия в отдельный класс (относящийся к долгосрочным вложениям капитала) и определяет их как инвестиции, осуществляемые с целью одновременного достижения прибыли и создания положительных социальных, экологических или других долгосрочных качественных нефинансовых изменений в обществе или окружающей среде. Расширенный список атрибутов импакт-инвестиций, с точки зрения автора, включает преднамеренность, окупаемость, заданный диапазон ожидаемой доходности и классов активов,

измеримость результатов, создание дополнительной ценности и интеграцию в стратегию.

Выявленные особенности управления импакт-инвестициями, в числе которых — необходимость расширенного стратегического планирования, оценка целевого воздействия, управление комбинированным риском, измерение результатов и предоставление интегрированной отчетности и постинвестиционного менеджмента.

Для углубления понимания природы и роли импакт-инвестиций представляется необходимым продолжение дискуссии в профессиональных и научных кругах в следующих направлениях:

- установление границ дифференциации между сегментом импакт-инвестиций и другими схожими классами вложений, ориентированными на общественное благо (включая устойчивые инвестиции, ESG-инвестиции, социально-ответственные инвестиции и др.);
- выявление внутренних ограничений, присущих импакт-инвестированию;
- разработка методов оценки результативности импакт-инвестиций;
- анализ факторов, способствующих развитию рынка импакт-инвестиций в Российской Федерации.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Coleman A. Breaking down the barriers preventing millions from investing in companies that do good. Forbes. Jul. 25, 2021. URL: <https://www.forbes.com/sites/alisoncoleman/2021/07/25/breaking-down-the-barriers-preventing-millions-from-investing-in-companies-that-do-good/> (дата обращения: 20.08.2023).
2. Муронец В. Импакт и импакт-инвестиции в СМИ и социальных медиа. *Позитивные изменения*. 2022;2(1):44–53. DOI: 10.55140/2782–5817–2022–2–1–44–53
3. O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y., Bugg- Levine A., Brandenburg M. Impact investments: An emerging asset class. New York, NY: JPMorgan Chase & Co.; 2010. 96 p. URL: <https://thegiin.org/assets/documents/Impact%20Investments%20an%20Emerging%20Asset%20Class2.pdf> (дата обращения: 20.08.2023).
4. Bugg-Levine A., Emerson J. Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. 1st ed. San Francisco, CA: Jossey-Bass; 2011. 336 p.
5. Johnson K., Lee H. Impact investing: A framework for decision making. Boston, MA: Cambridge Associates LLC; 2013. 19 p. URL: https://thegiin.org/assets/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/577–1.pdf (дата обращения: 20.08.2023).
6. Gianoncelli A., Gaggiotti G., Boiardi P., Picón Martínez A. 15 years of impact: Taking stock and looking ahead. Brussels: European Venture Philanthropy Association; 2019. 112 p. URL: https://www.impacteurope.net/sites/www.evpa.ngo/files/publications/15_Years_of_Impact-Taking_Stock_and_Looking_ahead_2019.pdf (дата обращения: 20.08.2023).
7. Busch T., Bruce Clark P., Derwall J., et al. Impact investments: A call for (re)orientation. *SN Business & Economics*. 2021;1(2):33. DOI: 10.1007/s43546–020–00033–6
8. Grim D.M., Berkowitz D.B. ESG, SRI, and impact investing: A primer for decision-making. *The Journal of Impact and ESG Investing*. 2020;1(1):47–65. DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.047
9. Demystifying impact investing. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. 2021. URL: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/public-sector/articles/esg-demystifying-impact-investing.html> (дата обращения: 20.08.2023).
10. Саврасова Д.В., Ураева А.И. Развитие феномена «impact investing» на примере Германии. Ковалев В.А., Ковалев А.И., ред. Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации: Мат. междунар. науч.-практ. конф. студентов и аспирантов. В 2-х ч. Ч. I. (Омск, 25 апреля 2019 г.). Омск: Омский филиал Финансового университета при Правительстве РФ; 2019:220–223.
11. Кривко А.В., Трошина М.А., Саврасова Д.В. Импакт-инвестирование как новая категория финансовых отношений. Ковалев В.А., Ковалев А.И., ред. Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации: Мат. междунар. науч.-практ. конф. студентов и аспирантов. В 2-х ч. Ч. I. (Омск, 19 апреля 2018 г.). Омск: Омский филиал Финансового университета при Правительстве РФ; 2018:92–95.
12. Беляева Ж.С., Кобзева А.Е. Теоретические подходы к импакт-инвестированию: международный опыт. Весенние дни науки ВШЭМ: Сб. докл. Междунар. конф. студентов, аспирантов, молодых ученых (Екатеринбург, 18–21 апреля 2018 г.). Т. 1. Екатеринбург: Изд-во УМЦ УПИ; 2018:461–466.

