

Венчурный капитал в условиях ESG-трансформации

Кудина Марианна Валерьевна

Доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой экономики инновационного развития, факультет государственного управления, МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, РФ.

E-mail: kudina@spa.msu.ru

SPIN-код РИНЦ: [5515-5825](#)

ORCID ID: [0000-0003-3923-515X](#)

Касымов Азрет Шамильевич

Соискатель, факультет государственного управления, МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, РФ.

E-mail: azrksmov@gmail.com

SPIN-код РИНЦ: [1566-2588](#)

Аннотация

Актуальность статьи обусловлена начавшейся трансформацией общественного воспроизводства в соответствии с принципами экологичности (E), социальной ответственности (S) и качественного управления (G), означающей переход к VI технологическому укладу. Этот процесс активно продвигается в финансовой сфере и затронул сферу обращения венчурного капитала. Цель статьи — изучение признаков нового формата общественного воспроизводства в условиях ESG-трансформации и систематизация представлений относительно особенностей внедрения ESG-принципов в сферу обращения венчурного капитала. В ходе анализа зарубежных и отечественных исследований делается вывод о том, что ESG-трансформация является признаком нового формата общественного воспроизводства, основными чертами которого, наряду с Индустрией 4.0, цифровизацией, декарбонизацией, протекционизмом, санкциями и проч., выделены следующие: завершение эволюционного этапа капиталистической общественно-экономической формации; возрастание влияния экономической и трудовой миграции на режим естественного воспроизводства и архитектуру политических отношений; расширение сетевой организации внутрипроизводственных процессов, которое влечет вытеснение рыночных механизмов и фрагментирует пространственное размещение технологически сложных товаров посредством формирования глобальных цепочек добавленной стоимости; создание наднациональных органов регулирования и «глобализация» воспроизводства. В статье проведен анализ состояния глобального рынка ESG-заимствований и эволюции подходов инвесторов к выбору объекта инвестирования, что позволило сделать вывод о трансформации инвестиционной политики государств и регионов, а также сферы инвестиций и венчурного капитала в пользу ESG-принципов, выявить причины всплеска венчурных инвестиций в Индии и повышенное внимание инвесторов к ESG в англо-саксонских странах. Определены основные ESG-риски и их причины в венчурном бизнесе, которые могут быть разрушительными для экономики и общества; проблемы и задачи, встающие на пути инкорпорации ESG-принципов в сферу венчурного инвестирования; обобщен опыт имплементации ESG в деятельность венчурного фонда. В результате делается вывод о необходимости формирования формализованной структуры и методологии для измерения эффективности ESG.

Ключевые слова

Общественное воспроизводство, венчурный капитал, ESG-трансформация, ESG-риски, ESG-принципы, цивилизационный переход.

Venture Capital in the Context of ESG Transformation

Marianna V. Kudina

DSc (Economics), Professor, Head of Department of Economics of Innovative Development, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation.

E-mail: kudina@spa.msu.ru

ORCIDID: [0000-0003-3923-515X](#)

Azret Sh. Kasymov

PhD applicant, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation.

E-mail: azrksmov@gmail.com

Abstract

The relevance of the article is defined by transformation of social reproduction that has begun in accordance with principles of environmental friendliness (E), social responsibility (S) and quality management (G) signifying transition to the VI technological order. This process is actively advancing in financial sphere and has affected sphere of venture capital circulation. The aim of the article is to study signs of a new format of social reproduction in conditions of ESF transformation and systematize ideas about features of ESG principles implementation in sphere of venture capital circulation. The analysis of foreign and domestic studies allowed concluding that ESG transformation is a sign of a new format of social reproduction, main features of which, along with Industry 4.0, digitalization, decarbonization, protectionism, sanctions, etc. are the following: the completion of evolutionary stage of capitalist socio-economic formation; the increasing influence of economic and labor migration on regime of natural reproduction and architecture of political relations; the expansion of network organization of intra-production processes which entails displacement of market mechanisms and fragments the spatial placement of technologically complex goods through formation of global value chains; the creation of supranational regulatory bodies and the “glocalization” of reproduction. The article analyzes state of global ESG borrowing market and evolution of investors’ approaches to choosing an investment object, which allowed us to conclude that investment policy of states and regions, as well as the sphere of investment and venture capital has shifted to ESG principles, to identify the reasons for the surge of venture investments in India and increased attention investors to ESG in

Anglo-Saxon countries. The main ESG risks and their causes in venture business, which can be destructive for economy and society, are identified; problems and tasks that stand in the way of incorporation of ESG principles in field of venture investment are described; the experience of implementing ESG in activities of a venture fund is summarized. As a result, it is concluded that it is necessary to form a formalized structure and methodology for measuring effectiveness of ESG.

Keywords

Social reproduction, venture capital, ESG transformation, ESG risks, ESG principles, civilizational transition.

Введение

Рубеж конца XX–начала XXI вв. характеризовался нарастанием глобальной неопределенности и нестабильности, отражая цивилизационный переход мировой экономики в новый формат общественного воспроизводства с совершенно иными проявляющимися условиями и воздействующими факторами, а также количественными и качественными параметрами его измерения.

Формирующееся постиндустриальное общество, во-первых, критическим образом ориентировано на Цели устойчивого развития (ЦУР) и декарбонизацию. Это связано с тем, что блага, которых достигла цивилизация в процессе развития, не обеспечивают человечеству безопасность: геополитическая напряженность, растущее неравенство, разрушительные климатические катаклизмы, снижение доверия, чувство незащищенности как у обеспеченных, так и у необеспеченных (вне социальной защиты неформальные работники, городская нищета), утрата биоразнообразия и голод, охвативший в 2020 году около 800 млн человек, а для 2,4 млрд человек обостривший угрозу продовольственной безопасности¹.

Во-вторых, постиндустриальное общество приобретает черты нового типа общественного воспроизводства, основанного на «экономике знаний» и Индустрии 4.0, воплотившего тренды развития автоматизации, обмена данными, нового уровня организации производств и управления цепочками добавленной стоимости. Интеграция науки и производства приводит к смещению исследований в сторону прикладных стадий, требующих существенных инвестиций.

В свою очередь, глобальные инвестиции находятся под влиянием ESG-повестки, при которой жесткие ESG-регламенты и стандарты, несмотря на оговорку о «добровольно применяемом руководстве» (voluntary process guidelines), встают в один ряд с традиционными законодательными и фискальными мерами регулирования финансово-кредитной сферы и инвестиций. Это связано с тем, что проблема «удержания» в развитых странах высокого уровня жизни, достигаемого за счет расширения объемов и видов потребляемых ресурсов, вошла в противоречие с необходимостью ограничения потребления в соответствии с ЦУР. Поскольку «венчурный капитал является продуктом длительной эволюции финансового капитала» [Плотникова 2010, 43], сфера венчурных инвестиций адаптируется под запросы инвесторов, и ESG-принципы инкорпорируются в стартапы. Пока это инициатива самих венчурных фондов, но в будущем финансовые активы на 90% должны будут соответствовать критериям ESG [Cohen 2020].

