

Аналітичний огляд діяльності європейських фондів соціального підприємництва

Сергій МОСКВІН
Володимир ПОСПОЛІТАК

Дослідження проведене у межах проекту «Імплементація acquis ЄС у сфері ринків капіталу (розділ «Фінансові послуги» НРАА, 2026)», який реалізує громадська спілка «Українське об'єднання ринків капіталу» (УСМА) за підтримки Європейського Союзу та Міжнародного фонду «Відродження» в рамках спільної ініціативи «Вступаємо в ЄС разом».

Громадська спілка «Українське об'єднання ринків капіталу» (УСМА) - є неприбутковою професійною організацією, що об'єднує експертів і учасників ринків капіталу України.

Її місія полягає у створенні та розвитку в Україні ефективних, прозорих і конкурентоспроможних ринків акціонерного та боргового капіталу, а також у сприянні їх інтеграції до європейського та світового фінансового простору.

Сайт: <https://ucma.org.ua/>

Facebook: <https://www.fb.com/ucma.ua/>

Авторський колектив:

Москвін Сергій Олександрович, кандидат економічних наук. Президент громадської спілки «Українське об'єднання ринків капіталу» з 2016 року. Член Платформи громадянського суспільства Україна-ЄС. Член робочих (переговорних) груп для підготовки переговорних позицій України під час переговорів з ЄС щодо укладення Угоди про вступ України до ЄС з питань фінансових послуг та з питань свободи руху капіталу.

Посполітак Володимир Володимирович, кандидат юридичних наук, доцент. Завідувач кафедру гуманітарного розвитку ПВНЗ «Міжнародний інститут менеджменту (МІМ-Київ)». Доцент кафедри приватного права Національного університету «Києво-Могилянська академія».

Партнери:

Міжнародний фонд «Відродження» – одна з найбільших благодійних фондів в Україні, що з 1990-го року допомагає розвивати в Україні Відкрите Суспільство на основі цінностей свободи, поваги прав людини і демократії. За час своєї діяльності Фонд підтримав понад 20 тисяч проєктів на суму понад 365 мільйонів доларів США.

Сайт: www.irf.ua

Facebook: www.fb.com/irf.ukraine

Європейський Союз – це економічний і політичний союз 27 європейських країн. Він заснований на цінностях поваги до людської гідності, свободи, демократії, рівності, верховенства права та поваги до прав людини, зокрема прав осіб, що належать до меншин. ЄС діє на глобальному рівні для сприяння сталому розвитку суспільств, довкілля та економік, щоб кожен міг отримати з цього користь.

Матеріали представляють позицію авторів і не обов'язково відображають позицію Європейського Союзу чи Міжнародного фонду «Відродження».

АНАЛІТИЧНИЙ ОГЛЯД ДІЯЛЬНОСТІ ЄВРОПЕЙСЬКИХ ФОНДІВ СОЦІАЛЬНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА

1. Резюме (Executive Summary)	5
1.1. Мета дослідження	5
1.2. Ключові висновки	5
1.3. Основні тенденції розвитку ринку EuSEF	5
1.4. Проблеми та виклики	6
1.5. Рекомендації щодо розвитку ринку соціального інвестування та можливості використання досвіду ЄС в Україні	7
2. Вступ	8
2.1. Мета та завдання огляду	8
2.2. Методологія дослідження	9
3. Нормативно-правова база EuSEF	11
3.1. Передумови створення EuSEF	11
3.2. Основні положення Регламенту EuSEFs : огляд ключових вимог	12
3.3. Взаємозв'язок EuSEFs з іншими актами ЄС	17
4. Структура та розвиток ринку EuSEF	22
4.1. Загальна характеристика динаміки	22
4.2. Динаміка кількості зареєстрованих EuSEF	22
4.3. Географічна структура	24
4.4. Висновки щодо стану ринку EuSEF	25
5. Інвестиційна діяльність фондів EuSEF	25
5.1. Загальна характеристика інвестиційної діяльності	25
5.2. Основні галузі інвестування	26
5.3. Інструменти фінансування	29
5.4. Стадії фінансування	33
5.5. Приклади успішної діяльності - показові кейси ефективного використання режиму EUSEF	37
5.6. Основні висновки для оцінки ефективності EuSEF	41
6. Соціальний вплив діяльності EuSEF	43
6.1. Поняття соціального впливу	43
6.2. Основні методологічні підходи	466
6.3. Методи оцінки соціального впливу	49
6.4. Основні проблеми оцінки соціального впливу	533
7. Порівняльний аналіз з іншими європейськими фондами	566
7.1. EuSEF та EuVECA	566

7.2. EuSEF та ELTIF	633
8. Сучасні виклики та перспективи зміни EuSEFs	69
8.1. Загальна оцінка	69
8.2. Основні причини обмеженого поширення	69
8.3. Основний висновок.....	788
8.4. Головний урок для України	788
9. Стан розвитку соціального підприємництва в Україні	79
9.1. Загальна характеристика	79
9.2. Законодавча база.....	79
9.3. Основні проблеми розвитку соціального підприємництва	811
9.4. Джерела фінансування соціального підприємництва.....	833
9.5. Основний розрив: від соціального підприємництва до impact investing.....	855
9.6. Порівняння з моделлю EuSEF	866
9.7. Пріоритетні завдання для України	877
9.8. Висновок	888
10. Значення досвіду EuSEF для України.....	89
10.1. Оцінка доцільності впровадження аналогічного режиму.....	89
10.2. Відповідність моделі EuSEF українським умовам	955
10.3. Рекомендована модель для України	955
10.4. Етапність впровадження	966
10.5. Ключовий висновок для України	977
10.6. Стратегічне значення для України	977
10.7. Рекомендована дорожня карта імплементації	988
10.8. Основні ризики імплементації.....	99
10.9. Підсумкова рекомендація	99

1. Резюме (Executive Summary)

1.1. Мета дослідження

Метою дослідження є комплексний аналіз функціонування режиму Європейських фондів соціального підприємництва (EuSEF), запровадженого Регламентом (ЄС) № 346/2013 (EuSEFs), його ролі у розвитку соціального підприємництва та ринку соціальних інвестицій у Європейському Союзі, оцінка ефективності регуляторної моделі, сучасних тенденцій і проблем її застосування.

Окремим завданням є визначення можливостей використання європейського досвіду для України в процесі адаптації законодавства до *acquis* ЄС у сфері ринків капіталу та сталого фінансування.

Дослідження охоплює нормативно-правову модель EuSEF, структуру та динаміку ринку, інвестиційні стратегії, механізми вимірювання соціального впливу, взаємозв'язок EuSEFs зі спорідненими актами права ЄС (AIFMD, EuVECA, ELTIF, SFDR та EU Taxonomy), а також проблеми розвитку в Україні соціального підприємництва та *impact investing* (вкладення капіталу з метою отримати не лише фінансовий прибуток, а й вимірjuвальний позитивний соціальний чи екологічний ефект).

1.2. Ключові висновки

EuSEF є не окремою організаційно-правовою формою інвестиційного фонду, а спеціальним європейським регуляторним режимом та позначенням для фондів, які відповідають установленим вимогам.

Ключовою особливістю моделі є поєднання фінансового інвестування із нормативно визначеною соціальною метою та вимірюванням соціального впливу. Фонд повинен спрямовувати щонайменше 70% відповідного капіталу у кваліфіковані інвестиції, а компанія з управління активами (КУА) EuSEF має забезпечувати моніторинг позитивного соціального впливу.

Станом на 31 грудня 2024 року, за наведеними в дослідженні даними, 15 КУА управляли 27 EuSEF із сукупним обсягом активів близько 1,2 млрд євро. Порівняно з європейськими фондами венчурного капіталу (EuVECA) ринок залишається дуже невеликим.

Основними причинами обмеженого розвитку визначено вузьку спеціалізацію фондів, обмежене коло інвесторів, специфіку кваліфікованих соціальних підприємств, недостатню кількість спеціалізованих КУА та недостатньо розвинену екосистему *impact investing*.

Водночас модель EuSEF продемонструвала важливий принцип: соціальний вплив може бути інтегрований у регулювання інвестиційного фонду як самостійний критерій інвестування, а не лише як декларативна характеристика продукту.

Для України дослідження не рекомендує механічного перенесення європейської моделі. Доцільнішим визначено формування власного режиму *social/impact investing* (соціального/імпакт-інвестування), побудованого на функціональних принципах EuSEF і адаптованого до масштабу та потреб українського ринку.

1.3. Основні тенденції розвитку ринку EuSEF

- 1) Повільне, але поступове зростання. Ринок пройшов шлях від поодиноких фондів на початку застосування Регламенту до 27 EuSEF та 15 КУА у 2024 році. Водночас він так і не досяг масштабу, характерного для інших спеціалізованих режимів альтернативних інвестиційних фондів.

- 2) Географічна диверсифікація при збереженні концентрації. Початково ринок був зосереджений переважно у Франції та Німеччині. У подальшому географія розширилася, а у 2024 році особливо значну роль відігравала Іспанія.
- 3) Перехід від вузького соціального венчурного капіталу до ширшого impact investing. Інвестиційні стратегії поступово охоплюють не лише участь у капіталі соціальних підприємств, але й позики, квазі-капітал, боргові та гібридні інструменти.
- 4) Розширення кола інвесторів та інституційного капіталу. Ринок поступово орієнтується на залучення інституційних інвесторів, що створює можливості для збільшення масштабів соціальних інвестицій.
- 5) Посилення значення вимірювання соціального впливу. Одночасно із розвитком impact investing зростає потреба у стандартизованих показниках, прозорій звітності та відокремленні реального соціального результату від формальної декларації соціальної мети.
- 6) Інтеграція EuSEF у ширшу архітектуру сталого фінансування ЄС. EuSEFs функціонує у взаємозв'язку з AIFMD, SFDR, EU Taxonomy, ELTIF, EuVECA та правилами транскордонної дистрибуції. При цьому EuSEFs відповідає насамперед за спеціалізовану інвестиційну модель із соціальною метою, а SFDR — за розкриття інформації щодо сталого розвитку.

1.4. Проблеми та виклики

Основною проблемою EuSEF залишається невеликий масштаб ринку. Навіть після регуляторної реформи 2017 року кількість КУА та фондів залишається обмеженою.

До ключових структурних проблем належать:

- вузьке визначення кваліфікованих інвестицій;
- обмежена кількість соціальних підприємств, здатних залучати інвестиційний капітал;
- обмежена база потенційних інвесторів;
- відносно високий поріг для окремих некваліфікованих інвесторів;
- недостатня кількість спеціалізованих КУА;
- недостатній розвиток екосистеми impact investing;
- складність транскордонної діяльності;
- проблема виходу інвестора з інвестиції;
- відсутність єдиного універсального стандарту вимірювання соціального впливу.

Особливо складною є методологічна проблема оцінки соціального впливу. На відміну від фінансової дохідності, соціальний вплив не є однорідним показником, який легко порівнювати між різними підприємствами та фондами. Виникають питання стандартизації показників, причинності результату, контрфактичного ефекту та відмежування реального впливу від кількості проведених заходів.

Окремий виклик становить ризик impact washing — ситуації, коли соціальна мета декларується формально, але фактичний соціальний результат є недостатнім.

Для України додатковою проблемою є відсутність повноцінного спеціального правового статусу соціального підприємства, недостатня стандартизація оцінки соціального впливу, обмежений pipeline інвестиційно готових соціальних підприємств та переважання грантового фінансування.

1.5. Рекомендації щодо розвитку ринку соціального інвестування та можливості використання досвіду ЄС в Україні

Для України дослідження рекомендує не копіювати EuSEF як готову юридичну конструкцію, а використати його функціональне ядро для формування національного ринку соціального/імпакт-інвестування.

Пріоритетними напрямками є:

- 1) Визначити на законодавчому рівні поняття «соціальне підприємство». Необхідно встановити якою можуть бути соціальна мета, критерії соціального результату, вимоги до використання прибутку, звітності та втрати відповідного статусу.
- 2) Створити спеціальний режим фонду соціального/імпакт-інвестування. Доцільно використовувати модель спеціального статусу або позначення для існуючих інвестиційних фондів, які відповідають визначеним критеріям, а не створювати нову організаційно-правову форму.
- 3) Запровадити вимірювання соціального впливу як центральну умову. Запропонована логіка: соціальна проблема → мета → діяльність → результат → наслідок → вплив.
- 4) Необхідно передбачити KPI, наприклад щодо створення робочих місць, працевлаштування осіб з інвалідністю, надання соціальних послуг, доступу до освіти, реабілітації військовослужбовців тощо.
- 5) Передбачити мінімальні стандарти розкриття інформації. Інвестор повинен отримувати інформацію про соціальні цілі фонду, об'єкти інвестування, інвестиційну стратегію, ризики, методологію вимірювання та фактичні результати соціального впливу.
- 6) Не переносити механічно кількісні параметри EuSEF. Зокрема, поріг 100 000 євро для окремих інвесторів та правило 70/30 потребують адаптації до українських умов. Для правила концентрації можливий поетапний підхід: 50% на етапі запуску, 60% на перехідному етапі та 70% у повноцінному режимі.
- 7) Розвивати змішане фінансування. Перспективною є модель, за якої державний, донорський або міжнародний капітал бере на себе частину ризику та сприяє залученню приватного капіталу.
- 8) Створити фінансову «драбину» для соціальних підприємств: грант → змішане фінансування → інвестиції з соціальним ефектом → комерційні інвестиції.
- 9) Створити інфраструктуру impact investing. До неї мають входити реєстр кваліфікованих портфельних підприємств, методологія оцінки соціального впливу, система KPI, механізми фонду фондів, гарантійні інструменти та стимули для інституційних інвесторів.
- 10) Реалізовувати реформу поетапно. Перший етап — формування правової та методологічної бази; другий — запуск спеціального режиму фондів соціального підприємництва; третій — розширення інвесторської бази; четвертий — подальша інтеграція з acquis ЄС та розвиток транскордонного інвестування.
- 11) Орієнтувати модель на українські потреби відновлення. Потенційними сферами інвестицій можуть бути працевлаштування та реінтеграція ветеранів, інтеграція ВПО, зайнятість осіб з інвалідністю, реабілітація, освіта, охорона здоров'я, соціальні послуги, доступне житло, відновлення громад, циркулярна економіка та соціальні технології.

Загальний підсумок

Досвід EuSEF демонструє можливість створення регуляторного механізму, який поєднує приватний капітал, професійне управління фондами, чітку соціальну мету та вимірюваний соціальний результат.

Водночас європейський досвід показує, що саме запровадження спеціального регуляторного режиму не гарантує швидкого формування великого ринку. Для його розвитку необхідні достатня кількість інвестиційно готових соціальних підприємств, інвестори, інституційна інфраструктура, механізми вимірювання впливу та стимули для приватного капіталу.

Для України найбільш релевантним є поетапне формування національного ринку соціального/імпакт-інвестування за принципами EuSEF, а не буквально копіювання Регламенту (ЄС) № 346/2013. Ключова ідея полягає у перетворенні соціального впливу на повноцінний інвестиційний критерій та створенні механізму переходу від переважно грантового фінансування до приватного й інституційного капіталу.

У перспективі така модель може бути використана не лише для розвитку соціального підприємництва, а й як один з інструментів фінансування відновлення та соціальної стійкості України.

2. Вступ

2.1. Мета та завдання огляду

Мета огляду

Провести комплексний аналіз функціонування режиму Європейських фондів соціального підприємництва (EuSEF), встановленого Регламентом (ЄС) № 346/2013 (EuSEFs), оцінити його роль у розвитку соціального підприємництва та ринку соціальних інвестицій у Європейському Союзі, визначити ефективність регуляторного режиму EuSEF, сучасні тенденції та проблеми його застосування, а також сформулювати висновки і рекомендації щодо врахування відповідного європейського досвіду в процесі адаптації законодавства України до *acquis* ЄС у сфері ринків капіталу.

Завдання огляду

Для досягнення зазначеної мети необхідно:

- 1) **Проаналізувати нормативно-правову основу функціонування EuSEF**, включаючи Регламент (ЄС) № 346/2013, Регламент (ЄС) 2017/1991 та пов'язані акти законодавства ЄС.
- 2) **Дослідити передумови створення режиму EuSEF**, його місце у політиці ЄС щодо розвитку соціального підприємництва та ринку *impact investing*¹.
- 3) **Охарактеризувати поточний стан ринку EuSEF**, зокрема:
 - кількість зареєстрованих фондів та компаній з управління активами цих фондів;
 - географічний розподіл;
 - обсяги активів під управлінням;
 - тенденції розвитку ринку.

¹**Impact investing** — вкладення капіталу з метою отримати **не лише фінансовий прибуток**, а й вимірювальний позитивний **соціальний чи екологічний ефект**. Це ключове поняття. У цьому огляді як правило використовується термін англійською *impact investing*, оскільки офіційного чи неофіційного перекладу українською цього явища ще немає. Найбільш уживаний варіант перекладу у бізнес-середовищі, серед венчурних інвесторів, стартапів та у профільних медіа **імпакт-інвестування** (залежно від контексту також використовується у цьому огляді).

- 4) Проаналізувати інвестиційні стратегії фондів EuSEF, основні напрями інвестування, види фінансових інструментів та характеристики підприємств, які отримують фінансування.
- 5) Дослідити підходи до оцінки соціального впливу, що застосовуються фондами EuSEF та соціальними підприємствами в Європейському Союзі.
- 6) Оцінити ефективність режиму EuSEF, зокрема щодо:
 - використання знаку EuSEF;
 - доступу інвесторів до таких фондів;
 - наявності регуляторних бар'єрів.
- 7) Провести порівняльний аналіз EuSEF з іншими європейськими інвестиційними режимами, зокрема EuVECA та ELTIF.
- 8) Визначити основні проблеми та перспективи подальшого розвитку режиму EuSEF у контексті реалізації політики ЄС щодо сталого фінансування, Союзу ринків капіталу² та розвитку соціальної економіки.
- 9) Оцінити можливість використання елементів моделі EuSEF в Україні, провести аналіз та підготувати рекомендації щодо врахування відповідного досвіду під час адаптації законодавства України до права Європейського Союзу.

2.2. Методологія дослідження

Джерела інформації:

- Регламент (ЄС) № 346/2013 (EuSEFs);
- Регламент (ЄС) 2017/1991;
- реєстр ESMA;
- документи Європейської Комісії;
- звіти OECD, EIF³ (European Investment Fund), Impact Europe⁴;
- академічні дослідження.

Дослідження ґрунтується на комплексному підході, що поєднує правовий, порівняльний, статистичний та аналітичний методи дослідження.

У процесі підготовки огляду було використано такі методи.

Нормативно-правовий аналіз

Застосовувався для дослідження правових засад функціонування режиму Європейських фондів соціального підприємництва (EuSEF), визначення вимог до компаній з управління

² **Союз ринків капіталу** (*Capital Markets Union, CMU*) — це ініціатива Європейського Союзу, спрямована на створення єдиного ринку капіталу в усіх 27 країнах-членах ЄС. Мета проекту — усунути бар'єри для транскордонних інвестицій, щоб інвестиції та заощадження вільно пересувалися між країнами ЄС.

³ **EIF** — це спеціалізована фінансова установа Європейського Союзу (входить до групи Європейського інвестиційного банку, EIB Group). Фонд надає ризиковий капітал для малого та середнього бізнесу (МСП) у Європі. EIF не видає кредити компаніям напряму, а діє через посередників — венчурні фонди, фонди прямого інвестування, банки та мікрофінансові організації

⁴ **Impact Europe** (до осені 2023 року мала назву EVPA — *European Venture Philanthropy Association*) — це провідна загальноєвропейська мережа для інвесторів впливу та венчурних філантропів. Об'єднує понад 300 організацій — соціальні фонди, приватні фонди прямого інвестування, філантропічні фундації, банки та корпоративні фонди. Займається аналітикою, розробкою стандартів вимірювання соціального ефекту, адвокацією політик у структурах ЄС та об'єднанням капіталу з соціальними підприємцями.

активами (КУА) фондів, кваліфікованих інвестицій та соціальних підприємств, а також аналізу взаємозв'язку EuSEF з іншими актами законодавства Європейського Союзу.

Об'єктами аналізу стали:

- Регламент (ЄС) № 346/2013 про Європейські фонди соціального підприємництва (EuSEFs);
- Регламент (ЄС) 2017/1991 (зміни до EuSEFs);
- Директива 2011/61/ЄС (AIFMD);
- Регламент (ЄС) 2019/2088 (SFDR);
- Регламент (ЄС) 2020/852 (Таксономія ЄС);
- інші акти *acquis* ЄС у сфері інвестиційних фондів та сталого фінансування.

Порівняльно-правовий аналіз

Використовувався для порівняння режиму EuSEF з іншими європейськими режимами інвестиційних фондів, зокрема EuVECA, ELTIF та фондами, що здійснюють сталі інвестиції відповідно до SFDR.

Також здійснено порівняння окремих елементів режиму EuSEF із чинним законодавством України з метою визначення рівня відповідності *acquis* ЄС та можливих напрямів його імплементації.

Аналіз офіційних звітів та оцінок Європейського Союзу

Для оцінки ефективності функціонування режиму EuSEF використано документи Європейської Комісії, підготовлені відповідно до статті 27 Регламенту (ЄС) № 346/2013, а також матеріали Європейського парламенту, ESMA, OECD, EIF та інших міжнародних організацій.

Особлива увага приділялася оцінці:

- рівня використання статусу EuSEF;
- розвитку транскордонного інвестування;
- ефективності вимог щодо розкриття інформації;
- впливу фондів на розвиток соціального підприємництва.

Статистичний аналіз

Для дослідження ринку EuSEF використано дані реєстру ESMA та відкриті джерела інформації щодо:

- кількості фондів та КУА;
- країн реєстрації;
- географічної структури інвестицій;
- активів під управлінням;
- тенденцій розвитку ринку.

Аналіз практики вимірювання соціального впливу

Проведено дослідження підходів до оцінки соціального впливу, які застосовуються фондами соціального інвестування в Європейському Союзі, включаючи методології Theory of Change, SROI, Impact Management Project та інші міжнародно визнані інструменти.

3. Нормативно-правова база EuSEF

3.1. Передумови створення EuSEF

Поява режиму Європейських фондів соціального підприємництва (EuSEF) стала відповіддю Європейського Союзу на зростаючу потребу у фінансуванні соціальних підприємств та розвитку ринку соціальних інвестицій. На початку 2010-х років у державах-членах ЄС активно розвивалися підприємства, діяльність яких була спрямована не лише на отримання прибутку, а й на вирішення суспільно важливих проблем, таких як безробіття, соціальна ізоляція, доступ до освіти, охорони здоров'я та соціальних послуг. Водночас такі підприємства стикалися з обмеженим доступом до фінансування, оскільки традиційні інвестори часто розглядали їх як більш ризикові або менш прибуткові порівняно з класичними комерційними компаніями.

Формування ринку соціальних інвестицій

У цей період в Європейському Союзі почав формуватися ринок соціальних інвестицій (social investment market), який об'єднав інвесторів, готових порадити із фінансовою дохідністю досягати позитивного соціального ефекту. Соціальні інвестиційні фонди розглядалися як інструмент залучення приватного капіталу до фінансування соціальних підприємств та реалізації суспільно значущих проєктів. Європейська Комісія відзначала, що такі інвестиції можуть сприяти подоланню наслідків фінансової кризи та досягненню цілей стратегії «Європа 2020»⁵ щодо розумного, сталого та інклюзивного зростання.

Ініціатива Social Business Initiative

Безпосереднім політичним підґрунтям для створення EuSEF стала Ініціатива соціального бізнесу (Social Business Initiative), представлена Європейською Комісією у жовтні 2011 року. Її метою було створення сприятливих умов для розвитку соціальних підприємств, підвищення їхньої видимості та покращення доступу до фінансування. Одним із ключових заходів цієї ініціативи стало створення спеціального європейського інвестиційного режиму для фондів, що інвестують у соціальні підприємства.

Фрагментація національного регулювання

До прийняття Регламенту (ЄС) № 346/2013 держави-члени ЄС застосовували різні підходи до підтримки соціального підприємництва. В окремих країнах існували власні режими соціального інвестування, тоді як в інших спеціальне регулювання взагалі було відсутнє. Внаслідок цього фонди, які прагнули залучати капітал у кількох державах-членах, змушені були дотримуватися різних національних вимог, що створювало додаткові адміністративні витрати та обмежувало розвиток транскордонного ринку соціальних інвестицій. Європейська Комісія визнала необхідним запровадити єдині правила використання позначення «EuSEF» та єдиний механізм транскордонного маркетингу таких фондів.

Розвиток внутрішнього ринку капіталу

Ще однією передумовою стало прагнення ЄС розширити джерела фінансування для малих і середніх підприємств та підприємств соціальної економіки. Банківське кредитування залишалося домінуючим джерелом фінансування, тоді як доступ до ринку капіталу для соціальних підприємств був обмеженим. Створення EuSEF мало сприяти

⁵ «Європа 2020» (Europe 2020) — це 10-річна економічна стратегія Європейського Союзу, прийнята Європейською комісією в червні 2010 року для відновлення економіки ЄС після світової фінансової кризи 2008 року.

мобілізації приватних інвестицій, розвитку альтернативних джерел фінансування та поглибленню інтеграції внутрішнього ринку капіталу ЄС.

Необхідність підвищення довіри інвесторів

Ринок соціальних інвестицій на момент створення EuSEF характеризувався відсутністю єдиних критеріїв визначення соціального підприємства, єдиних підходів до оцінки соціального впливу та стандартизованих вимог до розкриття інформації. Це ускладнювало оцінку ризиків і результатів інвестування. Тому Регламент EuSEFs запровадив спеціальний знак («label»), яка мала забезпечити довіру інвесторів через встановлення єдиних вимог до складу активів фонду, допустимих інвестицій, управління конфліктами інтересів та розкриття інформації.

Соціальний вплив як новий критерій інвестування

На відміну від традиційних інвестиційних фондів, EuSEF створювався для підтримки підприємств, основною метою яких є досягнення вимірюваного позитивного соціального впливу. Регламент вперше на рівні ЄС закріпив вимогу щодо оцінювання та моніторингу соціального впливу інвестицій, що стало однією з ключових особливостей режиму EuSEF та передумовою подальшого розвитку концепції impact investing у Європейському Союзі.

Висновок

Таким чином, створення режиму EuSEF було обумовлене сукупністю економічних, соціальних та регуляторних факторів: розвитком ринку соціальних інвестицій, реалізацією Ініціативи соціального бізнесу ЄС, необхідністю усунення фрагментації національного регулювання, розширенням джерел фінансування соціальних підприємств та потребою у формуванні єдиного європейського стандарту соціального інвестування. Регламент (ЄС) № 346/2013 став першим спеціалізованим актом ЄС, спрямованим на створення транскордонного ринку фондів, що поєднують фінансову дохідність із досягненням позитивного соціального ефекту.

3.2. Основні положення Регламенту EuSEFs : огляд ключових вимог

Регламент (ЄС) № 346/2013 встановив **єдиний європейський режим для фондів, які інвестують у соціальні підприємства**, та запровадив спеціальне позначення **«EuSEF»**. Його метою є забезпечення єдиних правил щодо структури фонду, допустимих інвестицій, діяльності КУА, розкриття інформації та транскордонного маркетингу фондів у ЄС.

Водночас важливо враховувати, що початковий Регламент був істотно змінений **Регламентом (ЄС) 2017/1991**, який, зокрема, розширив доступ до режиму EuSEF для авторизованих за AIFMD компаній з управління активами альтернативними інвестиційними фондами (КАІФ). Нижче - опис **чинної редакції Регламенту EuSEFs**.

1) Спеціальне позначення «EuSEF»

Право використовувати позначення **«EuSEF»** мають КУА, які відповідають установленим Регламентом вимогам. Позначення може використовуватися під час маркетингу відповідного фонду на території Європейського Союзу.

Таким чином, EuSEF — це не окрема організаційно-правова форма фонду, а **європейський регуляторний режим та позначення для фондів, що відповідають встановленим критеріям**.

2) Вимоги до КУА EuSEF

Регламент передбачає два основні шляхи доступу до режиму:

- КУА, які підпадають під реєстраційний режим AIFMD для КАІФ нижче встановленого порогу активів;
- після реформи 2017 року — також **авторизовані КАІФ**, які мають право використовувати позначення EuSEF за умови дотримання відповідних вимог Регламенту EuSEFs.

Це було одним із найважливіших результатів реформи 2017 року, спрямованої на розширення кола потенційних КУА та збільшення масштабів ринку.

