

FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY

21世纪受托人责任 最终报告

报告简介

2016年1月，负责任投资原则（PRI）和联合国环境署金融倡议（UNEP FI）在世代基金会（The Generation Foundation）的慷慨支持下发起了一项为期四年的项目，旨在阐明投资者有义务和责任（在普通法系市场称为受托人责任（Fiduciary Duty）*）在投资实践和决策中整合环境、社会和治理（ESG）问题。项目涉及与投资者、政府和政府间组织开展下列合作：

1. 制定并发布国际投资者义务和责任声明。
2. 在一系列市场开展政策分析、研究投资者责任，成果发表于国家路线图。
3. 与政策制定者交流对话（engage），鼓励他们采取政策措施，阐明并正式确定当地市场投资者负有纳入ESG问题的责任和义务。

本报告是项目最终报告，取代2015年的初步报告。初步报告的结论是：“未能考虑包括ESG问题在内的所有长期投资价值驱动因素，都是未履行受托人责任的体现”。

尽管项目在此期间取得重大进展，但许多投资者仍未将ESG问题充分整合到投资决策流程，因此有必要做出监管澄清。

关于受托人责任的现代解释起源，可追溯到UNEP FI资产管理工作组委托编写的《2005年富而德报告》（2005 Freshfields Report），该报告具有里程碑意义。受托人责任相关法律在2005年至2015年间变化相对较小，但近年来却有了很大发展。

本报告发现将ESG问题整合到投资实践和决策已日益成为对机构投资者监管和法律要求的标准内容。投资者还需要考虑客户和受益人的可持续性相关偏好，同时汇报自身如何履行此类义务。此外，本报告也明确了需要开展进一步工作的领域，并思考投资者责任和义务随着时间推移可能发生的变化。

* Fiduciary duty在本报告与未来研究与报告中将一致翻译为受托人责任。

目 录

报告简介.....	2
前言.....	4
执行摘要.....	8
受托人责任的起源.....	10
新政策背景.....	13
ESG 问题的财务和投资相关性	17
日新月异的投资实践.....	19
现代受托人责任.....	21
下一步.....	22
国别分析.....	24
21 世纪受托人责任项目	52
缩略语.....	56
鸣谢.....	57
项目合作伙伴简介.....	58

前言



Bruno Le Maire

法国财政部长

BRUNO LE MAIRE

世界经济正处于十字路口。当气候风险变得显而易见，民粹主义在许多司法管辖区中日益受到关注时，所有利益相关方的参与对于从环境和社会角度转向更具责任感经济至关重要。

金融体系在向更可持续的经济转变中可以发挥至关重要的作用 - 监管者和监察人不能独自行动。金融部门的参与将是引导资本和促进投资决策的关键：如果没有接收到来自投资者、保险公司、以及银行家的强烈信号，我们的经济体系不可能发生重大变化。参与过渡转型同样符合金融机构的利益，因为气候风险或资产搁浅可能会突然破坏其商业模式。

我们欢迎 PRI 倡议通过聚集越来越多的投资者来推动这一变革。我很荣幸 PRI 年度会议今年在巴黎举行。法国打算通过建立一个全面的监管工具箱来发展可持续金融，同时在欧洲和国际层面上进行类似的努力，来站在这一挑战的最前沿。给予公司以及投资者将长期因子纳入其战略决策所需的稳定性对此变革至关重要。

鉴于此，我欢迎 PRI 和 UNEP FI 的最新报告“21世纪的受托人责任”，其中提出了深入的政策建议。为了按照《巴黎协定》设立的温度目标减缓气候变化，同时实现2030年联合国和可持续发展目标（SDGs），我们现在就需要采取大胆行动。监管机构和利益相关方之间的对话至关重要，以便起草适合所有利益相关方需求的有效立法。我期待着与您一起克服这些严峻的挑战，实现我们不能再推迟的紧迫过渡。



Brian Schatz
美国夏威夷州参议员

BRIAN SCHATZ

气候相关财务风险不再遥不可及：气候变化已经导致干旱、洪水、山火等恶劣天气事件日益频繁、严重，并会加速长期气候模式改变，产生毁灭性的经济影响。气温升高会降低劳动生产率，造成农业产量压力。海平面上升会导致沿海房产贬值、受损。同时，保险费用高企，甚至无法投保。

市场参与者已经认识到这一事实。越来越多的投资者开始寻找具有积极的环境、社会、治理特征的投资机会，以期获得最大长期回报。区别于某些长期存在的认知，认为 ESG 投资会伴随“绩效惩罚”，我们了解到那些将可持续性纳入商业模式的公司往往有更好的绩效表现。鉴于气候变化对所有经济行业都有影响，投资者选择负责任投资，便是选择投资绩效。

本报告旨在说明，ESG 整合属于资产管理者的受托人责任。但是，金融监管机构对受托人责任的理解，也需要体现 ESG 问题（尤其是气候变化带来的风险）具有重要性。为了让资产管理者全面了解客户风险敞口，公司需要明确披露气候相关风险敞口和风险管理情况。金融监管机构必须要求公司采用一致与可比较的方式汇报气候风险，并使受托人能够履行责任。

本报告作者强调 ESG 问题对长期投资价值的重要性，我深表赞同，并会努力促成美国金融监管界积极采纳他们提出的建议。



Sharon Hendricks
CalSTRS 委员会主席

SHARON HENDRICKS

作为教师退休委员会 (Teachers' Retirement Board) 主席，我的主要职责是为 95 万名教师及其家属的退休储蓄保值增值，他们是加州教师退休基金 (CalSTRS) 的成员和受益人。我对他们的受托人责任始终排在第一位。也就是说，当我每天履行主席职责和做出相关决定时，首要任务是指导 CalSTRS 仅为成员利益服务，并审慎行事。

作为具有超长期投资期限的重要投资者，CalSTRS 的投资成败与全球经济增长和繁荣息息相关。凡是降低增长可能性、有损增长潜力的行动和活动，均不符合 CalSTRS 基金的长期利益。因此，我们认为将环境、社会和治理 (ESG) 因子整合到投资决策，是履行受托人责任不可或缺的一部分。

根据我们对成员和受益人的信托职责，委员会有义务要求被投资公司和实体遵守高标准行为准则，并努力实现经营可持续性。

PRI 在可持续投资方面的工作帮助 CalSTRS 进一步认识到全面的 ESG 整合与履行受托人责任的一致性。我希望本报告能帮助美国乃至全世界的退休金受托人推进自身 ESG 整合活动，帮助他们看到大家都可以发挥作用，推进政府政策，为成员、受益人以及子孙后代促进 ESG 整合。



Hiro Mizuno

GPIF 首席投资官

HIRO MIZUNO

在提高投资组合乃至整个资本市场的可持续性的路途上，日本政府养老投资基金（GPIF）从来不是一帆风顺。无论在基金内部，还是在基金与外部利益相关方和资产管理之间，受托人责任与 ESG 的关系都是最具争议的问题。

我们逐渐认识到，更加全面地理解受托人责任对于资本长期保值至关重要。气候变化以及不平等导致的社会混乱等问题会带来长期系统性风险，最终影响基金绩效，而传统的投资组合多样化无法对冲这些风险。为了追求短期收益而产生重大负外部性的公司则会妨碍我们履行受托人责任。

受托人责任的法律概念在不同选区或司法管辖区有不同的定义和解释。因此，不能通过“一刀切”的办法解决争议；投资者需要做好功课，找出适应自身具体情况的最佳解决方案。

在这方面，《21 世纪受托人责任》报告可能对许多投资者大有裨益。报告提供的证据，能够帮助投资者说服对可持续投资的财务效益持怀疑态度的人。我们对本份报告表示欢迎，希望本报告可以促进关于 ESG 和受托人责任问题的持续讨论，并促使所有资产所有者参与可持续投资。

执行摘要

投资者的受托职责要求投资者做到以下几点：

- 根据投资期限，将环境、社会和治理（ESG）问题纳入投资分析和决策流程。
- 鼓励被投资公司或其他被投资实体制定较高的 ESG 绩效标准。
- 理解并纳入受益人和储户的可持续性偏好，无论这些偏好是否具有财务实质性。
- 支持金融体系的稳定性和复原力。
- 汇报上述承诺的落实情况。

忠诚、审慎的受托人责任之所以需要纳入 ESG 问题，主要有三个原因。

1. ESG 整合属于投资规范。

负责任投资理念方兴未艾，PRI 已经拥有投资规模达 90 万亿美元的 2500 多家签署方，并在继续发展壮大。

2018 年，PRI 对签署方提出最低要求，包括投资政策必须涵盖投资者负责任投资方法，并至少适用于 50% 以上的资产管理规模，以及落实政策的高层承诺和问责机制。签署方不间断的年度披露，表明签署方在执行负责任投资原则方面取得进一步进展，包括采纳符合 TCFD 建议的披露要求。

以上事实说明，负责任投资和一般投资的理念、动机趋同。将 ESG 问题纳入投资分析和决策流程已经成为投资的必要内容。

2. ESG 问题具有财务重要性。

实证和学术证据表明，纳入 ESG 因素可以创造投资价值。ESG 分析能帮助投资者识别与价值相关的问题。忽视 ESG 分析则可能导致风险定价错误和资产配置决策不当，进而无法履行受托人责任。

气候变化等系统性问题可能显著改变特定部门、行业、以及地域的投资决定，并可能对经济产出产生普遍负面影响。总之，ESG 考量已经成为审慎投资流程的核心特征之一。

3. 政策和监管框架正在经历变更，要求纳入 ESG 因素。

为支持、鼓励或要求投资者考虑包括 ESG 问题在内的长期价值驱动因素，世界各国共进行 730 余次硬性、软性法律政策修订，涉及约 500 项政策工具。政策变更表明，ESG 整合和积极所有权属于投资者对客户和受益人的受托人责任。

未能考虑 ESG 问题，即构成未尽受托人责任的投资者，面临法律挑战的可能性越来越高。

展望未来

ESG 问题不具财务重要性，因此不属于受托人责任的说法，已经没有依据。但相关工作仍需加强。

第一，我们必须确保政策和监管变更得到有效落实。这需要按高标准起草、监督和监测新政策，加强行业能力建设和信息披露。同时，政策制定者须对政策的有效落实负责，并在发现不足时及时修正。

第二，在政策变更滞后的司法管辖区，投资者必须敦促政策制定者明确 ESG 纳入要求，支持 ESG 要求在整个投资市场的制度化。美国尤需如此。

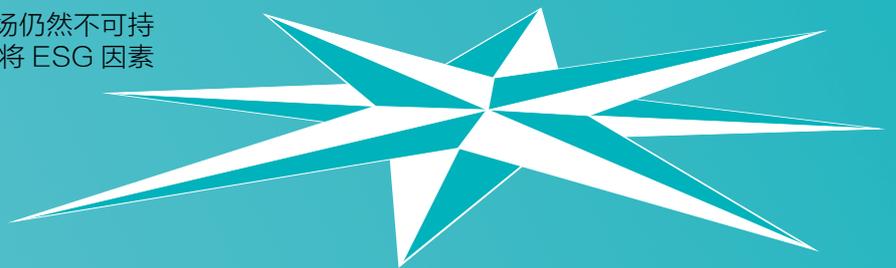
2014 年，PRI、UNEP FI 和联合国合作伙伴发现对受托人责任的误解是 ESG 纳入的主要障碍。因此，21 世纪受托人责任项目启动，试图“厘清受托人责任是否是 ESG 纳入的法律障碍，从而结束相关争论”。通过本最终报告可以看出，项目提供了大量证据，并推动政策变更。

衷心感谢一直以来与我们合作的所有合作伙伴、投资者、政策制定者和利益相关方。

第三点也是最后一点，投资者和政策制定者需要考虑投资者如何能明确将可持续性影响纳入投资决策流程。

虽然受托人责任要求 ESG 纳入，但资本市场仍然不可持续。目前，投资者经营所处的法律框架要求将 ESG 因素

纳入投资考量，但并未要求投资者考虑其投资流程如何影响 ESG 问题。我们下一阶段的工作便是扭转这一局面。



受托人责任的起源

在现代投资体系中，代表受益人和投资者管理资金或其他资产的组织或个人称为受托人。受益人和投资者依靠受托人为其最大利益行事，所谓利益，通常只是财务利益。

实践中，受托人有权决定如何投资控制的资金。但不同受托人的自由裁量权范围不同，有些可能较小，比如定制共同基金，由受益人指定资产概况，只把日常选股和其他管理任务留给投资决策者；有些也可能较大，比如很多职业养老基金。此外，某些公共资金主要受国家控制，政府设定的参数可能会进一步限制决策者的自由裁量权。