Цель исследования — изучить влияние ESG-трансформации на общественное воспроизводство и условия имплементации ESG-принципов в сферу обращения венчурного капитала. К задачам исследования относятся выявление особенностей общественного воспроизводства в условиях ESG-трансформации; оценка места и роли венчурного капитала в структуре устойчивых финансов, соответствующих ESG-принципам; особенности внедрения ESG-повестки в сферу венчурного капитала.

¹New threats to human security in the Anthropocene Demanding greater solidarity // UNDP [Электронный ресурс]. URL: <https://hs.hdr.undp.org/pdf/srhs2022.pdf> (дата обращения 20.04.2022).

Новизна исследования заключается в том, что, во-первых, раскрываются особенности современного этапа общественного воспроизводства, формирующегося под воздействием ESG-трансформации и перехода к шестому технологическому укладу. Во-вторых, рассмотрены динамика глобального рынка ESG-заимствований и эволюция подходов инвесторов к выбору объекта инвестирования, что позволило сделать вывод о трансформации инвестиционной политики государств и регионов, а также сферы венчурного капитала в пользу ESG-принципов. В-третьих, обзор глобальных венчурных инвестиций позволил выявить причины всплеска венчурных инвестиций в Индии, констатировать повышенное внимание инвесторов к ESG в Великобритании. В-четвертых, выделены ESG-риски в венчурном бизнесе, проблемы и задачи, встающие на пути интеграции ESG в сферу венчурного капитала.

ESG-трансформация как признак нового формата общественного воспроизводства

Процесс общественного воспроизводства, протекающий одновременно на различных уровнях экономики (мега-, макро-, мезо-, микро-, наноуровне), имеет нелинейный характер движения, но развивается под воздействием научно-технического прогресса, накапливая и используя прошлый опыт [Корняков 2000; Солдатова 2009]. Гиперразвитие финансового капитала усугубило противоречивые последствия технологического прогресса, в связи с чем требуется переосмысление плана «путей развития современного экономического общества, понимания необходимости корректировки модели, построенной на принципах выгоды, прибыли как цели деятельности и собственности как базовом инструменте достижения этой цели, и ведущей к драматическому расслоению общества, росту бедности и нищеты» [Бодрунов 2021, 23].

Для понимания происходящих процессов и формирования образа будущего целесообразно обратить взгляд в прошлое. В двадцатом веке произошли как минимум два фундаментальных разворота в общественном развитии: начало века ознаменовалось появлением государства, провозгласившего и воплотившего в жизнь социалистический способ производства; конец — отказом от этого типа производства и ориентацией «вектора общественного развития в обратном направлении: от социализма к капитализму» [Солдатова 2021, 16]. Государства, некогда составлявшие социалистический блок, выбрали в качестве пути развития независимость и рыночные реформы. В глобальном пространстве сложились две базовые модели рыночной экономики: либеральная и социально ориентированная. Концепция социального государства появилась как «проявление разочарования в либеральной модели управления экономикой» и обеспечила качественный рост «фактора труда как важнейшего условия роста общественного производства» [Павленко 2021, 7]. Например, в Германии в начале 2000-х более 40% граждан получали трансферты от государства, составляющие существенную часть дохода [Sinn 2005]. Несмотря на существенные различия, обе модели стали воплощением последней стадии капиталистической общественно-политической формации — государственно-монополистической, при которой расширенное глобальное воспроизводство формируется в вертикально-горизонтальном формате.

В начале XXI века стали активно формироваться процессы, деструктивно характеризующие выбранные экономические модели. Это проявилось в глобальном кризисе 2008 г. и беспрецедентном сжатии финансового пузыря: за период с апреля 2007 г. по январь 2009 г. потери капитализации 15 крупнейших банков составили около 65%, например Citi и RBS утратили до 93% и 96% капитализации соответственно [Довбий 2010]. Масштабные программы финансовой поддержки национальных экономик, принятые государствами всех стран (например, США — \$787 млрд, Китай — \$580 млрд), были направлены на финансирование крупных инвестиционных

проектов, «способствуя тем самым, как преодолению кризисных явлений, так и обновлению производительного капитала, и улучшению общих условий общественного воспроизводства» [Варнавский 2019, 2239]. Ежегодное сокращение темпов ВВП на душу населения в развитых странах в 2010-е по сравнению с 1990-ми почти в двое объясняется проведенной деиндустриализацией — выведением энерго- и материалоемких производственных звеньев в развивающиеся страны при расширении и усложнении глобальных цепочек добавленной стоимости (ГЦДС). Правительствами развивающихся государств, конкурирующими за участие в цепочках добавленной стоимости, предпринимались меры для привлечения инвестиций в развитие местного производства. Кризис 2020 года ударил по глобальным цепочкам добавленной стоимости, разорвав крупнейшие и породив «экономический национализм». Дальнейшая трансформация ГЦДС возможна, по мнению ученых, в трех направлениях: глобализация (с поиском резервных контрагентов), миграция (с замещением контрагентов), локализация (решоринг производств и повышение контроля над цепочкой)². Сложившаяся экономическая ситуация стала «следствием накопленных критических факторов самой системы экономического мироустройства, в основе проявления которых — кризис общественного воспроизводства и неуправляемость экономическими процессами» [Нешитой, Иванов 2022, 11].

Трансформация мировой экономики последних десятилетий коренным образом изменила воспроизводственный процесс, традиционно охватывающий два вида воспроизводства: общественного продукта и человеческого рода. Исходя из этого положения, к числу особенностей формирующегося нового типа общественного воспроизводства, наряду с Индустрией 4.0, цифровизацией, декарбонизацией, протекционизмом, санкциями и проч., не претендуя на полноту, можно добавить следующие:

Во-первых, завершается эволюционный этап капиталистической общественно-экономической формации. Об этом свидетельствует предложенная в 2020 г. на Давосском форуме система «капитализма заинтересованных сторон», или stakeholder capitalism, состоящая в том, что «капитализм в нынешнем виде представляет угрозу для устойчивого развития общества... извлечение прибыли любой ценой необходимо поставить вне закона». Вместо традиционного показателя темпа роста ВВП «заинтересованным капиталистом» следовало применять альтернативный показатель среднего дохода на душу населения³. Высказывается также предположение, что «в развитых капиталистических странах мира начинается зарождение первого этапа ранней стадии социализма» [Солдатов 2021, 23].

Во-вторых, экономическая и трудовая миграции меняют режим естественного воспроизводства и воздействуют на архитектуру политических отношений. В основном преобладает миграционный поток из развивающихся стран в развитые, где рынок труда более диверсифицирован. Предполагается, что именно по такой модели будет прирастать численность населения и развиваться рынок труда Германии, США, ОАЭ, Российской Федерации. Пандемия COVID-19 количественно и качественно скорректировала миграционные потоки и поставила правительства многих государств перед необходимостью решения гуманитарных вызовов, связанных с безработицей и падением доходов. В 2021 году международная миграция составила 281 миллион человек — 3,6% глобального населения; внутригосударственная — 740 млн⁴.

² Глобальные цепочки добавленной стоимости в новых условиях: риски и возможности для России // ВШЭ [Электронный ресурс]. URL: <https://www.hse.ru/mirror/pubs/share/382610423.pdf> (дата обращения 20.04.2022).