3) Вимога щодо структури активів фонду: правило 70/30

Одна з центральних вимог EuSEFs — **не менше 70 %** сукупних внесків капіталу та невитребуваного зарезервованого капіталу (*uncalled committed capital*) фонду повинні бути спрямовані в активи, що є кваліфікованими інвестиціями (**кваліфіковані інвестиції**).

Відповідно, **не більше 30 %** можуть бути інвестовані в інші активи. Грошові кошти та їх еквіваленти при розрахунку цього ліміту не враховуються.

Це правило фактично забезпечує спеціалізацію EuSEF: фонд повинна переважну частину капіталу спрямовувати саме на соціальні підприємства, а не використовувати статус EuSEF як загальний інвестиційний бренд.

4) Вимоги до «кваліфікованого соціального підприємства»⁶

Ключовим елементом моделі є поняття «кваліфікованого портфельного підприємства» (*qualifying portfolio undertaking*).

Таке підприємство, зокрема, повинно:

- не бути допущеним до торгів на регульованому ринку або відповідному багатосторонньому торговельному майданчику;
- досягнути вимірюваного позитивного соціального впливу як основної мети;
- відповідати встановленим Регламентом критеріям щодо своєї діяльності, структури та використання прибутку.

Отже, принципова відмінність EuSEF від звичайного інвестиційного фонду полягає в тому, що **соціальний результат є не додатковою характеристикою інвестиції, а нормативно визначеною умовою для кваліфікації підприємства як соціального.**

5) Допустимі інвестиції

Регламент встановлює вичерпний перелік основних інструментів, через які EuSEF може фінансувати кваліфіковані портфельні підприємства.

До них належать, зокрема:

- пайові та квазіпайові фінансові інструменти;
- певні боргові фінансові інструменти;
- забезпечені та незабезпечені позики;
- інвестиції в інші кваліфіковані фонди соціального підприємництва;
- гранти.

Це дозволяє EuSEF використовувати не лише класичний капітал, а й **різні форми фінансування соціальних підприємств**, залежно від їхніх потреб.

6) Обмеження щодо кредитного плеча

⁶ У цьому огляді використовується термін «підприємство» (як переклад *undertaking*), хоча з правової точки зору в якості об'єкту інвестування правильніше використовувати термін «компанія»

Регламент суттєво обмежує використання **левериджу (кредитного плеча)**.

КУА не може застосовувати механізми, які збільшують експозицію фонду понад рівень його зобов'язань інвесторів⁷. Позики, боргові зобов'язання або гарантії на рівні фонду допускаються лише за умови їх покриття невитребуваними зобов'язаннями інвесторів.

Це має дві цілі:

1. обмежити ризик для інвесторів;
2. не допустити перетворення соціального фонду на високолевериджовану інвестиційну структуру.

7) Вимоги до інвесторів

Базовою категорією інвесторів є **професійні клієнти**⁸.

Водночас Регламент передбачає можливість інвестування інших інвесторів за встановлених умов, зокрема за умови:

- мінімального зобов'язання інвестувати **100 000 євро**;
- письмового підтвердження усвідомлення ризиків такого інвестування.

Окремі правила застосовуються до керівників, директорів підрозділів та працівників КУА, які інвестують у фонди, якими вони управляють.

8) Вимоги до діяльності КУА

КУА повинна діяти:

- чесно;
- справедливо;
- професійно;
- з належною обачністю та сумлінністю.

Крім того, КУА повинна здійснювати належний відбір та постійний моніторинг інвестицій, а також контролювати досягнення відповідного **позитивного соціального впливу**.

Це важлива особливість EuSEF: КУА оцінює не тільки фінансові характеристики інвестиції, а й її соціальний результат.

9) Вимірювання соціального впливу

КУА EuSEF зобов'язана мати процедури для **вимірювання позитивного соціального впливу** діяльності кваліфікованого портфельного підприємства.

КУА повинні забезпечити, щоб ці процедури були чіткими та прозорими, а також включали показники, які, залежно від соціальної мети та характеру кваліфікованого портфельного підприємства, можуть включати один або декілька з наступних аспектів:

- (a) зайнятість та ринки праці;
- (b) стандарти та права, пов'язані з якістю роботи;

⁷ Це означає, що фонд ризикує більшою сумою грошей, ніж у нього є реального власного капіталу (**внесків інвесторів**). Іншими словами: фонд бере **борги або леверидж (кредитне плече)**, щоб укласти угоди на суми, які перевищують гроші самих інвесторів.

⁸ **Професійні клієнти** - кваліфіковані інвестори у фінансові інструменти. Їх визначення є у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Усі інші інвестори відносяться до **некваліфікованих**.

- (с) соціальна інклюзія⁹ та захист окремих груп населення;
- (d) рівне ставлення, рівні можливості та недопущення дискримінації;
- (е) охорона здоров'я та безпека;
- (f) доступ до соціального захисту та вплив на нього, а також на систему охорони здоров'я та освіти.

Саме ця вимога є однією з найхарактерніших рис EuSEF і надалі має особливе значення для аналізу взаємозв'язку EuSEFs із сучасним регулюванням сталого фінансування.

10) Вимоги до власного капіталу та ресурсів КУА

КУА повинна постійно мати достатній обсяг власних коштів, а також людські ресурси, технічні ресурси та організаційні спроможності для належного управління фондами.

При цьому КУА повинна бути здатна обґрунтувати достатність власних коштів для забезпечення своєї безперервності діяльності.

11) Управління конфліктами інтересів

Регламент встановлює окремі вимоги щодо виявлення конфліктів інтересів, їх запобігання, управління ними, моніторингу та розкриття інформації про них.

Особлива увага приділяється потенційним конфліктам між КУА, фондом, інвесторами та іншими фондами, якими управляє одна КУА.

12) Оцінка активів

Правила або установчі документи фонду повинні передбачати **належну та прозору процедуру оцінки активів**.

Мета — забезпечити достовірність оцінки вартості активів фонду та захист інтересів інвесторів.

13) Розкриття інформації перед інвестуванням

КУА повинна надати потенційним інвесторам достатню інформацію про фонд, зокрема щодо:

- інвестиційної стратегії;
- соціальних цілей;
- критеріїв відбору підприємств для інвестування в їх активи;
- характеру інвестицій;
- ризиків;
- витрат;
- оцінки соціального впливу;
- інших істотних характеристик фонду.

У результаті інвестор повинен мати можливість оцінити **не лише фінансові ризики, а й те, яким чином фонд має намір здійснювати соціальний вплив**.

14) Щорічна звітність

КУА EuSEF повинна забезпечувати підготовку **річного звіту** щодо діяльності фонду.

Це є складовою загальної системи прозорості та дозволяє інвесторам контролювати діяльність фонду після здійснення інвестиції.

⁹ **Соціальна інклюзія** — це процес залучення всіх людей до повноцінного суспільного життя, незалежно від їхніх фізичних особливостей, віку, статі, раси, інвалідності, етнічного походження чи соціального статусу

15) Реєстрація та нагляд

Для використання позначення EuSEF фонд і/або його КУА повинні пройти передбачену Регламентом процедуру реєстрації.

Після реформи 2017 року авторизовані AIFM також повинні реєструвати відповідні EuSEF, які вони мають намір створювати та маркетувати¹⁰. Регламент визначає порядок обміну інформацією між компетентними органами держав-членів ЄС та ESMA.

16) Транскордонний маркетинг

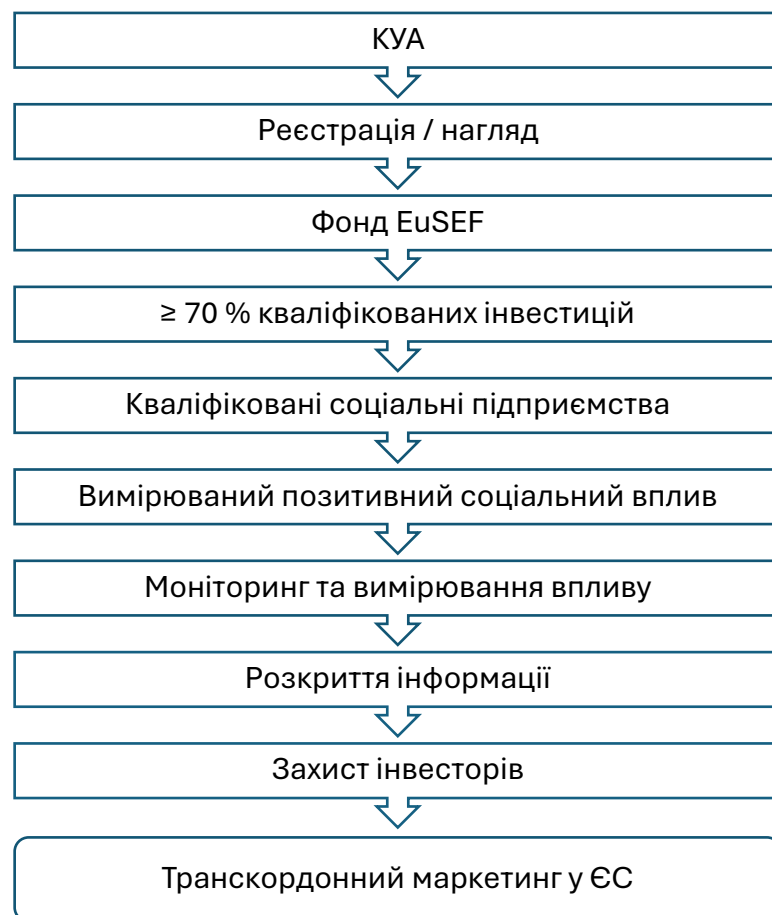
Однією з основних цілей EuSEFs є створення **єдиного паспорта для маркетингу фонду в ЄС**.

КУА, який відповідає вимогам Регламенту, отримує можливість використовувати позначення EuSEF при маркетингу фонду в інших державах-членах ЄС відповідно до встановленої процедури.

Саме ця транскордонна складова відрізняє EuSEFs від суто національних режимів соціального інвестування.

Узагальнена модель EuSEF

Таким чином, основні вимоги можна представити як **10 взаємопов'язаних елементів**:



Джерело: актуальна консолідована редакція Регламенту (ЄС) № 346/2013 на EUR-Lex та Регламент (ЄС) 2017/1991 про внесення до нього змін.

¹⁰ «маркетувати» - пропонувати інвестиційні інструменти фонду до продажу інвесторам

3.3. Взаємозв'язок EuSEFs з іншими актами ЄС

1) EuSEFs та AIFMD

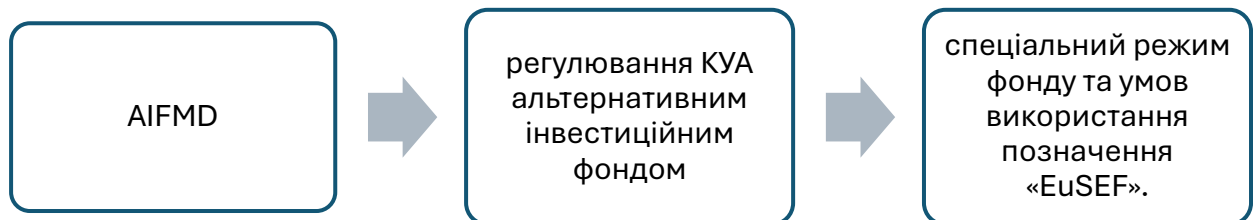
Найбільш тісним є взаємозв'язок EuSEFs із Директивою 2011/61/ЄС про альтернативні інвестиційні фонди (AIFMD).

Первісна модель EuSEF була орієнтована переважно на КУА фондів, активи яких перебували нижче порогового значення, встановленого AIFMD. Таким чином, EuSEFs створював для відносно невеликих спеціалізованих фондів окремий спрощений європейський режим реєстрації та транскордонного маркетингу.

У 2017 році Регламентом (ЄС) 2017/1991 сферу застосування EuSEFs було розширено: можливість використовувати позначення «EuSEF» отримали також АІФ, авторизовані відповідно до статті 6 AIFMD. Відповідні положення AIFMD та EuSEFs після цього функціонують у взаємодії: AIFMD регулює статус і загальні вимоги до КАІФ, тоді як EuSEF встановлює спеціальні вимоги, пов'язані саме з фондом соціального підприємництва.

ESMA прямо характеризує EuSEF як спеціальний режим (*lex specialis*) щодо відповідних вимог AIFMD з окремих питань, зокрема вимог до різних категорій інвесторів.

Отже, практично можна представити співвідношення так:



2) EuSEFs та Регламент EuVECA

EuSEFs має безпосередній нормативний «сестринський» зв'язок із Регламентом (ЄС) № 345/2013 про європейські фонди венчурного капіталу (EuVECA).

Обидва регламенти були прийняті одночасно у 2013 році та мають подібну структуру. Вони створюють спеціальні європейські позначення для фондів, що відповідають визначеним вимогам:

EuSEF	EuVECA
Соціальне підприємництво	Венчурний капітал
Позначення «EuSEF»	Позначення «EuVECA»
Основний критерій — позитивний соціальний вплив	Основний критерій — венчурне інвестування
Не менше 70% — кваліфіковані інвестиції	Не менше 70% — кваліфіковані інвестиції
Спеціальні вимоги до соціального впливу	Спеціальні вимоги до венчурних інвестицій
Спеціальний режим для КУА	Спеціальний режим для КУА

Регламент (ЄС) 2017/1991 одночасно вніс зміни до обох режимів, зокрема розширив коло КУА, які можуть використовувати відповідні позначення, та посилив роль ESMA.

Таким чином, EuSEFs та EuVECA є двома спеціалізованими моделями європейського регулювання альтернативних інвестицій, але з різною інвестиційною місією: EuVECA концентрується на фінансуванні венчурних підприємств, тоді як EuSEFs — на фінансуванні підприємств із вимірюваною позитивною соціальною метою.

3) EuSEFs та ELTIF

Регламент (ЄС) 2015/760 про європейські довгострокові інвестиційні фонди (ELTIF) також належить до спеціального регулювання альтернативних інвестиційних фондів.

Водночас між EuSEFs та ELTIF існує принципова відмінність.

EuSEFs визначає фонд насамперед через соціальну мету інвестицій, тоді як ELTIF визначає його через довгостроковий характер інвестицій та перелік допустимих активів. ELTIF може інвестувати, зокрема, в інфраструктуру, МСП та інші довгострокові активи.

Тому EuSEFs та ELTIF не є взаємозамінними режимами:

- EuSEFs — орієнтований на соціальний вплив/соціальну мету;
- ELTIF — орієнтований на довгострокові інвестиції.

Водночас конкретний фонд може потенційно використовувати різні європейські режими залежно від його структури, інвестиційної політики та складу активів.

Особливого значення набуває ELTIF 2.0 — зміни до режиму ELTIF, які розширили його доступність для інвесторів та інвестиційні можливості. Це створює потенційне конкурентне середовище для EuSEF, оскільки соціальне та імпаکت-інвестування можуть здійснюватися і через ширші довгострокові фондові структури.

4) EuSEFs та правила транскордонної дистрибуції фондів

Однією з головних цілей EuSEF є забезпечення можливості транскордонної дистрибуції (*cross-border distribution*)¹¹ фондів під єдиним європейським позначенням.

Тому режим EuSEF необхідно розглядати разом із:

- Директивою (ЄС) 2019/1160 про транскордонну дистрибуцію інститутів спільного інвестування (колективних інвестиційних фондів);
- Регламентом (ЄС) 2019/1156 про транскордонну дистрибуцію інститутів спільного інвестування (колективних інвестиційних фондів).

Ці акти формують горизонтальну інфраструктуру для транскордонної дистрибуції інвестиційних фондів у ЄС. Європейська Комісія включає EuSEFs, AIFMD та правила транскордонної дистрибуції до єдиного блоку законодавства про інвестиційні фонди.

Таким чином, EuSEFs відповідає на питання «яким вимогам має відповідати соціальний фонд для отримання європейського позначення», а правила транскордонної дистрибуції — «як цей фонд може пропонуватися інвесторам в інших державах-членах ЄС».

5) EuSEFs та SFDR

Важливим сучасним взаємозв'язком є зв'язок EuSEFs із Регламентом (ЄС) 2019/2088 про розкриття інформації щодо сталого фінансування (SFDR).

¹¹ **Cross-Border Distribution** (транскордонна дистрибуція) — це процес, за якого товари, послуги або фінансові інструменти (зокрема, акції або паї інвестиційних фондів) пропонуються та продаються інвесторам або клієнтам у країнах, відмінних від країни реєстрації компанії з управління активами чи фонду.

Ці два акти мають різну юридичну функцію:

EuSEFs встановлює спеціальний режим фонду, його інвестиційні критерії, склад портфеля активів, вимоги до кваліфікованих портфельних підприємств та вимірювання позитивного соціального впливу.

SFDR встановлює правила розкриття інформації про сталий розвиток на рівні фінансових продуктів та учасників фінансового ринку.

Отже, позначення «EuSEF» не є еквівалентом категорій SFDR статті 8 або статті 9. Наявність статусу EuSEF сама по собі не означає автоматичної класифікації фонду за статтею 8 чи 9 SFDR.

Водночас соціальна орієнтація EuSEF може бути безпосередньо пов'язана з інформацією, яку фонд повинна розкривати відповідно до SFDR, якщо відповідні вимоги SFDR застосовуються до KYA EuSEF та фонду¹².

Таким чином EuSEFs відповідає переважно на питання структури та інвестиційної природи фонду, тоді як SFDR — на питання розкриття інформації про його характеристики/цілі у сфері сталого розвитку.

Це важливе розмежування для оцінки європейського ринку impact investing.

6) EuSEFs та EU Taxonomy Regulation

Регламент (ЄС) 2020/852 про таксономію ЄС (EU Taxonomy Regulation) встановлює систему класифікації екологічно сталих економічних видів діяльності.

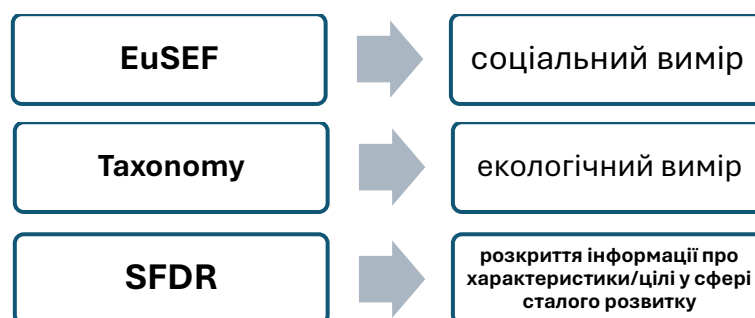
Відмінність від EuSEF є принциповою:

- EuSEFs має передусім соціальну спрямованість;
- EU Taxonomy Regulation містить критерії визначення екологічно сталої економічної діяльності.

Тому відповідність підприємства критеріям як кваліфікованого портфельного підприємства EuSEFs не означає автоматичної відповідності його діяльності таксономії ЄС.

Разом із тим ці режими можуть застосовуватися одночасно. Наприклад, соціальне підприємство, яке відповідає критеріям кваліфікованого портфельного підприємства, може здійснювати також економічну діяльність, яка відповідає критеріям екологічно сталої економічної діяльності. У такому випадку інформація про екологічну сталість може додатково використовуватися в рамках SFDR та EU Taxonomy Regulation.

Отже, у ширшій архітектурі сталого фінансування:



¹² Згідно з SFDR «фінансовий продукт» означає зокрема «альтернативний інвестиційний фонд (АІФ)»

7) EuSEFs та UCITS

Регламент EuSEFs прямо розмежовує його сферу застосування із законодавством про UCITS.

UCITS є гармонізованим режимом для інститутів (фондів) спільного інвестування, орієнтованих переважно на ліквідні та диверсифіковані інструменти, тоді як EuSEF належить до сфери альтернативних інвестицій і орієнтується на інвестиції у соціальні підприємства.

У преамбулі EuSEFs прямо зазначено необхідність визначити його співвідношення з UCITS та AIFMD. Регламент застосовується до інститутів спільного інвестування, відмінних від UCITS, які підпадають під відповідні положення AIFMD.

Це означає, що EuSEF не є альтернативною формою UCITS, а функціонує в іншому сегменті європейського фондового ринку.

8) EuSEFs та спеціальні делеговані й імплементаційні акти

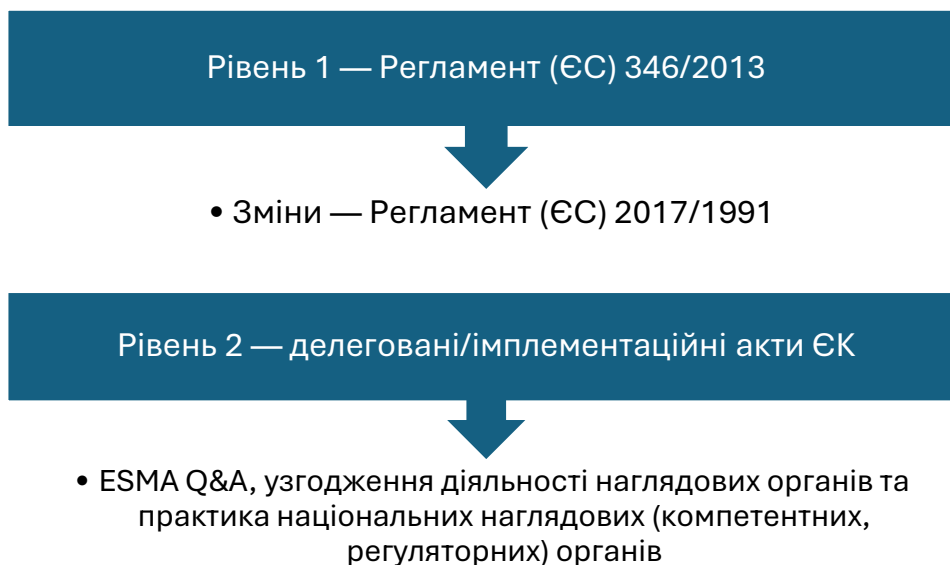
Функціонування EuSEF доповнюється актами Комісії нижчого рівня.

Європейська Комісія окремо виділяє делеговані та імплементаційні акти, що доповнюють Регламент (ЄС) 346/2013.

Особливе значення має Commission Delegated Regulation (EU) 2019/819, який деталізує правила щодо:

- конфліктів інтересів;
- вимірювання позитивного соціального впливу;
- інформації, що надається інвесторам.

Таким чином, нормативна модель EuSEF має багаторівневу структуру:



9) Загальна модель взаємозв'язку

Взаємозв'язок EuSEF з іншими актами ЄС можна узагальнити таким чином:

Акт ЄС	Основна функція	Зв'язок з EuSEF
AIFMD — 2011/61/EU	Регулювання AIFM (КАІФ)	Базова рамка для КУА альтернативних інвестиційних фондів

Акт ЄС	Основна функція	Зв'язок з EuSEF
EuSEF — 346/2013	Спеціальний режим соціального підприємництва	Основний спеціальний акт
EuVECA — 345/2013	Венчурний капітал	Паралельний спеціальний режим
ELTIF — 2015/760	Довгострокові інвестиції	Альтернативний спеціальний режим фондів
Cross-Border Distribution — 2019/1156, 2019/1160	Транскордонний маркетинг фондів	Забезпечує загальну інфраструктуру дистрибуції
SFDR — 2019/2088	Розкриття інформації про сталий розвиток	Додаткові вимоги щодо розкриття інформації про сталий розвиток
Taxonomy — 2020/852	Класифікація екологічно сталих видів діяльності	Екологічний компонент сталого фінансування
UCITS — 2009/65/ЄС	Гармонізований режим традиційних інвестиційних фондів	Визначає межі сфери застосування EuSEF
Делеговані/імплементаційні акти	Деталізація вимог	Забезпечують практичне застосування EuSEF
ESMA Q&A та узгодження діяльності наглядових органів	Єдине застосування	Забезпечує регуляторну узгодженість

10) Значення для оцінки EuSEF

Отже, EuSEF доцільно розглядати не як окремий «фінансовий продукт», а як спеціальний європейський регуляторний режим, інтегрований у загальну систему регулювання компаній з управління активами альтернативних інвестиційних фондів (КАІФ) та самих альтернативних інвестиційних фондів (АІФ).

Його ключова особливість полягає в поєднанні трьох рівнів регулювання:

1. структурного — через AIFMD та правила для альтернативних інвестиційних фондів;
2. інвестиційного — через спеціальні критерії EuSEF, зокрема вимогу щодо кваліфікованих інвестицій та соціальної мети;
3. сталий розвиток/розкриття інформації — через SFDR, а у відповідних випадках і Taxonomy Regulation.

Саме ця взаємодія має бути врахована при оцінці ефективності EuSEF та можливості використання його моделі як орієнтира для формування українського регулювання соціальних інвестицій або інвестицій впливу.

4. Структура та розвиток ринку EuSEF

4.1. Загальна характеристика динаміки

Ринок європейських фондів соціального підприємництва (EuSEF) з моменту запровадження Регламенту (ЄС) № 346/2013 (EuSEFs) демонструє **поступове, але повільне зростання**. На відміну від режиму EuVECA, який досить швидко набув поширення серед фондів венчурного капіталу, EuSEF залишався вузькоспеціалізованим сегментом європейського ринку альтернативних інвестицій.

Уже під час першого перегляду режиму Європейська Комісія констатувала, що використання позначення EuSEF залишається дуже низьким. На початку квітня 2016 року в базі ESMA було зареєстровано лише **4 EuSEF**, причому вони були зосереджені лише у двох державах-членах ЄС: один фонд у Франції та три — у Німеччині. Сукупний обсяг активів під управлінням цих фондів становив лише близько **32 млн євро**.

До середини 2017 року кількість зареєстрованих EuSEF збільшилася до **7 фондів**. Європейська Комісія та Європейський парламент при цьому характеризували темпи поширення EuSEF як повільні та недостатні.

Показники демонструють, що до реформи 2017 року ринок практично не сформував критичної маси: за приблизно чотири роки після початку застосування Регламенту кількість EuSEF зросла лише з декількох фондів до семи.

4.2. Динаміка кількості зареєстрованих EuSEF

Найявні офіційні та інституційні дані дозволяють відтворити основні етапи розвитку ринку:

Період	Кількість EuSEF	Коментар
2013–2014	поодинокі фонди	Початок застосування режиму
квітень 2016	4	1 у Франції та 3 у Німеччині; активи в управлінні (AUM) ≈ €32 млн
середина 2017	7	Ринок залишається дуже концентрованим і малим
березень 2018	7	ESMA після набрання чинності реформою 2017 року все ще показувала 7 фондів
близько 2020	13	13 фондів у 7 державах-членах ЄС за даними дослідження Європейської Комісії
грудень 2022	15	Офіційна оцінка Європейської Комісії
2024	15 KYA EuSEF	ESMA зафіксувала 15 KYA; показник не слід ототожнювати автоматично з кількістю фондів

Важливо розмежовувати показники **фондів і KYA**. ESMA у статистиці за 2024 рік зазначила 15 KYA EuSEF станом на 31 грудня 2024 року. Це не є доказом того, що кількість фондів також дорівнює 15: один KYA може управляти декількома фондами. Усього в Європейському Союзі **15 KYA** управляють активами **27 EuSEF**. Сукупна **вартість активів** в управлінні ≈ **EUR 1,2 млрд**.

Для порівняння, кількість **KYA EuVECA** станом на 31 грудня 2024 року становила **380**, тобто KYA EuSEF було приблизно у **25 разів менше**.

Чому зростання залишилося обмеженим?

Дослідження Європейської Комісії 2016 року визначило декілька структурних проблем:

1. **обмежене коло KYA**, які могли управляти активами EuSEF;
2. **обмеження інвестиційної політики** та вузьке визначення кваліфікованих інвестицій;
3. **національні відмінності у вимогах**;
4. високий мінімальний поріг інвестиції для непрофесійних інвесторів;
5. відносно вузька база потенційних соціальних підприємств;
6. недостатньо розвинена екосистема impact investing.

Показово, що навіть дослідження впливу Social Business Initiative, опубліковане пізніше, оцінювало **13 EuSEF у семи державах-членах ЄС** у 2020 році як низький показник, хоча визнавало, що EuSEF є спеціалізованим нішевим інструментом.

Підсумкова оцінка динаміки

Динаміку розвитку EuSEF можна охарактеризувати як:

2013–2016 — Етап становлення

- Низька кількість фондів, концентрація у декількох країнах, відсутність критичної маси

2016–2017 — Етап регуляторного перегляду

- Єврокомісія визнає низьку ефективність режиму та готує реформу.

2018–2020 — Поступове розширення

- Після набрання чинності Регламентом 2017/1991 кількість фондів поступово збільшується, а географія розширюється.