针对投资决策者的决定权，受托人责任——以及大陆法司法管辖区的等同义务——的存在目的，是确保资金管理者为受益人或投资者的利益采取负责任的行为，而不是谋求自身利益。此类受托人责任在资金管理关系涉及隐患（比如双方专业知识不对称，或者受益人难以监测或监督为其利益行事的个人或实体的行为）、行动权或自由裁量权的情况下尤其重要。

受托人责任的制定方式因国家而异，在普通法司法管辖区和大陆法司法管辖区之间也不同（见方框 1）。

方框 1：普通法司法辖区和大陆法司法辖区

一般而言，司法辖区采用两种不同的法律体系——普通法系或大陆法系，有的司法辖区采用混合法系，还有一些则采用其他习惯法和宗教法体系（例如，南非采用普通法系和大陆法系，中国大陆法又受习惯法影响）。全球大约有 150 个司法辖区采用大陆法系，80 个采用普通法系。普通法系由法院裁决管理，通常以既往法院裁决和制定法为依据。法院裁决在被上级法院或制定法推翻之前，均具有普遍约束力。大陆法系由书面法典规限，法典包含一般原则，辅之以详细的制定法，既往法院裁决处于次要地位。

在本报告涵盖的普通法系司法辖区——澳大利亚、加拿大、南非、英国（指英格兰和威尔士）、以及美国，除合同或制定法 / 法规施加的具体限制之外，受托人责任是管理投资决策者决定权的关键框架。受托人责任最初由法院规定，部分内容已经形成书面法律。法院在裁决具体案件时需解释受托人责任。久而久之，法院可以根据出现的新事实和新情况，重新解释受托人责任。政府也可以根据情况变化或特定法院裁决，另立新法。例如，在美国，决策者的受托人责任是以合理的注意、技巧和谨慎度，实施整体投资策略，为受托资产制定合理适当的风险和回报目标。

在大陆法系司法辖区——即巴西、中国、欧盟、法国、德国、日本，“受托人责任”的等同义务载于投资决策者行为规范法以及配套的政府司法解释指南和其他指南。此类法律规定的的内容在不同司法辖区之间略有不同，具体取决于机构投资者类型，但呈现出如下共同点：

- 为受益人利益尽责行事的责任——不同司法辖区对此项责任的表述不同，比如“可靠尽职管理者”（日本）或“专业”（德国）。
- 寻求利润的责任。
- 认可现代投资的投资组合方法，可以明示认可，也可以默示认可（如要求投资充分多样化）。
- 与流动性有关的其他责任，以及某些类别基金的资产类型限制。

在所有司法辖区，规范投资决策的规则既包括具体法律（例如，法律允许资产进行某些类型的投资，允许某基金资产在一定程度上投资特定类别资产、特定发行人或特定类别发行人），也包括强制履行的一般责任（如确保投资充分多样化的责任）。

虽然法律体系的具体来源和执行机制不同，但大陆法系司法管辖区和普通法系司法管辖区却有一个惊人的共同点，即认为受托人对投资者和受益人最重要的义务是审慎行事，并按投资权力的授予初衷行事（又称忠诚责任）。关于传统受托人责任的介绍见方框 2。

方框 2：传统受托人责任

受托人责任（或等同责任）的存在目的，是确保资金管理者为受益人的利益行事，而不是谋求自身利益。其中最重要的责任如下：

- 忠诚：受托人应诚实善意地为受益人利益行事，公平兼顾不同受益人互不相容的利益，避免利益冲突，并不得谋求自身或第三方利益。
- 审慎：受托人应以适当的注意、技巧和勤勉度行事，作为“普通审慎人士”开展投资。

上述原则要求受托人关注风险、趋势、创新和未来，无论是短期还是长期（以养老基金为例，期限可长达数十年）。受托人责任本身不是一个静态概念，而是随着知识、市场实践惯例、法规政策以及社会规范的变化而演变、调整。

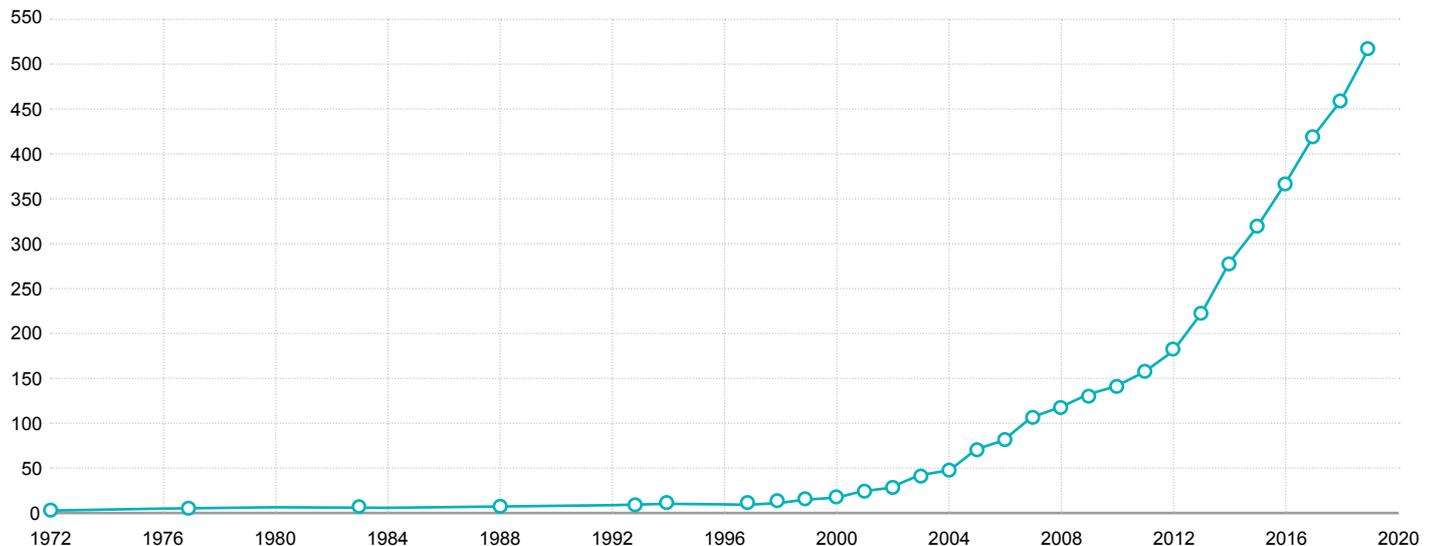
我们在接下来的三个章节中会讨论到，近年来投资环境发生了巨大变化。环境、社会和治理问题是投资价值重要驱动因素的说法，已受到普遍认可。将环境、社会和治理问题整合到投资实践和流程以及公司互动参与工作已日益被视为投资惯例。值得注意的是，许多司法管辖区已经着手将 ESG 整合正式确定为所有投资者的标准要求。

新政策背景

为支持投资者考虑长期价值驱动因素（包括 ESG 因子），世界 50 大经济体共进行 730 余次硬性、软性法律政策修订，涉及 500 项政策工具。¹50 大经济体中，有 48 个已经制定一定形式的政策，帮助投资者考虑可持续性风险、机会或结果。

ESG 和负责任投资相关法规政策，基本到 21 世纪才出现。²PRI 负责任投资数据库标注的硬性、软性法律工具中，³97% 制定于 2000 年之后。如图 1 所示，近年来政策采纳速度加快。⁴

图表1：负责任投资法规政策的增长



来源：PRI 负责任投资监管数据库 database

此类政策工具可分为三大类：

1. 养老基金法规（侧重资产所有者）——最常见的养老基金法规有两种：(a) 披露要求，要求养老基金披露负责任投资承诺和 / 或承诺履行情况；(b) 鼓励养老基金践行负责任投资的法规。部分示例见图表 2。

2. 尽职管理守则（侧重资产管理者和资产所有者）——

尽职管理守则管理或指导投资者与被投资公司之间的互动交流，以促进长期价值创造战略。

3. 公司披露（侧重个别公司，主要是上市公司）——公司披露要求公司在年度报告和报表中讨论 ESG 问题，并提供关于特定 ESG 问题的披露信息。

1 参见 <https://www.unpri.org/sustainable-markets/regulation-map>.

2 2000年，英国率先出台法规，要求职业养老基金披露有关环境、社会和治理问题的政策。如需了解相关历史观点，请参见 Sparkes, R. (2002), 社会责任投资：全球革命（威利出版社）。

3 参见 <https://www.unpri.org/sustainable-markets/regulation-map>.

4 例如，2010年，英国推出世界第一部尽责管理守则。

图表2：养老金可持续投资的支持政策工具实例

国家	名称	日期	相关内容
英国	2018年养老金保护基金（应计养老金服务）和职业养老金计划（投资和披露）（修正案兼修订版）条例	2019	“适当期限”指受托人认为养老金计划通过投资获得未来收益所必需的时间；“财务实质性考量”指信托计划受托人认为具有财务实质性的考量，包括（但不限于）环境、社会和治理考量（包括但不限于气候变化）。
欧盟	关于披露可持续投资和可持续性风险以及修改第（EU）2016/2341号指令的欧洲议会和欧洲理事会条例提案	2019	金融市场参与者应在签订合同之前披露下列事项： （a）将可持续性风险整合到投资决策适用的程序和条件； （b）预期可持续性风险对所提供金融产品的回报产生相关影响的可能性； （c）金融市场参与者的薪酬政策如何与可持续性风险的整合工作兼容，并在相关情况下与金融产品的可持续投资目标兼容。
美国	员工福利保障局（EBSA）：第2018-01号实操辅助公告	2018	如果在另类投资估值时，ESG因子涉及的商业风险或机会本身可作为经济考量，则ESG因子的权重，也应与相对于其他相关经济因子所涉的风险回报水平相称。
巴西	第4661号决议	2018	第4661/2018号决议规定，养老金分析风险期间，除分析经济可持续性外，还应尽可能考虑环境、社会和公司治理问题。《Instrução Previc n. 6/2018》文件进一步完善此建议，规定养老基金的投资政策应包括环境、社会和治理问题的合规指南，最好是经济部门指南。
欧盟	2016年12月14日欧洲议会和欧洲理事会关于职业退休准备金机构（IORP）的经营活动和经营监督的第（EU）2016/2341号指令	2016	“治理制度应包括在投资决策期间考虑与投资资产相关的环境、社会和治理因子，并定期接受内部审计。”
加拿大 安大略省	养老金福利法	2016	第78（3）条规定，养老金计划的投资政策程序声明（SIPP），必须说明环境、社会和治理因子是否纳入投资政策程序，如果纳入，则说明纳入方法。
韩国	国民年金公团法	2015	国民大会通过《韩国国民养老金法》修正案，要求国民年金公团考虑ESG问题，并宣布ESG考量的纳入程度。
澳大利亚	退休金审慎实践指南 SPG 530	2013	澳大利亚审慎监管局（APRA）要求可注册退休金实体（RSE）持牌人需提出合理依据，确定针对投资方案制定的投资策略符合受益人最大利益，并满足《退休金行业监管法》第52条关于流动性和多样化的要求。虽然ESG考量不易作财务量化，APRA仍要求RSE持牌人能够通过适当分析，支持制定以ESG为重点的投资策略。
南非	养老基金法	2013	《养老基金法》将受托人责任编入法条，并规定受托人责任适用于养老基金受托人。第7（c）和（d）条涉及受托人责任（避免冲突、注意义务、勤勉、诚信和独立）。2011年，《条例28》经修订后，要求受托人负责制定关于资金情况和监测的投资程序，并要求基金考虑与长期成功相关的所有因子（包括ESG）。

来源：PRI负责任投资监管数据库

上述负责任投资政策鼓励投资者就 ESG 问题采取行动并作相关汇报，同时通过完善公司披露制度，帮助消除将 ESG 问题整合到投研和决策流程的几个主要障碍。

虽然目前工作取得一定进展，但还需要加倍努力，确保政策有效落实。我们在国别案例研究部分，指出需要注意的不同因素。许多情况下，主要问题在于政策要么是自愿性质（例如许多尽职管理守则），要么是“遵守或解释”性质（只要投资者能够说明理由，就允许不遵守）。其他情况下，虽已有正式义务规定，但约束力较弱。例如，2016 年《加拿大养老金福利法》要求养老金计划公布“ESG 因子是否纳入投资政策”，如果纳入，则说明纳入方法。最后，很多司法管辖区的资源水平和对政策落实质量的关注程度仍然参差不齐。多数情况下，由于相关法律较新，因此需要实施一段时间，方能对落实质量作出适当评估。

负责任投资法规、政策较为成熟的司法管辖区已着手解决以上问题。一些监管机构扩大“遵守或解释”概念的外延，要求投资者说明其计划如何解决不合规问题。另一些监管机构则推出新政策，旨在厘清可持续性与财务之间的关系。例如，2019 年欧盟投资者披露条例，要求投资者披露如何将可持续性风险整合到投资流程。与此同时，欧盟正在修订业界关键法律的基础规则（如《金融工具市场指令 II》（MiFID II）和《偿付能力监管标准 II》（Solvency II）），明确投资者在履行职责时应考虑可持续性问题。