³ От Ленина до Трампа: кого и зачем собирает Давос // Рамблер [Электронный ресурс]. URL: <https://finance.rambler.ru/economics/43534206-ot-lenina-do-trampakogo-i-zachem-sobiraet-davos/> (дата обращения: 17.04.2022).

⁴ Международная миграция в период COVID-19. Научный дайджест №2. 2022 // ВШЭ [Электронный ресурс]. URL: https://www.hse.ru/data/2022/02/25/1752487370/Human_Capital_NCMU_Digest_7_International_Migration_and_Covid-19_2022.pdf?ysclid=15bt5cd4hb99783012 (дата обращения: 12.04.2022).

В-третьих, главным стержнем государственно-монополистического капитализма стали транснациональные компании и транснациональные банки с годовыми оборотами, кратно превышающими бюджеты некоторых государств, навязывающие «материальному глобальному производству переход от эпохи стоимостной экономики к эпохе постстоимостной» и от «межотраслевого вертикально-горизонтального принципа производства крупнейших ТНК к новой, сетевой организационной структуре» [Солдатова 2021, 18–20]. При сетевой организации внутрипроизводственных процессов ТНК вытесняются рыночные механизмы, снижается значимость понятий прибыли, равновесной цены, конкуренции. Научно-исследовательские компании (малые и крупные) жестко инкорпорируются в эти структуры, что позволяет, с одной стороны, быстро внедрять все инновационные технологии и продукты, а с другой — применять нестоимостную мотивацию труда.

В-четвертых, мировой воспроизводственный процесс выстраивается в формате глобальных цепочек добавленной стоимости. Развитие сетевых организационных форм позволило фрагментировать пространственное размещение технологически сложных товаров, увязать в неделимый производственный цикл значительное число неравных по экономическому потенциалу и роли участников, вынуждая правительства стран мира интегрировать национальные экономики в глобальное воспроизводство. Доля глобальных цепочек добавленной стоимости в валовой добавленной стоимости к началу 2020-х составила 58%, что повышает уязвимость национальных экономик и побуждает правительства государств включаться в «конкурентную борьбу за локализацию на своей территории наилучших, связанных с созданием наибольшего объема добавленной стоимости мест в цепочке» [Шамрай, Леднева 2015, 115].

В-пятых, создание наднациональных органов регулирования в различных сферах (миграции, здравоохранения и проч.) приводит к тому, что новым проявлением глобализации становится «глокализация» воспроизводства, отражающая процесс формирования межгосударственных (региональных) экономических группировок. Перед правительствами государств стоит задача максимизации доли добавленной стоимости национальными компаниями.

Таким образом, общественное воспроизводство трансформируется. Важнейшим фактором развития системы общественного воспроизводства являются инвестиции, обеспечивающие целевое развитие, выполняющие структурообразующую функцию и отражающие эффективность общественного производства. В условиях мирового структурного кризиса, получившего название «идеальный шторм», большинство сегментов глобальной экономики будут перестроены в соответствии с принципам ESG, отражающими требования устойчивого социо- (S), эколого-экономического (E) развития и ответственного управления (G) [Яковлев, Кабир 2018], и существенно зависеть от совершенно нового феномена — «устойчивых» финансов⁵.

⁵ Climate change and financial stability // ECB [Электронный ресурс]. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201905_1~47cf778cc1.en.html#toc3 (дата обращения 20.04.2022).

Венчурный капитал в структуре устойчивых финансов

Изначально узкоспециализированная сфера «устойчивых» финансов (Sustainability loans, SL), направленность которых была ориентирована на Цели устойчивого развития и соответствовала принципам ESG, расширилась и превратилась в глобальный инвестиционный фокус со сложной структурой, достигнув в 2021 году 1,052 млрд (Рисунок 1), в том числе:

- «зеленые» облигации (Greenbonds) и «зеленые» кредиты (Greenloans) — \$ 680 млрд;
- ориентированные на цели устойчивого развития кредиты и облигации (Sustainability-Linked Bonds, Sustainability-linked Bonds) — \$ 220 млрд;
- облигации устойчивого развития (Sustainability Bonds) — \$ 220 млрд, и социальные облигации (Social Bonds) — \$ 210 млрд⁶.

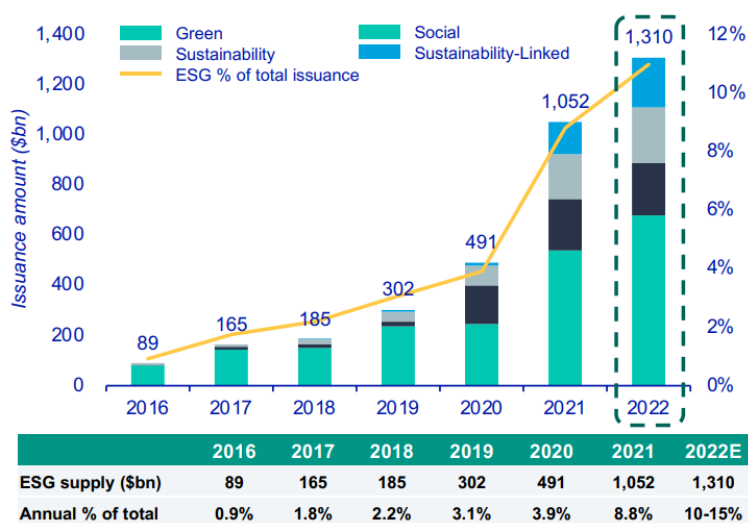


Рисунок 1. Глобальный рынок ESG-заимствований⁷

Стремительный рост рынка ESG-заимствований подтверждает потенциальный вклад в финансирование энергоперехода и целей устойчивого развития. Инвесторы все в большей мере отходят от оппортунистического рынка, ориентированного на прибыль, и отдают предпочтение стратегически ориентированному на ESG. Компании получают репутационные выгоды, начиная свое движение к декарбонизации⁸.

Лидерами по продвижению ESG, климатической повестки и энергоперехода в сферу инвестиций выступили англо-саксонские страны. Крупные компании и финансовые структуры стали активно встраивать в свои корпоративные стратегии элементы достижения ЦУР. Аналогичная задача встала и перед инкорпорированными в данные структуры малыми инновационными компаниями. Группа Лондонской фондовой биржи (The London Stock Exchange Group) проводит работу по продвижению ESG и раскрытию информации о климате для инвесторов, для чего было выпущено руководство по отчетности о климате.

Концепция устойчивого развития, расширившись на финансовый сектор, обозначила появление нового типа рисков — климатических и ESG-рисков — и необходимость их учета при формировании портфелей финансовых активов и кредитных портфелей. Одновременно

⁶ ESG 2022 Outlook. 3 Themes Driving Capital Flow // DB [Электронный ресурс]. URL: <https://www.db.com/files/documents/2022/01-JAN/ESG-Capital-Markets-2022-Outlook.pdf> (дата обращения: 14.04.2022).

⁷ Источник: ESG 2022 Outlook. 3 Themes Driving Capital Flow. P. 5 // DB [Электронный ресурс]. URL: <https://www.db.com/files/documents/2022/01-JAN/ESG-Capital-Markets-2022-Outlook.pdf> (дата обращения: 14.04.2022).