2021–2022 — Стабілізація на низькому рівні

- До кінця 2022 року — 15 зареєстрованих EuSEF; сегмент залишається нішевим.

2024 — Збереження невеликого масштабу

- ESMA фіксує 15 KYA EuSEF, що свідчить про відсутність радикального масштабування режиму.

Отже, **реформа 2017 року була необхідною, але недостатньою умовою розвитку EuSEF**. Вона зробила режим більш відкритим для великих KAlФ, удосконалила

реєстрацію та наглядову конвергенцію¹³, але не усунула фундаментальних факторів, що стримують розвиток соціального інвестиційного ринку.

Особливо важливо, що сама Європейська Комісія нині характеризує режим як такий, що **потребує подальшого розвитку та перегляду**: на сторінці Єврокомісії щодо інвестиційних фондів зазначено, що триває **поточний перегляд Регламенту EuSEFs**.

4.3. Географічна структура

Географічна структура ринку EuSEF (оцінка на 31.12.2024)

Країна	EuSEF Managers (AIFM)	EuSEF	Орієнтовні AUM
Іспанія	7	12	€350–450 млн
Нідерланди	3	5	€150–250 млн
Франція	1	4	€150–250 млн
Німеччина	1	3	€100–200 млн
Люксембург	1	1	€100–150 млн
Фінляндія	1	1	€20–50 млн
Бельгія	1	1	€50–100 млн
Разом	15	27	≈ €1,2 млрд

Таким чином, структура ринку змінилася від початкової німецько-французької концентрації до більш диверсифікованої, але водночас у 2024 році вже спостерігалася **нова концентрація в Іспанії**.

Чому AuM EuSEF залишаються низькими

Невеликий обсяг активів EuSEF пояснюється не одним фактором, а сукупністю структурних обмежень.

По-перше, вузька інвестиційна спеціалізація. EuSEF повинні спрямовувати щонайменше 70% капітальних внесків та невитребуваного зобов'язаного капіталу у кваліфіковані інвестиції. Це істотно звужує потенційний обсяг інвестицій порівняно з універсальними АІФ.

По-друге, обмежена база інвесторів. Основною категорією є професійні інвестори. Інші інвестори можуть інвестувати за умови мінімального зобов'язання у €100 000 та письмового підтвердження усвідомлення ризиків. Це суттєво обмежує потенціал масового залучення роздрібних (некваліфікованих) інвесторів.

По-третє, специфіка інвестицій соціального впливу (*social-impact investments*). Фонд повинен інвестувати у підприємства, основною метою яких є досягнення вимірюваного позитивного соціального впливу. Відповідно, обсяг потенційних інвестицій є значно вужчим, ніж у традиційних фондів прямих інвестицій та фондів венчурного капіталу.

По-четверте, обмежена кількість спеціалізованих КУА. Навіть після реформи 2017 року кількість КУА EuSEF залишається дуже низькою — лише 15 станом на кінець 2024 року.

¹³ **Наглядова конвергенція** (*Supervisory Convergence*) — це процес зближення та уніфікації підходів, методів і практик, які використовують фінансові регулятори в різних країнах (або регіонах) під час нагляду за ринком.

4.4. Висновки щодо стану ринку EuSEF

Ринок КУА EuSEF характеризується **дуже малою кількістю учасників, високою концентрацією та поступовою професіоналізацією.**

Ключові тенденції можна сформулювати так:

- 1. Кількість КУА зростає, але залишається дуже малою:** 15 у 2024 році.
 - 2. Ринок пройшов шлях від кількох спеціалізованих КУА до більш різноманітної структури,** у якій з'явилися фонди, орієнтовані на приватні позики та капітал інституційних інвесторів (інституційний капітал).
 - 3. Географічний центр ринку змістився:** від первісної концентрації в Німеччині та Франції до суттєвої ролі Іспанії.
 - 4. Реформа 2017 року розширила потенційну базу КУА,** дозволивши авторизованим КАІФ використовувати позначення EuSEF позначення, однак фактичний приплив великих КАІФ був обмеженим.
 - 5. Найважливіша тенденція сучасного етапу — перехід від вузького соціального венчурного капіталу до ширшої моделі impact investing,** включаючи приватні позики, інвестиції інституційних інвесторів та поєднання EuSEF з іншими елементами європейської архітектури сталого фінансування.
-

5. Інвестиційна діяльність фондів EuSEF

5.1. Загальна характеристика інвестиційної діяльності

Інвестиційна діяльність EuSEF принципово відрізняється від діяльності традиційних фондів венчурного капіталу та фондів прямих інвестицій. Основною метою фонду є не максимізація фінансової дохідності, а фінансування підприємств, для яких **досягнення вимірюваного позитивного соціального впливу є основною метою діяльності.**

При цьому Регламент 346/2013 не встановлює фіксованих квот між окремими соціальними секторами. Це дозволяє КУА формувати різні інвестиційні стратегії залежно від потреб ринку та спеціалізації фонду.

У результаті сформувалася **диверсифікована, але концептуально однорідна галузева структура,** у якій переважають сфери, безпосередньо пов'язані з вирішенням соціальних проблем:

- зайнятість та професійна інтеграція;
- освіта та професійне навчання;
- охорона здоров'я та соціальний догляд;
- соціальне житло;
- соціальна та фінансова інклюзія;
- циркулярна економіка та вплив на навколишнє середовище із соціальною складовою

Такий підхід відповідає самому призначенню EuSEF: створити канал приватного капіталу для підприємств, які поєднують підприємницьку діяльність із вирішенням конкретної соціальної проблеми.

5.2. Основні галузі інвестування

Зайнятість та професійна інтеграція

Одним із найхарактерніших напрямів є фінансування підприємств, які створюють робочі місця або забезпечують інтеграцію на ринок праці осіб, що мають труднощі з працевлаштуванням.

До цієї категорії належать:

- підприємства, що довгостроково працевлаштовують безробітних;
- програми професійної підготовки;
- підприємства з працевлаштування осіб з обмеженими можливостями;
- підприємства, які забезпечують зайнятість осіб з інвалідністю;
- сервіси перекваліфікації та підвищення кваліфікації;
- цифрові платформи для доступу до роботи.

Цей напрям безпосередньо відповідає переліку соціального впливу, передбаченому в законодавстві ЄС. Серед допустимих показників соціального впливу Регламент EuSEFs прямо називає **зайнятість та ринки праці**, а також якість зайнятості.

Таким чином, вплив на зайнятість є одним із найбільш природних напрямів для EuSEF, оскільки результат інвестиції може бути безпосередньо виміряний через кількість створених або збережених робочих місць, осіб, які пройшли навчання, рівень працевлаштування тощо.

Освіта та професійне навчання

Другий важливий напрям — **освіта, професійне навчання та розвиток навичок**.

Інвестиції можуть спрямовуватися на:

- професійне навчання;
- цифрову освіту;
- освітні платформи;
- дошкільну освіту;
- навчання протягом усього життя;
- перекваліфікацію;
- освіту соціально вразливих груп.

Саме цей сектор має значний потенціал для impact investing, оскільки інвестиція може одночасно створювати економічну цінність та вимірюваний соціальний результат.

Європейська практика соціального інвестування також визначає освіту, професійну підготовку та розвиток навичок серед ключових напрямів соціального фінансування.

Охорона здоров'я та соціальний догляд

Важливим напрямом є фінансування підприємств, які надають:

- медичні послуги;
- послуги догляду;
- послуги догляду на дому;
- підтримку людей похилого віку;
- послуги для людей з інвалідністю;
- послуги у сфері психічного здоров'я;

- цифрові рішення у сфері охорони здоров'я;
- догляд на рівні громади.

Європейська практика impact investing демонструє поступове розширення цього сегмента, особливо у зв'язку зі старінням населення та зростанням попиту на довгостроковий догляд.

У ширшій політиці ЄС система соціальних інвестицій та розвитку професійних навичок прямо включає охорону здоров'я, довгостроковий догляд, послуги на дому та догляд на рівні громади до пріоритетних напрямів соціального інвестування.

Соціальне житло

Ще одним напрямом є **доступне соціальне житло**.

Інвестиції можуть спрямовуватися на підприємства, що:

- створюють доступне житло;
- забезпечують житлом соціально вразливі групи;
- працюють із бездомністю;
- реалізують проекти житлового будівництва;
- створюють соціальну інфраструктуру.

Водночас цей сектор історично був менш характерним для класичних EuSEF, оскільки значна частина соціального житла потребує довгострокового залучення позикових коштів або змішаного фінансування (*blended finance*).

Це пояснює потенційну важливість нових моделей EuSEF, орієнтованих на залучення боргових інструментів, які дозволяють розширити інвестиційний спектр за межі традиційного фінансування за рахунок пайового капіталу.

Соціальна та фінансова інклюзія

Окремий кластер формують підприємства, спрямовані на:

- інтеграцію мігрантів;
- підтримку соціально вразливих груп;
- доступність товарів та послуг;
- боротьбу з дискримінацією окремих груп населення.
- фінансову інклюзію;
- мікрофінансування;
- доступ до базових фінансових послуг.

Цей напрям відповідає самому поняттю «кваліфіковане портфельне підприємство», оскільки соціальний ефект повинен бути основною метою діяльності підприємства.

Регламент дозволяє використовувати для оцінки соціального впливу показники, пов'язані із **соціальною інклюзією та захистом окремих верств населення, рівністю у ставленні та можливостях, недопущенням дискримінації**.

Циркулярна економіка та вплив на навколишнє середовище із соціальною складовою

Практика EuSEF демонструє також присутність підприємств у сфері:

- переробки відходів;
- управління відходами;
- повторного використання матеріалів;
- циркулярної економіки;
- сталого харчування¹⁴;
- екологічних послуг.

Однак тут необхідно зробити принципове розмежування.

Не кожне «зелене» або кліматичне підприємство є кваліфікованим соціальним підприємством для цілей EuSEF.

Екологічна діяльність сама по собі не достатня для відповідності EuSEF. Соціальна мета повинна залишатися центральним елементом кваліфіковане портфельне підприємство.

Тому стале інвестування може відповідати EuSEF, якщо екологічна модель одночасно забезпечує визначений позитивний соціальний результат — наприклад, працевлаштування вразливих груп населення, соціальну інклюзію або доступ до базових соціальних послуг.

Галузева структура: узагальнена модель

На основі аналізу практики EuSEF можна сформувати таку узагальнену структуру інвестицій:

Галузь	Тип соціальної проблеми	Типові інвестиції EuSEF	Основні KPI для оцінки соціального впливу
Зайнятість	безробіття, виключення з ринку праці	підприємства з працевлаштування, підбір персоналу, соціальна інтеграція	кількість робочих місць, рівень працевлаштування
Освіта	нерівний доступ до освіти та навичок	освітні технології, навчання, професійна освіта	кількість учнів, випускників, працевлаштованих
Охорона здоров'я	нерівний доступ до медичних послуг	медичні технології, догляд, клініки	кількість пацієнтів, доступність послуг
Соціальний догляд	старіння, інвалідність, потреба в догляді	догляд вдома, соціальні послуги	кількість отримувачів послуг
Соціальне житло	недоступність житла	доступне/соціальне житло	кількість забезпечених житлом
Соціальна інклюзія	соціальна маргіналізація	платформи/послуги з інклюзії	кількість інтегрованих осіб

¹⁴ **Sustainable food** (стале харчування) — це продукти та методи їх виробництва, які забезпечують здоров'я людини без шкоди для довкілля, екосистем та майбутніх поколінь

Галузь	Тип соціальної проблеми	Типові інвестиції EuSEF	Основні KPI для оцінки соціального впливу
Фінансова інклюзія	відсутність доступу до фінансування	мікрофінансування, фінтех	кількість бенефіціарів, доступ до фінансів
Циркулярна економіка	відходи та ресурсна неефективність	переробка, повторне використання, моделі циркулярної економіки	тон відходів, перероблені матеріали
Інтеграція	міграція, дискримінація	зайнятість/соціальна інтеграція	кількість інтегрованих осіб
Соціальні інновації	неефективність традиційних моделей	цифрові/соціальні інновації	бенефіціари, результати

Важливо підкреслити, що ця таблиця є **аналітичною класифікацією**, а не офіційною статистичною класифікацією ESMA. Регламент EuSEFs не встановлює обов'язкової галузевої таксономії фондів.

5.3. Інструменти фінансування

Однією з ключових особливостей моделі EuSEF є можливість використовувати **різні форми фінансування соціальних підприємств**, що дає змогу адаптувати структуру інвестицій до стадії розвитку підприємства, його бізнес-моделі, рівня ризику та характеру очікуваного соціального впливу.

Регламент (ЄС) № 346/2013 встановлює перелік допустимих — кваліфікованих інвестицій, які можуть здійснюватися EuSEF. До них належать: **інвестиції у пайовий капітал (пайові фінансові інструменти) та квазі-капітал (квазіпайові фінансові інструменти), боргові інструменти, позики, інвестиції в інші EuSEF, а також інші форми участі у кваліфікованому портфельному підприємстві**. Окремо Регламент допускає грантове фінансування.

Основні інструменти

Інструмент	Зміст	Типове застосування для соціального підприємства	Економічний ефект
Пайовий капітал¹⁵	Пряме придбання частки в капіталі соціального підприємства	Фінансування створення, масштабування або виходу на нові ринки	Підприємство отримує довгостроковий капітал без фіксованого обов'язку його повернення

¹⁵ **Equity** – залежно від контексту може означати пайовий капітал, акціонерний капітал, власний капітал, пайові фінансові інструменти.

Інструмент	Зміст	Типове застосування для соціального підприємства	Економічний ефект
Квазі-капітал	Гібрид капіталу та боргу; дохід інвестора пов'язаний із результатами підприємства, а повернення капіталу не є повністю забезпеченим	Підприємства з високим потенціалом зростання, але недостатньою заставою або нестабільними грошовими потоками	Поєднує гнучкість власного капіталу з елементами боргового фінансування
Боргові інструменти	Заборгованість, у тому числі сек'юритизовані та несек'юритизовані боргові інструменти	Підприємства зі стабільнішими доходами та можливістю обслуговувати борг	Дає змогу залучити капітал без розмивання частки власників
Позики	Забезпечені або незабезпечені позики від фонду кваліфікованому портфельному підприємству	Розширення діяльності, придбання обладнання, оборотний капітал, масштабування	Гнучке боргове фінансування
Інвестиції в інші EuSEF	Придбання часток/паїв інших кваліфікованих EuSEF	Диверсифікація та непряме фінансування соціальних підприємств	Дозволяє створювати фонд фондів
Інші форми участі	Інші допустимі форми участі у кваліфікованому портфельному підприємстві	Структуровані або специфічні інвестиційні рішення	Дає можливість адаптувати фінансування до конкретної моделі бізнесу
Гранти	Безповоротне фінансування	Проекти з високим соціальним ефектом, але недостатньою фінансовою віддачою	Зменшує фінансовий бар'єр для реалізації соціальних проєктів

Визначення **пайового капіталу та квазі-капіталу** містяться безпосередньо в Регламенті. **Квазі-капітал** характеризується поєднанням елементів пайового капіталу та боргу, при цьому дохідність залежить від прибутку або збитку портфельного підприємства, а повернення коштів у разі дефолту не є повністю забезпеченим.

1) Пряме пайове фінансування

Пряме пайове фінансування є одним із найбільш природних інструментів для EuSEF, оскільки соціальні підприємства часто перебувають на ранній стадії розвитку, мають обмежений доступ до банківського кредитування та потребують капіталу для масштабування.

Фонд набуває частку в соціальному підприємстві та бере на себе підприємницький ризик. На відміну від кредиту, підприємство не має фіксованого обов'язку сплачувати проценти або повертати основну суму інвестиції за встановленим графіком.

Цей інструмент особливо придатний для:

- стартапів;
- підприємств на стадії масштабування;
- компаній, які створюють нові соціальні послуги або продукти;
- підприємств із високими темпами зростання, але недостатнім забезпеченням для банківського кредиту.

2) Квазі-капітал — гібридне фінансування

Квазі-капітал є особливо важливим для impact investing, оскільки дозволяє структурувати фінансування таким чином, щоб воно відповідало здатності соціального підприємства генерувати дохід.

Це проміжний інструмент між пайовим капіталом та боргом. Він може бути використаний, коли підприємству необхідний капітал для розвитку, але традиційний банківський кредит є надто жорстким або пряме пайове фінансування призвело б до надмірного розмивання частки власників.

Економічно квазі-капітал може бути корисним для підприємств, які:

- мають прогнозоване зростання доходів;
- ще не мають достатньої кредитної історії;
- не можуть запропонувати достатнє забезпечення;
- прагнуть зберегти контроль над підприємством.

3) Боргові інструменти та позики — боргове фінансування

Регламент дозволяє EuSEF здійснювати інвестиції у сек'юритизовані та несек'юритизовані боргові фінансові інструменти, випущені кваліфікованим портфельним підприємством, а також надавати йому забезпечені або незабезпечені позики.

Це розширює модель EuSEF за межі класичного венчурного фінансування.

Практично це означає, що соціальне підприємство може залучити фінансування без передачі фонду частки у власності. Такий підхід особливо актуальний для підприємств, які вже генерують позитивний грошовий потік і потребують капіталу для розширення діяльності.

4) Гранти

EuSEF також може використовувати **гранти** як інструмент фінансування. Це важливо з огляду на специфіку соціальних підприємств: позитивний соціальний ефект не завжди трансформується у достатню фінансову дохідність.

Грантова складова може бути доцільною, зокрема, для:

- підготовки соціального підприємства до масштабування;
- розвитку інноваційної соціальної послуги;
- навчання та професійної підготовки;
- запуску пілотного проекту;
- покриття витрат, які безпосередньо створюють соціальний ефект, але не генерують відповідного фінансового доходу.

При цьому необхідно розрізняти грант як інструмент у структурі фінансування соціального підприємства та загальну грантову підтримку, що надається державою або фондами поза межами EuSEF.

5) Інвестиції в інші EuSEF

Регламент також допускає інвестиції одного EuSEF в інші EuSEF за встановлених умов. Зокрема, фонд, у який здійснюється інвестиція, не повинна сам інвестувати понад 10 % відповідного капіталу в інші EuSEF.

Це створює можливість для формування **моделей фонду фондів**, які можуть:

- диверсифікувати ризики;
- забезпечувати доступ до соціальних підприємств різних країн;
- поєднувати спеціалізовані інвестиційні стратегії;
- залучати інституційний капітал до impact investing.

Значення для розвитку impact investing

Широкий набір допустимих інструментів є однією з сильних сторін EuSEF. Він дозволяє перейти від моделі **«грант або банківський кредит»** до більш гнучкої системи фінансування, в якій структура капіталу може відповідати життєвому циклу соціального підприємства.

Умовно це можна представити так:

Стадія підприємства	Доцільний інструмент
Створення / рання стадія	Пайовий капітал, квазі-капітал, грант
Початок масштабування	Пайовий капітал, квазі-капітал
Стабільна операційна діяльність	Боргові інструменти, позики
Масштабування	Пайовий капітал + боргові інструменти / квазі-капітал
Високий соціальний ефект при низькій фінансовій віддачі	Гранти та інвестиції в інші EuSEF
Диверсифікація інвестора	Інвестиції в інші EuSEF

Отже, **EuSEF фактично створює регуляторну рамку для змішаного (комбінованого) фінансування**, у якій різні джерела та форми капіталу можуть бути поєднані для одночасного досягнення фінансових і соціальних цілей. Саме можливість комбінувати пряме пайове фінансування, боргове та грантове фінансування є важливою відмінністю соціального impact investing від традиційного венчурного фінансування. Європейська Комісія загалом також розглядає поєднання фінансових інструментів із грантами як спосіб залучення додаткового приватного капіталу та фінансування проєктів із підвищеним ризиком.

Висновок. Інвестиційна модель EuSEF є достатньо гнучкою: фонд може використовувати як інструменти участі в капіталі, так і боргове та гібридне фінансування. Це дозволяє підтримувати соціальні підприємства на різних стадіях розвитку та одночасно забезпечувати вимогу щодо спрямування основної частини капіталу на кваліфіковані соціальні інвестиції.

5.4. Стадії фінансування

Регламент EuSEF не встановлює формальної класифікації стадій розвитку підприємства на кшталт **стадія попереднього фінансування (pre-seed), стадія початкового фінансування (seed), серія А, стадія зростання**. Натомість він визначає критерії кваліфікованого портфельного підприємства та перелік допустимих інвестиційних інструментів. Тому стадії фінансування в межах цього огляду доцільно розглядати як **ринкову класифікацію інвестиційної діяльності EuSEF**, а не як окремі регуляторні категорії.

Особливістю соціальних підприємств є те, що на ранніх стадіях вони одночасно мають потребу у фінансуванні розвитку бізнесу та необхідність доведення своєї здатності створювати вимірюваний позитивний соціальний ефект. Тому структура фінансування змінюється в міру переходу підприємства від створення соціальної моделі до її масштабування.

1) Pre-seed / запуск соціального підприємства

На попередній стадії підприємство перебуває на етапі формування бізнес-моделі, продукту або соціальної послуги. Доходи, як правило, є незначними або відсутніми, а комерційний ризик — високим.

Основні потреби у фінансуванні:

- розроблення продукту або послуги;
- формування команди;
- тестування бізнес-моделі;
- проведення пілотних соціальних проєктів;
- створення системи вимірювання соціального впливу;
- вихід на перших клієнтів або бенефіціарів.

На цій стадії найбільш придатними є **пряме пайове, гібридне та грантове фінансування**. Грантовий компонент має особливе значення, оскільки частина витрат створює соціальний ефект ще до появи стабільного грошового потоку.

Для класичного EuSEF ця стадія має певне обмеження: фонд повинен інвестувати у підприємство, яке вже відповідає критеріям «кваліфікованого портфельного підприємства». Тому EuSEF не слід автоматично ототожнювати з грантовими або pre-seed фондами¹⁶.

2) Seed — рання стадія розвитку

На seed-стадії соціальне підприємство вже має прототип продукту, перших клієнтів або підтвердження життєздатності своєї моделі.

Основні завдання:

- підтвердження відповідності продукту потребам ринку;
- розширення клієнтської бази;
- формування операційної структури;
- залучення ключових працівників;
- удосконалення моделі соціального впливу;
- підготовка до масштабування.

¹⁶ **Pre-seed фонди** — це венчурні фонди або фонди інвестиційних компаній, якікладають капітал у стартапи на найранішній стадії їхнього існування.

Типовим інструментом є **пайовий капітал або квазі-капітал**, оскільки підприємство ще може не мати достатнього стабільного горового потоку для обслуговування традиційного боргу.

Для інвестора ця стадія поєднує: **високий інвестиційний ризик → потенційно високу фінансову віддачу + високий потенціал соціального впливу.**

3) Серія А / масштабування бізнес-моделі

На цій стадії підприємство вже продемонструвало життєздатність своєї моделі та залучає капітал для активного зростання.

Капітал може використовуватися для:

- виходу на нові регіони;
- збільшення виробничих потужностей;
- цифровізації;
- розширення команди;
- розробку нових продуктів;
- масштабування соціальної послуги;
- збільшення кількості бенефіціарів.

Саме ця стадія є особливо релевантною для **венчурного капіталу, орієнтованого на соціальний вплив.**

Основним інструментом залишається **пайовий капітал**, але дедалі більшого значення можуть набувати **квазі-капітал та боргові інструменти**, якщо підприємство вже генерує передбачуваний дохід.

4) Зростання / розширення — стадія зрілого масштабування

На стадії зростання підприємство вже має сформовану бізнес-модель, значний обсяг операцій та підтверджений соціальний ефект.

Потреба в капіталі виникає для:

- масштабування на національному або міжнародному рівні;
- придбання інших підприємств;
- розширення інфраструктури;
- значних капітальних інвестицій;
- збільшення оборотного капіталу;
- технологічного розвитку.

На цій стадії структура фінансування може переходити від переважно **прямого пайового фінансування до комбінації: пайовий капітал + квазі-капітал + боргові інструменти + позики.**

Саме можливість використання боргових інструментів та позик робить EuSEF потенційно придатним не лише для венчурного фінансування, а й для підтримки вже сформованих соціальних підприємств.

5) Можливість комбінованого фінансування

Однією з найцікавіших характеристик impact investing є можливість застосування **послідовного або комбінованого фінансування.**

Умовна модель може виглядати так:

Стадія	Основна потреба	Типові інструменти
Попереднє фінансування	Створення продукту та соціальної моделі	Грант + Пайовий капітал
Початкове фінансування	Підтвердження бізнес-моделі	Пайовий капітал + Квазі-капітал
Серія А	Масштабування	Пайовий капітал + Квазі-капітал
Зростання	Розширення діяльності	Пайовий капітал + Боргові інструменти
Зрілість / Розширення	Велике масштабування	Боргові інструменти + Пайовий капітал
Соціальний інноваційний проєкт	Максимізація соціального ефекту	Гранти та інвестиції

Таким чином, один і той самий соціальний бізнес може проходити **декілька раундів фінансування**, причому структура капіталу змінюється разом із його розвитком.

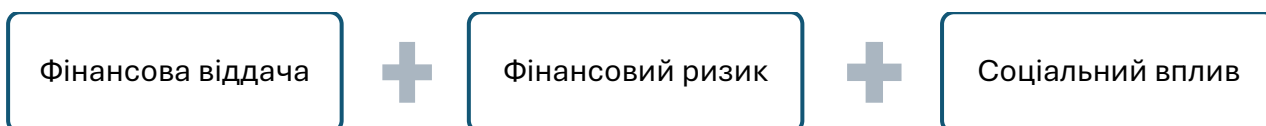
6) Зміна співвідношення ризику та фінансових інструментів

Умовно залежність між стадією розвитку та інструментом можна представити таким чином:

- на ранніх стадіях домінує **ризик бізнес-моделі**;
- на стадії масштабування — **ризик виконання та зростання**;
- на стадії зрілості — переважно **кредитний та ринковий ризик**.

Для фонду, який орієнтований на досягнення соціального впливу, додається ще один вимір — **ризик недосягнення соціального результату**.

Тому оцінювання інвестиції EuSEF фактично має враховувати щонайменше три компоненти:

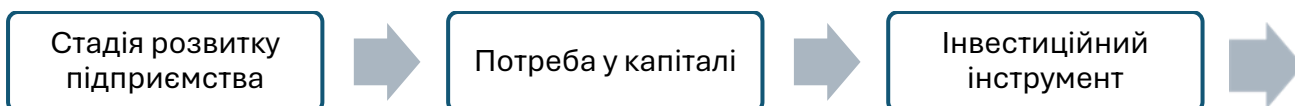


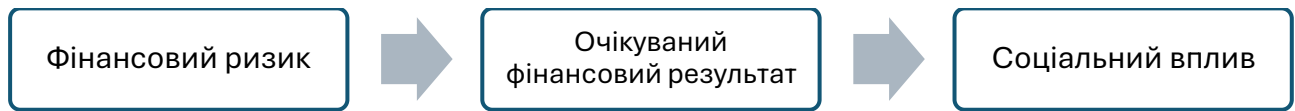
7) Особливість EuSEF порівняно з класичним фондом венчурного капіталу

EuSEF відрізняється від традиційного фонду венчурного капіталу тим, що фінансова стадія розвитку підприємства не є єдиним критерієм прийнятності інвестиції.

Фонд має забезпечувати інвестиції у підприємства, основною метою яких є досягнення **вимірюваного позитивного соціального впливу**. Отже, підприємство може бути привабливим для EuSEF не лише через потенціал високого зростання, а й через здатність масштабувати соціальний результат.

Це формує специфічну модель:





8) Висновок

Стадії фінансування в EuSEF доцільно розглядати як **ринкову, а не нормативну класифікацію**. Регламент створює достатньо гнучку правову рамку для фінансування соціальних підприємств за допомогою пайового капіталу, квазі-капіталу, боргових інструментів, позик та грантів, але не визначає, на якій конкретно стадії розвитку підприємства має інвестувати фонд.

Практика Франції, Іспанії та Німеччини показує поступове зміщення ринку від невеликих ранніх інвестицій до **серії А, фінансування зростання та розширення**. Це є важливою ознакою професіоналізації європейського impact investing: метою стає не лише підтримка соціального підприємництва, а створення умов для **масштабування соціального впливу через інвестиційний капітал**.

5.5. Приклади успішної діяльності - показові кейси ефективного використання режиму EuSEF

Попри відносно невеликий загальний масштаб ринку EuSEF, окремі національні ринки демонструють моделі, за яких регуляторний статус EuSEF став основою для формування довгострокових інвестицій, спрямованих на досягнення соціального ефекту, залучення капіталу приватних та інституційних інвесторів і фінансування соціальних підприємств.