投资者责任和金融体系监管并非凭空发生变化。政策制定者、监管机构和政府已经认识到，气候变化和可持续发展等问题涉及系统性的风险和机遇，需要明确、有针对性的干预。许多国家开始通过国家政策和法规落实《巴黎气候协定》⁵ 和联合国可持续发展目标⁶。各国政策虽然细节不同，但一般涉及制定国家目标、制定国家政策计划和执行方案、采用法规和其他政策工具（如经济手段和自我监管）、责任分配以及行动激励等。一些政府已经正式将可持续性纳入金融监管机构的工作范围。

目前，许多国家战略（见方框 3）明确侧重金融业，认识到不能只靠政府提供资金来履行气候变化和发展的政策承诺，并认识到金融体系决策影响到实体经济可持续性。将金融纳入可持续性政策，再将可持续性考量纳入金融政策，均表明金融和可持续性两个领域的政策正趋于统一融合。

其他方面的进展变化加深了政策统一融合趋势。例如，在多边层面，央行绿色金融网络（Network for Greening the Financial System）于 2019 年 4 月确认气候变化是金融风险的来源。同样在 2019 年 4 月，在世界银行的支持下，20 余国财政部长成立联盟体，以通过国家层面的主流金融政策推进气候行动。2019 年初，国际证券监管机构 IOSCO 和国际养老金监管官组织 IOPS 就上市公司和养老基金监管机构的 ESG 整合和披露问题展开磋商。

5 参见http://unfccc.int/paris_agreement/items/9485.php。

6 参见<http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>。

方框 3：金融和可持续性综合政策示例

2016 年，中国人民银行协同六家政府机构，发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》。⁷《指导意见》提出下列建议：

- 大力发展绿色信贷。
- 完善绿色债券的相关规章制度，引导国际投资者投资绿色资产，推动证券市场支持绿色投资。
- 设立绿色发展基金，推出政府和社会资本合作。
- 发展绿色保险。
- 完善环境权益交易市场、丰富融资工具。

在法国，2015 年《能源转型法》制定长期目标，旨在减少温室气体排放和能源消耗、提高建筑能效以及增加可再生能源。2019 年制定的《能源和气候法》，概述在 2050 年实现碳中和的一系列长期新目标。同时，为实现更具可持续性的经济增长，法国政府制定其他战略和共同框架，包括生物多样性保护、循环经济和社会团结经济部门。⁸

在英国，气候变化已经体现在诸多长期经济目标和战略中。英国政府承诺到 2050 年实现温室气体“净零排放”。2017 年通过的清洁增长战略旨在减少排放的同时，促进经济增长。2019 年通过的《英国绿色金融战略》，力求以私营部门资金流动促进具有环境可持续性的清洁、弹性增长，同时加强英国金融服务业竞争力。⁹

这些政策干预可以实质性改变公司和投资者作出决策的经济考量，意味着投资者需要关注政策措施促成的变化（例如，某些投资的经济考量可能发生变化，某些公司可能需要改变商业模式），也意味着投资者需要关注未来可能的投资路径，并考虑激励机制是否以及如何随时间而变化。这可能导致某些资产或投资的财务评估需要调整，并可能导致投资者采取行动（例如，改变投资持有量、公司参与），以尽量减少下行风险或充分利用机会。

最后，新政策环境之下——投资者 ESG 相关义务逐渐编入法律，金融和可持续性相关政策日益融合，关于实践中如何解释受托人责任的不明确性或疑问已经荡然无存。投资者关于 ESG 和可持续性相关问题的责任曾经只是不明确的隐含责任，如今已经明确进入法律法规。

⁷ 另见本报告“国别分析”部分中国快照。

⁸ 另见本报告“国别分析”部分法国快照。

⁹ 另见本报告“国别分析”部分英国快照。

ESG问题的财务和投资相关性

上一章通过论述说明，政策框架调整已经明确 ESG 问题是投资者受托人责任的核心。本章将讨论 ESG 的财务和投资相关性，并提供证据证明 ESG 问题是投资绩效的重要驱动因素，投资者可以利用 ESG 数据为投资组合创造价值。

现在，已经有充分证据表明，ESG 问题可以推动投资价值，不能有效管理 ESG 问题则会降低投资价值。这一说法的主要依据如下：

- **ESG 与公司财务绩效正相关**——2014 年，Robert Eccles 等人撰写论文《公司可持续性对组织流程和绩效的影响》(The Impact of Corporate Sustainability on Organisational Processes and Performance)，调查了公司可持续性对组织流程和绩效的长期影响。¹⁰ 文章以 180 家美国公司为匹配样本，发现自愿采用可持续性政策的公司，其绩效明显优于几乎完全不采用可持续性政策的公司——即“低可持续性”公司。文章还指出，高可持续性公司的股票收益显著较高，表明将可持续性整合到公司商业模式和战略，从长期来看可能产生竞争优势。
- **ESG 绩效较高的公司融资渠道更畅通**——Cheng 等

人在《公司社会责任与融资机会》(Corporate Social Responsibility and Access to Finance) (2014 年) 一文中，发现企业社会责任 (CSR) 绩效、利益相关方参与度以及 ESG 问题透明度较高的公司，面临的资本限制明显较低。¹¹

- **ESG 问题关涉重大投资机会**——举例而言，据估计从现在到 2030 年，如果要在世界范围内实现联合国可持续发展目标，则每年需要投入 5 万亿至 7 万亿美元。¹² 同期，每年至少还需要 1.5 万亿美元，才能达到《巴黎协定》目标——即把全球平均气温上升幅度控制在低于 2 摄氏度以内，并尽可能接近 1.5 摄氏度。¹³
- **不能有效管理 ESG 相关风险可能产生严重后果**——例如，对公司罚款和和解的财务成本的一项分析表明，公司历史上十大罚款和和解合计达 455 亿美元，自金融危机以来，仅美国银行就已通过美国法律和和解支付了 1000 亿美元，以及自 1991 年以来，全球制药公司已支付 302 亿美元的罚款。¹⁴ 个别事故和事件也会对公司价值产生重大影响。例如，2019 年布鲁马迪尼奥矿难发生后，巴西淡水河谷公司 (Vale S.A.) 的股价立即跳水近四分之一。2015 年，大众汽车公司 (Volkswagen AG) 承认多年来一直在美国空气污染测试中作弊，导致公司市值蒸发近四分之一。同样在 2015 年，深水地平线号 (Deepwater Horizon)

10 Eccles, R., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014), 公司可持续性对组织流程和绩效的影响, 管理科学, 第60卷, 第11期, 第2835 - 2857页。网址: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>。另见牛津大学和资产管理公司Arabesque Partners (2015), 从股东到利益相关方: 可持续性如何推动优秀财务绩效 (2015年3月)。网址: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf。

11 Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014), 公司社会责任与融资机会, 战略管理期刊, 第35卷, 第1期, 第1-23页。网址: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.2131>。El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. and Mishra, D. (2011) 得出类似结论, 公司社会责任是否影响资金成本? 银行与金融期刊, 第35卷, 第9期, 第2388 - 2406页。网址: https://econpapers.repec.org/article/eeeeibfina/v_3a35_3ay_3a2011_3ai_3a9_3ap_3a2388-2406.htm。

12 参见<http://www.unepfi.org/positive-impact/principles-for-positive-impact-finance/>。

13 参见<https://cop23.unfccc.int/news/bridging-climate-ambition-and-finance-gaps>。

14 牛津大学和资产管理公司Arabesque Partners (2015), 从股东到利益相关方: 可持续性如何推动优秀财务绩效 (2015年3月)。网址: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf。

油井发生泄漏，跨国企业英国石油公司（BP plc）的股价因此腰斩。

- **在实质性议题上 ESG 评级良好的公司，绩效优于评级较低的公司**——2016 年，Khan 等人在《公司可持续性：关于重要性的第一项证据》一文中指出，在重要可持续性问题上评级良好的公司，绩效明显优于在相同问题上评级较低的公司。他们还发现，在不重要可持续性问题上评级较高的公司，绩效并未明显优于在相同问题上评级较低的公司。¹⁵

关于投资者是否会在现实投资流程中考虑上述依据，可以从几个方面讨论。首先，关于充分证据能否激励投资者采取行动。CFA 协会 2018 年 5 月开展的 ESG 整合调查可能是此问题的关键切入点。¹⁶ 调查以美国市场为重点，结论显示，ESG 因子与财务绩效之间的关联一旦得到证实，将成为激励尚未采纳 ESG 整合的美国投资者在投资实践中开展 ESG 整合的首要原因之一。

除上述证据外，2018 年 PRI 开展的一项研究使用了 MSCI ESG 研究部提供的 ESG 数据来测试世界各地公司的动量策略（ESG 分数不断提升）和侧重策略（ESG 绝对分数较高）。¹⁷ 研究发现在所有区域，ESG 信息均能带来高于当地基准的投资绩效优势。例如，在全球投资组合中，ESG 动力策略和侧重策略的十年期主动累积收益率分别比 MSCI 世界指数高出 16.8% 和 11.2%。

上述普遍性结论进一步得到其他两项研究的证实。2017 年 6 月，美银美林全球研究中心发布信息，称 2005 年至 2015 年间，其美国投资组合中 ESG 分数（使用路透社

ESG 研究结果）排名前三的投资产品，与排名倒数后三位的投资产品相比，绩效高出 18 个百分点。¹⁸ 2015 年，Calvert Research and Management 公司的一项研究，对固定收益投资有类似发现。¹⁹ 研究显示，按 ESG 综合分数和环境、社会、治理单项分数（使用路透社数据）排序，并以信用违约互换利差年度变化率为衡量指标，排名前半段的公司，绩效明显高于排名后半段的公司。从表面上看，这些结果都在统计学上验证了投资 ESG 情况良好的公司更有价值。

其次，从成本和实际角度考虑，投资者分析和评估 ESG 问题是否可行。十年来，公司提供的 ESG 绩效数据以及关于 ESG 问题投资影响的研究，数量和质量均显著上升；各市场参与者（包括金融数据提供商、研究公司、代理投票机构以及 ESG 数据专业提供商和研究组织）提供规模化、高质量的 ESG 数据。

最后，投资者关注 ESG 问题能否提升投资绩效。目前，许多例子和案例研究，都能说明投资者已经开始研究 ESG 问题，并通过在投资期间分析 ESG 问题而获益。²⁰ 2015 年，Fried 等人发表文章，更加全面地分析实践中的投资绩效。²¹ 文章分析了 20 世纪 70 年代以来 2000 多项关于 ESG 标准与投资绩效之间关系的实证研究。文章认为，在投资研究和决策中分析 ESG，已经具备完善的经验证据基础。文章指出，大约 90% 的研究发现 ESG 绩效与公司财务绩效非负相关，且绝大多数研究都有积极发现。

15 Khan, M., Serafeim, G. and Yoon, A. (2016), 公司可持续性：关于重要性的第一项证据，会计评论，第 91 卷，第 6 期，第 1697 - 1724 页。<http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr-51383>

16 <https://www.unpri.org/investor-tools/the-cfa-institutes-esg-survey/2739.article>

17 Nguyen-Taylor, K. 和 Martindale, M. (2018), ESG 整合在美国投资界的财务绩效（负责任投资原则，伦敦）。网址：<https://www.unpri.org/download?ac=4218>

18 Subramanian 等人 (2017), ESG 第二部分：深入剖析（美银美林全球研究）。网址：<https://www.bofaml.com/en-us/content/esg-investing-research-report.html>

19 Kim Nguyen-Taylor, K., Naranjo, A. 和 Roy, C. (2015), 固定收益投资中的 ESG 优势：实证分析（卡尔弗特投资）。网址：<https://www.environmental-finance.com/assets/files/WP10011.pdf>

20 CFA 协会和负责任投资原则就投资者如何分析 ESG 问题并将 ESG 问题整合到投资研究和决策流程，编制了一系列指南和案例研究报告。例如，参见 CFA 和 PRI (2018), ESG 整合指南与案例研究：股票和固定收益，以及美洲、亚太地区以及欧洲、中东和非洲的相关区域报告。前述文件网址：<https://www.unpri.org/investor-tools/esg-integration-in-asia-pacific-markets-practices-and-data/4452.article>。PRI 并就其他资产类别的 ESG 整合问题提供指南和案例研究，网址：<https://www.unpri.org/investor-tools>

21 Friede, G., Busch, T. and Bassen, A. (2015), ESG 与财务绩效：2000 余份实证研究的综合证据，可持续金融与投资期刊，第 5 卷，第 4 期，第 210 - 233 页。网址：<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917>