⁸ Sustainable Bonds Insight 2022 // Environmental Finance [Электронный ресурс]. URL: sustainable-bond-insight-2022.pdf (environmental-finance.com). (дата обращения: 14.04.2022).

возросла значимость экологических и социальных факторов и необходимость их учета в системах управления и бизнес-моделях не только кредитно-финансовых учреждений, но и компаний и корпораций, претендующих на получение инвестиций. ESG-факторы стали рассматриваться не только как инструмент инвестиционной оценки, но и как полезный инструмент стратегического управления, повышающий потенциал долгосрочной конкурентоспособности, финансовой и рыночной устойчивости.

Все более стало проследиваться отступление от ортодоксальной идеологии, согласно которой субъект «всегда предпочтет больший денежный доход меньшему и меньший убыток (в денежном выражении) — большему» [Парсонс 2000, 331]. Произошел постепенный отход от сформулированной М. Фридманом концепции «корпоративного эгоизма», при котором ответственность бизнеса не должна расширяться за пределы экономической роли предпринимательства — максимизации прибыли, за которую на руководителе корпорации лежит ответственность перед собственниками⁹, а социальная ответственность должна быть соизмерима с их социальной властью [Davis 1960]. Произошел отход от позиции, что в рыночной экономике корпоративные социальные расходы не могут носить добровольный характер, а выражают корыстные интересы топ-менеджмента по повышению своего престижа [Manne, Wallich 1972]. После появления принципов социальной ответственности [Swanson 1999] стали развиваться теории и концепции, обосновывающие важность согласования интересов и нужд стейкхолдеров (stakeholder) [Freeman 1984; Clarkson 1995]; модели корпоративной социальной ответственности (The Corporate Social Performance Model) и подходы, объединяющие принципы, процессы и результаты социального поведения [Wood 1991], а также экономические, правовые и этические аспекты бизнеса [Schwartz, Carroll 2003]. Процессы, начавшиеся с 2010-х, привели к формированию «новой нормальности» (new normal)¹⁰, принятию Целей устойчивого развития и климатических соглашений, обозначив начавшийся ESG-переход, охватывающий все уровни социально-экономического управления (наднационального, государственного, корпоративного) и все сферы общественного производства.

Таким образом, «парадигма инвестирования стала изменяться под воздействием усиливающихся регуляторных требований в сочетании с возросшей осведомленностью общества и спросом инвесторов на ESG», а внедрение ESG-принципов в широком смысле стала означать «трансформацию инвестиционной политики регионов и целых государств и становится условием включения компаний и корпораций в глобальные цепочки создания стоимости» [Довбий и др. 2022, 79–80].

ESG-трансформация, охватившая сферу инвестиций, подвела венчурный бизнес к необходимости выбора стартапов, ориентированных на цивилизационные ценности. В условиях меняющейся воспроизводственной картины мира и под давлением климатической и ESG-повестки перед венчурными инвесторами и венчурными капиталистами встал вопрос о необходимости «проводить ту политику, принимать те решения или следовать тем направлениям действий, которые желательны с точки зрения целей и ценностей общества» [Bowen 1953]. Поскольку если корпоративными лидерами не будут удовлетворяться социальные ожидания, то государство само может и будет регулировать данные процессы [Pollman 2019].

⁹ Friedman M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // The New York Times [Электронный ресурс]. URL: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (дата обращения: 06.04.2022).

¹⁰ Krugman P. On Economic Arrogance // The New York Times [Электронный ресурс]. URL: <https://www.nytimes.com/2017/02/20/opinion/on-economic-arrogance.html> (дата обращения: 12.04.2022).

Перед управляющими венчурными фондами встала проблема анализа условий и факторов, при которых осуществляется внедрение ESG-принципов в сферу его воспроизводства. Необходимость ESG-трансформации индустрии венчурного капитала обусловлена пониманием того, что управление компанией на ранней стадии определяет выбор других инвесторов по инвестиционной цепочке: позитивная культура, ценности и модели должны укорениться на ранней стадии развития компании.

Глобальная экосистема венчурного финансирования пережила пандемию без серьезных потерь, быстро обретая устойчивость. Меры государственной поддержки, предпринятые в Европейском союзе, позволили венчурной индустрии быстро восстановиться после первой волны COVID, сопровождавшейся сильным снижением инвестиционных ожиданий осенью 2020 года. Однако последующая рецессия обострила структурные проблемы, связанные с расширением финансирования и «выходом» венчурных капиталов. Ключевую роль в развитии и процветании европейской венчурной экосистемы стали играть как новые финансовые, так и креативные политические решения¹¹.

Последствия кризиса по-разному отразились на компаниях, поддерживаемых венчурным капиталом, в зависимости от сферы, на которой специализируется портфельная компания. К началу 2022 года европейский венчурный рынок восстановил свою активность после пандемии. Хотя ряд проблем по-прежнему оказывают серьезное давление на венчурный рынок, препятствуя «более активному продвижению молодых инновационных предприятий с высоким потенциалом роста»¹².

По данным KPMG, величина глобальных венчурных инвестиций за 2021 год составила \$671 млрд (38644 сделки), практически в два раза превысив уровень 2020 года — \$347 млрд (31623 сделки). В региональном разрезе удвоение венчурных инвестиций произошло в Северной и Южной Америке, составив \$361 млрд (17449 сделок) против \$175 млрд (13600 сделок) предшествующего года; в Европе — соответственно \$123 млрд (9710 сделок) против \$54 млрд (8968 сделок); в Азиатско-Тихоокеанском регионе — \$181 млрд (10498 сделок) против \$116 млрд (8385 сделок). Важным фактом стала величина глобальной медианной сделки, достигшей \$1 млрд и увеличившейся также вдвое¹³.

Консалтинговая компания Bain & Company оценивает глобальные прямые (PE) и венчурные (VC) инвестиции 2021 года в \$690,0 млрд (Рисунок 2). В страновом разрезе больше всего объемы венчурного финансирования увеличились в Индии — в 3,8 раза, США — 1,9, Китае — 1,3. Примечательно, что доля Индии в совокупном венчурном финансировании возросла с 3% до 5,6%¹⁴.

¹¹ EIF Venture Capital Survey 2021: Market sentiment // EIF [Электронный ресурс]. URL: https://www.eif.org/news_centre/publications/eif_working_paper_2021_74.pdf (дата обращения: 14.04.2022).

¹² Там же.

¹³ Venture Pulse Q4 2021. Global analysis of venture funding // KPMG [Электронный ресурс]. URL: <https://www.kpmg.us/insights/2022/venture-pulse-q4-2021.html> (дата обращения 21.04.2022).

¹⁴ India Venture Capital Report 2022 // Kalaari [Электронный ресурс]. URL: <https://www.kalaari.com/wp-content/uploads/2022/04/Bain-India-VC-2022.pdf> (дата обращения 21.04.2022).