Найбільш показовими є **Франція, Іспанія та Німеччина**. При цьому успішність EuSEF доцільно оцінювати не лише за обсягом залучених коштів, а й за кількістю профінансованих соціальних підприємств, масштабом соціального впливу, тривалістю діяльності та здатністю KYA залучати інвесторів у нові фонди.

Франція: Phitrust Partenaires — модель довгострокового impact investing

Одним із найбільш показових французьких прикладів є компанія **Phitrust Partenaires**, заснована у 2006 році як спеціалізована компанія соціального impact investing. Компанія отримала статус EuSEF у 2014 році. За даними самої Phitrust, станом на 2023 рік вона мала близько **€70 млн активів під управлінням, чотири інвестиційні фонди** та підтримала **47 соціальних підприємств** з моменту заснування; активи **33 підприємств** перебували у портфелі компанії на кінець 2023 року.

Особливість французької моделі полягає у тому, що EuSEF не розглядається ізольовано, а інтегрується в ширшу систему підтримки соціальної економіки.

Phitrust Partenaires одночасно використовує:

- статус **EuSEF** на рівні законодавства ЄС;
- французьку акредитацію **ESUS (Entreprise Solidaire d'Utilité Sociale)**;
- **знак «Finansol»**, що підтверджує солідарний характер фінансового продукту;
- власну систему оцінки соціального впливу.

За інформацією Phitrust, статус EuSEF застосовується до фондів, у яких понад 70% активів інвестується у соціальні підприємства відповідно до європейського законодавства.

Показові результати

Портфель Phitrust демонструє широкий спектр напрямів соціального підприємництва¹⁷.

¹⁷ Дані наведені за звітом Phitrust про діяльність та соціальний вплив за 2024 рік.

Компанія	Напрямок	Інвестиція	Вимірюваний результат
Simplon.co	цифрове навчання та працевлаштування	€2,682 млн	4 639 осіб пройшли навчання
Alenvi	соціальні послуги та догляд	€1,367 млн	473 працівники догляду на постійних контрактах
Lemon Tri	перероблення відходів	€1,050 млн	4 000 тон відходів зібрано
La Varappe	соціальна інтеграція через зайнятість	€1,0 млн	2 173 осіб включно з еквівалентом повної зайнятості (FTE)
Les Alchimistes	збір та компостування органічних відходів	€0,780 млн	30 270 тон біологічних відходів зібрано
Responsage	підтримка працівників, які доглядають за близькими	€0,400 млн	4 166 осіб отримали підтримку

Особливо показовим є **Simplon.co** — підприємство, яке використовує цифрову освіту як інструмент соціальної та трудової інтеграції. Інвестиція Phitrust у €2,682 млн супроводжувалася вимірюванням конкретного соціального результату — кількості осіб, які отримали професійну підготовку.

Оцінка французької моделі

Французький кейс демонструє, що ефективність EuSEF значно підвищується, коли є:

1. стабільна екосистема соціального підприємництва;
2. національні стимули для соціальних інвестицій;
3. поєднання європейського та національного маркування;
4. довгостроковий досвід інвестування;
5. чітка система вимірювання соціального результату.

Таким чином, EuSEF у Франції став не лише юридичним статусом фонду, а частиною ширшої **інфраструктури соціального фінансування**.

Іспанія: Creas та Global Social Impact — модель масштабування

Іспанія є одним із найдинамічніших ринків EuSEF. Саме Іспанія стала головним центром концентрації KYA EuSEF у ЄС: за даними ESMA, у 2022 році на Іспанію припадала приблизно половина KYA EuSEF у Європейській економічній зоні.

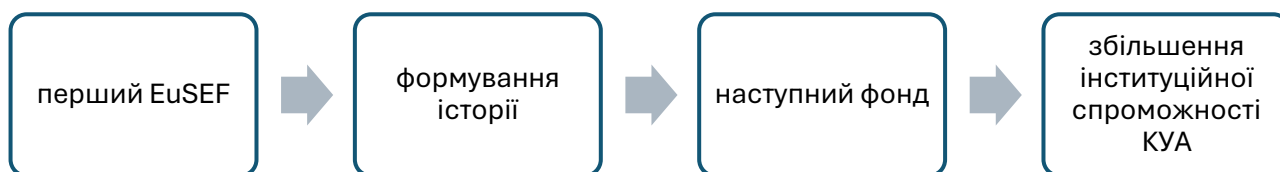
Національний регулятор **CNMV** веде окремий перелік європейських фондів соціального підприємництва. Він демонструє послідовне збільшення кількості іспанських EuSEF: серед зареєстрованих фондів — **Creas Impacto FESE**, **Creas Impacto II FESE**, **Global Social Impact Fund II Spain FESE**, **IB Deuda Impacto España FESE** та новіші фонди.

1) Creas Impacto

Creas Impacto є одним із піонерів іспанського EuSEF-ринку. Фонд був зареєстрований як EuSEF (іспанською – FESE) у 2018 році, а його наступні покоління — **Creas Impacto II FESE**

та **Creas Impacto II Alternativo FESE** — були зареєстровані у 2023 та 2024 роках відповідно. Управління активами фонду здійснює компанія **Creas Impacto Global SGEIC**.

Цей приклад важливий не стільки розміром одного фонду, скільки **послідовністю розвитку**:



Тобто EuSEF може працювати як механізм формування довгострокового ринку, а не лише як одноразова реєстрація окремого фонду.

Показові результати

Creas Impacto FESE мав розмір **€30 млн** і планував 12–14 інвестицій у чотирьох основних сферах: **освіта, охорона здоров'я, сталий розвиток, соціальні інновації**.

Портфельна компанія	Галузь	Оцінка впливу
Trilema	освіта	>5 000 вчителів на рік; >120 шкіл
Qida	охорона здоров'я / соціальна допомога	>2 000 осіб, які надають догляд на дому
Koiki	зайнятість / логістика	125 осіб з інвалідністю працевлаштовано
Ironhack	освіта / зайнятість	>10 000 осіб пройшли навчання; рівень працевлаштування — 80 %
JumpMath	освіта	>37 000 студентів
Sadako	переробка відходів / штучний інтелект	сортування відходів / циркулярна економіка
Smileat	харчування / здоров'я дітей	здорове харчування дітей

Офіційний сайт Creas підтверджує широкий портфель вкладень в активи таких соціальних підприємств: Trilema, Qida, Ironhack, Koa Health, Rediv, Smileat, Baluwo, Refurbed, GoTrendier, Mitiga Solutions, MiResi, Zen Educate, Perfecta Energía, JumpMath, Sadako, Koiki та ін.

Найкраще задокументована **перша інвестиція Creas Impacto — €1 млн у Trilema**. Фонд використав її для розвитку освітньої моделі, міжнародної експансії та цифрових продуктів.

Для **JumpMath** Creas вказує понад 37 000 учнів, які вже скористалися програмою; середній результат — покращення математичного рівня знань на 2,1 бала.

Для **Koiki** показник особливо цікавий для аналізу впливу: у 2016–2019 роках компанія навчила 460 осіб та працевлаштувала 125 людей з інвалідністю; одночасно було уникнуто 125 тон CO₂.

Для **Trilema** Creas також повідомляє про понад 5 000 навчених викладачів щороку та понад 120 шкіл, у яких рівень шкільної неуспішності наближається до нуля.

2) Global Social Impact Fund II

Другим показовим кейсом є **Global Social Impact Fund II Spain FESE**, зареєстрований CNMV 23 липня 2021 року. Фонд управляється компанією **Global Social Impact Investments SGIIC**.

Фонд є прикладом переходу від невеликих соціальних інвестицій до **інституційної моделі impact investing**, у якій фонд залучає професійних інвесторів і працює з масштабованими підприємствами, орієнтованими на вимірюваний соціальний результат.

3) Impact Bridge

Найбільш показовим прикладом масштабування є **IB Deuda Impacto España FESE**, зареєстрований у CNMV у березні 2023 року та керований **Impact Bridge Asset Management SGIIC**.

Цей фонд є особливо важливим для оцінки розвитку EuSEF, оскільки демонструє, що режим може використовуватися не тільки для класичного венчурного капіталу/інвестицій в акції з соціальним впливом, але для боргових інструментів з соціальним впливом.

Цільовий розмір фонду становить **€150 млн**, що на порядок перевищує характерний масштаб першого покоління EuSEF.

Отже, іспанський ринок демонструє одну з найважливіших тенденцій розвитку EuSEF: **від невеликих соціальних фондів венчурного капіталу — до диверсифікованого ринку імпакт-інвестування з великими фондами та інституційними інвесторами**.

Оцінка іспанської моделі

Успіх Іспанії можна пов'язати з кількома факторами:

- активним розвитком спеціалізованих KYA EuSEF;
- появою послідовних поколінь фондів;
- попитом інституційних інвесторів;
- участю європейських фінансових інститутів;
- можливістю використовувати EuSEF для різних моделей фінансування;
- формуванням національної регуляторної практики EuSEF через CNMV.

Таким чином, Іспанія є найбільш переконливим прикладом того, як **EuSEF може перетворитися з нішевого регуляторного позначення на основу для формування спеціалізованого сегмента імпакт-інвестування**.

Німеччина: BonVenture — модель венчурного капіталу, орієнтованого на соціальний вплив

Німеччина була одним із двох перших ринків EuSEF. Саме тут у 2014 році були зареєстровані три з перших чотирьох EuSEF у Європі.

Ключовим прикладом є **BonVenture**, один із піонерів impact investing у континентальній Європі. Компанія працює у сфері венчурного капіталу, орієнтованого на соціальний вплив, з 2003 року. Її модель поєднує фінансування соціальних та екологічно орієнтованих підприємств із активною підтримкою менеджменту та системним вимірюванням впливу.

BonVenture є важливим прикладом того, як EuSEF може використовуватися спеціалізованими компаніями з управління активами для побудови довгострокової інвестиційної платформи.

Інвестиційна модель BonVenture

Підхід BonVenture базується на:

- венчурному капіталі, орієнтованому на досягненні соціального впливу;
- активній роботі з підприємцями;
- due diligence¹⁸ соціального та економічного ефекту;
- визначенні конкретних KPI соціальний вплив;
- регулярному звітуванні про досягнутий соціальний вплив;
- інтеграції показників соціального впливу у систему винагороди менеджменту.

Компанія застосовує **Theory of Change**, яка пов'язує фінансові ресурси та експертизу інвестора з конкретними результатами і наслідками та кінцевим соціальним впливом.

Наприклад, серед напрямів впливу BonVenture — соціальний догляд, освіта та рівність, циркулярна економіка, клімат і природа. Для компаній, в активи яких вкладаються кошти фонду (портфельних компаній), застосовується регулярне звітування про досягнутий соціальний вплив. Результати впливу можуть бути пов'язані навіть із механізмом участі у прибутку менеджменту.

Показові результати

Серед прикладів портфельних компаній BonVenture:

- **SIRA** — понад 300 місць для догляду за дітьми;
- **Specialsitter** — понад 2 000 сімей, які отримали підтримку, та понад 1 млн годин догляду;
- **Resourcify** — понад 100 млн тон відходів, управління якими здійснюється через спеціальну платформу, та понад 600 партнерів-переробників;
- **Followfood** — понад 15 млн проданих одиниць продуктів із фокусом на сталому виробництві.

Водночас частина цих результатів стосується всієї impact-діяльності BonVenture, а **не може автоматично приписуватися конкретному EuSEF**. Це важливе методологічне застереження при оцінці ефективності EuSEF.

Оцінка німецької моделі

Німецький приклад демонструє іншу модель, ніж французька та іспанська:

EuSEF + досвід у сфері венчурного капіталу + активне управління портфелем активів + системна оцінка впливу.

Тобто основна цінність EuSEF полягає не лише у встановленні вимоги щодо 70% кваліфікованих інвестицій, а у формуванні інвестиційної культури, де **соціальний результат є частиною інвестиційної концепції та процесу управління фондом**.

Стадії фінансування на прикладах європейських EuSEF

Практика розглянутих раніше фондів демонструє поступове зміщення від фінансування малих соціальних підприємств до підтримки компаній, здатних масштабувати соціальний вплив.

Франція — Phitrust. Практика Phitrust демонструє переважно залучення пайових фінансових інструментів та квазі-капіталу до фінансування соціальних підприємств.

¹⁸ **Due diligence** (д'ю-ділідженс, буквальний переклад — «належна обачність») — це процедура всебічної та детальної перевірки об'єкта інвестування, компанії або угоди перед прийняттям остаточного рішення. У цьому огляді використовуємо термін *due diligence* без перекладу.

Наприклад, у випадку Simplon.co фонд використовував як пайовий капітал, так і конвертовані облігації, що ілюструє застосування гібридної структури фінансування для підприємства, яке перебувало на стадії розвитку та масштабування.

Іспанія — Creas. Creas Impacto I був орієнтований на інвестиції у соціальні підприємства, що перебували на стадіях розвитку та масштабування. Наступне покоління — Creas Impacto II — демонструє перехід до більшого масштабу інвестицій: цільовий розмір фонду становить €70 млн, а стратегія передбачає інвестиції у компанії на стадіях Серії А та ранній стадії зростання.

Німеччина — BonVenture. Еволюція фондів BonVenture також показує поступове збільшення масштабу фінансування: від ранніх фондів до фондів, орієнтованих на Серію А або пізній етап початкового фінансування, та подальше масштабування. Для нового покоління BonVenture заявлений цільовий розмір фонду €100 млн і орієнтація на 15–20 компаній.

Ці приклади свідчать, що розвиток європейського impact investing поступово переходить від моделі «**фінансування соціального підприємства**» до моделі «**фінансування масштабованого бізнесу з вимірюваним соціальним впливом**».

5.6. Основні висновки для оцінки ефективності EuSEF

Розглянуті кейси показують, що **успішність EuSEF визначається не самим фактом отримання статусу EuSEF, а наявністю ширшої екосистеми.**

1) EuSEF працює найкраще як елемент екосистеми

Французький приклад демонструє ефективність поєднання європейського режиму EuSEF із національними механізмами підтримки соціальної економіки.

2) Регуляторний знак «EuSEF» може сприяти довірі інвесторів

Вимога щонайменше 70% кваліфікованих інвестицій створює зрозумілу для інвестора характеристику продукту. EuSEF фактично функціонує як **європейський нормативна система маркування фондів соціального впливу.**

3) Найбільший потенціал — у масштабуванні КУА

Іспанський досвід особливо показовий: одна КУА може створювати послідовні покоління фондів, переходячи до значно більших обсягів залучення капіталу. Реєстр CNMV демонструє саме таку динаміку для Creas.

4) Оцінка впливу є критичним елементом

Німецький та французький досвід демонструє, що найкращі EuSEF не обмежуються декларацією соціальної мети. Вони встановлюють **KPI, використовують Theory of Change, due diligence та регулярне звітування про соціальний вплив.**

5) EuSEF може використовуватися для різних моделей фінансування

Іспанський IB Deuda Impacto España демонструє, що EuSEF не обмежується класичним венчурним капіталом. Режим може бути використаний і для **боргового impact-фінансування**, що розширює потенційний ринок.

Загальний висновок

Франція, Іспанія та Німеччина демонструють **три різні траєкторії успішного використання EuSEF:**

- Франція — інституціоналізація соціального фінансування;
- Іспанія — масштабування та залучення інституційного капіталу;

- Німеччина — професіоналізація венчурного капіталу, орієнтованого на соціальний вплив.

Отже, практика цих держав свідчить, що EuSEF найбільш ефективний не як самостійний стимул, а як **регуляторна рамка, що доповнює національну інфраструктуру соціального підприємництва, спеціалізованих КУА, інституційних інвесторів та системи вимірювання соціального впливу.**

Зведена таблиця — що реально можна порахувати

Країна	Фонд / КУА	Відомі інвестиційні кейси	Відомі суми індивідуальних інвестицій	Відомий масштаб фонду
Франція	Phitrust Partenaires Europe	6–7	≥ €3,45 млн у наведених 2019 операцій	€40 млн у 2018
Іспанія	Creas Impacto	7+	€1 млн Trilema; інші не розкриті	€30 млн (цільовий показник)
Іспанія	Creas Impacto II	12+ плановані	не розкриті	€70 млн (цільовий показник)/ €40 млн перше закриття
Німеччина	BonVenture	60+ за всіма фондами	переважно не розкриті	BV1 €5 млн → BV4 €50 млн → BV5 €100 млн

Найцікавіше — галузева картина

На основі **саме документованої вибірки**, а не всієї популяції EuSEF, вже видно дуже чітку картину:

Сектор	Франція	Іспанія	Німеччина
Освіта	●●●	●●●	●●
Зайнятість / ринки праці	●●●	●●●	●●
Охорона здоров'я / соціальна допомога	●	●●●	●●
Циркулярна економіка / переробка відходів	●●●	●●	●●●
Клімат / енергетика	●	●●	●●●
Стале споживання	●	●●	●●●
Соціальна та фінансова інклюзія	●●	●●	●●

Це **не відсоткова статистика ринку**, а аналітична карта документованих кейсів трьох країн. Вона показує, що **зайнятість, освіта, охорона здоров'я/соціальна допомога та циркулярна економіка** є найбільш характерними напрямками.

6. Соціальний вплив діяльності EuSEF

6.1. Поняття соціального впливу

Підходи до визначення соціального впливу в ЄС.

1) Загальний підхід ЄС до поняття соціального впливу

У законодавстві та політиці Європейського Союзу поняття **соціального впливу (social impact)** використовується у декількох взаємопов'язаних контекстах: соціальна економіка, соціальне підприємництво, impact investing, сталий розвиток, соціальні інновації та фінансування соціальної інфраструктури.

При цьому в ЄС **відсутнє єдине горизонтальне юридичне визначення соціального впливу**, яке застосовувалося б до всіх видів економічної та фінансової діяльності. Європейська Комісія прямо визнає, що методології вимірювання соціального впливу є різноманітними, а відсутність стандартизованих показників ускладнює порівняння результатів між організаціями.

Водночас у контексті EuSEF сформовано спеціальний регуляторний підхід.

Регламент (ЄС) № 346/2013 (EuSEFs) визначає кваліфіковане портфельне підприємство, зокрема, через вимогу, щоб воно мало **досягнення вимірюваного позитивного соціального впливу як свою основну мету**. Ця мета має бути закріплена в установчих документах або інших документах, що визначають діяльність підприємства.

Отже, для цілей EuSEFs соціальний вплив — це не просто позитивна характеристика діяльності підприємства, а **ціль, яка повинна бути визначена заздалегідь, бути позитивною, соціально орієнтованою та піддаватися вимірюванню**.

2) Соціальний вплив ≠ соціальна діяльність

Однією з принципових особливостей підходу ЄС є розмежування між:



Наприклад:

Рівень	Приклад у соціальному підприємстві
Вхідні дані	€1 млн інвестицій, 20 працівників
Діяльність	Проведення професійного навчання
Результат	1 000 осіб пройшли навчання
Наслідок	700 учасників отримали роботу
Вплив	Стійке підвищення рівня зайнятості та соціальної інтеграції цільової групи

Таким чином, **кількість проведених заходів або кількість отримувачів послуг сама по собі ще не є соціальним впливом.**

Європейські підходи до оцінки соціального впливу підкреслюють необхідність переходу від простого вимірювання результату до оцінювання реальних змін, яких зазнали люди, громади або суспільство.

Це має особливе значення для EuSEF, оскільки фонд повинна оцінювати не тільки те, **що робить соціальне підприємство**, а й те, **яку позитивну соціальну зміну воно створює.**

3) Соціальний вплив у моделі EuSEF

Для EuSEF соціальний вплив має декілька обов'язкових характеристик.

Позитивний характер

Вплив повинна бути спрямований на досягнення **позитивного соціального результату.**

Регламент прямо використовує конструкцію "**вимірювані позитивні соціальні наслідки**" як основну мету кваліфікованого портфельного підприємства.

Тобто негативний або нейтральний соціальний ефект не може бути підставою для кваліфікації підприємства як соціального підприємства для цілей EuSEF.

Цілеспрямованість

Соціальний вплив повинна бути **основною метою діяльності підприємства**, а не побічним ефектом його комерційної діяльності.

Саме тому Регламент відмежовує EuSEF від звичайних інвестиційних фондів, які можуть враховувати ESG-фактори, але не мають соціальний вплив як основну інвестиційну мету.

Це є принциповою відмінністю між:

ESG інтеграція → врахування соціальних ризиків та факторів

та

Impact investing → цілеспрямоване створення позитивного соціального результату.

Вимірюваність

Соціальна мета повинна бути такою, щоб її виконання можна було **вимірювати та контролювати.**

КУА EuSEF зобов'язана мати процедури для вимірювання та моніторингу позитивного соціального впливу, якого мають досягти кваліфіковані портфельні підприємства.

Це означає, що соціальний вплив повинен бути включений не лише до місії підприємства, а й до **інвестиційного процесу фонду.**

Довгостроковість

Вплив не обмежується безпосереднім результатом. Сучасний підхід ЄС розглядає impact як **більш високорівневий і довгостроковий ефект**, який може бути як позитивним, так і негативним, очікуваним або неочікуваним. Такий підхід використовується, зокрема, в європейській практиці оцінювання політик та програм.

Для impact investing це означає необхідність оцінювати не тільки короткостроковий результат, а й те, чи створює діяльність підприємства **стійку зміну для визначеної цільової групи або суспільства.**

4) Які соціальні проблеми можуть становити соціальний вплив

Регламент EuSEF не встановлює вичерпного переліку допустимих соціальних проблем. Це дозволяє застосовувати модель до різних секторів соціальної економіки.

Практично соціальний вплив може стосуватися:

- працевлаштування та створення робочих місць;
- інтеграції вразливих груп;
- подолання бідності;
- соціальної інклюзії;
- освіти та професійної підготовки;
- охорони здоров'я;
- соціального догляду;
- доступності житла;
- рівності та недискримінації;
- інтеграції осіб з інвалідністю;
- підтримки мігрантів та інших груп, що перебувають у складних соціальних умовах;
- доступу до соціальних послуг;
- захисту та розвитку місцевих громад.

Водночас соціальний компонент може бути пов'язаний із екологічними та кліматичними цілями, якщо діяльність створює чіткий позитивний соціальний результат. У ширшій політиці сталого фінансування ЄС соціальні фактори охоплюють, зокрема, нерівність, інклюзивність, трудові відносини, розвиток людського капіталу, громади та права людини.

5) Підходи до вимірювання соціального впливу в ЄС

Європейська Комісія не нав'язує одну універсальну методологію для всіх соціальних підприємств.

Натомість застосовується принцип **пропорційності** — система вимірювання повинна відповідати масштабу, ресурсам та характеру діяльності організації.

Європейська Комісія та OECD ще у 2015 році наголошували на необхідності пропорційного підходу: витрати та складність вимірювання не повинні бути непропорційними до очікуваної користі від отриманої інформації.

Сучасний підхід до вимірювання та управління соціальним впливом (SIMM) передбачає не тільки збір даних, а й використання результатів вимірювання для:

1. визначення соціальних цілей;
2. прийняття управлінських рішень;
3. моніторингу результатів;
4. виявлення негативних ефектів;
5. підвищення прозорості та підзвітності;
6. удосконалення діяльності;
7. комунікації з інвесторами та іншими стейкхолдерами.

6.2. Основні методологічні підходи

У європейській практиці можна виділити декілька основних підходів.

Підхід	Сутність	Приклад
Theory of Change	Визначення причинно-наслідкового ланцюга від діяльності до довгострокового впливу	Навчання → працевлаштування → підвищення доходів → соціальна інтеграція
KPI / Метод індикаторів	Вимірювання визначених соціальних показників	кількість створених робочих місць, частка працевлаштованих
SROI¹⁹	Оцінювання соціальної цінності порівняно з ресурсами, вкладеними у її створення	€1 інвестицій → €X соціальної цінності
IRIS²⁰+ / стандартизовані показники	Використання стандартизованих показників впливу	зайнятість, освіта, охорона здоров'я тощо

Важливо, що жоден із цих підходів не є універсально обов'язковою методологією EuSEF. Регуляторний підхід EuSEF встановлює **результат, якого необхідно досягнути — вимірюваний позитивний соціальний ефект — та обов'язок мати процедури його вимірювання**, залишаючи КУА певну методологічну гнучкість.

1) Принципи impact investing: intentionality, measurability, additionality

У європейській дискусії щодо impact investing поступово сформувалося розуміння трьох фундаментальних характеристик.

Intentionality — цілеспрямованість.

Інвестор не просто допускає позитивний соціальний ефект, а **навмисно здійснює інвестицію з метою його досягнення**.

Measurability — вимірюваність.

Соціальний ефект повинен мати визначені показники, за якими можна оцінити досягнення поставленої мети.

Additionality — додатковість.

Необхідно оцінювати, якою мірою саме інвестиція сприяла досягненню соціального результату та чи відбувся б відповідний результат без втручання інвестора.

¹⁹ **SROI (Social Return on Investment)** — це методологія вимірювання та обліку ширшої цінності (соціальної, екологічної та економічної), створеної діяльністю чи організацією

²⁰ **IRIS+ (Impact Reporting and Investment Standards)** — це загальноприйнята у світі система для вимірювання, управління та оцінки соціального й екологічного впливу інвестицій та бізнесу

Перші два принципи мають особливо сильне відображення в EuSEF: Регламент прямо вимагає **вимірюваний позитивний соціальний ефект** як основну мету кваліфікованого підприємства та встановлює обов'язок їх вимірювати й моніторити.

Водночас **additionality не сформульована в Регламенті EuSEFs як окрема загальна умова кожної інвестиції**. Тому її не слід подавати як самостійну юридичну вимогу для отримання статусу EuSEF.

2) Відмінність між ESG, SRI²¹ та Impact Investing

Для цілей аналізу EuSEF важливо не ототожнювати соціальний вплив із ширшим поняттям ESG.

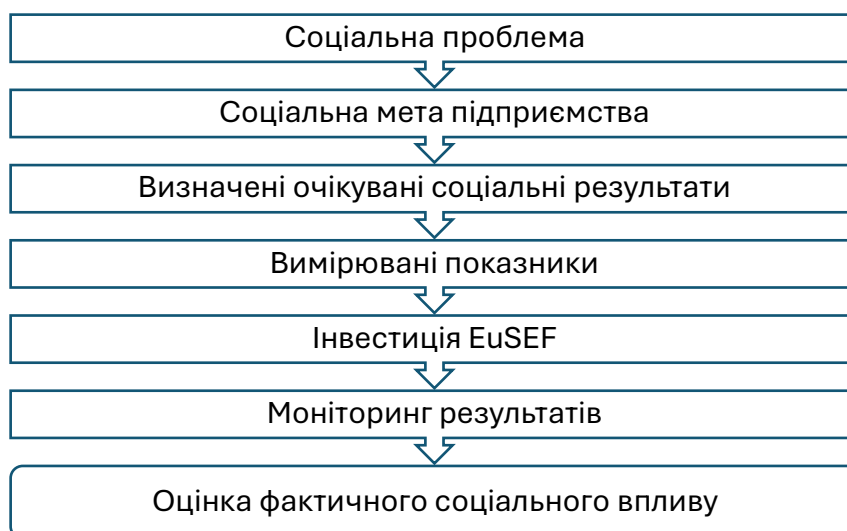
Підхід	Основне питання
ESG інтеграція	Які ESG-ризики та можливості має інвестиція?
SRI / стале інвестування	Чи відповідає інвестиція визначеним соціальним/екологічним критеріям?
Impact investing	Який позитивний соціальний/екологічний результат інвестиція має намір створити та фактично створює?
EuSEF	Чи інвестує фонд переважно у підприємства з вимірюваним позитивним соціальним впливом відповідно до критеріїв Регламенту?

Європейська Комісія визначає стале фінансування ширше — як врахування ESG-факторів при прийнятті інвестиційних рішень. Соціальні фактори в цьому контексті включають нерівність, інклюзивність, трудові відносини, інвестиції в людей та їхні навички, громади й права людини.

Отже, **наявність позитивного ESG-профілю сама по собі не означає наявності impact investing**.

3) Регуляторна логіка EuSEF

Модель EuSEF можна представити як послідовність:



²¹ **SRI** - Socially Responsible Investing (соціально відповідальне інвестування)

Це принципово відрізняє EuSEF від моделі, у якій соціальний ефект оцінюється лише після здійснення інвестиції.

Соціальна мета повинна існувати **ex ante**, а її досягнення має оцінюватися **ex post**.

