

## 私募基金法律

### 影响力基金，鱼与熊掌亦可兼得

作者：杨李 | 毛怡雯 | 赖倩雯<sup>1</sup>

#### 一、序言

全球最大资产管理公司之一贝莱德集团（BlackRock）的创始人兼首席执行官拉里·芬克（Larry Fink）于 2022 年 1 月发表了 2022 年度致企业 CEO 的公开信<sup>2</sup>，该公开信以“资本的力量”为主题，从财务角度说明了可持续发展议题在未来全球经济领域内的重要性。拉里·芬克在信中表示，全球投资市场亟需完成投资理念的结构性转型，每家企业和每个行业都会在可持续发展议题项下面临转型，而资本则是推动并完成这项变革的强大催化剂。拉里·芬克在公开信中所提及的投资理念已经在过去十余年间成为全球顶尖投资机构所重点关注的投资类别——“影响力投资（Impact Investing）”。影响力投资旨在通过具有人文关怀和可持续发展考量的投资方式，在关注财务回报的同时，以构建更健康的生活、未来的技能、可持续的地球和更强大的社区为投资目标，从而实现投资回报和社会价值的双赢。

根据全球影响力投资网络（Global Impact Investing Network，“GIIN”）相关报告显示，截至 2021 年底，影响力投资的在管资产规模（AUM）已达到 1.164 万亿美元，影响力投资机构数量超过 3349 家。其中，国际领先投资机构 KKR 于 2020 年完成了其全球影响力基金募集，该基金总额达 13 亿美元，致力于投资以提供商业解决方案缓解环境或社会问题为核心业务模式的企业；2021-2022 年间，全球最大的另类资产管理公司之一 TPG 完成其旗下多支影响力基金——睿思基金（The Rise Fund）的募集设立，其中睿思基金二期及睿思气候二期基金募集规模分别达 22 亿美元和 73 亿美元；加拿大资产管理公司 Brookfield 于 2022 年完成了其影响力基金的最终交割，募集金额达到 150 亿美元，系目前全球最大的致力于促进全球向零碳经济转型的私募股权基金；此外，贝莱德集团（BlackRock）亦于 2022 年宣布其影响力基金已募集 8 亿美元，致力于对美国少数族裔及本地社区运营项目的投资。

大量商业资本已相继入场布局其影响力投资蓝图，为全球环境及社会问题提供改善资金。本文将从影响力投资的基本内涵出发，结合国内外私募基金领域影响力投资的实操要点，重点探讨何谓影响力基金、如何衡量及评价影响力基金投资所产生的“影响力”以及设立影响力基金的特殊考量，以为各位市场相关人士提供参考。

<sup>1</sup> 作者特别鸣谢汉坤金融资管部李珣律师对本文写作提出的宝贵意见。

<sup>2</sup> 详见：<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>。

## 二、何谓影响力基金（Impact Fund）

### （一）影响力投资 — 双底线投资

#### 1. 源起及要素

影响力投资的原始雏形最早可追溯至 18 世纪。彼时的宗教团体开始将投资与其道德信仰结合，杜绝投资与奴隶贸易、战争、走私、酒精、烟草和赌博等相关的行业，并提出了“道德投资”这一概念。随后至 20 世纪下半叶，伴随着战争、工业灾害、自然环境破坏等社会问题的日益突出，投资者开始将社会责任作为考量因素纳入投资决策中，以避免投资于可能会对社会产生负面影响的企业，“社会责任投资（Socially Responsible Investment）”应运而生。发展至 21 世纪，为更好地保护生态环境、改善人类社会问题，国际社会开始致力于构建一个“资本向善”的全球投资环境。联合国原秘书长安南提出了将传统投资方法与环境、社会和公司治理（ESG）相结合的可持续投资（Sustainability Investment），并于 2006 年发布了《联合国负责任投资原则》（United Nations Principles for Responsible Investment，“PRI”）。PRI 确立了将 ESG 纳入投资分析和决策的六项投资原则。投资者通过签署该原则加入 PRI，并承诺致力于负责任和可持续的投资决策。截至 2022 年 12 月，根据 PRI 官网公布的数据，PRI 的签署机构已达到 5,279 家，签署机构管理的资产规模超过 120 万亿美元。