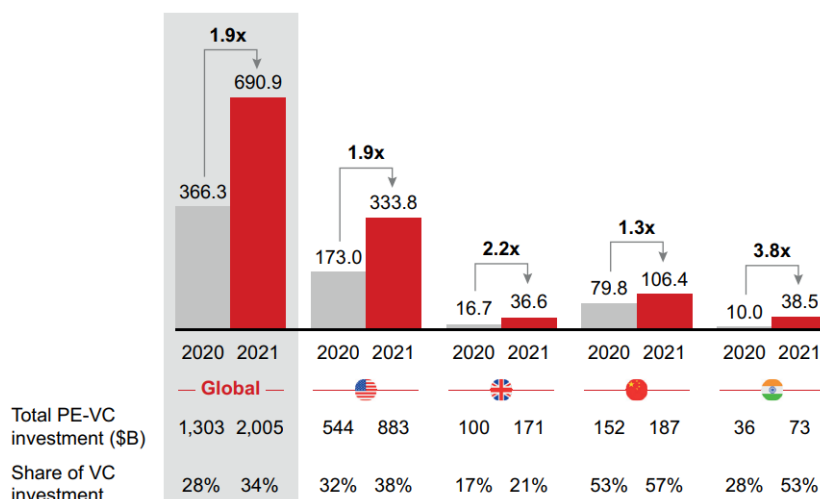


Рисунок 2. Обзор глобальных венчурных инвестиций (млрд долл.)¹⁵

Рост венчурных инвестиций связывается с ожидаемым небывалым экономическим ростом в Индии, обусловленным «идеальным штормом талантов, капитала, инфраструктуры, глубины спроса». Венчурный инвестиционный импульс стал возможен при совпадении ряда ключевых событий:

- развитая цифровая инфраструктура, сформированная за последние годы, благодаря «платформизации» обеспечивает широкие возможности в различных секторах, дешевый и повсеместный доступ к данным;
- увеличение глубины цифровых инноваций и зрелость экосистемы стартапов, дополнительно подкрепляемой растущей базой квалифицированных специалистов в области цифровых технологий;
- укрепление доверия инвесторов, подкрепленного смягчением правил и зрелостью портфелей для стимулирования «выхода»; изменение в регулировании обеспечило возможности для IPO высокотехнологичных компаний;
- усиление неопределенности в Китае в отношении регулирования деятельности технологических компаний (fintech и edtech) способствовало перенаправлению капитала из Китая в Индию¹⁶.

В Индии наблюдается повышенное внимание инвесторов к ESG: в 2021 г. активы под управлением тематических фондов ESG возросли до \$650 млн против \$275 млн предшествующего года¹⁷. Однако в числе пионеров по продвижению климатической и ESG-повестки в сферу венчурного бизнеса выступает Великобритания, где применительно к венчурному капиталу выработаны новые регламенты, раскрывающие соответствие Целям устойчивого развития и требования по отчетности, связанной с климатом. Действие регламентов должно начаться с 2023 года применительно ко всем участникам Британской ассоциации прямых и венчурных инвестиций (BVCA), инвестирующим более чем в 5000 британских

¹⁵ Источник: India Venture Capital Report 2022. P. 7 // Kalaari [Электронный ресурс]. URL: <https://www.kalaari.com/wp-content/uploads/2022/04/Bain-India-VC-2022.pdf> (дата обращения 21.04.2022).

¹⁶ India Venture Capital Report 2022 // Kalaari [Электронный ресурс]. URL: <https://www.kalaari.com/wp-content/uploads/2022/04/Bain-India-VC-2022.pdf> (дата обращения 21.04.2022).

¹⁷ ESG focus will help drive growth for Indian technology firms: Report // The Economic Times [Электронный ресурс]. URL: https://economictimes.indiatimes.com/tech/technology/esg-focus-will-help-drive-growth-for-indian-technology-firms-report/articleshow/88827097.cms?utm_source=contentofinterest&utm_medium=text&utm_campaign=cpps (дата обращения 24.04.2022).

компаний и позиционирующим свою приверженность вопросам устойчивости и климата, сосредоточенным на измерении ESG-рисков, управлении ими и реагировании на возможные риски. Члены BVCA участвуют в различных инициативах по декарбонизации и смягчению последствий изменения климата (например, iCI, IIGCC и Ceres¹⁸)¹⁹.

На повестке дня регулирующих органов стоит продвижение ESG в рамках венчурного финансирования, что решается через такие структуры, как Venture ESG и ESG_VC²⁰. Компания ESG_VC создала систему сравнительного анализа эффективности ESG в стартапах: соответствие компании 48 показателям, сопоставляемым с 14 экологическими, 17 социальными, 18 управленческими целевыми результатами. Оценка проводится в диапазоне от одной до четырех звезд по трем направлениям ESG — экологическому, социальному, управленческому. Анализ данных ESG от 225 компаний по ключевым стадиям (от стадии Pre-seed до Series C+) и по ключевым секторам (E, S, G) показал, что по мере роста масштабов показатели ESG улучшаются (Рисунок 3).

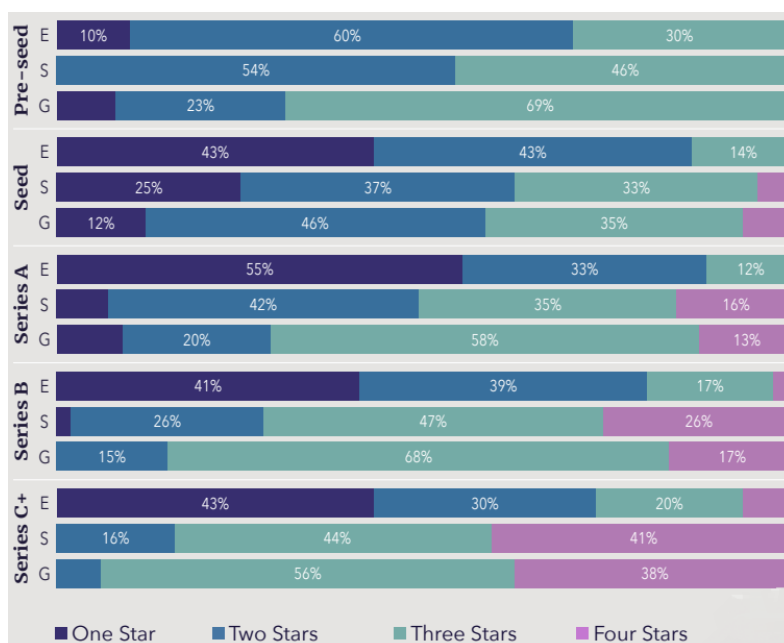


Рисунок 3. Диапазон результативности ESG по этапам²¹

Существенный импульс по мобилизации венчурного капитала в проекты Net Zero²² и переходу к низкоуглеродному режиму должна придать прошедшая в Лондоне Климатическая конференция COP26. Ожидается, что венчурный капитал должен сыграть существенную роль в энергетике и транспорте, выводя климатические технологии на рынок. Ожидается, что в Великобритании 40% сокращения выбросов будет обеспечиваться технологиями, внедренными

¹⁸ Initiative Climat International (iCI) — международная климатическая инициатива, поддерживаемая Принципами ответственного инвестирования (PRI), включает порядка 90 частных инвестиционных компаний с активами в управлении \$700 млрд; Institutional Investors Group on Climate Change — группа институциональных инвесторов по изменению климата, европейский орган для сотрудничества инвесторов в области изменения климата; Ceres Investor Network on Climate Risk and Sustainability — сеть инвесторов Ceres по климатическим рискам и устойчивости объединяет около 200 институциональных инвесторов с активами в управлении более \$47 трлн.