13. Казакова Н.В., Славнецкова Л.В. Теоретические и практические аспекты развития импакт-инвестирования в современной экономике. *Инновационная деятельность*. 2020;(1):56–64.
14. Голенкова А.А., Шагбазян С.И. Импакт-инвестиции: бизнес ради общества. Весенние дни науки ВШЭМ: Сб. докл. Междунар. конф. студентов, аспирантов, молодых ученых (Екатеринбург, 18–21 апреля 2018 г.). Т. 1. Екатеринбург: Изд-во УМЦ УПИ; 2018:292–295.
15. Калатурова С.Э. Импакт-инвестинг как инструмент стратегии устойчивого развития Саратовской области. Пространственное развитие региона: перспективы, приоритеты, ресурсы: Сб. науч. тр. междунар. науч.-практ. конф. (Калининград, 22–23 ноября 2019 г.). Калининград: РА Полиграфычъ; 2019:490–492.
16. Романова О.А., Пономарева А.О. Импакт-инвестирование как новый тренд современной технико-экономической парадигмы. Тр. VIII Всерос. симп. по экономической теории: Докл. секционных заседаний (Екатеринбург, 26–27 сентября 2018 г.). Екатеринбург: Ин-т экономики Уральского отделения РАН; 2018:117–118.
17. Силина С.А., Панкратов В.В. Импакт-инвестирование: преимущества для частного капитала. Актуальные вопросы экономики и финансов: Сб. ст. междунар. науч.-практ. конф. (Ижевск, 14 октября 2021 г.). Ижевск: Изд. дом «Удмуртский университет»; 2021:144–146.

REFERENCES

1. Coleman A. Breaking down the barriers preventing millions from investing in companies that do good. *Forbes*. Jul. 25, 2021. URL: <https://www.forbes.com/sites/alisoncoleman/2021/07/25/breaking-down-the-barriers-preventing-millions-from-investing-in-companies-that-do-good/> (accessed on 20.08.2023).
2. Muronets V. Impact and impact investing in traditional and social media. *Pozitivnye izmeneniya = Positive Changes*. 2022;2(1):44–53. (In Russ.). DOI: 10.55140/2782–5817–2022–2–1–44–53
3. O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y., Bugg- Levine A., Brandenburg M. Impact investments: An emerging asset class. New York, NY: JPMorgan Chase & Co.; 2010. 96 p. URL: <https://thegiin.org/assets/documents/Impact%20Investments%20an%20Emerging%20Asset%20Class2.pdf> (accessed on 20.08.2023).
4. Bugg-Levine A., Emerson J. Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. 1st ed. San Francisco, CA: Jossey-Bass; 2011. 336 p.
5. Johnson K., Lee H. Impact investing: A framework for decision making. Boston, MA: Cambridge Associates LLC; 2013. 19 p. URL: https://thegiin.org/assets/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/577–1.pdf (accessed on 20.08.2023).
6. Gianoncelli A., Gaggiotti G., Boiardi P., Picón Martínez A. 15 years of impact: Taking stock and looking ahead. Brussels: European Venture Philanthropy Association; 2019. 112 p. URL: https://www.impacteurope.net/sites/www.evpa.ngo/files/publications/15_Years_of_Impact-Taking_Stock_and_Looking_ahead_2019.pdf (accessed on 20.08.2023).
7. Busch T., Bruce Clark P., Derwall J., et al. Impact investments: A call for (re)orientation. *SN Business & Economics*. 2021;1(2):33. DOI: 10.1007/s43546–020–00033–6
8. Grim D.M., Berkowitz D.B. ESG, SRI, and impact investing: A primer for decision-making. *The Journal of Impact and ESG Investing*. 2020;1(1):47–65. DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.047
9. Demystifying impact investing. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. 2021. URL: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/public-sector/articles/esg-demystifying-impact-investing.html> (accessed on 20.08.2023).
10. Savrasova D.V., Uraeva A.I. Development of the phenomenon of “impact investing” on the example of Germany. In: Kovalev V.A., Kovalev A.I., eds. The potential of the Russian economy and innovative ways of its realization. Proc. Int. sci.-pract. conf. of students and graduates. In 2 pts. Pt. I. (Omsk, April 25, 2019). Omsk: Omsk Branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation; 2019:220–223. (In Russ.).
11. Krivko A.V., Troshina M.A., Savrasova D.V. Impact investing as a new category of financial relations. In: Kovalev V.A., Kovalev A.I., eds. The potential of the Russian economy and innovative ways of its realization. Proc. Int. sci.-pract. conf. of students and graduates. In 2 pts. Pt. I. (Omsk, April 19, 2018). Omsk: Omsk Branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation; 2018:92–95. (In Russ.).