在经过了道德投资、社会责任投资、可持续投资的演变后，“影响力投资”这一概念最早由洛克菲勒基金会（Rockefeller Foundation）在 2007 年的一次会议上正式提出。随后，洛克菲勒基金会在与摩根士丹利联合发布的《影响力投资：新兴的资产类别》中将影响力投资正式定义为一种新兴的投资类别，倡导资本通过有经济效益的投资来做公益，将其界定为介乎于传统商业投资和慈善事业之间的一种投资谱系。

影响力投资以义利并举为其独有特征，故亦可被称为“双底线投资”，即同时要求财务回报和社会影响这两条底线。目前对于影响力投资并不存在标准的定义，但业界通常会适用或参考 GIIN 对于影响力投资的定义——“影响力投资是以产生积极的、可衡量的社会和环境影响为目的、同时获得财务回报的投资”。在目标市场方面，影响力投资既可以在新兴市场进行，也可以在发展相对成熟的市场进行；在回报预期方面，根据投资者的不同战略目标，影响力投资的目标回报率与传统投资方式持平，但也存在低于市场水平的可能。

此外，GIIN 进一步界定了影响力投资的要素，以帮助投资者更好地了解与判断影响力投资，包括 Intentionality（意图通过投资产生积极的社会或环境影响）、Financial Returns（追求财务回报）、Range of Asset Classes（可跨资产类别投资）、Impact Measurement（要求衡量和报告被投项目的社会和环境表现）。

围绕上述四点要素，结合影响力投资的实践经验，影响力投资具体需做到如下四点：

设定双底线投资目标及投资策略：	建立明确的财务回报及影响力目标，并详细描述为实现该等目标所采用的投资策略；
通过客观数据及证据予以佐证：	在整个影响力投资周期内基于客观的影响力数据和证据发现社会及环境需求并据此设定投资目标、进行投资决策以及进行投后影响力的衡量及分析；
管理影响力表现：	建立高效的信息沟通及风险识别机制，在投资周期内建立信息反馈渠道，向包括基金投资人及投资标的在内的全投资链各方披露影响力表现数据，以使得各方能够从不同角度把控影响力表现、减少对双底线投资目标产生负面影响

	的风险因素；
致力于影响力投资领域的发展：	相较传统商业投资，影响力投资仍处于发展初期，因此需要从事影响力投资的机构分享其投资经验，共同构建专门适用于影响力投资的标准及话语体系。

## 2. ESG vs 影响力投资：风险防控 vs 主动影响

与影响力投资相比，ESG 是中国境内投资者更加熟悉的绿色投资概念，ESG 本身与影响力投资有着密不可分的关系，但同时两者又存在着根本区别。ESG 是英文 Environmental（环境）、Social（社会）和 Governance（公司治理）缩写的总称，其本身并不是一种投资类别或投资策略，而是指称一种投资考量因素。投资机构将 ESG 因素纳入投资分析和决策中，并不一定意味着寻求产生积极的 ESG 影响，其动机通常是因为投资者和资产管理机构逐渐意识到 ESG 相关的因素会对投资组合的财务价值造成显著影响，从风险控制的角度需要在投资实践中整合 ESG 相关因素从而预防那些可能会对财务回报产生负面影响的风险。

相较于 ESG，影响力投资作为“双底线投资”需要主动投资于同时满足财务回报和社会影响两条底线要求的投资机会，将投资给社会或环境带来的积极影响力作为主要投资目标之一。甚至在部分影响力投资实践中，其可能会为追求更大的社会或环境影响力而对财务回报作出一定的妥协和让步。

此外，社会责任投资、可持续投资与影响力投资概念也经常被混淆。社会责任投资更多地适用于公开市场投资，且常常仅寻求消极影响的最小化；影响力投资则会主动寻求创造积极的社会或环境效益的项目进行投资，并衡量和报告其影响力。可持续投资则是一个更加广义的概念，其包含仅关注被投资企业本身可持续发展的投资，也包含致力于社会和生态环境可持续发展的投资。

### （二）PE/VC 与影响力基金

如 GIIN 在影响力投资要素中所描述的“可跨资产类别投资”，影响力投资所涉及的投资形式范围很广，包括可通过股权投资、债权投资、固定资产投资等等，而设立 PE/VC 基金进行股权投资是影响力投资的重要投资形式之一。

影响力投资与 PE/VC 有着天然的吸引力，具体体现在以下方面：

#### 1. PE/VC 投资更有利于影响力投资实现其影响力目标

相较公开市场投资、债权投资，PE/VC 投资者参与被投资企业运营的可能性更高，可以更方便地定期管理被投资企业的影响力表现，进而实现影响力投资的目标。同时，PE/VC 投资者对被投资企业的投资在一定程度上可以为被投资企业吸引更多多元化的资金投入，从而降低项目失败风险、增加被投资企业影响力的产出。