4) Значення для регулювання EuSEF

Підхід ЄС до соціального впливу має три рівні.

Перший рівень — юридична кваліфікація.

Підприємство повинно мати вимірюваний позитивний соціальний вплив як основну мету. Це є одним із критеріїв кваліфікованого портфельного підприємства.

Другий рівень — інвестиційний процес.

КУА EuSEF повинна мати процедури для вимірювання та моніторингу соціального впливу підприємств, у які інвестує фонд.

Третій рівень — прозорість та звітність.

Інформація про соціальний вплив є частиною інформації, яку КУА повинна надавати інвесторам та включати до відповідної звітності фонду. Регламент також передбачає оцінювання на рівні ЄС того, наскільки застосовувані процедури вимірювання є ефективними та чи можливо запровадити гармонізовані стандарти оцінки соціального впливу.

5) Висновок

Європейський підхід до соціального впливу поступово переходить від широкого розуміння «**соціально корисної діяльності**» до більш структурованої концепції:



Для EuSEF ключовим є не сам факт здійснення соціально орієнтованої діяльності, а наявність **вимірюваного позитивного соціального впливу як основної мети підприємства** та наявність у КУА фонду процедур його вимірювання і моніторингу.

При цьому ЄС свідомо не встановив єдину універсальну методологію розрахунку соціального впливу. Натомість формується система **принципів, показників і методології**, яка повинна бути достатньо гнучкою для різних секторів соціальної економіки, але водночас забезпечувати достовірність, прозорість і порівнюваність результатів.

Саме відсутність єдиного універсального стандарту одночасно є **перевагою EuSEF — через гнучкість**, і одним із **викликів — через складність порівняння соціального ефекту різних фондів та підприємств**. Європейська Комісія прямо визначає відсутність стандартизованих методів розрахунку як одну з актуальних проблем оцінки соціального впливу

6.3. Методи оцінки соціального впливу

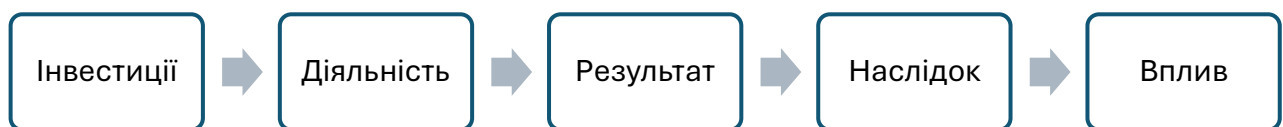
Методи оцінки соціального впливу

Оцінка соціального впливу має визначити не лише обсяг діяльності соціального підприємства, а насамперед зміну, яка відбулася внаслідок цієї діяльності для визначеної цільової групи.

1) Theory of Change

Theory of Change (ToC) не є формулою у вузькому математичному сенсі. Це причинно-наслідкова модель, яка пояснює, чому інвестиція повинна призвести до соціального впливу.

Типова модель:



Наприклад:

[1 млн євро → Навчання → 1 000 учасників → 700 працевлаштованих → вищий рівень довгострокового працевлаштування]

Для EuSEF цей підхід особливо корисний на етапі попередньої оцінки — до здійснення інвестиції.

КУА може сформулювати:

[Очікуваний вплив = f (інвестиції, діяльність, цільова група, наслідки, час)]

Тобто очікуваний вплив залежить від розміру інвестиції, діяльності підприємства, цільової групи, очікуваного наслідку та горизонту оцінки.

2) KPI / Метод індикаторів

Найпростішим методом є встановлення набору кількісних показників, за якими регулярно вимірюється соціальний результат.

Наприклад, для підприємства, яке сприяє працевлаштуванню:

$$\text{Рівень зайнятості (\%)} = \frac{\text{Кількість бенефіціарів, які отримали роботу}}{\text{Загальна кількість бенефіціарів програми}} \times 100\%$$

Приклад

Якщо 700 із 1 000 учасників програми отримали роботу:

$$\text{Рівень зайнятості} = \frac{700}{1000} \times 100\% = 70\%$$

Для оцінки динаміки можна використовувати:

$$\Delta KPI = KPI_t - KPI_o$$

де:

- ΔKPI — зміна (приріст або зменшення) показника;
- KPI_t — значення показника на момент оцінки t ;
- KPI_0 — базове (початкове) значення показника.

або відносну зміну:

$$\text{Темп зростання (\%)} = \frac{\text{Поточне значення показника} - \text{Початкове значення показника}}{\text{Початкове значення показника}} \times 100\%$$

Наприклад, якщо рівень працевлаштування зріс із 50 % до 70 %:

$$\text{Темп зростання} = \frac{70 - 50}{50} \times 100\% = 40\%$$

Тобто показник **зріс на 40%** порівняно з початковим значенням 50.

Цей метод є простим та прозорим, але має суттєве обмеження: він не доводить, що саме діяльність соціального підприємства спричинила отриманий результат.

3) SROI

SROI є одним із найбільш відомих методів монетизації соціального ефекту.

Базова формула:

$$SROI = \frac{\text{Теперішня вартість соціальних вигод, } PV(B)}{\text{Вартість інвестицій}}$$

або:

$$SROI = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{B_t}{(1+r)^t}}{I}$$

де:

- SROI — Social Return on Investment (соціальна віддача на інвестиції);
- B_t — соціальні вигоди (benefits) у періоді t ;
- r — ставка дисконтування;
- T — горизонт оцінки (кількість періодів);
- I — загальний обсяг інвестицій.

Іншими словами:

$$\text{Соціальна віддача на інвестиції (SROI)} = \frac{\text{Дисконтована сума соціальних вигод за весь період}}{\text{Загальний обсяг інвестицій}}$$

Приклад

Інвестиція: $I = € 1\,000\,000$

Теперішня вартість соціальних вигод: $PV(B) = € 3\,000\,000$

Тоді:

$$SROI = \frac{3\,000\,000}{1\,000\,000} = 3,0$$

Тобто SROI = 3,0, що означає: на кожному 1 грн інвестицій створено 3 грн соціальної цінності.

Однак SROI не слід трактувати як фінансову дохідність фонду. Це співвідношення соціальної цінності та вкладених ресурсів, а не IRR або ROI інвестора.

Для EuSEF застосовуються ще декілька простих методів оцінки соціального впливу.

4) Outcome Rate (Рівень наслідків)

Для impact investing важливо вимірювати не тільки кількість отримувачів послуг, а частку тих, у кого відбулася передбачена зміна.

Загальна формула:

$$\text{Рівень наслідків (\%)} = \frac{\text{Кількість позитивних результатів}}{\text{Загальна кількість осіб цільової аудиторії}} \times 100\%$$

Наприклад:

- 1 000 осіб пройшли навчання;
- 700 працевлаштовані;
- 500 зберегли роботу протягом 12 місяців.

Тоді:

$$\text{Зайнятість/результат} = \frac{700}{1\,000} \times 100\% = 70\%$$

$$\text{Стабільна зайнятість} = \frac{500}{1\,000} \times 100\% = 50\%$$

Другий показник краще характеризує стійкість соціального результату.

5) Контрфактичний метод

Найбільш строгий підхід — порівняти фактичний результат із тим, що відбулося б без інвестиції або програми.

Основна формула:

Ефект = Фактичне значення результату – Контрфактичне значення результату.

Приклад

Рівень працевлаштування серед учасників програми:

Фактичне = 70%

Оцінений рівень працевлаштування без програми:

Контрфактичне = 50%

Тоді:

$$\text{Вплив} = 70\% - 50\% = 20\%$$

Тобто програма пов'язана з додатковим зростанням зайнятості на 20 процентних пунктів.

Це значно точніше з методологічної точки зору, ніж просто твердження, що «70% учасників працевлаштовані».

Порівняння методів

Метод	Основна формула	Складність	Причинність	Придатність для EuSEF
Theory of Change	Вхідні дані → Результат → Наслідки → Вплив	Середня	Середня	★★★★★
KPI	(KPI _{it} /KPI _{lo})	Низька	Низька	★★★★★
SROI	(PV (Соціальні вигоди)/Інвестиції)	Висока	Середня	★★★★☆
Outcome Rate	(Результат/Ціль)	Низька	Низька	★★★★★
Контрфактичний аналіз	(Y _t - Y _c)	Висока	Висока	★★★★★

Який підхід найбільш доцільний для EuSEF

Для EuSEF оптимально використовувати комбіновану систему, а не один показник.

Її можна побудувати на чотирьох рівнях:

Рівень 1 — Ціль щодо впливу

Визначення: яку соціальну проблему вирішує підприємство?

Наприклад: підвищення зайнятості осіб, які перебувають у складних соціально-економічних умовах.

Рівень 2 — KPI

Визначення вимірюваних показників:

- кількість бенефіціарів;
- кількість працевлаштованих;
- рівень працевлаштування;
- рівень утримання робочого місця;
- зміна доходу;
- кількість осіб із вразливих груп;
- кількість створених робочих місць.

Рівень 3 — Результат / Вплив

Оцінювання: [Результат = Фактичний результат – Базовий показник]

а за наявності даних: [Вплив = Фактичний результат – Гіпотетичний результат]

Рівень 4 — Ефективність

Оцінювання ефективності використання капіталу:

$$\text{Вартість на одиницю ефекту} = \frac{\text{Загальний обсяг інвестицій}}{\text{Додатковий ефект}}$$

або:

$$\text{Інтенсивність впливу} = \frac{\text{Додатковий вплив}}{\text{Загальний обсяг інвестицій}}$$

Практичний приклад для EuSEF

Припустимо, EuSEF інвестує €2 млн у соціальне підприємство, яке забезпечує професійне навчання та працевлаштування осіб із вразливих груп.

Вхідні дані

- 2 000 учасників програми;
- 1 400 працевлаштованих;
- 1 000 зберегли роботу через 12 місяців;
- базовий рівень зайнятості = 45 %;
- гіпотетична зайнятість = 55 %;
- фактичний рівень зайнятості = 70 %.

1. Рівень зайнятості (ER - рівень результативності)

$$ER = 1400 / 2000 \times 100\% = 70\%$$

2. Додатковий результат щодо базового рівня

$$70\% - 45\% = 25 \text{ процентних пунктів}$$

3. Контрфактичний вплив

$$70\% - 55\% = 15\%$$

Отже, оцінений додатковий ефект становить 15 процентних пунктів.

4. Витрати на кожне додаткове робоче місце

Якщо припустити, що додатково працевлаштовано 300 осіб порівняно з контрфактичною ситуацією:

$$\text{Вартість кожного додаткового робочого місця} = 2\,000\,000 \text{ євро} / 300 = 6666,67 \text{ євро}$$

5. Стійкість результату

$$\text{Коефіцієнт утримання} = 1000 / 1400 \times 100\% = 71,4\%$$

Таким чином, підприємство демонструє не лише 70% рівень працевлаштування, а й 71,4% утримання робочих місць через 12 місяців, що є значно більш інформативним показником соціального результату.

6.4. Основні проблеми оцінки соціального впливу

Попри розвиток методології SIMM, оцінка соціального впливу залишається одним із найскладніших елементів impact investing. На відміну від фінансової дохідності, яка може бути виражена через стандартизовані показники — ROI, IRR, NAV тощо, — соціальний вплив часто має багатовимірний, довгостроковий та контекстно залежний характер.

Європейська Комісія визнає проблему відсутності єдиної універсальної методології та стандартизованих показників соціального впливу. Саме тому для EuSEF законодавство встановлює вимогу щодо вимірюваності та моніторингу позитивного соціального впливу, але не нав'язує єдину формулу його розрахунку.

1) Відсутність єдиного універсального визначення соціального впливу

Першою проблемою є відсутність єдиного підходу до того, що саме слід вважати соціальним впливом.

Для одного підприємства вплив може означати:

- створення робочих місць;
- для іншого — підвищення доступності освіти;
- для третього — покращення доступу до медичних послуг;
- для четвертого — соціальну інтеграцію осіб з інвалідністю;
- для п'ятого — зменшення соціальної ізоляції.

Тому два підприємства можуть створювати значний соціальний вплив, але вимірювати його за принципово різними показниками.

Це ускладнює порівняння підприємств та порівняння фондів між собою.

2) Проблема стандартизації показників

Навіть якщо підприємства працюють в одному секторі, вони можуть використовувати різні KPI.

Наприклад, у сфері зайнятості один фонд може вимірювати кількість створених робочих місць, а інший — частку працевлаштованих бенефіціарів. Третій може використовувати частку осіб, які зберегли роботу через 12 місяців.

Усі три показники є релевантними, але вони вимірюють різні аспекти соціального результату.

Отже пряме порівняння результатів може бути некоректним.

3) Результат не дорівнює впливу

Одна з найпоширеніших проблем — підміна соціального впливу кількістю здійснених заходів.

Наприклад, 10 000 осіб отримали освітні послуги.

Це характеризує результат, але не обов'язково соціальний вплив.

Для оцінки впливу необхідно знати:

- скільки осіб реально покращили свої навички;
- скільки отримали роботу;
- скільки зберегли її;
- наскільки змінився їхній дохід;
- чи змінилася їхня соціально-економічна ситуація.

Тому результат не дорівнює наслідкам і не дорівнює впливу.

Це є фундаментальною проблемою оцінки впливу.

4) Проблема причинності — attribution

Навіть якщо позитивна соціальна зміна відбулася, складно визначити, якою мірою вона була спричинена саме діяльністю підприємства або інвестицією EuSEF.

Наприклад, рівень працевлаштування цільової групи зріс з 50 % до 70 %.

Однак одночасно могли діяти:

- державні програми зайнятості;
- економічне зростання;
- інші соціальні програми;
- діяльність інших організацій;
- зміна законодавства.

Тому потрібно визначити attribution: чим більше учасників сприяли результату, тим складніше визначити внесок конкретного підприємства або інвестора.

5) Контрфактична проблема

Ще складніше визначити, що відбулося б без інвестиції.

Але контрфактичний результат неможливо безпосередньо спостерігати: ми не можемо одночасно спостерігати ситуацію з інвестицією і без неї для тієї самої групи.

Це робить оцінку причинно-наслідкового впливу значно складнішим за просте вимірювання KPI.

Висновок

Головна проблема оцінки соціального впливу полягає в тому, що соціальний результат не є безпосередньо спостережуваною та стандартизованою величиною, подібною до фінансової дохідності.

Для EuSEF це означає необхідність переходу від:



Водночас повна стандартизація може бути контрпродуктивною, оскільки соціальні підприємства працюють у різних сферах. Тому оптимальним підходом є гармонізація принципів, мінімального набору показників та вимог до якості даних при збереженні гнучкості щодо галузевих KPI.

Саме ця проблема — баланс між порівнюваністю та гнучкістю — є однією з центральних методологічних проблем розвитку європейського impact investing та важливим питанням для подальшого розвитку регулювання EuSEF.

7. Порівняльний аналіз з іншими європейськими фондами

7.1. EuSEF та EuVECA

Загальна характеристика

Критерій	EuSEF	EuVECA
Основний нормативний акт	Regulation (EU) N 346/2013	Regulation (EU) N 345/2013
Основна мета	Фінансування соціального підприємництва та досягнення позитивного соціального впливу	Фінансування венчурного капіталу, молодих та інноваційних підприємств
Тип фонду	AIF	AIF
Регуляторна модель	Спеціальне європейське позначення та режим маркетингу	Спеціальне європейське позначення та режим маркетингу
Мінімальна частка кваліфікованих інвестицій	70%	70%
Максимальна частка інших активів	30%	30%
Основний об'єкт інвестування	Соціальні підприємства (кваліфіковані портфельні підприємства)	Кваліфіковані підприємства венчурного капіталу
Основний критерій підприємства	Вимірюваний позитивний соціальний вплив як основна мета	Розмір, стадія розвитку, інноваційність/характер венчурного підприємства
Соціальний вплив	Обов'язковий елемент кваліфікації	Не є умовою
Вимірювання соціального впливу	Передбачене спеціальними вимогами EuSEF	Не є спеціальною вимогою EuVECA
Типова стратегія	Impact investing, фінансування соціальних підприємств	Венчурний капітал, фінансування на етапі зростання/раннього розвитку
Основні інструменти	Пайовий капітал, квазі-капітал, боргові	Пайовий капітал, квазі-капітал та інші дозволені інструменти

Критерій	EuSEF	EuVECA
	інструменти, позики та інші форми участі	
Лeverидж	Обмежений	Обмежений
Диверсифікація	Визначається специфікою EuSEF та кваліфікованими інвестиціями	Визначається правилами EuVECA
Інвестори	Професійні та визначені інші інвестори за встановлених умов	Професійні та визначені інші інвестори за встановлених умов
Мінімальний внесок для некваліфікованого інвестора	EUR 100 000	EUR 100 000
Транскордонний маркетинг	Так	Так
Центральний реєстр ESMA	Так	Так
Основний тип ризику	Ризик соціального підприємства + ризик недосягнення цілі впливу	Ризик стартапу/інноваційного підприємства
Ключова особливість	Фінансова + соціальна ціль	Фінансова + венчурна/інноваційна ціль

Обидва режими встановлюють поріг 70% для кваліфікованих інвестицій та дозволяють до 30% активів спрямовувати на інші інвестиції. Це є одним із ключових структурних елементів обох моделей.

1) Відмінності у визначенні кваліфікованого підприємства

Найважливіша відмінність між EuSEF та EuVECA полягає у визначенні підприємства, в яке може інвестувати фонд.

Для EuSEF підприємство повинно мати як основну мету досягнення вимірюваного позитивного соціального впливу. Таким чином, соціальна мета не є просто характеристикою окремої інвестиції або бажаною ESG-ознакою — вона є частиною юридичної конструкції кваліфікованого портфельного підприємства.

Для EuVECA ключовими є характеристики венчурного підприємства: його розмір, стадія розвитку та здатність залучати венчурний капітал. У сучасній редакції Regulation (EU) No 345/2013 кваліфіковане портфельне підприємство, зокрема, може бути підприємством, яке на момент першої інвестиції не допущене до торгів на регульованому ринку або MTF та має до 499 працівників, або певним малим або середнім підприємством, акції якого допущені до ринку малих та середніх підприємств.

Отже:

EuVECA відповідає на питання:

«У яке молоде/інноваційне підприємство доцільно інвестувати венчурний капітал?»

EuSEF відповідає на інше питання:

«У яке підприємство можна інвестувати капітал для одночасного досягнення фінансового результату та вимірюваного позитивного соціального впливу?»

2) Відмінності інвестиційної стратегії

EuVECA є класичною спеціалізованою моделлю венчурного капіталу. Її економічна логіка полягає у фінансуванні підприємств із високим потенціалом розвитку, інноваційністю та перспективою значного зростання.

Інвестиційний цикл може включати:

Pre-seed → Seed → Серія A → Серія B → Зростання → Вихід.

Основними джерелами доходності є:

- приріст вартості компанії;
- продаж частки;
- дивіденди;
- інші форми капітального доходу.

Регуляторна модель EuVECA історично була пов'язана саме з наданням капіталу молодим та інноваційним підприємствам і не передбачала класичної private-equity моделі leveraged buyout (викуп з використанням позикових коштів).

EuSEF має більш комплексну інвестиційну логіку:

Фінансова віддача + Соціальний ефект.

Фонд оцінює не тільки фінансовий потенціал підприємства, а й:

1. соціальну проблему;
2. цільову групу бенефіціарів;
3. механізм створення соціального ефекту;
4. вимірювані результати;
5. сталість impact-моделі;
6. ризик втрати або розмивання соціальної місії.

Тому інвестиційний due diligence EuSEF фактично має два взаємопов'язані блоки:

Financial Due Diligence + Impact Due Diligence.

3) Інструменти фінансування

Між двома режимами існує значна схожість щодо інструментарію.

Для обох фондів базовим інструментом є пайовий капітал, тобто придбання частки у підприємстві, а також квазі-капітал, який поєднує характеристики капіталу та боргу.

Водночас EuSEF характеризується більшою гнучкістю щодо фінансування соціальних підприємств, оскільки його модель прямо охоплює також боргові інструменти та позики кваліфікованим портфельним підприємствам.

Це має практичне значення. Соціальне підприємство може бути прибутковим і водночас мати відносно обмежений потенціал венчурного зростання. У такому випадку фінансування за рахунок боргу/квазіборгу може бути більш придатним, ніж класичні інвестиції у венчурний фонд.

Таким чином:

Інструменти	EuSEF	EuVECA
Пайові інструменти	✓	✓
Квазі-капітал	✓	✓
Боргові інструменти	✓	Обмеженіше / залежно від кваліфікованих інвестицій
Позики	✓	Не є центральним інструментом
Інвестиції в інші відповідні фонди	✓, за умовами Регламенту	✓, за умовами за умовами Регламенту
Гранти / грантове фінансування	Може використовуватися в рамках соціального інвестиційного підходу	Не є типовим інструментом венчурного капіталу

Тому EuSEF потенційно краще пристосований до «стриманого» капіталу (*patient capital*), тобто довгострокового капіталу, який допускає більш тривалий період до досягнення фінансової та соціальної віддачі.

4) Соціальний вплив як ключова відмінність

У EuVECA результат інвестиції переважно оцінюється через:

Інвестиції → Зростання → Вихід → Фінансова віддача.

У EuSEF додається друга причинно-наслідкова лінія:

Інвестиції → Діяльність підприємства → Соціальні наслідки → Соціальний вплив.

Тому для EuSEF недостатньо встановити, що підприємство є прибутковим або швидко зростає.

Необхідно також продемонструвати, що його діяльність:

- спрямована на вирішення конкретної соціальної проблеми;
- створює позитивний соціальний результат;
- має вимірювані показники;
- забезпечує відповідність соціальній меті протягом періоду інвестування.

Саме тому EuSEF передбачає спеціальні вимоги щодо процедур вимірювання соціального впливу, тоді як EuVECA таких спеціальних impact-вимог не має.

5) Інвестор та мінімальний поріг входу

Обидва режими орієнтовані переважно на професійних та інших інвесторів, здатних розуміти високий ризик довгострокових альтернативних інвестицій.

Водночас за встановлених умов інвестувати можуть і інші інвестори, якщо вони відповідають спеціальним вимогам, включаючи мінімальне зобов'язання у розмірі EUR 100 000 та письмове підтвердження усвідомлення ризиків.

Це принципово відрізняє EuSEF та EuVECA від масових інвестиційних продуктів для роздрібних клієнтів.

Отже, модель доступу можна спрощено представити так:

Професійний інвестор → без обмежень у рамках режиму

Інший непрофесійний інвестор, що відповідає вимогам → 100 000 євро + підтвердження усвідомлення ризиків

Звичайний роздрібний інвестор → як правило, не входить до основної моделі EuSEF/EuVECA.

6) Масштаб ринку

Історично EuVECA розвивався значно швидше.

На початку квітня 2016 року в реєстрі ESMA було близько 70 EuVECA, тоді як EuSEF налічував лише 4 фонди, зареєстровані у двох державах-членах — один у Франції та три в Німеччині. Сукупні активи EuSEF на той момент становили лише близько EUR 32 млн.

До кінця 2024 року розрив зберігся на рівні КУА:

Показник	EuSEF	EuVECA
КУА, ЕЕА30, 31.12.2024	15	380
Співвідношення	1	≈25
Характер ринку	Нішевий	Значно ширший
Основна причина попиту	Соціальний вплив / соціальні інвестиції	Венчурний капітал / інновації

Дані ESMA свідчать, що EuSEF не став альтернативним масовим режимом до EuVECA, а сформував спеціалізований сегмент impact investing.

7) Чому EuVECA значно масштабніший за EuSEF?

Порівняння дозволяє виділити декілька структурних причин.

1. Ширша інвестиційна база

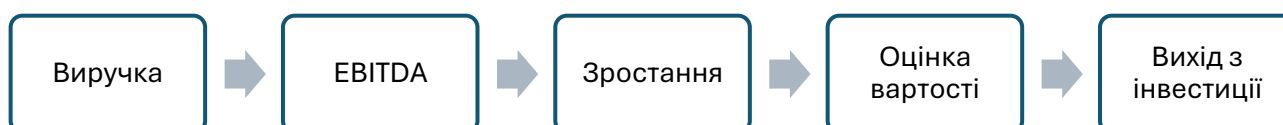
Венчурний капітал має значно ширший спектр потенційних підприємств, ніж соціальне підприємництво.

Практично будь-який інноваційний стартап може потенційно відповідати логіці EuVECA.

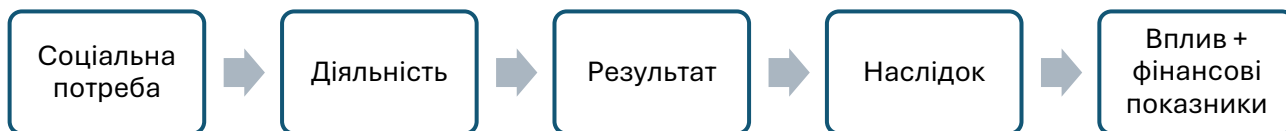
Для EuSEF підприємство повинно одночасно відповідати фінансовим критеріям та критеріям соціальної місії.

2. Простіша оцінка результативності

Для EuVECA основними показниками є:



Для EuSEF:



Отже, impact due diligence створює додаткові витрати та складність.

3. Вищі вимоги до доказовості

EuSEF повинна забезпечити не просто декларацію соціальної мети, а можливість підтвердження позитивного соціального впливу.

Це створює ризик impact-washing²², а тому вимагає додаткових процедур, даних та контролю.

4. Вужче коло інституційних інвесторів

Частина інституційних інвесторів має усталені моделі оцінювання венчурного капіталу, але impact investing потребує додаткової методології.

5. Різниця у фінансовій моделі

Венчурний капітал зазвичай передбачає потенційно дуже високе зростання вартості капіталу.

Соціальні підприємства можуть мати значно помірніший фінансовий позитивний зиск, оскільки частина економічної цінності спрямовується на досягнення соціальної місії.

8) Спільні риси EuSEF та EuVECA

Попри принципів відмінності, два режими мають значну кількість спільних елементів:

1. Єдина регуляторна логіка. Обидва є спеціальними режимами для AIF.
2. Правило 70/30. Не менше 70% капіталу повинно бути спрямовано на кваліфіковані інвестиції, тоді як не більше 30% може бути використано для інших активів.
3. Спеціальне EU позначення. Керуючий, який відповідає вимогам, отримує право використовувати відповідне позначення — EuSEF або EuVECA.
4. Транскордонний маркетинг. Обидва режими створюють механізм транскордонного маркетингу фондів у ЄС.
5. Захист інвесторів. Передбачені вимоги до організації, правил ведення бізнесу, конфліктів інтересів, прозорості та розкриття інформації.
6. Обмеження левериджу. Обидва режими побудовані навколо довгострокового інвестування без класичної інвестиційної стратегії з використанням кредитного плеча.
7. Реєстри ESMA. ESMA веде окремі центральні бази даних щодо KYA EuSEF та EuVECA і фондів, якими вони управляють.

9) Узагальнена оцінка

Параметр	EuSEF	EuVECA	Висновок
Розмір ринку	Невеликий	Значний	Перевага EuVECA
Інвестиційна спеціалізація	Дуже висока	Висока	EuSEF більш нішевий

²² **Impact-washing (Імпакт-вошинг)** — це практика, коли компанія, фонд або проєкт перебільшує, викривляє або безпідставно декларує свій позитивний соціальний чи екологічний вплив (impact) для покращення репутації та залучення інвесторів чи клієнтів.

Параметр	EuSEF	EuVECA	Висновок
Потенціал масштабування	Середній	Високий	EuVECA
Соціальна спрямованість	Обов'язкова	Відсутня як юридична умова	EuSEF
Оцінка впливу	Обов'язковий елемент моделі	Не передбачена спеціально	EuSEF
Фінансова орієнтація	Фінанси + Вплив	Фінансовий	Різні моделі
Складність due diligence	Вища	Нижча	EuSEF
Коло потенційних портфельних компаній	Вужче	Ширше	EuVECA
Відповідність impact investing	Дуже висока	Низька/непряма	EuSEF
Відповідність класичному венчурному капіталу	Обмежена	Висока	EuVECA
Потенціал залучення інституційного капіталу	Наразі обмежений	Значний	EuVECA
Регуляторна цінність позначення	Висока для інвесторів, що орієнтуються на соціальний вплив	Висока для інвесторів, що орієнтуються на венчурний капітал	Обидва

10) Основний висновок для України

Порівняння EuSEF та EuVECA має важливе значення для формування української моделі спеціалізованих інвестиційних фондів.