发展中的投资实践

前两章提出，鉴于相关法律要求，以及分析 ESG 问题可以推动投资绩效的事实证据，投资者应当将 ESG 问题整合到投资研究和决策流程中。本章考察投资者是否真正将 ESG 问题整合到投资流程，结论是肯定的。反过来，这会形成 ESG 问题是金融市场核心的常态预期。

截至 2019 年 9 月，PRI 拥有 2500 余家签署方，包括 465 名资产所有者和 1823 名资产管理人，总资产管理规模达 86.3 万亿美元。PRI 签署方承诺将 ESG 问题纳入投资分析和决策流程，积极行使所有权并将 ESG 问题纳入所有权政策和实践，同时报告自身投资活动及实施负责任投资原则取得的进展。签署方承诺不仅是高层承诺，而且正在转化为整个投资体系的具体行动：

- **投资者获取并使用 ESG 数据**——据彭博社报道，2012 年至 2018 年期间，彭博社终端的 ESG 数据用户数量增长至原先三倍以上。²⁴
- **资产所有者要求资产管理人关注 ESG 问题**——在 2019 年 PRI 报告和评估框架中，69% 的资产所有者表示会在委任资产管理人时纳入 ESG 相关因子，62% 表示会在遴选、委任和监督资产管理人时考虑 ESG 相关因子。
- **投资者关注所有资产类别的 ESG**——2018 年 PRI 报告和评估框架表明，380 亿美元的上市股权资产进行了某种形式的 ESG 整合（例如，ESG 问题分析成为投资流程、筛选或主题投资的一部分）。数据还显示，投资者日益关注其他资产类别的 ESG 问题；例如，76% 的资产所有者表示会在投资对冲基金时考虑 ESG 问题，比 2017 年的 53% 有所增加。
- **可持续投资日益成为标准投资实践**——全球可持续投资联盟（Global Sustainable Investment Alliance）分析了欧洲、美国、加拿大、日本、澳大利亚和新西兰的投资基金，发现具有一定可持续性特征的基金高达 30.7 万亿美元，两年间增加了 34%。²⁵
- **积极所有权（参与和投票）现已被广泛应用**——例如，气候行动 100+ 是一项投资者合作倡议，旨在确保全球温室气体排放量最大的企业对气候变化采取必要行动，目前已有来自数十个国家的 360 多名投资者（总资产管理规模超过 34 万亿美元）支持气候行
- **投资者在调高 ESG 指数配置**——MSCI 报告称，与 MSCI ESG 指数挂钩的 ESG ETF 的股权资产投资管理规模在 2015 年至 2019 年 6 月期间从 17 亿美元增至 202 亿美元。²²
- **与 ESG 或可持续性主题相关的投资产品的数量迅速增加**——据晨星（Morningstar）报道，2018 年末，美国投资者可以购买的可持续性主题开放式基金和交易所交易基金（包括股权、固定收益和另类基金）多达 350 余种。²³与 2017 年相比，基金数量增加近 50%。

22 MSCI, 2019年9月。

23 晨星（2019），美国可持续基金报告。网址：<https://www.morningstar.com/lp/sustainable-funds-landscape-report>。

24 网址：<https://www.bloomberg.com/impact/products/esg-data/>。

25 全球可持续投资联盟（2018），2018年全球可持续投资回顾，http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf

动 100+。²⁶ 此外，代表超过 34 万亿美元资产的 477 名投资者，联名呼吁 20 国集团领导人支持 FSB 气候相关财务信息披露工作组提出的气候披露建议；²⁷ 500 多名投资者支持 CDP 年度披露要求。²⁸

方框 4：投资者如何解读自身受托人责任？

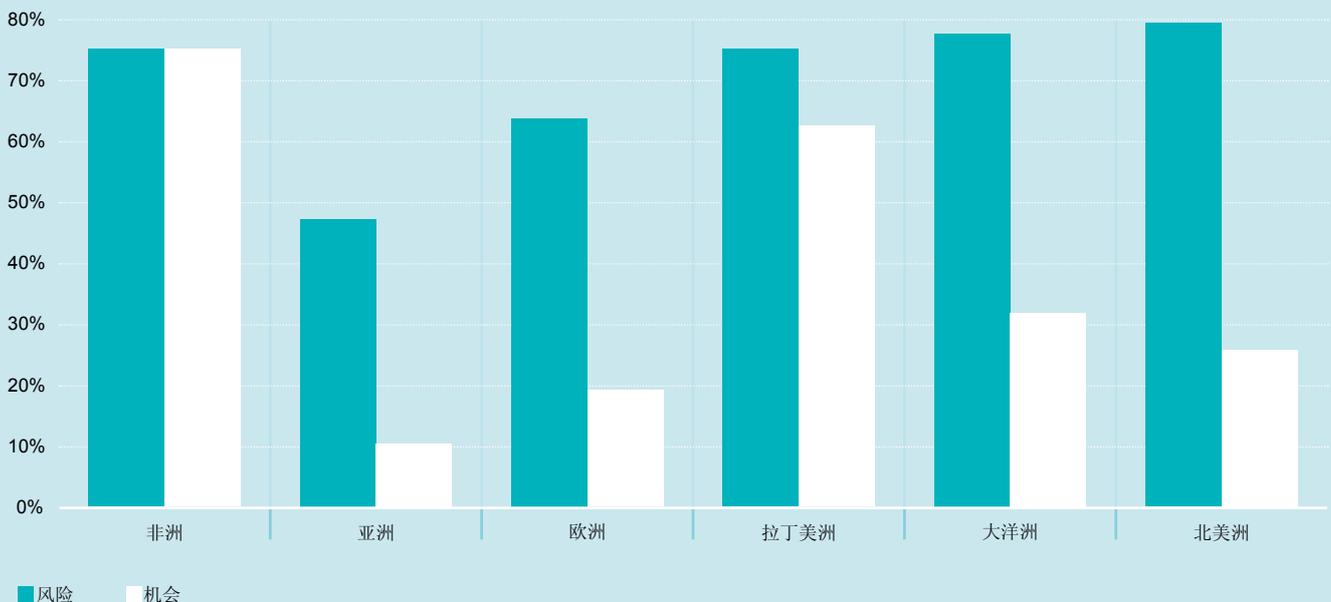
2019 年，PRI 在年度报告和评估框架之下，请签署方讨论各自对受托人责任（或等同责任）的解读。

超过 90% 的受访者明确承认，在投资期间考虑 ESG 问题属于受托人责任。

其中绝大多数受访者认为，考虑 ESG 因子是履行对客户或受益人的受托人责任的必要、重要内容。少数受访者指出，受托人责任“允许”或“许可”他们在相关情况下考虑 ESG 问题，而极少数（约 3%）受访者认为受托人责任在某些情况下会限制 ESG 考量。

对大部分受访者而言，分析 ESG 问题有助于加强风险管理或避免下行风险；不到一半的受访者强调与 ESG 分析相关的投资机会（或上行机会）（见下方图表 3）。近 40% 的受访者认为，参与和投票等尽职管理活动是提升价值和履行受托人责任的重要途径。

图表3：投资者是否关注ESG相关风险或机会？



26 网址: <http://www.climateaction100.org/>

27 网址: <https://www.fsb-tcfd.org/support-additional-initiatives/>

28 网址: <https://www.cdp.net/en>

现代受托人责任

根据前几章提供的证据可以得出重要结论，即受托人面临的要求发生了根本变化。简而言之，受托人必须做到以下几点：

1. 根据投资期限，将环境、社会和治理（ESG）问题纳入投资分析和决策流程。
2. 理解并纳入受益人 / 客户的可持续性偏好，无论这些偏好是否具有财务实质性。
3. 成为积极的所有者，鼓励被投资公司或其他被投资实体制定较高的 ESG 绩效标准。
4. 支持金融体系的稳定性和复原力。
5. 以明确和易于理解的方式披露投资方法，包括如何将受益人偏好纳入投资方法。

上述要求不仅符合传统的忠诚和审慎职责，而且进一步明确了传统职责。无论受益人 / 客户的可持续性偏好是否具有财务实质性，受托人均需加以理解和考虑，这显然是忠诚义务的核心要素。同样，任何审慎概念（即以适当的技巧、注意和勤勉度行事）都明确要求受托人考虑具有财务实质性的所有因子，并有效、适当地加以管理。受益人利益往往延续到未来数十年，受托人必须关注人口变化、气候变化和其他环境压力等问题。

现在，受托人要求已经十分成熟，并有法律、政策支持，完全可以——而且应该——成为受托人对受益人之责任的核心要素。我们在方框 5 中，介绍了受托人责任的现代定义。

方框 5：现代受托人责任

受托人责任（或等同责任）的存在目的，是确保资金管理者为受益人的利益行事，而不是谋求自身利益。其中最重要的责任如下：

- 忠诚——受托人应当做到以下几点：
 - 诚实善意为受益人或客户利益行事。
 - 理解受益人和 / 或客户的可持续性偏好，并将其纳入决策，无论这些偏好是否具有财务实质性。
 - 公平兼顾不同受益人和客户互不相容的利益。
 - 避免利益冲突。
 - 不谋求自身或第三方利益。
- 审慎——受托人应以适当的注意、技巧和勤勉度行事，作为“普通审慎人士”开展投资。这包括以下内容：
 - 根据所承担义务的期限，将具有财务实质性的 ESG 因子纳入投资决策。
 - 成为积极的所有者，鼓励被投资公司或其他被投资实体制定较高的 ESG 绩效标准。
 - 支持金融体系的稳定性和复原力。

受托人应向客户和 / 或受益人披露自身投资方法，包括如何将受益人偏好纳入投资策略，以及纳入的潜在风险和好处。

下一步

现在，关于 ESG 问题是否属于投资者责任和义务要求的概念之争已经告一段落，但还需要在四个领域开展进一步工作。

第一，填补政策框架中仍然存在的空白。虽然许多国家对受托人责任至少采取了一项政策措施，但接下来的国别分析显示，大部分国家尚未建立全面的负责任投资框架，包括养老基金披露要求与负责任投资实践、尽职管理守则和公司披露要求。方框 6 着重介绍美国的案例。在这一类司法管辖区，投资者可以发挥重要作用，推动变革，并支持整个投资市场的投资要求制度化工作。

第二，确保政策法规有效落实，并转化为具体行动。这包括在整个投资业开展能力建设、树立政策意识，鼓励资产

所有者和资产管理者落实政策措施。也包括劝导投资者公开行动举措、工作成果和经验教训。同时也应要求政策制定者确保政策和其他措施得到有效落实，发现政策推行或落实期间存在的短板并采取行动。

第三，认识到关于投资者责任义务的讨论不应限于投资者（资产所有者、资产管理者、保险公司等），还应要求投资体系的其他参与者发挥作用。例如，投资顾问为全球数万亿美元的投资活动提供咨询服务。他们是投资实践的公认权威和知识来源，通过提供建议塑造出全球数万亿美元投资资产的投资理念和实践。因此，投资顾问对 ESG 因子的看法，对金融体系的可持续性具有重大影响。但目前从表面来看，投资顾问尚缺乏为客户扩大 ESG 整合服务覆

方框 6：美国政策参与

美国拥有 21 万亿美元国内生产总值、32 万亿美元股票市值和 43 万亿美元流通固定收益证券，是世界上规模最大的经济体和金融市场。

美国是 PRI 最大的市场，共有资产管理规模超过 42 万亿美元的 490 家签署方。

投资者对受托人责任的性质认识不清被经常提及为投资者将 ESG 因子纳入投资决策的主要障碍。

2018 年，美国劳工部（DOL）发布《实操辅助公告》（FAB），反而给私人部门养老金计划的受托人造成理解困难。《公告》重申 DOL 的长期立场，即“如果 ESG 因子涉及的商业风险或机遇本身构成经济考量”，则受托人有义务在投资决策中考虑 ESG 因子。同时，DOL 又指出，受托人“必须避免轻易将 ESG 问题视为与任何特定投资选择在经济上相关”。虽然《公告》没有实质性改变 DOL 立场，即投资受托人需考虑实质性经济因子（包括 ESG 因子），但其中的解释说明给私人养老金计划的受托人带来不确定性。

PRI 将继续与签署方合作，促进理解 DOL《公告》的适用性和影响，并探讨是否需要呼吁政府修改政策，向受托人作进一步澄清。

盖范围的商业动机。

再以固定收益（DB）养老金计划为例。某些监管机构已明确表示，受托人责任或其他责任继续适用（如南非）。但在其他市场，合同制养老金计划下（即养老金提供方对受益人的受托人责任或等同责任，不同于受托制计划下受托人对受益人的责任），保险公司、投资管理者和发起组织对受益人的责任尚未完全界定。