#### 2. 关注“影响力”的基金具有更强的抗波动能力和长期价值的增长潜力

“影响力”的实现并不意味着必须牺牲财务收益，从长期来看甚至具有更强的增长潜力。近年来，具备可持续发展主题的产品因符合整体社会发展趋势及主流价值观，显现出抗风险能力相对较强、长期回报相对稳定的优势，已逐渐成为资本市场认可的一种投资理念和风格。根据 GIIN2020 年年度调研，几乎所有影响力投资机构的财务回报都达到或者超过了预期。摩根士丹利于 2019 年发布的报告<sup>3</sup>指出，

<sup>3</sup> Sustainable Reality: Analyzing Risk and Returns of Sustainable Funds, 详见 <https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered->

其从总回报率和下行偏差（downside deviation）的角度比较了 2004 年至 2018 年间超过 10,700 支传统基金和可持续基金的表现，与传统基金相比，可持续基金并不需要投资者在财务绩效上做出牺牲，且它们反而具有更低的下行风险、更强的抗波动能力和长期价值的增长潜力。

### 三、影响力投资的衡量标准和报告体系

如前所述，影响力投资与 PE/VC 之间相得益彰使得越来越多的顶尖投资机构开始着力于设立影响力基金，但这也同时催生了各种标榜自身为影响力基金但名不副实的漂绿（Greenwashing）产品，即所谓的影响力清洗（Impact Washing）。实际上，所有投资都能构成一定程度的影响力，比如对于一个小型企业而言，因向其投资而使得该企业可以招募更多人员并创造收入可以是影响力；但放在更大的社会背景下，该项投资可能需要为一定数量的社会弱势群体创设就业岗位才能构成影响力。因此，什么才能构成“影响力”需要一套统一的话语体系与实践内涵来判别并衡量，在影响力基金的全生命周期中向基金投资人和公众披露其投资策略和投资成果达到“影响力投资”相关标准的具体信息和数据，也是影响力投资的重要特征之一——影响力衡量及管理（Impact Measurement and Management）。

目前全世界范围内尚未形成一个统一公认的影响力衡量标准和报告体系，这也是目前影响力投资面临的巨大挑战。不过，在全球范围内已经开始出现衡量标准和评估体系的相关参考及指引，我们就其中较为常见的几类进行介绍以供参考。

#### （一）ESG 标准

ESG 通常被用来衡量影响力基金的有效性，衡量的方法包括追踪特定的 ESG 指标以及衡量一家公司如何影响相关群体或整个社会。截至目前，ESG 标准只是一个广泛的统称，包括汤森路透、Sustainalytics、摩根士丹利等多家评级机构和投资机构都推出了其各自构建的 ESG 标准体系，但其均涵盖了对环境、社会及公司治理三方面的衡量标准，仅在分类小项和具体指标上有所差异。环境标准通常包括资源的投入和污染的产出两方面指标；社会标准通常关注人权保护、社区建设、劳动安全等方面的问题；公司治理标准则关注薪酬、管理层建设、治理透明度及独立性、投资者权益等方面的问题。

#### （二）联合国可持续发展目标（UN Sustainable Development Goals, “SDGs”）

联合国可持续发展目标是联合国制定的 17 个全球发展目标，于 2015 年 9 月 25 日经联合国 193 个成员国正式通过，具体包括：（1）无贫穷、（2）零饥饿、（3）良好健康与福祉、（4）优质教育、（5）性别平等、（6）清洁饮水和卫生设施、（7）经济适用的清洁能源、（8）体面工作和经济增长、（9）产业、创新和基础设施、（10）减少不平等、（11）可持续城市和社区、（12）负责任消费和生产、（13）气候行动、（14）水下生物、（15）陆地生物、（16）和平、正义与强大机构以及（17）促进目标实现的伙伴关系。

SDGs 最初是希望各国政府共同合作在 2030 年前解决全人类共同面对的社会、经济和环境问题，转向可持续发展道路。但这一框架后来被投资界广泛采用，也是目前影响力投资市场中广泛认可的用于促进与统一各方沟通的框架。SDGs 在这 17 个发展目标项下进一步提出了 169 个子目标和与之对应的 229 个指标，为影响力投资的目标设定及影响力衡量均提供了有效指引。GIIN2020 年 1 月发布的最新调查显示，全球 72% 的影响力投资者都已将 SDGs 作为衡量投资表现的基准。