12. Belyaeva Zh.S., Kobzeva A.E. Theoretical approaches to impact investing: International experience. In: Spring science days of Higher School of Economics. Proc. Int. conf. of students, postgraduates, young scientists (Ekaterinburg, April 18–21, 2018). Vol. 1. Ekaterinburg: UPI Educational and Methodological Center; 2018:461–466. (In Russ.).
13. Kazakova N.V., Slavnetskova L.V. Theoretical and practical aspects of the impact investment development in the modern economy. *Innovatsionnaya deyatel'nost' = Innovation Activity*. 2020;(1):56–64. (In Russ.).
14. Golenkova A.A., Shagbazyan S.I. Impact investments: Business for society. In: Spring science days of Higher School of Economics. Proc. Int. conf. of students, postgraduates, young scientists (Ekaterinburg, April 18–21, 2018). Vol. 1. Ekaterinburg: UPI Educational and Methodological Center; 2018:292–295. (In Russ.).
15. Kalaturova S.E. Impact investing as a tool for sustainable development strategy of the Saratov region. In: Spatial development of the region: Prospects, priorities, resources. Proc. Int. sci.-pract. conf. (Kaliningrad, November 22–23, 2019). Kaliningrad: RA Poligrafych; 2019:490–492. (In Russ.).
16. Romanova O.A., Ponomareva A.O. Impact investing as a new trend of the modern techno-economic paradigm. In: Proc. 8th All-Russ. symp. on economic theory. Reports of the sectional sessions (Ekaterinburg, September 26–27, 2018). Ekaterinburg: Institute of Economics of the Ural Branch of the Russian Academy of Sciences; 2018:117–118. (In Russ.).
17. Silina S.A., Pankratov V.V. Impact investing: Advantages for private capital. In: Actual issues of economics and finance. Proc. Int. sci.-pract. conf. (Izhevsk, October 14, 2021). Izhevsk: Udmurt University Publ.; 2021:144–146. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Наталья Владимировна Аксакова — эксперт по финансовым проектам в сфере стратегического развития и трансформации, SAP SE, Вальдорф, Германия

Natalia V. Aksakova — Financial Project Expert in Strategic Development and Transformation, SAP SE, Waldorf, Germany

<https://orcid.org/0009-0007-0864-1274>
natalia.aksakova@outlook.com

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 26.09.2023; после рецензирования 05.12.2023; принята к публикации 18.03.2024.

Article was submitted on 26.09.2023, revised on 05.12.2023 and accepted for publication on 18.03.2024.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The author read and approved the final version of the manuscript