¹⁹ ESG and Responsible Investment // BVCA [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/ESG-and-Responsible-Investment> (дата обращения 21.04.2022).

²⁰ Venture ESG — некоммерческая организация, сообщество 157 фондов, продвигающая внедрение ESG в сферу венчурного финансирования, предоставляющая венчурным фондам рекомендации, ресурсы, здания и доступ к экспертным знаниям; ESG_VC — консалтинговая структура, сообщество 100 венчурных фондов, предоставляющая компаниям ранних стадий тренинги по вопросам измерения выбросов CO₂, внедрения практик в области экологии и защиты окружающей среды; инвесторам — оценку ESG-эффективности портфелей и формирование ESG-отчетности.

²¹ Источник: Enabling Start-ups to Measure and Improve ESG Performance. P. 4 // ESG_VC [Электронный ресурс]. URL: https://www.esgvc.co.uk/wp-content/uploads/2022/03/ESG_VC_Report_2022.pdf (дата обращения 27.04.2022).

²² Net Zero — декарбонизация, достижение чистого нуля к 2050 г. (нулевые выбросы CO₂).

за счет венчурного финансирования. Объем венчурных инвестиций в компании ранних стадий, занимающиеся климатическими технологиями, возросло с \$418 млн в 2013 г. до \$16,1 млрд в 2019 г., рост составил более 3750%²³.

Имплементация ESG-повестки в сферу венчурного капитала

Несмотря на оптимизм в части инкорпорации ESG-принципов в индустрию венчурного капитала, формальная стандартизированная процедура не выработана: имеет место путаница в отношении того, как ESG должно быть внедрено в венчурное пространство. Имеется мнение, что «существующие определения и области применения ESG были разработаны с учетом потребностей институциональных и публичных инвесторов», однако «определения и рамки, которые работают для публичных компаний, не подходят для целей венчурного капитала»²⁴.

Кроме того, существуют опасения, что «венчурные инвестиции потенциально могут быть невероятно разрушительными для экономики и общества в целом и могут быть подвержены целому ряду рисков ESG со значительными последствиями»²⁵. Например, разработка технологий распознавания образов и лиц, сбор данных и маркетинг могут нести в себе социальные риски (social risks), связанные с нарушением конфиденциальности и прав человека. Плохое управление (governance risks) может быть обусловлено дискриминацией и предвзятостью, неравенством в доходах. Климатические риски (climate-related risks) связаны с энергопотреблением блокчейн-технологий и криптовалют. При этом, по данным компании PWC, за период 2013–2019 г. в пять раз выросли венчурные сделки в области климатических технологий²⁶.

ESG-риски в венчурном бизнесе могут быть обусловлены следующими факторами:

- инкорпорация ESG может рассматриваться венчурным капиталистом как возможность повысить собственный рейтинг, что порождает скептицизм по поводу ее ценности;
- излишний оптимизм при выборе ESG-ориентиров может натолкнуться на недостаток ресурсов для достижения принятых венчурной компанией обязательств;
- ответственность за соответствие ESG-принципам возлагается на сотрудников, которые осуществляют связь с инвесторами, но не влияют на принятие инвестиционных решений, следствием чего реальные действия становятся незначительны.

Чтобы избежать ситуации, когда «прогресс фонда или компании в вопросах ESG с течением времени несет в себе риск потери содержания ESG, основанного на ценности» и «может легко превратиться в упражнение для галочки, а не в ценностный подход ко всем процессам фонда или компании»²⁷, было раскрыто содержание всех трех компонент применительно как к фонду, так и уровню стартапа (Таблица 1).

²³ Achieving Net Zero. Private equity and venture capital can play an outsized role in the economic transition that is unfolding. What progress is the industry making? // BVCA [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/Documents/Media/Journal/BVCA-Journal-Autumn-2021.pdf> (дата обращения 28.05.2022).

²⁴ Lenhard J., Lutz E. What ESG means for venture capital // Squarespace [Электронный ресурс]. URL: <https://static1.squarespace.com/static/612443c0742cee5ec50528df/t/6227d2e1f9467356249c9d9b/1646777058568/VentureESG+Whitepaper+%231+-+ESG+in+VC+.pdf> (дата обращения 30.04.2022).

²⁵ Responsible investment in venture capital // PRI [Электронный ресурс]. URL: <https://www.unpri.org/download?ac=15607> (дата обращения: 02.05.2022).

²⁶ The bright new age of venture capital // The Economist [Электронный ресурс]. URL: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/11/23/the-bright-new-age-of-venture-capital/21806438> (дата обращения 06.04.2022).

²⁷ Lenhard J., Lutz E. What ESG means for venture capital // Squarespace [Электронный ресурс]. URL: <https://static1.squarespace.com/static/612443c0742cee5ec50528df/t/6227d2e1f9467356249c9d9b/1646777058568/VentureESG+Whitepaper+%231+-+ESG+in+VC+.pdf> (дата обращения 30.04.2022).

Таблица 1. Определение ESG для десяти проблемных областей²⁸

Компоненты ESG	Содержание
Экологическая (Environmental)	Непосредственное экологическое воздействие (область применения 1): влияние деятельности фонда или стартапа, например использование энергии в офисах или деловых поездках.
	Косвенное экологическое воздействие (область применения 2): влияние товаров / услуг, приобретенных в рамках деятельности фонда или стартапа, например какой тип электроэнергии используется, углеродный след заказа продуктов питания для деловой встречи.
	Экологическое воздействие положительное/отрицательное (область применения 3): влияние других компаний, с которыми сотрудничает фонд или стартап, например инвесторов, клининговых служб, поставщиков и т.д.
Социальная (Social)	Разнообразие, равенство и инклюзивность (DEI), например разнообразный найм и продвижение по службе, равная оплата труда, отпуск по уходу за ребенком.
	Команда и рабочая среда, например борьба с домогательствами, льготы, управление производительностью / справедливая обратная связь.
	Ответственный дизайн продукта, например непреднамеренные последствия, инклюзивность / доступность продуктов.
	Система снабжения (где применимо), например воздействие цепочки поставок (социальное / экологическое), дестабилизация и нарушение работы.
Управленческая (Governance)	Корпоративное управление, например независимый совет директоров, прозрачная отчетность, собственность.
	Нормативно-правовые акты, например соблюдение трудового и налогового законодательства, права человека.
	Безопасность и конфиденциальность данных / методы обработки данных, например сбор / хранение / управление данными.

Таким образом, ESG предполагает внедрение практик по всей цепочке создания стоимости венчурного капитала, от принятия инвестиционных решений (в рамках due diligence) до управления фондами и управления портфелем, и требует постоянного размышления о влиянии венчурного капитала на все заинтересованные стороны: акционеров (LP), сотрудников стартапов, природу и общество в целом.

На пути массового внедрения ESG встают следующие проблемы:

- на ранних стадиях венчурного бизнеса перед компанией стоит задача роста «любой ценой», а ESG-аспекты не являются существенными;
- при наличии дружественных связей между венчурной компанией и инвестором наличие ESG может не играть никакой роли;
- венчурные компании, инкорпорировавшие ESG, иногда считаются трудными для управления, поскольку, во-первых, это может быть сложной задачей для венчурных капиталистов; во-вторых, нет гарантий того, что они будут управляться соответствующим образом с самого начала.