EuVECA демонструє модель регулювання венчурного капіталу через прості, чіткі та уніфіковані критерії:

- хто може управляти;
- у що може інвестувати фонд;
- яка мінімальна частка кваліфікованих інвестицій;
- які інвестори можуть інвестувати;
- як здійснюється транскордонний маркетинг.

EuSEF демонструє більш складну модель, де до фінансового регулювання додається регулювання соціального результату та наслідків. Саме тому при імплементації аналогічного підходу в Україні недостатньо лише встановити перелік дозволених соціальних підприємств.

Необхідно одночасно сформувати:

1. критерії кваліфікованих соціальних підприємств;
2. вимоги до соціальної мети;
3. мінімальні принципи оцінки соціального впливу;
4. правила розкриття інформації про соціальний вплив;
5. вимоги до due diligence соціального впливу;
6. механізм контролю за використанням спеціального позначення/label;
7. пропорційні вимоги до КУА фондами;
8. механізм транскордонного/внутрішнього маркетингу відповідного фонду.

Таким чином, досвід EuVECA є більш релевантним для побудови української моделі фондів венчурного капіталу, тоді як досвід EuSEF — для формування сегмента impact investing та соціального підприємництва.

При цьому найбільш перспективним для України **може бути не буквально копіювання одного з режимів, а комбінація регуляторних елементів EuVECA та EuSEF: спрощена та пропорційна модель доступу до венчурного капіталу + чіткі критерії соціального впливу та його вимірювання.**

7.2. EuSEF та ELTIF

Порівняння інвестиційних цілей

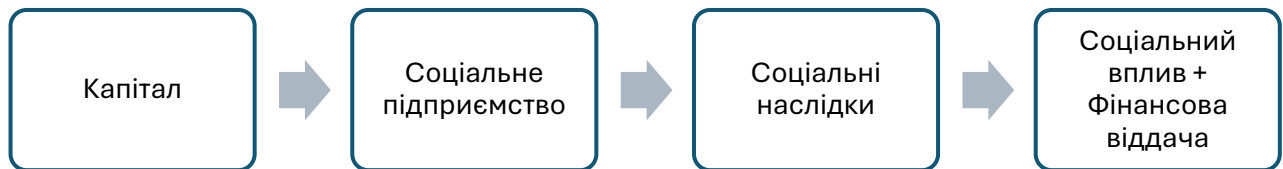
Критерій	EuSEF	ELTIF
Основний нормативний акт	Regulation (EU) N 346/2013	Regulation (EU) 2015/760, змінений Regulation (EU) 2023/606
Основна мета	Фінансування соціальних підприємств	Мобілізація капіталу для довгострокових інвестицій
Ключовий результат	Позитивний соціальний вплив + фінансова стійкість	Довгостроковий фінансовий результат + фінансування реальної економіки
Соціальна мета	Обов'язкова для кваліфікованих портфельних підприємств	Не є загальною умовою
Вплив на реальну економіку	Через соціальні підприємства	Безпосередньо через підприємства, інфраструктуру, реальні активи тощо
Інфраструктура	Не є основним об'єктом режиму	Один із ключових напрямів
Реальні активи	Не є центральною категорією	Прямо передбачені
Оцінка впливу	Спеціально передбачене	Не є базовою регуляторною вимогою
Горизонт інвестицій	Довгостроковий	За своєю природою довгостроковий
Основна інвестиційна логіка	Інвестиції, що мають соціальний вплив	Довгострокове інвестування

ELTIF Regulation прямо визначає мету режиму як залучення та спрямування капіталу до довгострокових інвестицій у реальну економіку. Після реформи ELTIF 2.0 ця мета також пов'язана з фінансуванням Green Deal та інших пріоритетних напрямів, зокрема енергетики, транспорту, соціальної інфраструктури та створення робочих місць.

1) EuSEF: інвестиційна модель «Financial Return + Social Impact»

Для EuSEF фінансовий результат не є єдиним критерієм успішності інвестиції.

Інвестиційна модель має вигляд:



Фонд повинен інвестувати у підприємства, які відповідають спеціальним критеріям кваліфікованих портфельних підприємств, включаючи вимогу щодо вимірюваного позитивного соціального впливу як основної мети.

Тому при прийнятті інвестиційного рішення EuSEF повинна оцінювати щонайменше два взаємопов'язані блоки:

Фінансовий Due Diligence:

- бізнес-модель;
- доходи та витрати;
- рух грошових коштів;
- фінансова стійкість;
- потенціал зростання;
- ризики;
- очікувана доходність.

Impact Due Diligence²³:

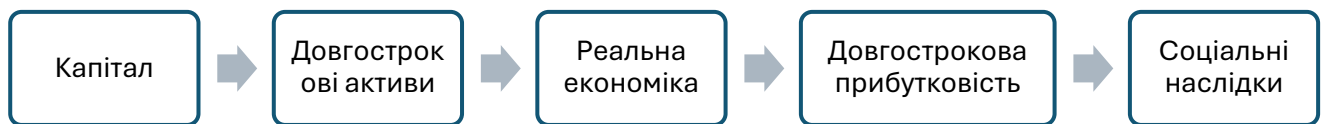
- соціальна проблема;
- цільова група;
- механізм створення соціального результату;
- KPI;
- базовий стан;
- очікувані наслідки;
- метод вимірювання впливу;
- ризик impact washing.

Таким чином, соціальний вплив є конститутивним елементом інвестиційної моделі EuSEF.

2) ELTIF: інвестиційна модель «Довгостроковий капітал + Реальна економіка»

ELTIF має іншу логіку:

²³ **Impact Due Diligence** — це процес всебічної оцінки та перевірки того, чи здатна компанія, проект або фонд реально досягти заявлених соціальних чи екологічних цілей, і які ризики з цим пов'язані.



ELTIF може інвестувати в широкий спектр активів, зокрема:

- пайовий капітал;
- квазі-капітал;
- боргові інструменти;
- позики;
- частки/паї інших фондів;
- реальні активи;
- певні операції з сек'юритизації;
- «зелені» облігації, що відповідають встановленим умовам.

ELTIF 2.0 суттєво розширив цю модель. Чинна редакція передбачає, зокрема, можливість інвестування в реальні активи, які можуть включати інфраструктуру, нерухомість, обладнання, інтелектуальну власність та інші активи, що генерують економічну або соціальну користь.

Важливо, що соціальна користь може бути присутньою в інвестиції ELTIF, але вона не є обов'язковою умовою для всіх ELTIF.

Наприклад, ELTIF може фінансувати:

- енергетичну інфраструктуру;
- транспорт;
- телекомунікаційні мережі;
- лікарні;
- школи;
- соціальне житло;
- інфраструктуру поводження з відходами;
- відновлювані джерела енергії;
- промислові об'єкти.

Це означає, що ELTIF може мати значний соціальний або екологічний ефект, але ELTIF ≠ фонд соціального впливу за визначенням.

3) Інвестиції в інші фонди

Цікавим є те, що ELTIF прямо допускає інвестиції в інші спеціалізовані європейські фонди.

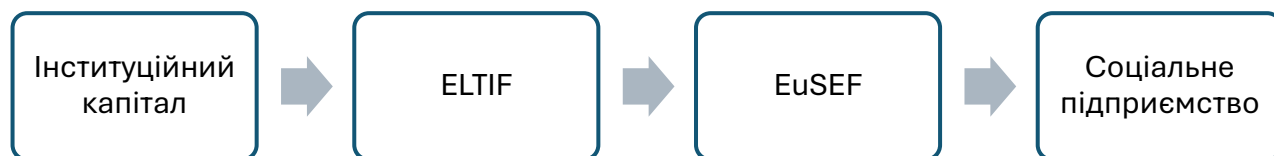
До допустимих інвестицій можуть належати частки/паї:

- інших ELTIF;
- EuVECA;
- EuSEF;
- UCITS;
- певних EU AIF, якими управляють EU AIFM.

Це створює важливий зв'язок між режимами ELTIF та EuSEF.

Фактично ELTIF може виступати інституційним каналом капіталу для EuSEF, якщо виконуються передбачені Регламентом умови.

Це має значення для розвитку impact investing:



або:



Тому ELTIF і EuSEF не обов'язково конкурують між собою. В окремих моделях вони можуть доповнювати один одного.

4) Інвестори

EuSEF традиційно орієнтований переважно на:

- професійних (кваліфікованих) інвесторів;
- інших кваліфікованих інвесторів, які відповідають встановленим умовам;
- інвесторів із мінімальним внеском EUR 100 000 та письмовим підтвердженням усвідомлення ризиків.

Тому класична модель EuSEF є переважно моделлю професійного / кваліфікованого інвестора.

Це обмежує потенційну базу капіталу, але водночас відповідає високому ризику та низькій ліквідності інвестицій в соціальні підприємства.

ELTIF 2.0 принципово змінив підхід до роздрібних інвесторів.

У чинній моделі роздрібних інвесторів прямо допускаються, без попередньої вимоги про мінімальну інвестицію EUR 10 000, яка існувала в попередній редакції.

Європейський законодавець прямо зазначив, що старе поєднання:

Мінімальна сума інвестиції — 10 000 євро + обмеження портфеля у розмірі 10 % створювало значну перешкоду для участі роздрібних інвесторів. ELTIF 2.0 ці обмеження було реформовано.

Отже, принципова відмінність:

Категорія	EuSEF	ELTIF 2.0
Професійні інвестори	✓	✓
Інституційні інвестори	✓	✓
Роздрібні інвестори	Обмежено	Так
Мінімум EUR 100 000	Для інших кваліфікованих інвесторів	Не є загальною умовою для роздрібних інвесторів
Заходи щодо забезпечення відповідності вимогам роздрібної торгівлі	Обмежена модель	Розширені правила захисту роздрібних інвесторів
Орієнтація на масовий роздрібний ринок	Ні	Так, це одна з цілей ELTIF 2.0

Це одна з найважливіших причин, чому ELTIF має значно більший потенціал масштабування роздрібного фінансування, ніж EuSEF.

5) Диверсифікація

ELTIF 2.0 встановлює конкретні граничні концентрації.

Зокрема, ELTIF загалом не може інвестувати понад:

- 20% капіталу в одне кваліфіковане портфельне підприємство;
- 20% у один реальний актив;
- 20% у один ELTIF, EuVECA, EuSEF, UCITS або відповідний EU AIF;
- 10% у певні активи, передбачені статтею 9(1)(b).

Також встановлені окремі обмеження щодо сек'юритизації та ризику, пов'язаний з контрагентами.

Для EuSEF ключовим є не настільки широкий набір правил диверсифікації, як концентрація портфеля навколо кваліфікованого портфельного підприємства.

Тому:

EuSEF → тематична спеціалізація

ELTIF → диверсифікація активів + довгострокова орієнтація

6) Порівняння інвестиційної цілі та структури активів

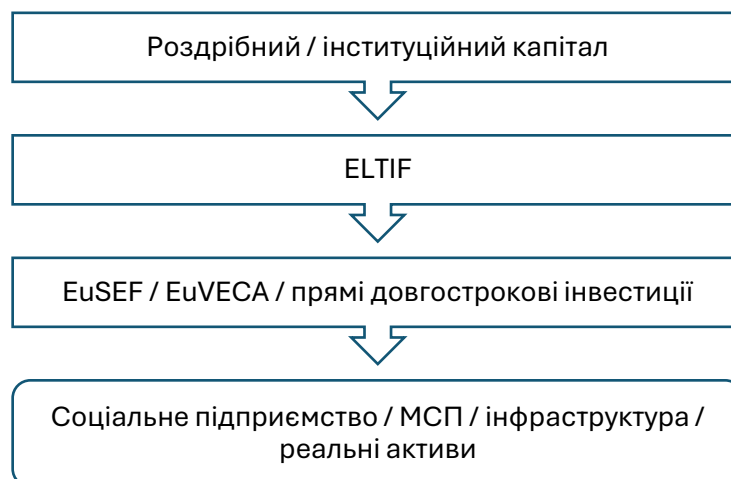
	EuSEF	ELTIF 2.0
Основне питання	Який соціальний вплив створить інвестиція?	Який довгостроковий економічний результат створить актив?
Інвестиційна мета	Соціальний вплив	Довгострокові інвестиції
Основний бенефіціар	Соціальне підприємство / бенефіціари	Реальна економіка / інвестори
Мінімальна спеціалізована частка	70%	55%
Пайовий капітал	✓	✓
Квазі-капітал	✓	✓
Боргові інструменти	✓	✓
Позики	✓	✓
Соціальні підприємства	Центральний об'єкт	Можливий
Інфраструктура	Не центральна	Ключова категорія
Реальні активи	Не центральна	Ключова категорія
Інші фонди	Обмежено	Широко — включаючи EuSEF
Оцінка впливу	Так	Ні, не як загальна умова

	EuSEF	ELTIF 2.0
Роздрібні інвестори	Обмежено	Так
Модель відкритого типу	Не є типовою моделлю	Допускається ELTIF 2.0 за умовами

7) Взаємодоповнюваність EuSEF та ELTIF

Важливо не розглядати EuSEF та ELTIF виключно як конкуруючі режими.

Вони можуть утворювати інвестиційний ланцюг:



Це особливо важливо після ELTIF 2.0, який розширив перелік допустимих фондів для інвестицій ELTIF і прямо включає EuSEF до відповідних категорій.

Таким чином, ELTIF може виконувати роль агрегатора довгострокового капіталу, тоді як EuSEF є більш спеціалізованим механізмом його спрямування до соціального підприємництва.

8) Значення для України

Порівняння EuSEF та ELTIF має безпосереднє значення для формування української моделі інвестиційних фондів.

Якщо метою є залучення приватного капіталу до соціальних підприємств, найбільш релевантними є елементи EuSEF:

- визначення кваліфікованого соціального підприємства;
- вимога щодо соціальної мети;
- вимірюваний позитивний соціальний вплив;
- оцінка впливу;
- спеціалізоване розкриття інформації;
- impact due diligence.

Якщо ж метою є мобілізація довгострокового капіталу для відбудови України, більш релевантною є модель ELTIF:

- довгостроковий інвестиційний горизонт;
- інфраструктура;
- реальні активи;
- фінансування малих та середніх підприємств;

- пайові, боргові інструменти та позики;
- фонд фондів;
- можливість залучення капіталу роздрібних інвесторів;
- диверсифікація;

Особливо перспективним для України є використання ELTIF-подібної моделі для фінансування відбудови, оскільки сама концепція ELTIF прямо охоплює інфраструктуру, енергетику, транспорт, соціальну інфраструктуру, управління відходами та інші довгострокові проекти.

Водночас EuSEF-подібний механізм може бути використаний як спеціалізований сегмент impact investing, зокрема для фінансування соціального підприємництва, інклюзивної зайнятості, освіти, охорони здоров'я, соціальних послуг та інших напрямів.

Таким чином, доцільно розглядати режими не як альтернативи, а як різні рівні інвестиційної спеціалізації:

ELTIF є універсальним інструментом мобілізації довгострокового капіталу, тоді як EuSEF є більш спеціалізованим інструментом спрямування капіталу до соціального підприємництва.

Для українського законодавства це означає, що при адаптації *acquis* ЄС доцільно не змішувати ці дві моделі: ELTIF слід розглядати як модель довгострокового інвестиційного фонду, а EuSEF — як модель спеціалізованого фонду впливу/соціального підприємництва.

8. Сучасні виклики та перспективи зміни EuSEFs

8.1. Загальна оцінка

Попри те, що Регламент (ЄС) No 346/2013 (EuSEFs) створив єдиний європейський режим для фондів соціального підприємництва та запровадив спеціальне позначення «EuSEF», фактичне поширення цього режиму залишилося обмеженим.

Низьке поширення EuSEF не можна пояснити однією причиною. Воно є результатом поєднання регуляторних, економічних, інвестиційних та інституційних факторів.

8.2. Основні причини обмеженого поширення

№	Причина	Механізм впливу	Значення
1	Вузька інвестиційна база	Обмежене коло кваліфікованих соціальних підприємств	Дуже високе
2	EUR 100 000 мінімального внеску	Обмеження для роздрібних/непрофесійних інвесторів	Високе
3	Виключення/обмеження великих КУА у початковій моделі	Обмежений доступ великих КУА	Високе
4	Невеликий розмір фондів	Регуляторні витрати важче розподілити	Дуже високе

№	Причина	Механізм впливу	Значення
5	Високі постійні витрати	Реєстрація, юридичні питання, дотримання нормативних вимог, звітність	Дуже високе
6	Складність транскордонний маркетинг	Різні національні практики та витрати	Високе
7	Складність оцінки впливу	Додаткові витрати та відсутність єдиного стандарту	Високе
8	Недостатня інституційна база інвесторів	Пруденційні правила та внутрішні інвестиційні правила	Високе
9	Низька очікувана фінансова доходність	Соціальна місія може обмежувати позитивний вимір	Високе
10	Низька ліквідність	Приватні соціальні підприємства не мають глибокого вторинного ринку	Високе
11	Конкуренція з іншими фондами та інструментами	AIF може інвестувати у сегмент «соціальний/МСП» без позначки EuSEF	Середнє/високе
12	Фрагментація ринку соціальних підприємств	Різні визначення, моделі та екосистеми у ЄС	Високе

1) Вузький інвестиційний простір

Найбільш фундаментальною проблемою є те, що EuSEF не є просто фондом, який «інвестує у сталий розвиток».

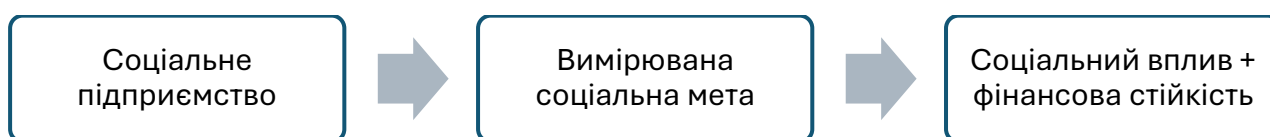
Регламент EuSEFs встановлює спеціальні критерії кваліфікованих портфельних підприємств. Підприємство, зокрема, повинно мати як основну мету досягнення **вимірювані позитивні соціальні наслідки** та відповідати іншим критеріям, встановленим Регламентом.

Це суттєво звужує потенційний pipeline²⁴.

Для звичайного фонду венчурного капіталу інвестиційна логіка може бути:



Для EuSEF:



²⁴ Термін **pipeline** у загальному сенсі означає послідовність процесів, етапів або інструментів, через які проходить певний об'єкт (продукт, дані, завдання або клієнт) від самого початку до фінального результату

Отже, потенційно сукупність активів у портфелі EuSEF є меншою.

Це створює **подвійну проблему**:

1. КУА потрібно знайти підприємство з достатнім потенціалом фінансової доходності;
2. Підприємство одночасно повинно відповідати спеціальним критеріям соціального підприємства.

Чим жорсткіше вимоги до кваліфікованого підприємства, тим менше потенційних інвестиційних можливостей.

2) Невеликий ринок соціальних підприємств

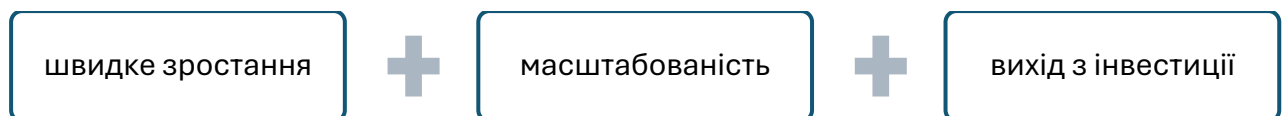
Проблема EuSEF значною мірою є похідною від структури самого ринку соціального підприємництва.

Соціальні підприємства часто:

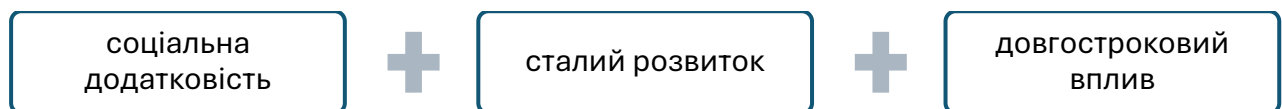
- є невеликими;
- мають локальний або регіональний масштаб;
- працюють у низькомаржинальних секторах;
- мають обмежений доступ до фінансування за рахунок власного капіталу;
- не орієнтовані на швидке масштабування;
- не мають зрозумілої стратегії виходу з інвестиції.

Це створює структурну невідповідність між потребами соціального підприємства та класичною логікою приватного/венчурного капіталу.

Традиційний інвестор венчурного фонду шукає:



Інвестор, що орієнтується на соціальний вплив може шукати:



Фінансові профілі цих двох типів інвестицій можуть суттєво відрізнятися.

3) Мінімальний поріг інвестицій EUR 100 000

Одним із найочевидніших регуляторних бар'єрів була вимога щодо мінімального внеску для інвесторів, які не є професійними.

Європейська Комісія прямо визнавала **EUR 100 000 як мінімальну вартість вхідного внеску** одним із факторів, що обмежували розвиток EuSEF та EuVECA.

Це особливо важливо для EuSEF, оскільки impact investing потенційно має широкую суспільну базу інвесторів.

Виникає парадокс:

Соціальна інвестиційна мета → потенційно широкий суспільний інтерес

але:

EUR 100 000 мінімум → вузьке коло інвесторів.

Таким чином, Регламент фактично орієнтував EuSEF на:

- заможних приватних осіб (HNWI);
- сімейні бізнеси;
- професійних інвесторів;
- інституційних інвесторів;
- фахівців з інвестицій,

а не на масовий роздрібний ринок.

У 2022 році Європейська Комісія знову звернула увагу на це питання та доручила ESMA оцінити можливість поширення EuSEF на роздрібних інвесторів із належними захисними заходами.

4) Обмежений доступ великих КУА

Первісна конструкція EuSEF була орієнтована переважно на КУА, які перебували нижче певного порогу AIFMD.

Це мало логічне обґрунтування: створити **простий і пропорційний режим для невеликих спеціалізованих КУА**.

Однак виникла побічна проблема.

Найбільші КУА:

- мали капітал;
- інституційні мережі;
- можливості дистрибуції;
- інфраструктуру комплаєнсу;
- досвід транскордонного фандрайзингу;

але не могли використовувати позначу «EuSEF» у первісній моделі, якщо не відповідали встановленим критеріям щодо розміру.

Європейська Комісія прямо визначила **обмеження щодо КУА, портфелі яких перевищують 500 мільйонів євро** як один із факторів низького засвоєння.

У 2017 році Regulation (EU) 2017/1991 розширив доступ до EuSEF для КАІФ, авторизованих відповідно до AIFMD.

Однак ця реформа усунула **формальний регуляторний бар'єр**, але не створила автоматичного економічного стимулу для великих КУА.

5) Економіка малих фондів

Це одна з найважливіших причин.

Соціальні інвестиційні фонди часто є невеликими за розміром.

Європейська Комісія у своїй оцінці впливу наводила оцінку середнього розміру європейського фонду соціальних інвестицій близько **EUR 13.8 млн**. Для такого фонду фіксовані регуляторні витрати мають значно більшу вагу, ніж для фонду на EUR 500 млн або EUR 1 млрд.

Умовно:

Фонд EUR 15 млн

EUR 150 000 регулятивні/операційні витрати

= 1% від активів

Фонд EUR 500 млн

EUR 150 000 витрати

= 0.03% від активів

Тому однакові вимоги мають принципово різний економічний ефект.

Це класична проблема **ефекту масштабу**.

6) Високі постійні витрати

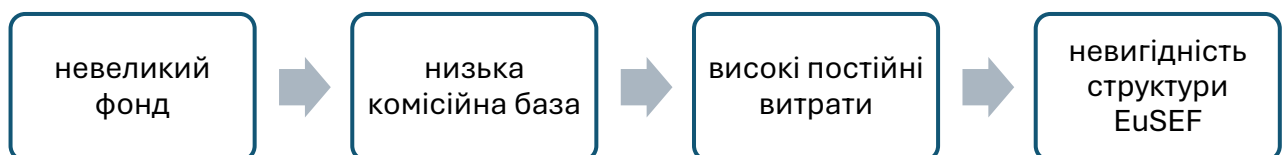
У консультаціях, використаних Комісією для оцінки впливу, учасники ринку вказували на значні витрати, пов'язані з:

- зобов'язаннями щодо реєстрації;
- зобов'язаннями після реєстрації;
- юридичними консультаціями;
- зовнішнім контролем дотримання вимог;
- зборами, що сплачуються до NCA/ESMA;
- внутрішніми управлінськими ресурсами;
- звітністю;
- оцінкою впливу.

Один із респондентів оцінював типовий набір витрат на реєстрацію та зобов'язаннями після реєстрації приблизно у **EUR 300 000**, включаючи зовнішні та внутрішні витрати. Це не є нормативно встановленою сумою — це оцінка конкретного учасника ринку, наведена Європейською Комісією в оцінці впливу.

Для малого EuSEF така сума може бути економічно суттєвою.

Тому виникає зв'язок:



7) Додаткові витрати на управління соціальним впливом

EuSEF має ще одну особливість, якої немає у звичайному венчурному фонді.

КУА повинна не лише шукати інвестиції, проводити фінансовий due diligence, структурувати угоди, моніторити портфель, але й визначати соціальні цілі, встановлювати показники впливу, збирати дані, вимірювати наслідки, відстежувати соціальний вплив, звітувати інвесторам.

Регламент прямо передбачає процедури для вимірювання позитивного соціального впливу.

Для малих фондів це створює **додаткові постійні та змінні витрати**.

8) Відсутність єдиного стандарту оцінки впливу

Регламент визнав цю проблему: стаття 27 передбачає аналіз процедур вимірювання позитивного соціального впливу та оцінку можливості запровадження **уніфіковані стандарти для оцінки соціального впливу на рівні Європейського Союзу**.

Відсутність стандартизації породжує три проблеми:

1. Проблема порівнянності

Неможливо легко порівняти два EuSEF.

2. Задача перевірки

Складніше перевірити достовірність заяви про наслідки.

3. Проблема прийняття рішень інвесторами

Інвестору складніше оцінити, чи справді один фонд створює більший вплив, ніж інший.

9) Висока трудомісткість роботи з портфельними компаніями

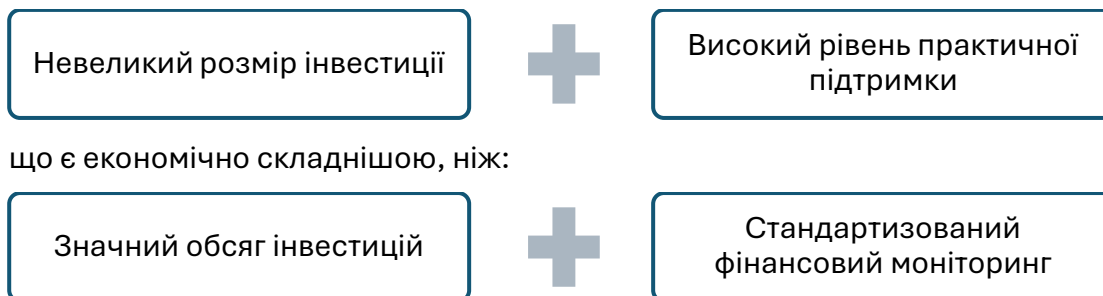
EuSEF часто інвестує у підприємства, які потребують не лише грошей.

КУА може надавати:

- коучинг;
- консультування;
- доступ до мереж;
- підтримка у залученні фінансування;
- стратегічні рекомендації;
- участь у роботі ради директорів;
- підтримка в управлінні впливом.

У матеріалах Європейської Комісії учасники ринку прямо вказували, що менеджери з соціальних інвестицій витрачають значну кількість часу на таку нефінансову підтримку підприємств.

Це створює модель:



10) Обмежена фінансова доходність

Це, ймовірно, одна з найфундаментальніших **ринкових**, а не регуляторних причин.

Соціальне підприємство може навмисно:

- реінвестувати прибуток;
- обмежувати виплату дивідендів;
- підтримувати доступні ціни;
- наймати соціально вразливі групи;
- працювати у низькомаржинальних секторах.

Тому соціальний вплив може бути високим, але фінансова віддача — помірною.

Це створює складність для традиційних інституційних інвесторів.

Умовно:

Традиційний венчурний фонд



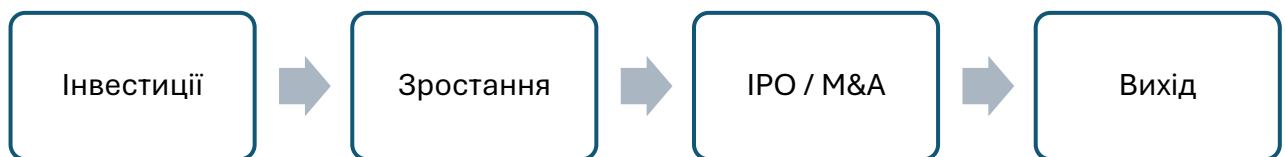
EuSEF



Не всі інвестори готові обмінювати частину очікуваної фінансової віддачі на соціальний вплив.