上述例子表明，确保监管和政策变更结合投资市场和投资体系的实际情况非常重要。法规政策需要适用于所有相关参与方，并具有足够的灵活性，以适应相关方、制度、技术以及投资体系所处社会大环境的变化。

第四，我们需要了解投资者如何对投资活动的实际结果负责，以及在哪些情况下负责。将 ESG 问题整合到投资实践和流程，是金融部门在现有地球界限内为社会和个人服务的必要不充分条件。根据目前的定义，受托人责任不要

求受托人考虑其投资活动除财务绩效之外的、对可持续性的影响。换言之，受托人责任要求考虑的是可持续性问题如何影响投资决策，而不是投资决策如何影响可持续性。如果金融部门要以可持续方式实现经济活动和社会繁荣，则需要更加彻底地改变相关激励机制、结构、责任、义务、以及投资者所处的法律大框架。拓宽公共政策范围，以进一步明确投资的实体经济结果，这是未来迈向更加可持续经济的关键一步。

国别分析



“当今世界日益追求健全的环境尽职管理，加拿大若要保持竞争力，必须将可持续金融打造成加拿大金融服务业的常态。”

可持续金融专家组主席 Tiff Macklem

“新法规首次要求英国职业养老金计划明确、公开解释如何考虑环境、社会和治理因子，包括气候变化。”

英国养老金大臣 Guy Opperman



“从根本上说，证券法历史表明，解决 ESG 问题需要强制性规定。实施个体自愿披露会产生选择效应，只有问题最小的公司才会改变，所以强制披露是参与美国市场的基本要求。一次性披露使投资者无法对公司和行业进行比较，从而加大了追究公司管理人员责任的难度。我们必须及时提高此类关键可持续性问题的透明度，才能采取有针对性的措施。”

美国证券交易委员会委员 Robert Jackson

“应对气候变化的《巴黎协定》不仅是一项环境条约，更为新的包容性发展模式奠定基础。法国致力于将金融打造为发展转型的推动力。”

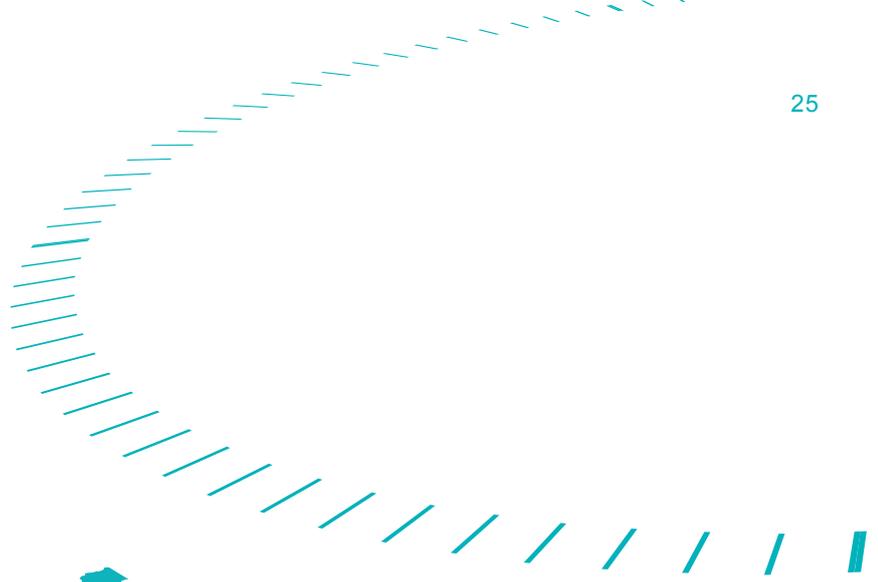
法国生态与包容转型部部长

国际养老金监管官组织（IOPS）秘书长 André Laboul



巴西养老基金管理局（Previc）修改现行规章，要求养老基金在投资风险分析中考虑环境、社会和治理问题，并尽可能据此制定投资政策。

巴西国家货币政策理事会（CMN）第 4661 号决议和私人养老基金管理局第 6 号指示



“我们追求经济增长，不是为了增长，而是为了人民福祉。这意味着要考虑社会和环境因子。”

欧盟委员会委员 Valdis Dombrovskis



“对于资产管理机构而言，围绕 ESG 落地的制度流程建设和投资决策都应应以受托人责任为准绳、以投资者利益为出发点，在满足监管要求基础上，通过自身专业能力，将 ESG 融入投资决策过程中，帮助优化组合、降低风险，充分发挥资本的力量，挖掘出符合市场经济转型发展趋势、有增长潜力的企业，让投资者共享经济发展成果。”

中国证券投资基金业协会（AMAC）会长洪磊



“日本政府养老投资基金 (GPIF) 作为一家广泛所有者 (universal owner)，职责不是战胜市场，而是提升资本市场的可持续性。”

日本政府养老投资基金首席投资官 Hiro Mizuno



“气候变化等【ESG】因子相关风险，可能与特定投资或基金整体投资的长期绩效相关，如果不考虑此类风险，则可能违反谨慎勤勉义务。”

“因此，董事会成员必须采取一切合理措施，获取气候变化相关风险信息，在行使基金投资权时，将此类风险纳入考虑范围，从而做出明智的投资决定。”

Fasken 律师事务所，Just Share 和 ClientEarth 委托编制的 2019 年养老基金法律意见



“将具有财务实质性的 ESG 因子纳入投资决策，是投资者受托人责任不可或缺的一部分。这能为受益人实现最佳投资成果，因为 ESG 问题是公司长期绩效的根本。”

澳大利亚超级年金基金 (AustralianSuper)

澳大利亚



2018 年澳大利亚概况 ²⁹	
GDP: 1.432 万亿美元	人口: 2499 万
人均 GDP: 57,305 美元	65 岁以上人口比例: 15.74%
市值: 1.263 万亿美元	基尼系数: 0.33
PRI 签署方数量: 148 (37 家资产所有者)	CO ₂ 排放量: 3.92 亿吨
	CO ₂ 人均排放量: 16 吨

“将具有财务重要性的 ESG 因子纳入投资决策，是投资者受托人责任不可或缺的一部分。这能为受益人实现最佳投资成果，因为 ESG 问题是公司长期绩效的根本。”

澳大利亚超级年金基金 (AustralianSuper)

政策背景

澳大利亚人均 CO₂ 排放量在经合组织国家中最高。虽然澳大利亚已经正式认可《巴黎协定》和联合国可持续发展目标，但长期目标和减排水平进展甚微。

2018 年，澳大利亚主要金融机构联袂发起“澳大利亚可持续金融倡议”³⁰，目标是到 2020 年推出可持续金融路线图，具体包括下列目标：

- 根据科学减碳目标，参考国际公约、条约和规范，调动资本实现澳大利亚和全球可持续发展目标。
- 通过将可持续性和人权考量纳入金融市场、产品和服务，加强认识并管理风险和影响，提升金融体系的可持续性、复原力和稳定性。
- 通过加强金融市场信息披露和透明度，加强环境和社会风险、机遇估值，确保作出更明智的财务决策。

- 提供符合社会和消费者的可持续性要求和规范要求的金融体系，包括知情参与、优化和知情选择、有效披露和客户利益，同时加强金融包容性和财务福利。

澳大利亚受托人责任路线图³¹

澳大利亚养老金市场的养老基金资产增长率位居世界前列。但近年来在高增长的背后，澳大利亚的投资决策法律框架并没有显著变化。澳大利亚受托人责任路线图提出下列四类监管更新建议：监管行动、尽职尽责管理与中介、公司报告、以及投资者教育。

29 经合组织2018年收入不平等数据 (<https://data.oecd.org/inequality/income-inequality.htm>)，IEA 2016年CO₂排放量数据 (<https://www.iea.org>) 和世界银行2018年国别统计数据 (<https://data.worldbank.org/>)

30 <https://www.sustainablefinance.org.au/>

31 网址: <https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century-australia-roadmap/258.article>

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>监管行动</p> <p>澳大利亚审慎监管局（APRA）应更新《退休金审慎实践指南 SPG530 投资治理》第 34 款和第 36 款（以及适用于受监管银行和保险公司的等同审慎标准或指南），阐明 ESG 议题是养老金开展风险和回报分析需考虑的实质性问题。因此，ESG 因子应与其他风险和回报因子一同纳入投资决策。</p>	<p>2018 年，APRA 评估其审慎框架，得出结论称《SPG 530 投资治理》未来完善空间较大，其中又以将 ESG 因子纳入投资策略制定过程为最。APRA 预计 2019 年底就拟议修改展开进一步咨询。</p>
<p>尽职管理与中介</p> <p>a. 金融服务委员会（FSC）应继续与澳大利亚资产管理者合作，提高尽职管理要求，包括与公司就 ESG 问题进行交流与对话。</p> <p>b. 尽职管理要求可以正式形成尽职管理守则。这应由行业主导。</p> <p>c. 澳大利亚资产所有者应将尽职管理要求纳入资产管理者遴选、委任和监督。</p>	<p>2017 年 7 月，FSC 制定《FSC 标准 23》，取代 FSC 成员“蓝皮书”。《标准》的主要内容包括：(i) 说明资产尽职管理方法，(ii) 如何代表客户有效落实尽职管理，(iii) 说明监督被投资公司、与被投资公司“交流对话”的方法，(iv) 说明监督、参与、代理投票和投资决策之间的联系。</p> <p>2018 年 5 月，澳大利亚退休金投资者委员会（ACSI）发布澳大利亚首部资产所有者尽职管理守则。该守则面向全体资产所有者（包括非 ACSI 成员），供自愿遵守。</p> <p>资产所有者的尽职管理意识较低，且未充分认识到尽职管理对澳大利亚金融体系的益处。</p> <p>需要加强针对资产所有者的宣传和知识建设，让资产所有者认识尽职管理实践及其在设定尽职管理工作基调方面的作用和责任。这有助于提高尽职管理实践的质量，以及资产所有者对投资管理者施加的影响。</p> <p>各利益相关方应以 ACSI 守则为起点，协商制定适当的尽职管理守则。</p> <p>应制定适用于所有投资者的尽职管理活动最低报告标准。</p>
<p>公司报告</p> <p>澳大利亚证券交易所（ASX）应继续加强对公司报告和披露的要求和指导。澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）应监控公司报告和披露的质量。</p>	<p>ASX 现在是联合国可持续证券交易所（SSE）成员，正签署加入 TCFD。2019 年，ASX 发布第四版《公司治理指南》，采取多项措施鼓励完善 ESG 风险披露。</p> <p>ASX 对信息披露的要求仍然是“如不披露，则需说明原因”。原则 7 内容不变，原则 3 则进行大幅修改，更加强调文化和价值观。</p> <p>ASX 应推行财务实质性 ESG 因子的强制披露要求。</p> <p>ASX 和 ASIC 应协商制定一套标准的 ESG 披露主要指标，要求公司按指标汇报。</p>
<p>投资者教育</p> <p>受托人委员会应确保在 ESG 问题上的能力和胜任力。这应由行业主导。</p>	<p>2019 年 5 月，ACSI 发布尽职管理政策更新。PRI 在 PRI 学院推出《负责任投资审查工具包》和《受托人负责任投资》。</p> <p>继澳大利亚大型养老基金 Rest 身涉气候变化诉讼案之后，受托人委员会对 ESG 问题（特别是气候风险）的认识有所提升。案件印证了政策发展中心（CPD）2016 年发布的法律意见的一条主要结论：如果董事不考虑可预见的气候变化风险对企业财产的影响，则可能会因违反公司应尽的注意和勤勉责任而承担个人责任。</p> <p>大多数投资顾问虽然了解 ESG 风险，但通常不能认识到气候风险的重要性。案件迫使投资顾问认识到自身疏忽，许多顾问因此开始开发和 / 或提升内部 ESG 能力。</p> <p>法律界、投资者协会（如 CPF）和投资顾问，认识到退休金受托人委员会和公司董事必须具备处理 ESG 问题的胜任力，并展示其如何管理投资组合中的 ESG 风险。</p> <p>受托人委员会需要确保制定明确的负责任投资理念和目标，反映并支持整体投资信念和目标。</p> <p>受托人委员会需要提高对投资委员会的要求，让投资委员会证实其在投资流程中考虑气候风险和 ESG 风险。</p> <p>ACSI 建议 APRA 修订其标准和指南，明确认可 ESG 问题在制定投资策略和投资决策流程中的重要性，我们支持 ACSI 的建议。受托人董事会教育势在必行，因此退休金受托人委员会需要具备处理 ESG 问题的能力和胜任力。</p>

巴西



2018 年巴西概况

GDP: 1.869 万亿美元

人均 GDP: 8,921 美元

市值: 9168.2 亿美元

PRI 签署方数量: 48 (13 家资产所有者)