但值得注意的是，SDGs 中也存在与影响力投资实践操作不适配的问题。比如可持续发展目标 16



（和平、正义与强大机构）、可持续发展目标 17（促进目标实现的伙伴关系）更适合通过国家层面的行为、国际合作或公共政策而不是通过投资的方式实现。此外，考虑到 SDGs 的设立初衷，其指标的制定覆盖了全球利益相关方，在投资实践中要求投资者有效地识别出适用于影响力投资的相关指标。

### （三）影响报告和投资标准（Impact Reporting and Investing Standards, “IRIS+”）

如果说 SDGs 为影响力投资提供了一套有效的衡量标准参考体系，那么 IRIS+则是专门为影响力投资领域制定的影响力投资衡量系统，以使得投资人可以准确定位投资目标及影响力指标。IRIS+是由 GIIN 于 2019 年推出的一套影响力衡量和管理系统，与 SDGs 相似，其制定了 17 个领域的主题分类法，在影响力类别、影响力主题、战略目标及核心指标集这四个层面逐层细化，为投资者提供了一套将投资目标转化为可量化的数据和结果的标准体系。

IRIS+将每个核心指标或目标成果进一步划分为以下 5 个维度对一项影响力投资进行评价：（1）**结果**：在特定期间产生了什么结果？；（2）**主体**：受到上述结果影响的主体有哪些？；（3）**数据**：上述结果的影响力程度（规模、持续时间等）？；（4）**贡献**：该企业对上述结果的贡献是什么？；（5）**风险**：如果影响没有按预期发生，对社会和环境会有什么风险？

在具体运用方面，以非洲和亚洲的成长型私募股权投资者 Leapfrog 为例，其在基金设立阶段、尽职调查、跟踪与管理影响力等环节均使用了 IRIS+。

- 在设立基金阶段，IRIS+被用于 2 个方面：（1）用来验证 Leapfrog 的影响力目标与 SDGs 之间的联系；（2）IRIS+的核心指标集有利于减少 Leapfrog 的研究时间。
- 在尽职调查阶段，Leapfrog 在其自身的评估报告框架基础上，将参考 IRIS+提供的核心指标确定最终指标，并基于最终的指标对被投资企业进行调查，以识别风险与投资机会。
- 在投后管理阶段，Leapfrog 需要定期和投资者报告项目进展，因为其评估报告框架融合了 IRIS+并且与 IRIS+具有一致性，这提高了其向全球各地投资者提供的报告的可理解性及可比较性。实践中越来越多投资者要求按照 IRIS+5 大维度提供报告，甚至需提供对应的核心指标代号，这体现了 IRIS+对于推动衡量标准和报告体系一致性的贡献。

## 四、影响力基金的中国实践

伴随着影响力投资在西方金融市场的迅速增长，国内影响力投资市场也开始初具雏形。但因影响力投资概念为“舶来品”，中国影响力投资行业仍处在发展初期，仍面临着很长一段培育影响力投资意识、统一影响力投资标准的发展路径。另一方面，影响力投资因与各地生态环境及社会发展息息相关，影响力投资在中国仍主要基于中国国情、根据国家战略和社会需求确定投资重点<sup>4</sup>。

### （一）倡导“绿色”发展理念并出台相关支持政策

国家及地方目前直接以“影响力投资”名义出台的支持政策较少，但就“双碳”“绿色金融”“乡村振兴”等具有中国特色的影响力投资主题，国家及地方已先后出台支持政策助力相关领域发展。以绿色金融为例，中共中央、国务院在 2015 年发布的《生态文明体制改革总体方案》首次明确提出搭建好绿色金融体系战略的基础性制度框架。随后在其 2021 年 10 月发布的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》中进一步明确积极发展绿色金融，建立

<sup>4</sup> FOFWEEKLY:《中国 PE/VC 影响力投资报告》，详见 <https://mp.weixin.qq.com/s/2P9bJZSaa4JWfr0jQRAzDg>。

健全绿色金融标准体系等具体措施。就私募领域的绿色金融投资实践而言，中基协于 2018 年 11 月发布《绿色投资指引（试行）》，明确了绿色投资的基本目标和基本方法，有效引导并推动基金行业绿色投资实践。