Включение целей ESG в венчурный процесс — совершенно новая задача, требующая от венчурных капиталистов развития навыков отбора и проверки, готовности переосмысления моделей оценки, переработки условий включения вопросов ESG в процесс управления венчурным бизнесом. Интеграция ESG-принципов сопряжена с рядом ключевых проблем:

- необходима разработка конкретных практических инструментов, а также схем измерения и сравнительного анализа ESG-эффективности в двух контекстах: создания стоимости и снижения рисков;

²⁸ Источник: Lenhard J., Lutz E. What ESG means for venture capital. P. 5 // Squarespace [Электронный ресурс]. URL: <https://static1.squarespace.com/static/612443c0742cee5ec50528df/t/6227d2e1f9467356249c9d9b/1646777058568/VentureESG+Whitepaper+%231+-+ESG+in+VC+.pdf> (дата обращения 30.04.2022).

- прежде, чем внедрять ESG в практику стартапов, венчурные капиталисты должны подтвердить интеграцию целей ESG в собственные операционные модели, чтобы быть примером и влиять на деятельность новых инновационных бизнесов;
- перед венчурными капиталистами встает задача нахождения способов поддержки стартапов, чтобы обеспечить полноценное включение факторов ESG. Задача осложняется, во-первых, существенными ограничениями финансовых ресурсов и человеческого капитала, величиной затрат на измерение, мониторинг и отчетность по факторам ESG, которые для молодого бизнеса многократно превышают аналогичные затраты в зрелых компаниях; во-вторых, для стартапов характерна неустойчивость бизнес-моделей в силу их развития и роста, в связи с чем постановка твердых целей ESG затруднена²⁹.

Первоочередное внимание венчурных капиталистов обращается на выбор и проверку инвестиций как по традиционным критериям (команда, рынки, продукты, уровень инноваций, условия сделки), так и по факторам ESG в контексте снижения рисков и использования потенциала роста. Это касается не только этапа должной осмотрительности, но и разных этапов роста стартапа. При этом оценивается соответствие бизнес-модели венчурной компании задачам решения ESG-проблем в соответствующей отрасли; уникальность и инновационность стартап-решения для достижения задач роста при обеспечении ESG-эффектов; возможность учета текущих тенденций ESG и возможность копирования лучших практик³⁰.

Оценка должна характеризовать степень социального и экологического воздействия на общество в краткосрочной и долгосрочной перспективе, величину синергетического роста финансовых результатов, величину будущей стоимости ESG-ориентированного стартапа. В качестве инструментов оценки целесообразно использовать бенчмаркинг и сопоставимые мультипликаторы, что в целом подразумевает создание информационной базы данных об ESG-ориентированных стартапах. Важным моментом является выбор ESG-приоритетов, которые должны быть применительно к каждому конкретному стартапу эффективны, создавать ценность, не быть бременем, учитывать отраслевую специфику. Таким образом, ESG-ориентированность венчурной компании или венчурного фонда может стать источником конкурентного преимущества³¹.

Инвестиционная деятельность венчурных компаний, отвечающая ESG-критериям, наиболее активна в Северной Европе, Великобритании, Франции. Степень интеграции ESG зависит от этапа инвестирования: на более зрелых этапах доступно больше информации, больше ресурсов и опыта персонала для разработки официальных процедур ESG, что позволяет формировать ESG-отчетность и интегрировать ESG-критерии в инвестиционные решения.

Выводы

В глобальной экономике наблюдается трансформация общественного воспроизводства в соответствии с ESG-принципами, и особая роль в данном процессе отводится «устойчивым» финансам и венчурному капиталу. За последние несколько лет наблюдалось кратное увеличение венчурных инвестиций в мире, лидерами стали Индия и Великобритания. Сфера инвестиций преобразуется в соответствии с ESG-принципами.

²⁹ How VCs Can Help Startups Set (and Meet) ESG Goals // Harvard Business Review [Электронный ресурс]. URL: <https://hbr.org/2022/01/how-vc-can-help-startups-set-and-meet-esg-goals> (дата обращения 21.04.2022).

³⁰ Там же.

³¹ Там же.

Несмотря на растущую приверженность инвесторов ESG-критериям, венчурные инвестиции ESG находятся на начальной стадии. ESG-соображения пока не занимают приоритетные позиции в иерархии критериев отбора инвестиций венчурными капиталистами. Одновременно с тем, как рекомендательные нормы по имплементации ESG превращаются в обязательные, возрастают ESG-риски, управление которыми требует от венчурных компаний проведения сбалансированной политики с целью исключения ситуации, когда ценности ESG теряются и принимают декларативный характер.

ESG-политика и эффективность венчурных инвестиций не являются взаимоисключающими, но политика ESG позволяет материализоваться в более высокую доходность инвестиций. Ключевыми препятствиями для ESG-инвестирования являются: ограниченность ресурсов и опыта в вопросах ESG; проблемы с информацией и данными; отсутствие адекватного формата раскрытия ESG-информации от венчурных компаний и трудности ее качественной и количественной оценки. Требуется разработка ключевых показателей, а также общепринятой формализованной структуры и методологии для измерения эффективности ESG и сравнения с данными других компаний.

Список литературы:

Бодрунов С.Д. Энгельс и XXI век: концептуализируя будущее // Вопросы политической экономии. 2021. № 1. С. 22–29. DOI: [10.5281/zenodo.4666045](https://doi.org/10.5281/zenodo.4666045)

Варнавский В.Г. Управление крупномасштабными экономическими системами на фоне ухудшения условий общественного воспроизводства // Сборник трудов XIII Всероссийского совещания по проблемам управления ВСПУ-2019. М.: Институт проблем управления им. В.А. Трапезникова РАН, 2019. С. 2239–2242.

Довбий И.П. Формирование механизма кредитования инновационной деятельности. Челябинск: Издательский центр ЮУрГУ, 2010.

Довбий И.П., Кобылякова В.В., Минкин А.А. ESG-переход как новая парадигма глобальной экономики и устойчивых финансов // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». 2022. Т. 16. № 1. С. 77–86. DOI: [10.14529/em220107](https://doi.org/10.14529/em220107)

Корняков В.И. Воспроизводство как поток единой субстанции: зависимости, модель, объемные структуры. М.; Ярославль: [б.и.], 2000.

Нешитой А.С., Иванов М.Ю. К управлению экономикой: востребованность теории общественного воспроизводства // Инвестиции в России. 2022. № 3 (326). С. 11–15.

Павленко Ю.Г. Политэкономия социального государства в контексте государственного патернализма. М.: Институт экономики РАН, 2021.

Парсонс Т. О структуре социального действия. М.: Академический проект, 2000.

Плотникова Е.П. Венчурный капитал в системе общественного капитала: постановка проблемы // Вестник Оренбургского государственного университета. 2010. № 8 (114). С. 41–46.

Солдатова Р.Н. Прорыв в будущее // Многоуровневое общественное воспроизводство: вопросы теории и практики. 2021. № 20 (36). С. 15–25.