人口: 2.0947 亿

65 岁以上人口比例: 8.87%

基尼系数: 不适用

CO₂ 排放量: 4.1669 亿吨

CO₂ 人均排放量: 2 吨

巴西养老基金管理局 (Previc)³² 修改现行规章，要求养老基金在投资风险分析中考虑环境、社会和治理问题，并尽可能据此制定投资政策。

巴西国家货币政策理事会 (CMN) 第 4661 号决议和私人养老基金管理局第 6 号指示

政策背景

巴西是世界第八大经济体，也是生物多样性最丰富的国家。虽然巴西在拉丁美洲的经济地位一直保持相对领先，但 2014 年以来经济增速不断放缓。持续财政赤字更使巴西无力回归增长轨道。尽管如此，巴西还是推行了例如公共养老金体制改革等结构性措施，并使经济增长预期有所上调。

新一届政府的几个主要目标：

- 通过私有化、审查福利项目以及推行公共养老金体制改革等结构性改革，减轻公共开支负担。
- 通过减少官僚作风、简化税收制度和审查劳工权利，改善营商环境。

- 重新评估巴西国家开发银行的角色，停止关键行业信贷补贴，提升私人银行信贷额度。

过去十年来，巴西完成金融市场监管框架现代化，纳入 ESG 要求：

- 自 2014 年起，巴西中央银行要求银行机构制定落实负责任投资政策。
- 2015 年，巴西证券交易委员会 (CVM) 采纳上市证券发行治理守则，提出包括 ESG 问题在内的“遵守或解释”要求。
- 自 2018 年起，养老基金监管 Previc 要求养老基金在制定投资政策、开展投资分析时披露 ESG 风险。

此外，私营部门帮助巴西制定可持续投资议程，取得下列关键进展：

- 2004 年，巴西证券交易所 B3 支持联合国全球契约，是联合国全球契约的第一批支持者。B3 还是联合国可持续证券交易所 (SSE) 的创始签署方。
- 2016 年，资本市场投资者协会 AMEC 推出尽职管理守则。守则规定，投资者应“在投资流程和尽职管理活动中考虑 ESG 因子”。
- 2019 年 4 月，养老基金协会 Abrapp 发布《公司治理自律守则》，要求“养老基金时刻考虑社会和环境责任与投资回报之间的平衡”。

32 巴西国家养老基金管理局。

巴西受托人责任路线图³³

经历 2004 年至 2014 年的十年经济社会繁荣，巴西面临一系列政治危机，包括 2016 年的总统迪尔玛·罗塞夫 (Dilma Roussef) 弹劾事件。继对一系列重大腐败丑闻进行正式调查（即“洗车行动”）后，金融市场监管机构和监管人员制定了更加严格的规章制度，防止利益冲突，并降低发生不道德行为的风险。巴西路线图正是在此背景下制定，大大提高了投资者对公司治理和尽职管理的关注度。路线图列出五类建议：监管行动、投资者教育、公司报告、尽职管理与参与以及行业指导。

截至本报告撰写时，世界最大雨林亚马逊正受到森林火灾的严重威胁。2019 年 9 月，资产管理规模超过 16 万亿美元的 230 家机构投资者呼吁被投资公司采取行动，应对毁林行为：“作为投资人，负有为受益人的长期最佳利益行事的受托职责，我们认识到热带雨林在应对气候变化、保护生物多样性、和确保生态系统服务等方面发挥关键作用。”³⁴

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>监管行动</p> <p>a. 养老基金管理局 (PREVIC) 应建议修改关于封闭养老金计划的投资实践和信息披露的第 3.792 号决议。</p> <p>b. 巴西中央银行应监督并监测第 4.327 号决议对相关受监管实体投资活动的影响。</p>	<p>a. 2018 年 5 月，国家货币政策理事会发布第 4661 号决议，要求养老基金在风险分析中，尽可能考虑投资的经济可持续性以及环境、社会和治理风险。2019 年 11 月，Previc 出台第 6 号指示，要求养老基金在投资政策中考虑 ESG 风险，进一步强化决议要求。</p> <p>b. 第 4557/2017 号决议将环境和社会风险列为银行机构应识别化解的风险。此外，巴西央行审计部门引进 ESG 风险敞口的衡量标准，指导监管活动。衡量标准侧重环境损害潜力较高的经济活动。</p> <p>国家货币政策理事会应统一所有受监管市场的 ESG 要求，将现代化监管扩展到私人保险管理局 (SUSEP) 监督的保险市场。</p>
<p>投资者教育</p> <p>行业协会和认证机构需合作提高 ESG 意识并提供实践培训。</p>	<p>目前，致力于提升金融界 ESG 整合知识的倡议已经出现。例如，2019 年 3 月，英国文化协会巴西分会 (British Council in Brazil) 主办一系列针对养老基金投资管理者和 Previc 审计师的 ESG 整合讲习班。</p> <p>养老基金会 Abrapp 应支持制定全面计划，培养成员处理 ESG 问题的能力。</p>
<p>公司报告</p> <p>证券监管机构 (CVM) 应审查巴西公司报告实质性 ESG 因子的有效性。</p>	<p>CVM 与德国国际合作机构 (GIZ)、巴西发展协会 (ABDE) 和美洲开发银行 (IDB) 共同领导金融创新实验室³⁵，金融创新实验室是巴西最重要的可持续和创新金融倡议。虽然信息披露是实验室所有工作组共同探讨的问题，但实验室仍然成立了 ESG 风险管理和透明度工作组，主要目标是提高巴西 ESG 报告和披露的有效性。</p>
<p>尽职管理与参与</p> <p>CVM 应采用巴西资本市场投资者协会 (AMEC) 的尽职管理守则。</p>	<p>巴西的尽职管理守则普及工作仍处于早期阶段。CVM 支持市场采用尽职管理守则提出的原则，但监管方建议在市场成熟之前，仍以自律管理为主。</p>
<p>指导</p> <p>监管协会和行业协会需指导资产管理者和私人养老金提供商，认识其受托人责任的范围和内容。</p>	<p>市场仍然缺乏统一术语，这是金融创新实验室 ESG 风险管理和透明度工作组的工作之一。因此，工作组可以利用相关经验，制定 ESG 整合指南，强化 ESG 因子分析在资产管理受托人责任中的重要性。</p> <p>金融创新实验室 ESG 工作组应将编制 ESG 整合指南纳入工作范围。</p>

33 网址：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century-brazil-roadmap/259.article>.

34 网址：<https://www.unpri.org/news-and-press/230-investors-with-usd-162-trillion-in-aum-call-for-corporate-action-on-deforestation-signaling-support-for-the-amazon/4867.article>.

35 网址：<http://www.labinovacaofinanceira.com/>.

加拿大



2018 年加拿大概况

GDP: 1.71 万亿美元

人均 GDP: 46,125 美元

市值: 1.94 万亿美元

PRI 签署方数量: 133 (43 家资产所有者)

人口: 3706 万

65 岁以上人口比例: 17.4%

基尼系数: 0.31

CO₂ 排放量: 5.4077 亿吨

CO₂ 人均排放量: 14.9 吨

“当今世界日益追求健全的环境尽职管理，加拿大若要保持竞争力，必须将可持续金融打造成加拿大金融服务业的常态。”

可持续金融专家组主席 Tiff Macklem

政策背景

加拿大尚未正式制定与可持续金融直接相关的目标，但提出下列官方倡议：

- 《联邦可持续发展战略》，概述与环境可持续性重点事项有关的 13 项目标，每三年更新一次。
- 《泛加拿大清洁增长和气候变化框架》，由各省、各地区政府征求当地人民意见后，为实现减排目标和建设气候变化复原力而制定。

2018 年 4 月，加拿大联邦政府（环境和气候变化部长以及财政部长）任命可持续金融专家组与金融界领袖磋商，制定使加拿大金融体系与可持续未来接轨的举措建议。

2018 年 10 月，专家组发布中期报告，概述可持续金融和气候相关风险披露涉及的机遇和挑战，并提出中期建议供联邦政府审议。

2019 年 6 月，专家组发布最终报告，共提出 15 项建议，分为三大类：机遇、市场规模基础、金融产品和可持续增长市场。

第一类：机遇

1. 绘制加拿大各行业通往低排放、气候智慧型经济的长期道路，并制定相关的资本计划。

2. 为加拿大居民提供投资机会和激励，实现居民储蓄与气候目标挂钩。
3. 成立加拿大可持续金融行动理事会（SFAC），设跨部门秘书处，为联邦政府执行专家组建议提供咨询和协助。

第二类：市场规模基础

4. 建立加拿大气候信息和分析中心（C3IA），作为气候信息和决策分析的权威来源。
5. 制定并推行实施气候相关财务披露工作组（TCFD）建议的加拿大方法。
6. 阐明气候变化背景下的受托人责任范围。
7. 打造知识体系健全的金融支持生态系统。

8. 将气候相关风险纳入加拿大金融体系的监测、监管和监督。

第三类：金融产品和可持续增长市场

9. 扩大加拿大绿色固定收益市场，树立转型融资全球标准。
10. 促进可持续投资成为加拿大资产管理界“常态”。
11. 确定加拿大清洁技术市场优势和融资战略。
12. 支持加拿大油气行业创造具有国际竞争力的低排放未来。
13. 加快发展私人建筑改造市场，释放市场活力。
14. 根据加拿大长期可持续增长目标制定基础设施战略，并充分利用私人资本。
15. 让机构投资者参与加拿大未来电网融资。

加拿大受托人责任路线图³⁶

加拿大路线图列出四类建议：监管行动、尽职管理、公司报告以及投资者教育。

加拿大在许多方面为纳入 ESG 问题提供了有利环境。例如，加拿大最高法院认为，加拿大公司董事如果考虑为公司争取最大利益，则可以考虑股东、员工、债权人、客户、政府、环境等涉及的利益。

许多加拿大公司董事会和养老金受托人关于 ESG 问题的理解和设想，可能“滞后于法律路径”以及最佳实践、知

识和认识。这是其他成熟市场同样面临的问题。因此，加拿大养老金计划的受托人应接受关于 ESG 问题的培训（如罗特曼商学院国际养老金管理中心、股东研究与教育协会（SHARE）等组织开展的培训）。

在此背景下，监管机构应丰富投资者保护方法，承认 ESG 因子是保护投资者的关键因子，同时响应投资者需求制定避免利益冲突、改良收费结构的政策。

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>监管行动</p> <p>加拿大养老金监管机构应要求养老金计划披露 ESG 整合实践。</p> <p>加拿大证券监管机构应对加拿大上市公司强制实施“薪酬话语权”（say on pay）投票制度。</p>	<p>自 2015 年 FSCO（安大略省监管机构）实施强制披露以来，省级养老金监管机构一直未推进立法行动，不过不列颠哥伦比亚省和艾伯塔省表现出一定意向。安大略省仍然采取“遵守或解释”原则。</p> <p>专家组通过建议 6.1，提议财政部长发布公开声明，说明气候因子考量完全在受托人责任范围之内。建议 6.3 提议针对联邦监管的养老金计划制定气候相关信息披露立法，并鼓励省级监管机构作出类似披露要求。</p> <p>2019 年 4 月提出的《加拿大商业公司法》（CBCA）修正案，要求依照该法注册成立的公司每年进行一次“薪酬话语权”投票。</p>
<p>尽职管理</p> <p>资产所有者应推进股东参与的趋势和最佳实践。</p>	<p>加拿大没有尽职管理守则。加拿大良好治理联盟等行业团体努力推进尽职管理。专家组通过建议 6.4，提议制定尽职管理守则。</p>
<p>公司报告</p> <p>加拿大证券管理委员会（CSA）应全面评估实质性 ESG 因子的报告情况，随后扩大报告框架和指导。</p>	<p>加拿大证券管理委员会发布通知，指导公众公司报告实质性气候变化风险。通知侧重于管理层讨论与分析（MD&A）文件和年度信息表（AIF）的披露义务。</p> <p>多伦多证券交易所（TSX）于 2018 年加入可持续证券交易所倡议，尚未根据 ESG 报告制定上市要求，但有关于 ESG 报告的书面指导（最近发表于 2014 年）。</p>

36 网址：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century-canada-roadmap/260.article>

中国



2018 年中国概况

GDP: 13.608 万亿美元

人均 GDP: 9,771 美元

市值: 6.23 万亿美元

PRI 签署方数量: 31 (1 家资产所有者)