11) Проблема виходу з інвестицій

Класична модель венчурного капіталу передбачає:

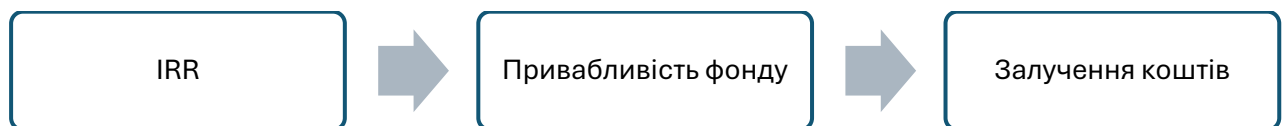


Для соціальні підприємства вихід з інвестицій може бути складнішим.

Причини:

- менший ринок M&A;
- менша кількість стратегічних покупців;
- обмеження щодо розподілу прибутку;
- місія підприємства;
- низька ліквідність акцій;
- невеликі масштаби компаній.

У результаті фонд може мати довший період утримання та менш передбачуваний вихід. Це безпосередньо впливає на:



12) Низька ліквідність

Актив, у які EuSEF переважно інвестує не мають глибокого вторинного ринку.

Тому інвестор фактично погоджується на:

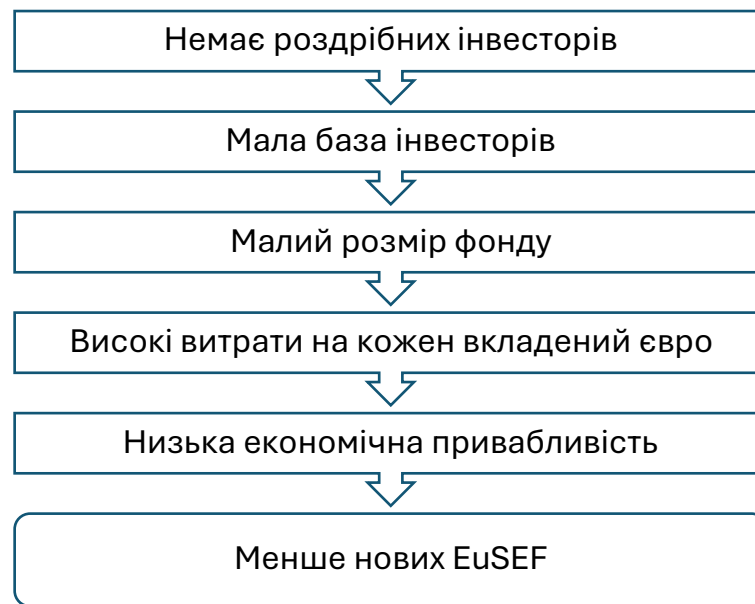
Довгострокові зобов'язання + неліквідність + невизначеність щодо виходу з інвестиції.

Це зменшує привабливість EuSEF порівняно з продуктами, які мають:

- регулярну ліквідність;
- розвинений вторинний ринок;
- прозору оцінку вартості;
- передбачуване погашення.

13) Обмежена роздрібна торгівля

Обмеження доступу роздрібних інвесторів створило ефект замкнутого кола:



Європейська Комісія фактично підтвердила, що питання розширення EuSEF на роздрібних інвесторів залишається актуальним: у 2022 році вона доручила ESMA окремо оцінити можливість такого доступу.

14) Обмежена база інституційних інвесторів

З іншого боку, замінити роздрібних інвесторів на інституційних також було складно.

Інституційні інвестори — пенсійні фонди, страхові компанії, банки тощо — працюють у рамках власних:

- пруденційних вимог;
- вимог до капіталу;
- лімітів ризику;
- інвестиційних мандатів²⁵;
- вимог до ліквідності.

Стаття 27(m) EuSEF прямо передбачає оцінку бар'єрів для інвестицій у EuSEF, включаючи вплив **пруденційне регулювання щодо інституційних інвесторів**.

Тобто проблема знаходиться не лише на рівні самого EuSEF Regulation.

Вона виникає на перетині:

- EuSEF Regulation
- AIFMD
- пруденційне регулювання
- інвестиційні мандати інституційних інвесторів
- національні податкові норми.

²⁵ Термін **інвестиційний мандат** (англ. *investment mandate*) — це офіційний документ або угода, яка чітко визначає правила, обмеження та цілі, відповідно до яких інвестор або КУА мають право розпоряджатися грошима клієнта

15) Конкуренція з фондами без позначки «EuSEF»

Ще одна важлива причина полягає в тому, що **позначка «EuSEF» не є обов'язковою умовою для impact investing.**

КУА може створити:

- звичайний альтернативний інвестиційний фонд (AIF);
- фонд соціального впливу;
- фонд прямих інвестицій;
- фонд соціальних інвестицій;

і інвестувати у соціальні підприємства, не використовуючи позначку «EuSEF», якщо його діяльність відповідає загальним правилам AIFMD та іншому застосовному законодавству.

Тому виникає питання:

Яку додаткову економічну цінність створює позначення EuSEF порівняно зі звичайним альтернативним інвестиційним фондом або фондом соціального впливу?

Європейський законодавець саме тому передбачив позначку «EuSEF» як механізм підвищення видимості фондів та довіри інвесторів. Однак ринкова цінність такої позначки виявилася недостатньою для масового переходу КУА до EuSEF. Саме первісна мета Регламенту полягала у тому, щоб зробити фонди соціального підприємництва більш впізнаваними для інвесторів та зменшити витрати на залучення капіталу.

16) Конкуренція з іншими механізмами сталого фінансування

Після 2013 року європейська архітектура сталого фінансування значно розширилася.

З'явилися та розвинулися:

- SFDR;
- EU Taxonomy;
- системи розкриття інформації щодо ESG;
- показники сталого розвитку;
- методології інвестицій, спрямованих на досягнення соціального ефекту;
- ELTIF;
- різні національні маркування впливу.

Це означає, що EuSEF більше не є єдиним європейським способом структурування сталих/соціальних інвестицій.

Особливо важливим є SFDR.

КУА може створити відповідно до SFDR **фонд соціального впливу/сталого розвитку** без використання EuSEF.

Тому для частини КУА **звичайний AIF** може бути комерційно привабливішою конструкцією, ніж **EuSEF з окремою кваліфікацією соціального підприємства.**

17) Регуляторна «парадоксальність» EuSEF

Одним із головних висновків є певний регуляторний парадокс.

Щоб забезпечити довіру до EuSEF:

- законодавець встановив чіткі критерії;
- вимагав оцінку впливу;
- встановив вимоги щодо розкриття інформації;

- обмежив кваліфіковані інвестиції;
- встановив правила захисту інвесторів.

Але саме ці вимоги:

- збільшили витрати;
- звузили інвестиційний простір;
- збільшили адміністративне навантаження;
- зробили модель менш привабливою для малих фондів.

Таким чином, **частина механізмів, покликаних підвищити якість EuSEF, одночасно підвищила бар'єр входу на ринок.**

8.3. Основний висновок

Обмежене поширення EuSEF не є результатом однієї невдалої регуляторної норми.

Це результат взаємодії:



8.4. Головний урок для України

Для України це означає, що **просте копіювання Regulation 346/2013 не гарантуватиме створення ефективного ринку фондів соціального впливу.**

Якщо метою є формування власного сегмента соціального інвестування, необхідно одночасно створити:

1. достатньо широкий інвестиційний простір;
2. пропорційні вимоги до малих КУА;
3. доступ до капіталу інституційних інвесторів та, за належних умов захисту, до капіталу роздрібних інвесторів;
4. просту і порівнювану систему оцінки соціального впливу;
5. стимули для інституційних інвесторів;
6. податкові стимули;
7. розвинену інфраструктуру соціального підприємництва;
8. механізми подальше фінансування та виходу з інвестиції;
9. чітке співвідношення спеціального режиму фондів соціального підприємництва із загальним режимом альтернативних фондів та розкриттям інформації щодо сталого фінансування.

Інакше виникає ризик створити **формально правильний EuSEF-подібний режим, який залишатиметься нішевим через відсутність економічних стимулів його використання.**

9. Стан розвитку соціального підприємництва в Україні

9.1. Загальна характеристика

Соціальне підприємництво в Україні перебуває на етапі **формування правової та фінансової інфраструктури**. На практиці вже існує значна кількість підприємницьких моделей, які поєднують комерційну діяльність із вирішенням соціальних проблем, однак соціальне підприємництво ще не сформувалося як окремий інституційний сегмент економіки та ринків капіталу.

Ключова особливість української моделі полягає в тому, що **соціальна функція фактично існує, але спеціальний правовий статус соціального підприємства відсутній**. Це підтверджується і державною Стратегією відновлення²⁶, де прямо зазначено, що соціальне підприємництво не має офіційного статусу в українському законодавстві.

Відповідно, соціальні підприємства сьогодні функціонують у межах загальних організаційно-правових форм — як товариства з обмеженою відповідальністю, ФОП, кооперативи, підприємства громадських організацій, благодійні організації та в інших формах.

Це суттєво відрізняє Україну від підходу ЄС, де, хоча також немає єдиної організаційно-правової форми соціального підприємства, поступово формуються **єдині функціональні критерії соціальної економіки** та спеціалізовані інвестиційні режими, зокрема EuSEF.

9.2. Законодавча база

1) Відсутність спеціального законодавчого статусу

На сьогодні в Україні немає окремого закону, який би комплексно визначав:

- поняття соціального підприємства;
- критерії віднесення суб'єкта господарювання до соціального підприємства;
- вимоги до соціальної мети;
- порядок використання прибутку;
- критерії вимірювання соціального впливу;
- особливості оподаткування;
- державну підтримку;
- спеціальні механізми фінансування.

Отже, соціальне підприємство не є самостійною організаційно-правовою формою та не виділяється як окрема категорія у системі державної статистики.

Це створює **інституційну невизначеність**: підприємство може фактично здійснювати соціальну підприємницьку діяльність, але юридично залишатися звичайним суб'єктом господарювання.

2) Чинне законодавство, яке опосередковано регулює соціальне підприємництво

Попри відсутність спеціального закону, діяльність соціальних підприємств регулюється сукупністю загальних нормативних актів.

До них належать, зокрема:

²⁶ **Стратегія відновлення**, сталого розвитку та цифрової трансформації малого і середнього підприємництва (до 2027 року), затверджена розпорядженням Кабінету Міністрів України №821-р від 30 серпня 2024 року

1. **Цивільний кодекс України** — визначає загальні засади створення та діяльності юридичних осіб.
2. **Закон України «Про розвиток та державну підтримку малого і середнього підприємництва в Україні»** — визначає загальні механізми державної підтримки МСП.
3. **Закон України «Про зайнятість населення»** — має особливе значення для соціальних підприємств, які створюють робочі місця для вразливих груп.
4. **Закон України «Про соціальні послуги»** — створює правову основу для діяльності недержавних надавачів соціальних послуг. У 2025 році до нього були внесені зміни, які, зокрема, уточнюють участь приватних юридичних осіб, ФОП та інших суб'єктів у наданні соціальних послуг.
5. **Податковий кодекс України** — визначає загальний режим оподаткування суб'єктів господарювання; спеціального універсального режиму оподаткування саме соціальних підприємств не встановлено.
6. Законодавство щодо благодійної діяльності, громадських об'єднань, кооперації, зайнятості осіб з інвалідністю та інших соціально орієнтованих видів діяльності.

Таким чином, українське регулювання можна охарактеризувати як **фрагментарне та функціональне**, а не як спеціальний режим соціального підприємництва.

3) Законопроект № 14156 — перша спроба системного врегулювання

Важливою новелою є реєстрація 27 жовтня 2025 року проекту Закону України № 14156 «Про внесення зміни до Закону України "Про розвиток та державну підтримку малого і середнього підприємництва в Україні" щодо розвитку соціального підприємництва».

Законопроект спрямований саме на створення правової основи для розвитку соціального підприємництва та визначення механізмів його державної підтримки.

Станом на жовтень 2026 року законопроект **очікує розгляду Верховною Радою**. У березні 2026 року також було зареєстровано проект постанови № 14156/П про прийняття законопроекту за основу.

Отже, для цілей аналізу важливо чітко розмежовувати:

- **чинне право України** — ще не містить комплексного спеціального режиму соціального підприємництва;
- **законопроект № 14156** — потенційна майбутня правова основа, але не чинне законодавство.

Це принципово важливо при порівнянні України з EuSEF.

4) Стратегічне визнання соціального підприємництва

Водночас соціальне підприємництво вже поступово інтегрується до державної політики.

Стратегія відновлення, затверджена розпорядженням Кабінету Міністрів України №821-р від 30 серпня 2024 року, прямо зазначає необхідність розвитку соціального підприємництва для вирішення соціальних проблем та сприяння соціальним інноваціям.

Додатково Стратегія зайнятості населення України до 2030 року, схвалена у січні 2026 року, орієнтована на підвищення інклюзивності ринку праці, подолання дефіциту кадрів та розширення можливостей зайнятості. У Стратегії також передбачається залучення інвестицій, міжнародної технічної допомоги та інших джерел фінансування.

Таким чином, соціальне підприємництво поступово переходить із площини окремих громадських і донорських ініціатив до площини **державної політики зайнятості, соціальної інтеграції та відновлення**.

9.3. Основні проблеми розвитку соціального підприємництва

Основні проблеми українського сектору можна об'єднати у шість груп.

1) Правова невизначеність

Відсутність законодавчого визначення соціального підприємства означає відсутність чітких критеріїв: **що таке соціальне підприємство?**

Це ускладнює:

- статистичний облік;
- державну підтримку;
- податкову політику;
- доступ до спеціальних програм;
- залучення інвестицій.

Саме ця проблема визначається як одна з ключових і в аналізі законопроекту № 14156.

2) Відсутність єдиної системи оцінки соціального впливу

Український ринок не має загальнообов'язкового стандарту, за яким можна було б оцінити:

- соціальну мету;
- кількість бенефіціарів;
- наслідки;
- вплив;
- додатковість;
- довгостроковий соціальний ефект.

У результаті два підприємства можуть називати себе соціальними, використовуючи принципово різні критерії.

Для розвитку impact investing це є критичною проблемою, оскільки інвестору необхідно оцінювати не лише **фінансову віддачу**, а й **соціальну віддачу та соціальний вплив**.

3) Грантова залежність

Значна частина українських соціальних підприємств розвивається за моделлю:

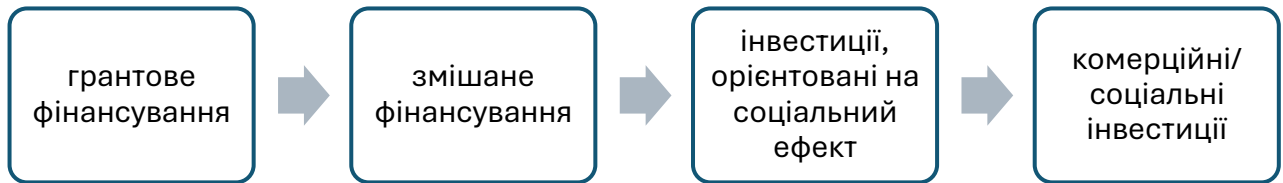
грант → створення підприємства → реалізація соціального проєкту.

Ця модель ефективна для запуску, але недостатня для масштабування.

Вона створює ризик, що підприємство:

- орієнтується на донорські цикли;
- має недостатньо власного капіталу;
- не формує довгострокової інвестиційної стратегії;
- залежить від зовнішньої допомоги.

Саме тому стратегічним завданням має стати перехід:



4) Недостатній доступ до приватного капіталу

Соціальні підприємства часто мають характеристики, які роблять їх менш привабливими для традиційного венчурного капіталу:

- довший строк окупності;
- нижча маржинальність;
- обмежені можливості виходу з інвестицій;
- високі соціальні витрати;
- підвищені операційні ризики.

З іншого боку, вони часто недостатньо структуровані для інституційних інвестицій.

У результаті формується ситуація, за якої підприємство вже переросло грантову залежність, але ще не є достатньо великим або прибутковим для залучення приватного / венчурного капіталу.

Саме цей сегмент є потенційною нішею для фондів соціального впливу та майбутнього українського аналога спеціалізованого фонду соціального підприємництва.

5) Воєнні ризики

Повномасштабна війна посилила:

- операційні ризики;
- ризик втрати активів;
- логістичні ризики;
- кадрові проблеми;
- ризик зниження платоспроможного попиту;
- складність прогнозування грошових потоків.

Водночас війна суттєво збільшила **соціальний попит** на відповідні бізнес-моделі.

Тому українське соціальне підприємництво має парадоксальну характеристику: **потреба в інвестиціях, спрямованих на соціальний вплив, зростає швидше, ніж здатність ринку залучати та структурувати такий капітал.**

6) Недостатньо сформований портфель інвестиційних проєктів

Для створення спеціалізованого фонду соціального впливу недостатньо мати соціальні підприємства.

Необхідні підприємства, які:

- мають масштабовану бізнес-модель;
- ведуть фінансовий облік;
- можуть пройти due diligence;
- мають зрозумілу структуру власності;
- можуть залучити приватний капітал;
- здатні регулярно вимірювати соціальний вплив;
- мають потенціал подальшого масштабування.

Саме такого **портфелю проєктів, готових до інвестування**, в Україні поки недостатньо.

9.4. Джерела фінансування соціального підприємництва

Фінансування українського соціального підприємництва можна умовно поділити на шість груп.

Джерело	Значення	Основна роль
Власні кошти	Високе	Запуск та первинне масштабування
Гранти	Високе	Створення/розвиток соціальних бізнесів
Пожертви / благодійні кошти	Середнє	Соціальні та неприбуткові компоненти
Банківське кредитування	Обмежене/середнє	Оборотний капітал, обладнання
Інвестиції, що мають соціальний вплив	Низьке, але стратегічно важливе	Приватний капітал, масштабування
Державні програми	Зростаюче	Старт, зайнятість, відновлення, підприємництво

За міжнародними порівняльними даними, власний прибуток є основним джерелом фінансування соціальних підприємств — близько 54,3%, гранти становлять близько 27,1%, пожертви — близько 6%, а інвестиції — близько 4,6%. Ці показники характеризують міжнародну практику, а не структуру українського сектору.

Для України структура фінансування має власну специфіку, пов'язану з війною та значною роллю міжнародної допомоги.

1) Грантове фінансування

Гранти залишаються одним із найважливіших інструментів розвитку соціального підприємництва.

Їх переваги:

- не створюють боргового навантаження;
- доступні на ранній стадії;
- дозволяють фінансувати соціальні інновації;
- можуть компенсувати недостатню комерційну рентабельність.

Однак грантова модель має принципове обмеження: **грант фінансує проєкт, тоді як інвестиція фінансує підприємство та його зростання.**

Тому для формування сталого ринку необхідно створити наступний рівень фінансування після завершення грантового циклу.

2) Державне фінансування

Держава поступово розширює механізми підтримки підприємництва.

Наприклад, постанова Кабінету Міністрів України № 616 від 15 травня 2026 року внесла зміни до програми грантової підтримки бізнесу та передбачила, зокрема, гранти на започаткування або масштабування власної справи. Передбачені суми становлять від **100 тис. до 300 тис. грн** для започаткування та від **500 тис. до 1,5 млн грн** для масштабування за базовими умовами, з можливістю збільшення граничного розміру залежно від передбачених умов.

Фінансування таких грантів може здійснюватися, зокрема, за рахунок:

- Фонду загальнообов'язкового державного соціального страхування на випадок безробіття;
- державного бюджету;
- добровільних внесків і пожертв до відповідного фонду підтримки МСП.

Ці механізми не є спеціальним фінансуванням соціальних підприємств, але можуть бути важливим джерелом фінансування **соціально орієнтованих бізнес-моделей**, особливо тих, що створюють робочі місця.

3) Банківське кредитування

Банківське фінансування потенційно може використовуватися для:

- придбання обладнання;
- поповнення оборотного капіталу;
- розвитку виробництва;
- фінансування контрактів.

Однак для ранніх соціальних підприємств доступ до кредитування обмежується:

- відсутністю достатнього забезпечення;
- короткою кредитною історією;
- нестабільним надходженням коштів;
- високими воєнними ризиками;
- невеликим масштабом бізнесу.

Тому кредитування саме по собі не може замінити фінансування за рахунок приватного капіталу або квазі-капіталу.

4) Інвестиції, що мають соціальний вплив

Найменш розвиненим, але стратегічно найважливішим джерелом фінансування є **impact investment (інвестиції, що мають соціальний вплив)**.

Його принципова відмінність від гранту полягає у тому, що інвестор очікує:

фінансова віддача + вимірюваний соціальний ефект.

Потенційними інструментами можуть бути:

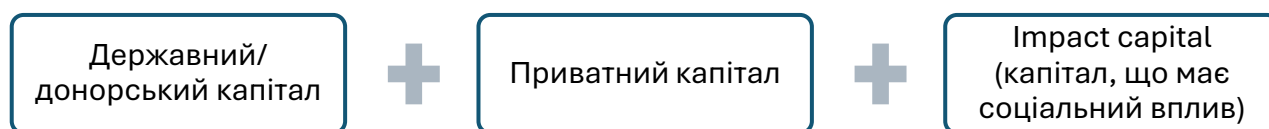
- акції;
- привілейовані акції;
- конвертовані облігації;
- квазі-капітал;
- субординований борг;
- фінансування за рахунок доходів;
- кредити;
- змішане фінансування.

Саме тут досвід EuSEF є найбільш релевантним для України.

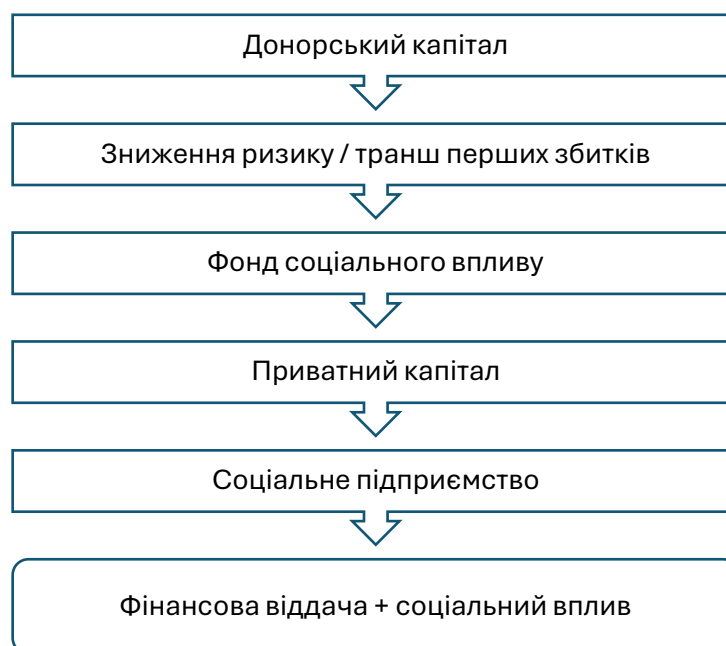
Європейська модель показує, що соціальне підприємство може бути не лише отримувачем гранту, а **об'єктом інвестиційного портфеля спеціалізованого фонду**.

5) Змішане фінансування як перехідна модель

Для українських умов особливо перспективною є модель **змішаного фінансування**, яка поєднує:



Наприклад:



Це може бути ефективнішим за пряме грантове фінансування, оскільки дозволяє використовувати обмежені державні або донорські ресурси для мобілізації більшого обсягу приватного капіталу.

9.5. Основний розрив: від соціального підприємництва до impact investing

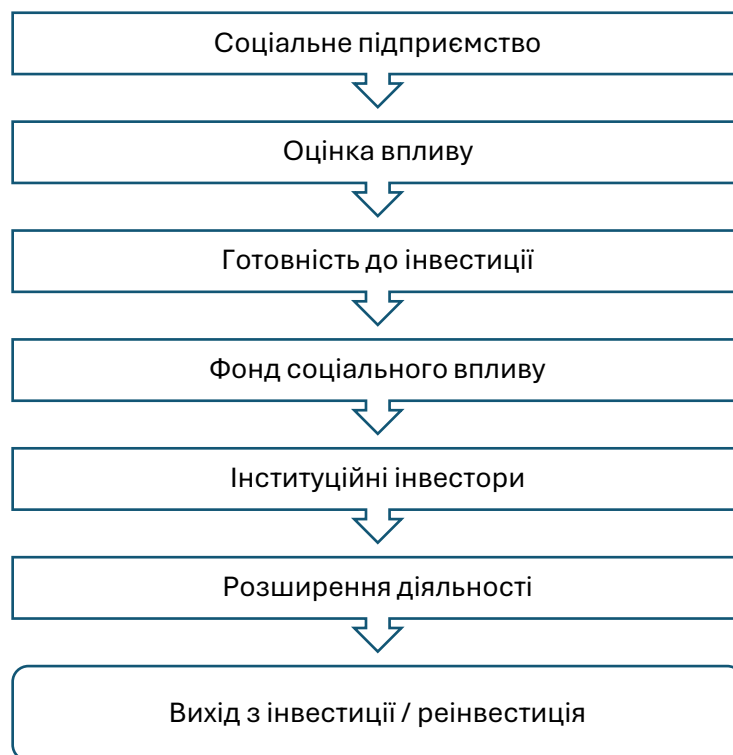
Стан українського ринку можна представити у вигляді трьох рівнів:

Рівень	Стан в Україні
Соціальні бізнес-моделі	Вже сформовані
Система інституційної підтримки	Формується
Ринок impact investment	Початковий/фрагментований

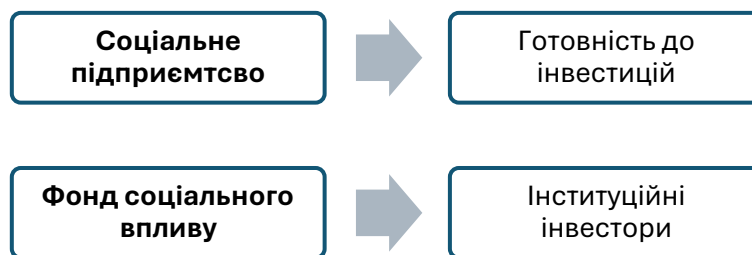
Отже, проблема України полягає не у відсутності соціального підприємництва як такого.

Проблема полягає у **відсутності повноцінного механізму перетворення соціального підприємництва на інвестиційний актив**.

Це можна представити так:



На сьогодні найбільші прогалини знаходяться між блоками:



та

9.6. Порівняння з моделлю EuSEF

Елемент	ЄС / EuSEF	Україна
Визначення соціального підприємства	Функціональні критерії кваліфікованого соціального підприємства	Відсутнє спеціальне законодавче визначення
Спеціальний фонд	EuSEF	Спеціального режиму соціального впливу/соціального фонду немає
Оцінка впливу	Обов'язкова складова EuSEF	Немає єдиного стандарту
Мінімальна частка соціальних інвестицій	70% кваліфікованих інвестицій	Немає
Інституційні інвестори	Передбачені	Обмежена участь

Елемент	ЄС / EuSEF	Україна
Роздрібні (непрофесійні) інвестори	Спеціальний режим та обмеження	Немає спеціального режиму фонду соціального впливу
Податкові стимули	Є предметом політики та оцінювання ЄС	Спеціального режиму немає
Гранти	Доповнюють інвестиції	Значна роль
Impact investing	Сформований спеціалізований сегмент	Початковий розвиток

Ця таблиця показує, що Україні не варто починати з механічного копіювання **70% правила EuSEF** або створення окремого фонду.

Першим етапом має бути створення **базової інфраструктури соціального інвестування**.

9.7. Пріоритетні завдання для України

З урахуванням європейського досвіду пріоритети можна визначити таким чином:

1) Законодавче визначення соціального підприємства

Не обов'язково створювати нову організаційно-правову форму.

Доцільніше встановити **функціональні критерії**, сумісні з європейським підходом.

2) Створення системи ідентифікації

Запровадити добровільний статус/реєстр соціальних підприємств.

3) Оцінка соціального впливу

Встановити мінімальні вимоги до:

- визначення соціальної мети;
- KPI;
- оцінки наслідків;
- оцінки соціального впливу;
- звітування.

4) Розвиток фінансування, орієнтованого на соціальний ефект

Створити правові можливості для:

- фондів соціального впливу;
- фондів соціальних інвестицій;
- фонду фондів;
- інструментів змішаного фінансування.