## （二）影响力投资市场参与者不断发展壮大

中国境内已出现了绿动资本、禹阔资本、恩派和玛娜等影响力投资者，基金会、私募机构等投资者亦开始关注与进入影响力投资领域。此外，配套的咨询服务机构、研究机构、孵化器及加速器也在不断涌现，中国影响力投资网络（CIIN）、中国社会企业与影响力投资论坛、中国社会价值投资联盟等行业网络组织的出现也进一步促进影响力投资社区的构建与发展。

## （三）亟需发展影响力投资实践、落实统一标准体系

目前国内参与影响力投资的 LP 以国资为主，出资行为受监管要求及国家政策影响较大。市场化投资机构参与影响力投资意识已逐步提升，但仍待理念实际落实到投资流程和投资体系建设中。此外，国内对于影响力价值量化的标准仍在起步阶段，有待进一步跳出原有的国际框架和定义，结合中国国情制定影响力投资主题、标准和评价体系。

# 五、设立影响力基金的特殊考量

设立一支影响力投资基金所需考虑的事项与大多数私募投资基金非常相似，但是对于影响力基金来说，存在一些额外的重要考量点。

## （一）确定影响力投资主题及投资策略

与传统私募基金相比，影响力基金在明确阐释其投资主题及投资策略方面的重要性极高。为加强投资者信心及避免“漂绿”嫌疑，投资机构应在私募备忘录（PPM）、合伙协议（LPA）等相关基金文件中披露影响力投资理念的介绍、具体的投资策略、基金在尽职调查、投资决策及投后管理等流程中如何贯彻影响力投资的具体实操方法。

实操中，为增加募资成功性并精准匹配投资目标一致的投资人，影响力基金通常会确定一个投资主题，如专注于气候变化的基金、专注于保护少数群体权益的基金。投资机构需要在其募资材料中明确说明创设该等基金的原因、该等投资主题是否与其投资地域内的需求相匹配以及该等投资主题的重要性。在确定基金将贯彻的投资主题后，投资机构需要向投资人清晰地介绍其拟采用的投资策略及拟实现的影响力目标，并且需要提供数据和其他可衡量证据进行支持。

## （二）基金核心要素：经济利益、期限等的特殊安排

影响力投资市场中存在将管理人的绩效收益、管理费与影响力目标绑定，进而激励管理人实现影响力目标的情况。比如，影响力投资者 Drawdown 宣布在其基金中将 50% 的绩效收益和影响力目标绑定。具体而言，Drawdown 在收购每个被投资公司时将会为其设定减少排放的目标，管理团队的绩效收益中 50% 将与减少排放目标的实现进行绑定，并承诺将余额捐赠给慈善性的气候项目。

此外，鉴于影响力基金系主动致力于去改善某项环境或社会问题，其相较普通股权投资可能需要持有被投企业更长的时间。相应地，其相对其他普通股权投资基金将在其投资领域需要更长时间获得回报，从而在基金收益方面受到更加明显的 J 曲线效应。

### （三）信息披露

投资人在选择和甄别影响力投资基金时，对于信息的质量及提供频率要求亦在不断提高。从投资机构的角度出发，其需要从被投资企业取得更全面的信息以满足信息披露要求。比如投资机构需要确认被投资企业在特定影响力指标下的进展、与投资人报告基金影响力投资目标的实现进度、向监管机构汇报以满足监管要求等。无论是投资人还是投资机构，对于信息提供频率的要求都不断上升，传统基金中通常约定的季报和年报可能无法再满足影响力投资的需要。为更好的监测和评估影响力表现，投资机构往往需要建立贯穿投资人、影响力基金管理团队及被投企业的实时沟通反馈机制。

## 六、结语

影响力投资的兴起并非偶然，其投资主题与全球可持续发展的理念不谋而合。随着后疫情时代全球经济下行、全球气候变化、社会公共卫生等问题的凸显，全球可持续发展目标的实现亟需一种中长期资金提供解决方案，而影响力投资则正是这种结合了传统商业方法和规则用以实现社会和环境正效益发展的良药。在这种发展背景下，不仅国家层面，越来越多的产业、机构及个人投资者也都开始不再满足于传统商业投资所追求的单一财务回报最大化，而是开始寻觅一种既能实现财务回报又能实现社会价值的投资类别。正如我们开篇所提到的贝莱德集团创始人兼首席执行官拉里·芬克在其公开信中所言——“我们关注可持续发展，并不是因为我们是环保主义者，而是因为我们是资本运用者，以及客户的资产管理受托人”。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

杨李

Email: [li.yang@hankunlaw.com](mailto:li.yang@hankunlaw.com)