人口: 13.93 亿

65 岁以上人口比例: 11.2%

基尼系数: 0.46

CO₂ 排放量: 90.568 亿吨

CO₂ 人均排放量: 6.1 吨

“对于资产管理机构而言，围绕 ESG 落地的制度流程建设和投资决策都应应以受托人责任为准绳、以投资者利益为出发点，在满足监管要求基础上，通过自身专业能力，将 ESG 融入投资决策过程中，帮助优化组合、降低风险，充分发挥资本的力量，挖掘出符合市场经济转型发展趋势、有增长潜力的企业，让投资者共享经济发展成果。”

中国证券投资基金业协会 (AMAC) 会长洪磊

政策背景

中国是世界第二大经济体，也是世界污染最严重的经济体之一。从历史来看，经济增长与环境可持续呈负相关，但这种情况正在转变。对于今天的中国，可持续发展的指导原则是同时无论是在国内还是国际上。追求经济增长、社会发展和环境保护。

中国制定了高远目标，为制定可持续投资法规提供了有利环境。政府的主要经济目标如下：

- 金融支持高质量经济发展，包括采取下列行动：
 - 加强支持实体经济。

- 进一步开放金融业，允许境外金融机构在中国投资设立、参股养老金管理公司。³⁷
- 资本市场的健康发展，包括下列内容：
 - 股票上市和退市改革。
 - 完善公司治理，加强信息披露，提高上市公司质量。
 - 鼓励更多机构投资者。
- 消除贫困，到 2020 年实现农村地区脱贫。
- 到 2020 年实现产业结构优化，控制污染（特别是空气污染）、节约资源。

2016 年，中国制定绿色金融整体政策框架，中国监管机构自此开始制定落实政策的详细指南和法规：

- 2016 年:《关于构建绿色金融体系的指导意见》(GEGFS)——该整体政策框架由七部委联合发布，包含发展绿色债券市场、促进证券市场绿色和可持续投资的各项措施。
- 2017:“建设生态文明”和“打造美丽中国”的政府目标——通过绿色、可持续金融，促进资源节约、环境保护。
- 中国证券投资基金业协会 (AMAC)《绿色投资指引》——自愿实施指南，鼓励基金管理者关注投资组合的环境可持续性，强化对 ESG 风险的认知。
- 国家发展与改革委员会 (NDRC)《绿色产业指导目录》——明确绿色产业和绿色项目的标准。

中国受托人责任路线图：投资者责任与 ESG 整合³⁸

中国法律没有既定的受托人责任概念。但中国投资者熟悉受托人责任的许多基本原则，例如，忠诚和审慎责任；以应有的注意、技巧和勤勉度行事；为受益人和客户利益善意行事等。这些责任不是由单一法律体系界定，而是在法规、软法、市场创新的复杂作用中产生，共同形成一套投资者责任义务体系，并与其他司法管辖区对投资者的要求相仿。

中国的投资者责任没有明确要求投资者将实质性 ESG 问题整合到投资决策，也不要求投资者考虑中国政府建设生态文明的长期可持续发展目标。但由于此类举措符合客户和受益人利益，因此完全有理由开展。

中国路线图的核心建议是，投资者应当将 ESG 问题整合到投资决策流程，以履行对受益人的责任，支持中国生态文明建设。投资者责任应反映并符合中国政府《关于构建绿色金融体系的指导意见》。

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>可持续投资指导</p> <p>发布绿色和可持续投资指引，阐明机构投资者及其投资管理者应如何执行《关于构建绿色金融体系的指导意见》。</p>	<p>2018 年，中基协发布《绿色投资指引》，促进 ESG 整合、长期投资和公司参与。</p> <p>《指引》根据《关于构建绿色金融体系的指导意见》发布，虽侧重于绿色投资，供投资者自愿遵守，但却是第一个针对投资者的监管工具，将高层政策与投资决策联系起来。《指引》向投资者释放信号，即投资者应当达到助力政府建设生态文明目标的规范性要求。</p> <p>我们建议中基协继续阐明 ESG 整合和披露在实现《指导意见》目标方面的作用。</p>
<p>监管行动</p> <p>引入养老基金监管，整合 ESG 问题，鼓励被投资公司树立高标准，披露 ESG 实践和绩效。</p>	<p>2018 年，养老基金获准通过互认基金投资境外股权。</p> <p>预计中国证监会将于 2019 年出台促进中国投资市场双向开放的措施，进一步便利境外投资。预计中国证监会将于 2021 年全面取消证券期货业外资股权比例限制。</p> <p>未对养老基金和资产所有者做出 ESG 整合要求。</p> <p>为实现经济高质量发展目标，同时减少污染、消除贫困，应当鼓励资产所有者将 ESG 问题系统纳入投资决策。如此一来，资产所有者以身作则，引导其他投资者和资产管理者促进可持续投资主流化发展，推动绿色、可持续经济增长。</p>
<p>公司报告</p> <p>确保并监测强制性环境信息披露框架对公司的有效性，与国际 ESG 问题披露标准接轨。</p>	<p>2020 年，中国证监会计划发布上市公司强制性环境信息披露框架。</p> <p>中国证监会应明确 ESG 因子具有财务实质性。为了向投资者提供可使用、可比较的 ESG 数据，应要求公司按一套标准化 ESG 主要披露指标编制报告。</p>
<p>投资者教育</p> <p>支持投资者教育和 ESG 投资研究。建设可持续投资的业务能力。</p>	<p>中基协发表关于 ESG 整合主题的专门研究。</p> <p>中基协应在投资管理者和服务提供商的支持下，进一步将 ESG 主题整合到投资者教育和投资研究。</p>

38 网址：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/investor-duties-and-esg-integration-in-china/2915.article>.

欧盟



2018 年欧盟概况	人口: 513.21 亿
GDP: 18.75 万亿美元	65 岁以上人口比例: 19.93%
人均 GDP: 36546.40 美元	基尼系数: -
市值: -	CO₂ 排放量: 3241.84 亿吨
PRI 签署方数量: 1197(228 家资产所有者)	CO₂ 人均排放量: 6.38 吨

“我们追求经济增长，不是为了增长，而是为了人民福祉。这意味着要考虑社会和环境因子。”

欧盟委员会委员 Valdis Dombrovskis

投资者和受托人责任的发展

2015 年的《21 世纪受托人责任报告》，认识到欧盟作为金融监管中心具有重要意义。虽然“受托人责任”一词没有纳入欧盟法律，但审慎和忠诚理念是欧盟现行金融政策的基石之一。

《报告》建议欧盟指导各成员国在本国法律背景下解释受托人责任，并鼓励制定全欧盟协调统一的法律。同时，《报告》建议成员国监督受托人责任相关法律和其他政策措施的落实情况，并报告由此产生的投资结果和其他结果。

2016 年，欧洲政策制定者协商修订《职业退休准备金融机构 (IORP) 指令》，首次要求受监管的养老基金考虑 ESG 问题，并协商修订《股东权利指令》，力求加强尽职管理，解决投资链的短期主义和委托代理问题。

2016 年 1 月，欧盟呼吁提供支持长期、可持续投资的证据。PRI 回应表示，虽然欧盟进展值得肯定，但缺乏明确的战略或愿景。

2017 年，欧盟成立可持续金融高级别专家组 (HLEG) 负责提出明确的欧盟愿景。专家组提出的一条主要建议是，欧盟应通过“综合”指令明确投资者责任。欧盟积极响应专家组建议，确定可持续性 is 资本市场联盟 (Capital Markets Union) 项目的核心，并制定关于可持续融资增长的专门行动计划。

行动计划概述三个方面的十项改革：

- 推动资金流向可持续投资，实现可持续、包容增长：
 - 建立欧盟可持续活动分类体系。
 - 创建绿色金融产品标准和标签。
 - 促进可持续项目投资。
 - 提供投资建议时，纳入可持续性。
 - 制定可持续基准。
- 推动“可持续性纳入风险管理”主流化：
 - 进一步将可持续性纳入评级和研究。
 - 明确机构投资者和资产管理者的责任。
 - 将可持续性纳入审慎要求。
- 促进金融经济活动的透明度和长期主义：
 - 加强可持续性披露和会计规则制定。
 - 促进资本市场的可持续公司治理、扼制短期主义。

“ESG 是我们核心任务的一部分。我们希望确保证券市场运行良好，支持欧洲可持续增长。”

欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 企业事务部主任 Roxana De Carvalho

行动计划提出的首批立法议案于 2019 年通过。值得一提的是 2019 年 3 月通过的《金融服务业可持续性相关披露条例》。《条例》针对可持续性风险整合、投资者和财务顾问流程的不利可持续性影响以及金融产品的可持续性相关信息，做出透明度规定。

另外，《条例》鼓励投资者认识并降低投资对社会、环境的潜在不利影响。由于越来越多的投资者尝试了解投资的非财务结果，此举符合可持续金融议程的大方向。

欧盟委员会根据欧洲监管机构 (ESA) 的技术意见，起草修改《欧盟可转让证券集合投资计划指令》(UCITS Directive)、《偿付能力监管标准 II》、《另类投资基金管理者指令》(AIFM Directive)、《金融工具市场指令 II》、《保险销售指令》(Insurance Distribution Directive) 项下授权行为，阐明在解释审慎人原则、治理和风险管理时，均须考虑可持续性。

“任何有关受信责任和养老基金的讨论都必须认识到，养老基金需要考虑未来。我们目前正在开展定量和定性评估，评估养老基金为全球升温 2 度情景做准备的现状。”

欧洲保险和职业养老金管理局 (EIOPA) 政策部主任 Manuela Zweimueller

法国

	2018 年法国概况	人口: 6699 万
	GDP: 2.78 万亿美元	65 岁以上人口比例: 20.1%
	人均 GDP: 41,464 美元	基尼系数: 0.29
	市值: 2.37 万亿美元	CO2 排放量: 2.9282 亿吨
	PRI 签署方数量: 217 (22 家资产所有者)	CO2 人均排放量: 4.4 吨

“应对气候变化的《巴黎协定》不仅是一项环境条约，更为新的包容性发展模式奠定基础。法国致力于将金融打造为发展转型的推动力。”

法国生态与包容转型部部长 Brune Poirson

政策背景

法国一直坚定拥护国际气候行动。2002 年，美国拒绝签署《京都议定书》，时任法国总统雅克·希拉克 (Jacques Chirac) 呼吁各国采取行动，慨然指出“人类家园岌岌可危，大家却视若无睹”。此后，法国积极践行气候承诺，2015 年，法国组织第 21 届缔约方会议 (COP 21)，并通过《巴黎协定》。如今，法国继续协调国际气候行动，在美国宣布退出《巴黎协定》之际，组织首届“同一个地球峰会”凝聚支持力量。

1990 年至 2016 年间，法国温室气体排放量减少 16%。³⁹ 人均排放量为七国集团中最低，仅为 4.4 吨 CO₂/人，远低于七国集团 10.8 吨 CO₂/人的平均值。⁴⁰

³⁹ 网址: <https://www.lesechos.fr/industrie-services/energie-environnement/la-france-a-reduit-ses-emissions-de-gaz-a-effet-de-serre-en-2018-1030621>.

⁴⁰ 网址: <https://www.climate-transparency.org/wp-content/uploads/2017/07/B2G2017-France.pdf>.