Солдатова Р.Н. Россия на пороге XXI века: выбор пути // Перспективы социально-экономического развития России: возможности выбора третьего пути, возможности гармонии: в 2 т. Иваново: Иван. гос. текст. акад., 2009. Т. 1. С. 88–98.

Шамрай Л.В., Леденева М.В. Глобальные цепочки добавленной стоимости в мировом воспроизводственном процессе // Бизнес. Образование. Право. 2015. № 3. С. 114–120.

Яковлев И.А., Кабир Л.С. Механизм финансирования «зеленых» инвестиций как элемент национальной стратегии финансирования устойчивого развития // Финансовый журнал. 2018. № 3 (43). С. 9–20. DOI: [10.31107/2075-1990-2018-3-9-20](https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-3-9-20)

Bowen H.R. *Social Responsibilities of the Businessman*. New York: Harper and Row, 1953.

Clarkson M. A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance // *Academy of Management Review*. 1995. Vol. 20. Is. 1. P. 92–117.

Cohen R. *IMPACT — Reshaping Capitalism to Drive Real Change*. London: Ebury Press, 2020.

Davis K. Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities? // *California Management Review*. 1960. Vol. 2. Is. 3. P. 70–76. DOI: [10.2307/41166246](https://doi.org/10.2307/41166246)

Freeman R.E. *Stakeholder Management: A Stakeholder Approach*. Marshfield, MA: Pitman Publishing, 1984.

Manne H.G., Wallich H.C. *The Modern Corporation and Social Responsibility*. Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1972.

Pollman E. Quasi Governments and Inchoate Law: Berle's Vision of Limits on Corporate Power // *Seattle University Law Review*. 2019. Vol. 42. P. 617–639.

Schwartz M., Carroll A. Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach // *Business Ethics Quarterly*. 2003. Vol. 13. Is. 4. P. 503–530. DOI: [10.5840/beq200313435](https://doi.org/10.5840/beq200313435)

Sinn H.-W. *Ist Deutschland noch zu retten?* Berlin: Ullstein, 2005.

Swanson D.L. Toward an Integrative Theory of Business and Society: A Research Strategy for Corporate Social Performance // *Academy of Management Review*. 1999. Vol. 24. Is. 3. P. 506–521.

Wood D.J. Corporate Social Performance Revisited // *The Academy of Management Review*. 1991. Vol. 16. Is. 4. P. 691–718.

References:

Bodrunov S.D. (2021). Engels and the Twenty-First Century: Conceptualising the Future. *Voprosy politicheskoy ekonomii*. № 1. P. 22–29. DOI: [10.5281/zenodo.4666045](https://doi.org/10.5281/zenodo.4666045)

Bowen H.R. (1953) *Social Responsibilities of the Businessman*. New York: Harper and Row.

Clarkson M.A (1995) Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*. Vol. 20. Is. 1. P. 92–117.

Cohen R. (2020) *IMPACT — Reshaping Capitalism to Drive Real Change*. London: Ebury Press.

Davis K. (1960) Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities? *California Management Review*. Vol. 2. Is. 3. P. 70–76. DOI: [10.2307/41166246](https://doi.org/10.2307/41166246)

Dovbiy I.P. (2010) *Formirovaniye mekhanizma kreditovaniya innovatsionnoy deyatel'nosti* [Formation of the mechanism of crediting innovation activity]. Chelyabinsk: Izdatel'skiy tsentr YuUrGU.

Dovbiy I.P., Kobylakova V.V., Minkin A.A. (2022) ESG Transition as a New Paradigm of Global Economy and Sustainable Financing. *Vestnik YuUrGU. Seriya «Ekonomika i menedzhment»*. Vol. 16. № 1. P. 77–86. DOI: [10.14529/em220107](https://doi.org/10.14529/em220107)

Freeman R.E. (1984) *Stakeholder Management: A Stakeholder Approach*. Marshfield, MA: Pitman Publishing.

Korniyakov V.I. (2000) *Vosproizvodstvo kak potok yedinoi substantzii: zavisimosti, model', ob'yemnyye struktury* [Reproduction as a flow of a single substance: Dependencies, model, volume structures]. Moscow; Yaroslavl: [without publisher].

- Manne H.G., Wallich H.C. (1972) *The Modern Corporation and Social Responsibility*. Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- Neshitoy A.S., Ivanov M.Yu. (2022) Towards Economic Management: The Demand for the Theory of Social Reproduction. *Investitsii v Rossii*. № 3 (326). P. 11–15.
- Parsons T. (2000) *The Structure of Social Action*. Moscow: Akademicheskii proekt.
- Pavlenko Yu.G. (2021) *The Political Economy of the Social State in the Context of State Paternalism*. Moscow: Institut ekonomiki RAN.
- Plotnikova E.P. (2010) Venture Capital in the System of Capital of Society: Definition of the Problem. *Vestnik Orenburgskogo gosudarstvennogo universiteta*. № 8 (114). P. 41–46.
- Pollman E. (2019) Quasi Governments and Inchoate Law: Berle's Vision of Limits on Corporate Power. *Seattle University Law Review*. Vol. 42. P. 617–639.
- Schwartz M., Carroll A. (2003) Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach. *Business Ethics Quarterly*. Vol. 13. Is. 4. P. 503–530. DOI: [10.5840/beq200313435](https://doi.org/10.5840/beq200313435)
- Shamray L.V., Ledeneva M.V. (2015) Global Added Value Chains in the Global Reproduction Process. *Biznes. Obrazovaniye. Pravo*. № 3. P. 114–120.
- Sinn H.-W. (2005) *Ist Deutschland noch zu retten?* Berlin: Ullstein.
- Soldatova R.N. (2009) Rossiya na poroge XXI veka: vybor puti [Russia on the eve of 21th century: Choosing the way. *Perspektivy sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya Rossii: vozmozhnosti vybora tret'yego puti, vozmozhnosti garmonii: in 2 Vol*. Ivanovo: Ivan. gos. tekst. akad. Vol. 1. P. 88–98.
- Soldatova R.N. (2021) Breakthrough into the Future. *Mnogourovnevoe obshchestvennoe vosпроизводство: voprosy teorii i praktiki*. № 20 (36). P. 15–25.
- Swanson D.L. (1999) Toward an Integrative Theory of Business and Society: A Research Strategy for Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*. Vol. 24. Is. 3. P. 506–521.
- Varnavsky V.G. (2019) Upravleniye krupnomasshtabnymi ekonomicheskimi sistemami na fone ukhudsheniya usloviy obshchestvennogo vosпроизводства [Managing largescale economic systems in the context of worsening conditions of social reproduction]. *Sbornik trudov XIII Vserossiyskogo soveshchaniya po problemam upravleniya VSPU-2019*. Moscow: Institut problem upravleniya im. V.A. Trapeznikova RAN. P. 2239–2242.
- Wood D.J. (1991) Corporate Social Performance Revisited. *The Academy of Management Review*. Vol. 16. Is. 4. P. 691–718.
- Yakovlev I.A., Kabir L.S. (2018) Green Investment Financing Mechanism as an Element of the National Strategy for Sustainable Development Financing. *Finansovyy zhurnal*. № 3 (43). P. 9–20. DOI: [10.31107/2075-1990-2018-3-9-20](https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-3-9-20)

Дата поступления/Received: 30.04.2022