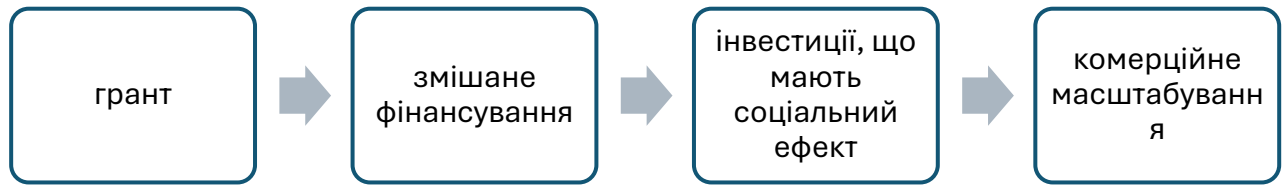
5) Залучення інституційного капіталу

Особливу роль можуть відігравати:

- міжнародні фінансові організації;
- донори;
- фонди розвитку;
- державні фінансові установи;
- приватні інституційні інвестори.

6) Перехід від грантової до змішаної моделі

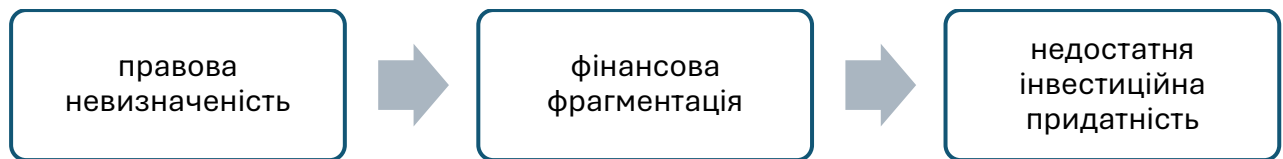
Оптимальна послідовність:



9.8. Висновок

Соціальне підприємництво в Україні вже сформувалося як **реальна економічна та соціальна практика**, однак ще не має повноцінної правової та фінансової інфраструктури.

Його розвиток стримується трьома взаємопов'язаними проблемами:



Водночас у 2025–2026 роках відбувається поступовий перехід до більш системного державного підходу. Ключовим сигналом є законопроект № 14156 щодо розвитку соціального підприємництва, який станом на вересень 2026 року ще перебуває на парламентському розгляді.

Наступним етапом має стати перехід від підтримки окремих соціальних підприємств до **формування ринку соціального інвестування**.

Для цього необхідно поєднати:

- **правове визначення соціального підприємства;**
- **стандарти вимірювання соціального впливу;**
- **державні та донорські стимули;**
- **змішане фінансування;**
- **фонди соціального впливу;**
- **інституційний капітал.**

Саме така модель створить передумови для подальшої адаптації європейського досвіду EuSEF в Україні.

У стратегічній перспективі метою має бути не просто створення «українського EuSEF», а формування **українського ринку impact investing, сумісного з acquis ЄС**, у якому соціальне підприємство може пройти шлях від грантового фінансування до інвестицій у пайовий (акціонерний) капітал/квазі-капітал та масштабування ринку соціальних інвестицій.

10. Значення досвіду EuSEF для України

10.1. Оцінка доцільності впровадження аналогічного режиму

Загальна оцінка доцільності

Модель European Social Entrepreneurship Funds (EuSEF), запроваджена Регламентом (ЄС) № 346/2013, є спеціальним регуляторним режимом для інвестиційних фондів, які спрямовують капітал до підприємств із визначеною та вимірюваною соціальною метою. Регламент встановлює єдині правила щодо використання позначення «EuSEF», складу активів, допустимих інструментів інвестування, вимог до управляючих, інвесторів, розкриття інформації та вимірювання соціального впливу. Ключовою характеристикою режиму є вимога спрямовувати щонайменше 70 % капіталу та невитребуваного зобов'язуваного капіталу у кваліфіковані інвестиції.

Для України запровадження повного аналога EuSEF у його європейському вигляді на поточному етапі не є оптимальним. Водночас основні принципи EuSEF доцільно використати як основу для формування українського правового режиму соціального інвестування.

Це обумовлено подвійною ситуацією.

З одного боку, в Україні існує реальна потреба у механізмі переходу від переважно грантового фінансування соціальних підприємств до довгострокового приватного та інституційного капіталу. Особливо актуальними є фінансування підприємств, які забезпечують зайнятість ветеранів, внутрішньо переміщених осіб, осіб з інвалідністю, соціальну інтеграцію, доступ до освіти, охорони здоров'я, реабілітації, соціальних послуг, відновлення громад та екологічні рішення.

З іншого боку, український ринок соціального підприємництва поки що не має достатнього масштабу, стандартизованої системи вимірювання соціального впливу та достатньої кількості інвестиційно привабливих підприємств, щоб безпосередньо перенести всі вимоги EuSEF без ризику створення надмірного регуляторного навантаження.

Показово, що навіть Стратегія відновлення, сталого розвитку та цифрової трансформації МСП на період до 2027 року прямо зазначає, що соціальне підприємництво не має офіційного статусу в українському законодавстві, водночас визнаючи його важливість для вирішення соціальних проблем та розвитку соціальних інновацій.

Отже, оптимальним для України є підхід:

не «копіювання-вставлення з EuSEF», а «українська система імпакт-інвестування, створена за зразком EuSEF».

1) Що саме з моделі EuSEF може бути використано в Україні

Європейський досвід доцільно використовувати не стільки як готову юридичну конструкцію фонду, скільки як набір регуляторних принципів, які забезпечують зв'язок між капіталом, соціальною метою та вимірюваним результатом.

Елемент EuSEF	Можливість застосування в Україні	Оцінка
Визначення соціального підприємства	Необхідне	Висока
Спеціальний статус/позначення фонду	Доцільне	Висока
Вимога щодо соціальної мети	Необхідна	Висока
Вимірюваний позитивний соціальний вплив	Необхідний	Висока
Мінімальна частка кваліфікованих інвестицій	Доцільна після формування ринку	Висока
Правило 70/30	Може бути адаптоване	Середня–висока
Стандартизоване розкриття інформації	Доцільне	Висока
Процедури оцінки соціального впливу	Необхідні	Висока
Спеціальні вимоги до КУА	Доцільні	Висока
Обмеження левериджу	Доцільне	Висока
Мінімальний внесок EUR 100 000	Не рекомендується копіювати	Низька
Повний доступ до роздрібного ринку	Необхідний поступовий підхід	Середня
Європейський паспорт	Поки не може бути скопійований	Низька
Спеціальний режим для інституційних інвесторів	Дуже перспективний	Висока
Податкові стимули	Доцільні, але окремо від фондового режиму	Висока

Таким чином, найбільшу цінність для України становить функціональна архітектура EuSEF, а не буквальне відтворення всіх його кількісних параметрів.

2) Перша передумова - юридичне визначення соціального підприємства

Європейська модель виходить із того, що фонд може отримати статус EuSEF лише за умови інвестування в кваліфіковані портфельні інвестиції, тобто підприємства, основною метою яких є досягнення вимірюваного позитивного соціального впливу. При цьому Регламент EuSEFs охоплює широкий спектр соціальних та інклюзивних видів діяльності, включаючи зайнятість, соціальну інтеграцію, охорону здоров'я, освіту, допомогу вразливим групам, а також окремі екологічні види діяльності із соціальним ефектом.

Для України це питання є базовим.

Наразі відсутність спеціального законодавчого статусу соціального підприємства ускладнює:

- ідентифікацію потенційних об'єктів інвестування;
- формування державних програм підтримки;
- залучення інституційних інвесторів;
- статистичний облік сектору;
- застосування критеріїв соціального впливу;
- розроблення спеціальних фінансових інструментів.

Тому першим етапом імплементації досвіду EuSEF має бути не створення фонду, а створення правової бази для визначення соціального підприємства.

Важливо, що відповідний напрям уже перебуває у законодавчому процесі. Законопроект № 14156 «Про внесення зміни до Закону України "Про розвиток та державну підтримку малого і середнього підприємництва в Україні" щодо розвитку соціального підприємництва» зареєстровано 27 жовтня 2025 року; 10 лютого 2026 року його було включено до порядку денного, а 27 березня 2026 року зареєстровано проєкт постанови № 14156/П про прийняття законопроекту за основу.

Отже, формування поняття соціального підприємництва є необхідним першим рівнем майбутньої системи соціального фінансування.

3) Спеціальний режим соціального/імпакт-фонду²⁷

Після формування правового статусу соціального підприємства доцільно створити спеціальний режим для фондів, які системно інвестують у такі підприємства.

Умовно його можна назвати:

«Фонд соціального підприємництва» або «Фонд соціального та імпакт-інвестування».

При цьому важливо розмежувати:

1. юридичну форму фонду;
2. регуляторний статус фонду;
3. інвестиційну стратегію;
4. спеціальне позначення/маркування.

Саме така логіка використовується EuSEF: EuSEF не є окремою універсальною організаційно-правовою формою, а є спеціальним режимом та позначенням для фондів, які відповідають установленим критеріям.

Для України це означає, що не обов'язково створювати нову організаційно-правову форму фонду. Доцільніше передбачити можливість отримання спеціального статусу або позначення існуючим інвестиційним фондам, які відповідають встановленим критеріям.

²⁷ **Impact Fund** (імпакт-фонд) — це інвестиційний фонд, який вкладає капітал у компанії, організації чи проєкти з метою одночасного отримання **фінансового прибутку** та досягнення вимірюваного **позитивного соціального чи екологічного впливу** (impact). Це головний інструмент так званого *імпакт-інвестування* (impact investing). На відміну від класичної благодійності, де гроші віддаються безоплатно, імпакт-фонди очікують повернення інвестицій (із прибутком або хоча б без збитків), але на відміну від звичайних венчурних чи прямих інвестиційних фондів, соціальна або екологічна місія для них є однаково важливою поруч із доходністю.

4) Доцільність запровадження правила 70/30

Одним із найбільш корисних елементів EuSEF є правило концентрації інвестицій.

Фонд повинен спрямовувати щонайменше 70 % сукупних внесків до капіталу та невитребуваного зобов'язаного капіталу (*неоплаченого капіталу в межах взятих зобов'язань*) в активи, що є кваліфікованими інвестиціями, тоді як не більше 30 % може використовуватися для інших активів.

Для України аналогічне правило може виконувати дві функції:

1. Захисну: не дозволяти фондам використовувати соціальне позиціонування лише як маркетингову оболонку для звичайної інвестиційної діяльності.
2. Інвестиційну: гарантувати, що основна частина залученого капіталу фактично спрямовується на соціальні підприємства.

Однак на початковому етапі жорстке правило 70 % може бути передчасним.

Український ринок перебуває на стадії формування. У фонду може бути недостатньо кваліфікованих підприємств для оперативного формування портфеля активів. Тому доцільним може бути перехідний період, наприклад: етап запуску: 50 %; перехідний етап: 60 %; повноцінний режим: 70 %.

Альтернативою є одразу встановити 70 %, але надати регулятору можливість визначати перехідний період для новоствореного фонду.

5) Вимірювання соціального впливу - центральною умово режиму EUSEF

Найбільш важливим елементом, який Україна повинна запозичити з EuSEF, є не стільки правило 70/30, скільки зв'язок між інвестицією та вимірюваним соціальним результатом.

EuSEFs вимагає, щоб кваліфіковане портфельне підприємство мало досягнення вимірюваного позитивного соціального впливу як основну мету, а КУА фондом здійснювала належний рівень перевірки та постійного моніторингу соціального впливу.

Для України доцільно сформулювати три рівні вимірювання:

Рівень 1 — соціальна мета

Підприємство повинно чітко визначити проблему, яку воно вирішує.

Рівень 2 — KPI

Повинні бути визначені кількісні або якісні показники результативності.

Наприклад:

- кількість створених робочих місць для ветеранів;
- кількість працевлаштованих осіб з інвалідністю;
- кількість отримувачів соціальних послуг;
- кількість осіб, які отримали доступ до освіти;
- кількість реабілітованих осіб;
- кількість домогосподарств, що отримали доступ до необхідних послуг.

Рівень 3 — вплив

Необхідно, наскільки можливо, відокремлювати фактичний результат діяльності підприємства від результату, який виник би без відповідної інвестиції.

Таким чином, український режим доцільно будувати за логікою:



Це дозволить також пов'язати майбутній режим із європейською системою сталого фінансування та імпакт-інвестування.

6) Спеціальний механізм розкриття інформації

EuSEF передбачає стандартизовану інформацію для інвесторів щодо соціальних цілей фонду, підприємств, у які він інвестує, та методів оцінки досягнення соціальних цілей.

В Україні доцільно встановити мінімальний стандарт розкриття інформації, який включатиме:

Інформація	Зміст
Соціальна мета фонду	Яку проблему фонд має намір вирішувати
Цільові підприємства	Критерії відбору
Інвестиційна стратегія	Сектори, стадії, інструменти
Частка кваліфікованих інвестицій	Наприклад, 70 %
KPI	Основні показники соціального результату
Методика оцінки впливу	Методологія та джерела даних
Результати	Фактичний соціальний impact
Ризики	Фінансові та імпакт-ризики
Конфлікти інтересів	Порядок їх запобігання
Фінансовий результат	Доходність, витрати, комісії

Це одночасно створить основу для боротьби з impact washing.

7) Інвесторська модель: не копіювати EUR 100 000

EuSEF обмежує доступ до фондів професійним та іншим інвесторам, які інвестують щонайменше EUR 100 000 і письмово підтверджують усвідомлення відповідних ризиків.

Для України механічне перенесення цього порогу було б недоцільним.

Причини:

- нижча купівельна спроможність внутрішнього приватного інвестора;
- менший обсяг внутрішніх накопичень;
- необхідність мобілізації широкого спектра приватного капіталу;
- потенційна роль капіталу української діаспори;
- потреба у розвитку impact investing після завершення війни.

Доцільніше застосувати диференційований режим доступу:

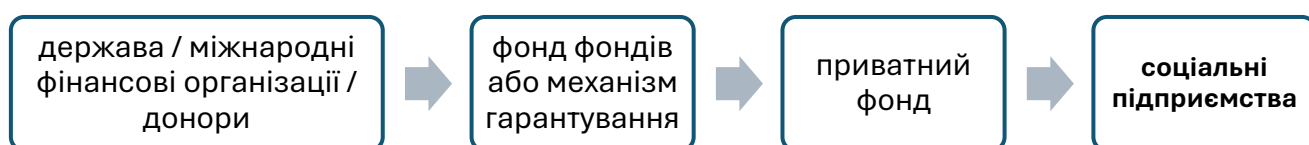
- професійні інвестори → без додаткового мінімального порогу;
- кваліфіковані приватні інвестори → з підвищеними вимогами до розкриття ризиків;
- звичайні роздрібні інвестори → лише для стандартизованих продуктів із додатковими механізмами захисту.

Таким чином, Україна могла б поступово розширювати базу інвесторів, не створюючи надмірних ризиків для некваліфікованих інвесторів.

8) Особливе значення залучення інституційного капіталу

На відміну від грантової моделі, фондова модель дозволяє об'єднувати кошти різних категорій інвесторів.

Для України перспективною є модель:



Особливо перспективною є модель змішаного (комбінованого) фінансування, за якої державний або донорський капітал приймає частину ризику та дозволяє залучити приватний капітал.

Наприклад:

- перший транш збитків — донорський/державний капітал;
- другий/приватний транш — приватні інвестори;
- гарантія — міжнародна фінансова організація;
- компанія з управління активами — професійна компанія;
- портфель активів — соціальні підприємства.

Це може бути значно ефективнішим для України, ніж пряме субсидування окремих підприємств.

9) EuSEF – не заміна грантам

Українське соціальне підприємництво перебуває на іншій стадії розвитку, ніж сформований європейський інвестиційний ринок.

Тому необхідно створити фінансову «драбину»:



На ранніх стадіях підприємство може потребувати грантового фінансування.

Після підтвердження бізнес-моделі воно може перейти до:

- квазі-капітал;
- пайовий капітал;
- конвертовані інструменти;
- позики;
- рефінансування за рахунок доходів.

На стадії масштабування можливе залучення більш традиційного венчурного та приватного пайового капіталу.

Саме тут модель EuSEF може бути корисною — як механізм переходу від грантового фінансування до інвестиційного капіталу.

10.2. Відповідність моделі EuSEF українським умовам

Критерій	ЄС / EuSEF	Україна	Висновок
Правове визначення соціального підприємства	Є функціональні критерії	Відсутній спеціальний статус	Необхідно створити
Спеціальний фондовий режим	EuSEF	Відсутній	Доцільно створити
Соціальна мета	Обов'язкова	Фрагментарна практика	Необхідно формалізувати
Оцінка впливу	Обов'язковий елемент	Немає єдиного стандарту	Необхідно стандартизувати
Мінімальна частка соціальних інвестицій	70 %	Відсутня	Доцільно запровадити поступово
Інвесторська база	Professional + EUR 100 000	Потенційно ширша	Не копіювати EUR 100 000
Розкриття інформації	Стандартизоване	Фрагментарне	Необхідно створити
Контроль управляючого	Високі стандарти	Загальні правила	Необхідно адаптувати
Лeverидж	Обмежений	Залежить від структури фонду	Доцільно обмежити
Паспортування	Єдиний ринок ЄС	Не застосовується	Перспектива після вступу до ЄС
Податкові пільги	Національні	Фрагментарні	Можливі після формування режиму
Інституційні інвестори	Розвинений ринок	Обмежений	Потрібні стимули/гарантії
Pipeline	Сформований, але вузький	Ринок формується	Потрібна підготовка pipeline

10.3. Рекомендована модель для України

На основі європейського досвіду доцільно запропонувати трирівневу модель.

Рівень 1. Соціальне підприємство

На законодавчому рівні визначити:

- соціальну мету;
- цільові соціальні групи;
- критерії соціального результату;
- вимоги до використання прибутку;
- базові вимоги до звітності;
- критерії втрати статусу.

Рівень 2. Фонд соціального/імпакт-інвестування

Створити спеціальний регуляторний режим для фондів, які:

- інвестують переважно в соціальні підприємства;
- мають визначену стратегію соціального впливу;
- використовують встановлені інструменти;
- вимірюють соціальний вплив;
- розкривають інформацію інвесторам;
- дотримуються вимог щодо конфліктів інтересів та управління ризиками.

Рівень 3. Інфраструктура impact investing

Паралельно необхідно створити:

- національний реєстр кваліфікованих портфельних підприємств;
- методологію оцінки соціального впливу;
- мінімальний набір KPI;
- механізми змішаного фінансування;
- механізм фонду фондів;
- гарантійні механізми;
- стимули для інституційних інвесторів;
- інформаційну систему щодо інвестицій, що мають соціальний ефект.

10.4. Етапність впровадження

Доцільно застосувати поетапну модель.

Етап I — 2026–2027

Створення базової правової інфраструктури:

- законодавче визначення соціального підприємництва;
- визначення критеріїв соціального впливу;
- створення реєстру кваліфікованих портфельних підприємств;
- підготовка методології оцінки соціального впливу;
- пілотні програми .

Етап II — 2027–2029

Запровадження спеціального режиму фондів соціального підприємництва:

- спеціальне позначення;
- мінімальна частка кваліфікованих інвестицій;
- розкриття інформації;
- звітність про соціальний вплив;
- спеціальні правила для компаній з управління активами.

Етап III — після формування ринку

Розширення інвесторської бази:

- інституційні інвестори;
- роздрібні інвестори із належним захистом;
- пенсійний капітал пенсійних фондів;
- капітал страхових компаній;
- транснаціональний капітал;
- транскордонне інвестування.

Етап IV — інтеграція з acquis ЄС

Після наближення України до внутрішнього ринку ЄС український режим може бути адаптований до вимог EuSEF та інших актів ЄС, що дозволить забезпечити взаємне визнання та транскордонну діяльність у відповідних сегментах.

10.5. Ключовий висновок для України

Запровадження EuSEF як прямої копії європейського регуляторного режиму сьогодні не є доцільним.

Натомість доцільно створити українську модель соціального/імпакт-інвестиційного фонду, яка базуватиметься на таких принципах EuSEF:

1. чітко визначена соціальна мета;
2. інвестування переважно у соціальні підприємства;
3. вимірюваний соціальний вплив;
4. стандартизоване розкриття інформації;
5. професійне управління активами;
6. контроль конфліктів інтересів;
7. обмеження надмірного левериджу;
8. захист інвесторів;
9. можливість використання пайового капіталу, квазі-капіталу та боргових інструментів;
10. поєднання приватного, державного та донорського капіталу.

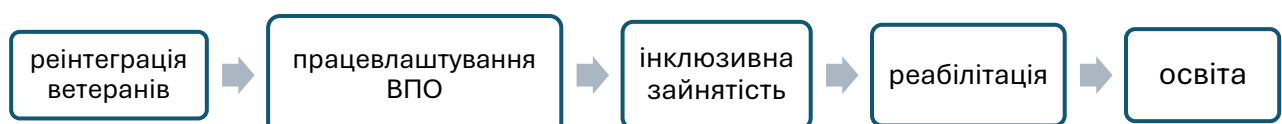
При цьому український режим має бути простішим, пропорційнішим і більш гнучким, ніж EuSEF на початковій стадії.

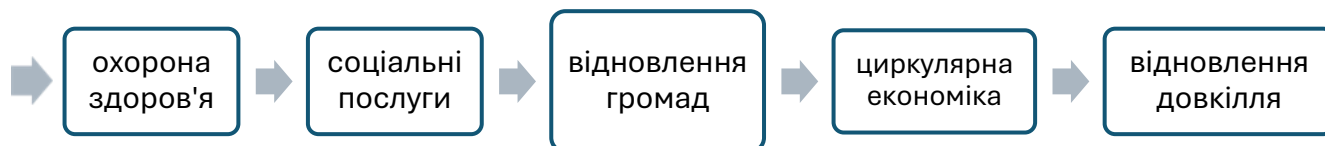
Особливо важливо не переносити без адаптації поріг EUR 100 000 для некваліфікованих інвесторів та не встановлювати надмірно складну систему оцінки соціального впливу до того, як сформуються відповідні дані та інституційна спроможність.

10.6. Стратегічне значення для України

У перспективі модель EuSEF може бути використана Україною не лише для підтримки соціального підприємництва, а як елемент нової архітектури фінансування відновлення.

Соціальне підприємництво може стати каналом залучення приватного капіталу до таких напрямів, як:





У цьому контексті спеціальний імпакт-фонд може стати проміжною ланкою між традиційними грантовими програмами та комерційним фінансуванням.

Отже, головна цінність EuSEF для України полягає не у створенні ще одного виду інвестиційного фонду, а у формуванні механізму перетворення соціального впливу на інвестиційний критерій та залучення приватного капіталу до вирішення суспільно значущих проблем.

Це відповідає і поточному напрямку державної політики: Стратегія розвитку МСП до 2027 року прямо визнає необхідність підтримки соціального підприємництва, а законодавча ініціатива № 14156 створює потенційну основу для його подальшого нормативного оформлення.

Таким чином, рекомендація для України полягає у створенні не «українського EuSEF», а поетапного національного режиму social/impact investing, сумісного з принципами EuSEF та з можливістю його подальшої інтеграції до acquis ЄС.

10.7. Рекомендована дорожня карта імплементації

Етап	Основний захід	Результат	Пріоритет
I	Законодавче визначення соціального підприємства	Правова визначеність	● Дуже високий
II	Критерії кваліфікованого соціального підприємства	Єдина система відбору	● Дуже високий
III	Методологія оцінки соціального впливу	Єдині правила вимірювання	● Дуже високий
IV	Реєстр кваліфікованих портфельних підприємств	Investment pipeline	● Високий
V	Створення режим імпакт-фондів	Новий канал фінансування	● Дуже високий
VI	Кваліфіковані інвестиції	Інвестиційна гнучкість	● Дуже високий
VII	70/30 або адаптоване правило	Довіра до фонду	● Високий
VIII	Розкриття інформації	Захист інвестора	● Дуже високий
IX	Змішане фінансування	Залучення приватного капіталу	● Дуже високий
X	Фонд фондів	Масштабування	● Високий

Етап	Основний захід	Результат	Пріоритет
XI	Податкові стимули	Підвищення привабливості	● Середній
XII	Доступ роздрібних інвесторів до ринку	Розширення інвесторської бази	● Середній
XIII	Інтеграція з <i>acquis</i> ЄС	Європейська сумісність	● Стратегічний

10.8. Основні ризики імплементації

Імплементація EuSEF-подібного режиму повинна враховувати низку ризиків.

Ризик 1. Створення режиму без достатнього pipeline

Якщо кваліфікованих соціальних підприємств буде мало, фонди не зможуть сформувати диверсифікований портфель активів.

Рішення: створення стартапів, грантова підтримка та інвестиційна готовність.

Ризик 2. Impact washing

Підприємство може формально декларувати соціальну мету без реального соціального результату.

Рішення: мінімальні критерії соціального впливу + KPI + незалежна перевірка для великих фондів.

Ризик 3. Надмірне регуляторне навантаження

Складна звітність може зробити фонд економічно нежиттєздатним.

Рішення: пропорційність.

Ризик 4. Надмірне обмеження інвестицій

Занадто вузьке визначення кваліфікованих інвестицій зменшить диверсифікацію.

Рішення: дозволити використання пайових фінансових інструментів, квазі-капіталу, боргових фінансових інструментів, позик та інших гібридних інструментів.

Ризик 5. Формальне копіювання EuSEF

Механічне перенесення EUR 100 000, 70/30 та інших параметрів може не відповідати українському ринку.

Рішення: адаптація кількісних параметрів після оцінки ринку.

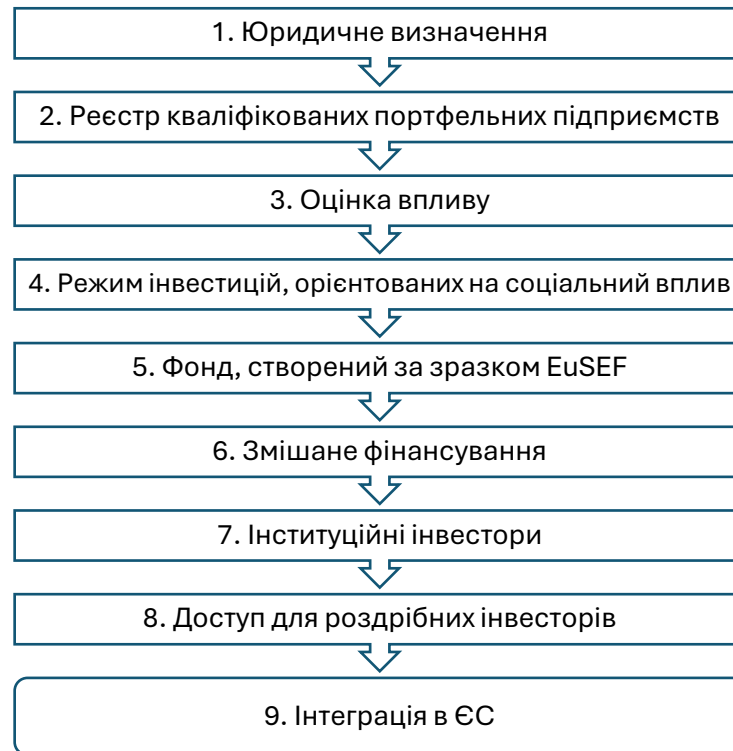
10.9. Підсумкова рекомендація

Україні доцільно імплементувати не буквальну модель EuSEF, а її функціональне ядро.

Таким ядром мають стати:



При цьому реформа повинна реалізовуватися у такій послідовності:



Особливістю української моделі має стати її орієнтація не лише на соціальне підприємництво у вузькому розумінні, а й на відновлення та соціальну стійкість України.

Тому до кола потенційних кваліфікованих соціальних підприємств доцільно включити підприємства, які створюють вимірюваний соціальний ефект у таких сферах, як:

- працевлаштування та реінтеграція ветеранів;
- інтеграція ВПО;
- зайнятість осіб з інвалідністю;
- реабілітація;
- освіта;
- охорона здоров'я;
- соціальні послуги;
- доступне житло;
- відновлення громад;
- циркулярна економіка;
- відновлення навколишнього середовища;
- соціальні та інклюзивні технології.

Таким чином, EuSEF може бути адаптований до України як інструмент мобілізації приватного капіталу для відновлення, а не лише як вузький механізм фінансування соціальних підприємств.

Ключовим принципом реформи має бути:

«Не регулювати соціальний вплив заради самого впливу, а створити умови, за яких вимірюваний соціальний результат стає критерієм доступу до приватного капіталу».