如下所列的支持政策，制定了温室气体减排路径，并促进金融部门与减排目标保持一致：

- 《能源转型法》(Loi relative a la Transition Energétique pour la Croissance Verte) (2015年8月)⁴¹——通过全套政策，为法国气候行动提供共同框架。《能源转型法》制定减少温室气体排放和能源消耗、提高建筑能效、增加可再生能源的长期目标，并提供追踪工具，追踪各部门、各地区对低碳转型的贡献。
- 《能源与气候法》(Loi Energie et Climat) (2019年9月进行议会辩论)⁴²——通过一套新的长期目标，到2050年实现碳中和。

此外，法国政府制定实现高度可持续发展的若干战略，包括保护国家生物多样性、⁴³发展循环经济⁴⁴和扩大社会团结经济部门。⁴⁵为支持转型工作，法国政府创立570亿欧元的投资计划⁴⁶，释放投资机会加速低碳转型，增强法国人才吸引力，加强创新，发展数字服务。

自2001年以来，法国制定可持续金融政策框架，重点是开发可持续投资需求，继续加强政府下辖机构投资者(Caisse des Dépôts et Consignations、FRR、Ircantec和ERAFP)参与，并确保可持续投资报价的可靠性。

- 2001年:《薪资储蓄普及法》(Loi sur la généralisation de l'épargne salariale)第21条，要求职业养老金计划管理者按要求披露环境和社会问题如何影响决策。《新经济法法规》(Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques)要求法国公司披露环境和社会数据。
- 2010年:《格纳勒格法II》(Loi Grenelle II)第225条，要求公司实体(包括投资管理者)披露有关其业

务活动的环境和社会影响及其企业社会责任战略的经审计信息。

- 2015年:《能源转型法》第173条，要求法国机构投资者和投资管理者披露有关将气候和ESG风险纳入决策的信息。
- 2016年:成立两项政府主导的可持续金融产品加标计划:Greenfin和ISR。
- 2017年:注意责任(Loi relative au devoir de vigilance)，要求法国大型公司制定并披露关于供应链环境和社会风险的尽职调查政策。
- 2018年:法国证券市场监管局(AMF)可持续金融路线图，规定法国负责任投资市场的监管重点。
- 2019年:《企业转型与增长行动方案法》(Loi Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises)，通过若干条款明确董事责任，针对员工储蓄计划引进新的产品层面ESG要求，并替换《股东权利指令》。
- 《能源与气候法》更新2015年《能源转型法》，包括第173条。

法国受托人责任路线图⁴⁷

法国法律没有既定的受托人责任概念。但法国投资者熟悉受托人责任的许多基本原则，例如，忠诚和审慎责任、以应有的注意度行事等。因此，转向ESG整合需要制定专门的披露要求，而阐明投资者责任又需要修改现有法律框架，以改善ESG整合实践并扩大投资者ESG披露要求。

41 来源: www.iea.org

42 网址: <https://www.ecologique-solaire.gouv.fr/adoption-du-projet-loi-energie-climat-vers-neutralite-carbone-en-2050>

43 《恢复生物多样性、自然和景观法》，网址: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000033016237&categorieLien=id>

44 循环经济路线图，网址: <https://www.ecologique-solaire.gouv.fr/feuille-route-economie-circulaire-frec>，以及《循环经济反浪费法案》，网址: <https://www.ecologique-solaire.gouv.fr/loi-anti-gaspillage>

45 《社会团结经济法》，网址: <https://www.economie.gouv.fr/ess-economie-sociale-solaire/loi-economie-sociale-et-solaire>

46 2018-2022年投资大计划，网址: <https://www.gouvernement.fr/action/le-grand-plan-d-investissement-2018-2022>

47 网址: <https://www.unpri.org/sustainable-markets/fiduciary-duty>

路线图建议充分利用目前进展，加强法国在发展负责任投资方面的作用。除阐明投资者责任外，路线图建议：(i) 鼓励分析和衡量投资活动的影响，(ii) 为负责任投资的蓬勃发展创造环境，(iii) 加强政府与社会参与方合作。

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>监管行动</p> <p>法国政府应重新审视现有监管框架，阐明所有投资者（资产所有者和投资管理者）均应将ESG问题纳入投资流程和决策，结束“遵守或解释”做法。</p>	<p>欧盟《金融服务部门可持续性相关披露条例》⁴⁸的通过，建立起全欧盟投资者披露框架。法国正在修订第173条，将《条例》纳入法国监管框架。修订应确保欧洲框架未涵盖的规定（例如与《巴黎协定》保持一致）同样得到保障。</p> <p>目前，第173条的更新工作属于《能源与气候法案》的讨论范围，⁴⁹原第173条不涵盖投资者（而仅包括法国央行、再保险公司和为第三方投资组合提供咨询或管理服务的银行）。法国应当同步修改《欧盟可转让证券集合投资计划指令》、《偿付能力监管标准II》、《另类投资基金管理者指令》、《金融工具市场指令II》、《保险销售指令》项下授权行为，阐明在解释审慎人原则、治理和风险管理时，均须考虑可持续性。</p> <p>政府当局应与行业协会合作，建立工作机制，制定ESG整合最低标准。这可以确保投资者可比性，并促进监管。</p> <p>政府当局应与行业协会合作，建立工作机制，制定统一评估方法，评估投资者是否与《巴黎协定》等长期目标保持一致。</p>
<p>衡量影响</p> <p>法国政府应将社会和环境结果纳入金融机构职责。</p>	<p>2019年通过的《企业转型与增长行动方案法》(Loi PACTE)⁵⁰阐明，公司（包括保险公司和相互保险公司等大多数法国资产所有者），应考虑经营活动的社会和环境影响。《企业转型与增长行动方案法》也让公司有机会将公司对社会的广大责任（raison d’être）纳入公司法律地位。</p> <p>《企业转型与增长行动方案法》延伸公司（包括部分投资者）责任的定义，纳入广大利益相关方受到的环境和社会影响，但未对公司整合环境和社会结果作出任何监督或透明度规定。</p> <p>不过，《金融服务部门可持续性相关披露条例》已针对投资者和财务顾问流程的不利可持续性影响做出透明度规定，将进一步鼓励投资者认识并降低投资对社会和环境的潜在不利影响。</p>

48 参见PRI关于《欧盟金融服务部门可持续性相关披露条例》的简报。

49 网址：<https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/adoption-du-projet-loi-energie-climat-vers-neutralite-carbone-en-2050>。

50 网址：<https://www.legifrance.gouv.fr/affichLoiPubliee.do?idDocument=JORFDOLE000037080861&type=general&legislature=15>。

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>有利环境 法国政府应当提高可持续金融产品的透明度和系统性。</p>	<p>《企业转型与增长行动方案法》其中一条规定增加人寿保险对可持续投资的需求。从 2020 年开始，客户购买人寿保险产品时，保险公司应向客户提供社会影响力基金或有社会责任投资标签、绿色金融标签的基金。</p> <p>近年来，保险公司一直推动法国负责任投资增长。该规定应确保保险公司继续推动可持续投资需求，同时满足最终投资者的 ESG 偏好。</p> <p>政府应对员工储蓄计划制定类似要求。</p>
<p>尽职管理 法国证券市场管理局（AMF）应提高投资者与发行人的对话效率。</p>	<p>《企业转型与增长行动方案法》中包含替换《股东权利指令》的要求。法国投资者现需制定参与政策，并每年报告政策执行情况。</p> <p>AMF 应就参与政策的内容提供指导，且政策需明确要求投资者参与可持续性相关问题。</p> <p>AMF 应大力提升年度股东大会的股东民主水平，降低提交股东决议的要求，并提高（代理）投票过程透明度。</p>
<p>加强政府与社会参与方合作</p>	<p>法国监管机构 AMF 和 ACPR 宣布加强合作，监督投资者的可持续性披露和投资者对可持续融资承诺的执行情况。监管机构将发布年度报告，提出改进建议。</p> <p>另外，AMF 成立可持续金融和气候委员会。委员会由专家组成，应成为金融市场参与者的合作平台。</p>

德国

	2018 年德国概况	人口：8293 万
	GDP：3.997 万亿美元	65 岁以上人口比例：21.66%
	人均 GDP：48,196 美元	基尼系数：0.29
	市值：1.75 万亿美元	CO ₂ 排放量：7.3162 亿吨
	PRI 签署方数量：95(21 家资产所有者)	CO ₂ 人均排放量：8.88 吨

“各司法管辖区监管机构需阐明 ESG 整合完全符合养老基金受托人责任。”

国际养老金监管官组织 (IOPS) 秘书长 André Laboul

德国政府为更好地配合实施“欧盟融资可持续增长行动计划”，于 2019 年 3 月成立可持续金融咨询委员会，预计 2019 年 10 月公布工作方案。委员会工作分为以下几个领域：可持续金融战略与沟通、金融市场稳定与风险管理、披露与最终消费者 / 客户（机构客户、零售客户）。

德国受托人责任路线图⁵¹

虽然受托人责任在德国司法体系下不是明确的法律术语，但《资本投资法》(Kapitalanlagegesetzbuch-KAGB) 规定受托人有责任为最终投资者的最大利益服务，《养老保险法》(Versicherungsaufsichtsgesetz-VAG) 也包含审慎人原则。德国路线图建议政府在可持续金融、养老金和基金管理者的监管澄清和 ESG 披露方面发挥领导作用。

政策背景

长期以来，德国一直致力于引进、推行可持续发展机制、政策框架和实践。例如，2000 年出台《可再生能源法》之后，可再生能源在发电装机容量中所占份额提升至 40% 左右。与此同时，德国逐步淘汰核能，近期决定逐步淘汰燃煤发电。但由于近年进展有所放缓，德国有可能无法实现温室气体减排目标。

德国经济以工业和制造业为主，因此工商业较强。与其他市场相比，德国金融业规模相对较小。金融活动主要集中于公司融资和银行业务，投资相关业务较少。公共养老金体系采用现收现付方式，基本没有资本市场投资。迄今为止，德国没有专门针对可持续金融和投资的总括性立法倡议。

51 网址：<https://www.unpri.org/sustainable-markets/fiduciary-duty>

优先建议和后续监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>政府领导</p> <p>联邦政府应当释放重视可持续金融的强烈信号。政府相关基金也应展现领导力。</p>	<p>为更好地配合欧盟委员会最新的、总括性的政策动向即“欧盟融资可持续增长行动计划”），德国政府于 2019 年 3 月成立可持续金融咨询委员会，预计 2019 年 10 月公布工作方案。</p> <p>该工作方案应包括落实可持续融资战略的量化目标和承诺及其实现时间。</p>
<p>机构投资者</p> <p>法律明确性和一致性：</p> <p>修改《养老保险法》（Versicherungsaufsichtsrecht - VAG）的审慎人原则，纳入新版欧盟《职业退休准备金机构（IORP II）指令》相关内容。期间，财政部应提议对《养老金保险法》作其他修改，阐明所有机构投资者都应考虑具有财务实质性的 ESG 问题。</p> <p>为即将出台的欧盟指令做准备：</p> <p>应向德国职业退休准备金机构（Pensionfonds, Pensionkassen）提供工具、教育和最佳实践案例研究，帮助他们为 IORP II 和《股东权利指令》的 ESG 规定做好准备。</p> <p>新的固定缴款（DC）计划应公开作出负责任投资承诺，考虑并响应计划成员的偏好。</p> <p>基金管理者</p> <p>德国联邦金融监管局（BaFin）应发布基金管理者指南，阐明《资本投资法》（Kapitalanlagegesetzbuch - KAGB）要求关注 ESG 问题。</p>	<p>鉴于欧盟境内进展，德国关于法律明确性的建议已不再适用。欧盟继续优先考虑受托人责任问题，特别取得下列进展：</p> <ul style="list-style-type: none"> 关于金融服务业可持续性相关披露的新法规，要求投资者披露其整合财务实质性 ESG 风险的详细政策。 此外，欧洲监管机构建议欧盟委员会修改《金融工具市场指令 II》、《偿付能力监管标准 II》、《保险销售指令》、《欧盟可转让证券集合投资计划指令》、《另类投资基金管理者指令》，阐明 ESG 是治理、风险管理和披露工作的一部分。 <p>上述规定预计如期生效。</p>
<p>落实《企业社会责任指令》</p> <p>德国联邦司法与消费者保护部（BMJV）应向公共利益实体发布新要求合规指南，包括下列两项：</p> <ul style="list-style-type: none"> 对于金融公司，投资活动属于报告范围。如果有可能，报告应遵守 IORP II 和《股东权利指令》即将发布的报告要求。 对于非金融公司，养老金计划、合同信托协议等投资活动属于报告范围。 <p>德国议会应监督《商法典》（Handelsgesetzbuch）修正案的实施情况，确保高质量的 ESG 因子披露，明确 ESG 因子与公司商业模式和风险因子之间的联系；实现各行业、各投资组合、跨时间的投资者可比性。</p>	<p>根据欧盟委员会的新授权（2019-2024 年），NFRD 可能会进行修订。</p>

日本



2018 年日本概况	人口: 1.2653 亿
GDP: 4.97 万亿美元	65 岁以上人口比例: 27.47%
人均 GDP: 39,287 美元	基尼系数: 0.34
市值: 5.3 万亿美元	CO₂ 排放量: 11.4713 亿吨
PRI 签署方数量: 75 (20 家资产所有者)	CO₂ 人均排放量: 9 吨

“日本政府养老投资基金 (GPIF) 作为一家广泛所有者 (universal owner), 职责不是战胜市场, 而是提升资本市场的可持续性。”

日本政府养老投资基金首席投资官 Hiro Mizuno

政策背景

2019 年 4 月, 日本首相安倍晋三在制定《巴黎协定》长期增长战略的第五次会议上指出: “我们需要颠覆性创新, 而不仅仅是延伸现有技术, 如此才能有力应对全球气候变化问题, 实现无碳社会的终极愿景。”

日本政府认为可持续投资是日本未来的增长机会。继发布非金融企业绿色投资指南后, 计划发布金融机构绿色投资指南。日本经济团体联合会 (Keidanren) 是一家大型行业协会, 已经成立专注可持续发展目标政策的内部委员会。2018 年 6 月, 日本证券交易所 (JPX) 发布修订版《日本公司治理法》, 旨在提高董事会效率。JPX 还成立了可持续性委员会, 直接向集团首席执行官报告, 以促进 ESG 整合。

2017 年, 日本金融厅 (FSA) 修订《日本尽职管理守则》, 并在 2018 年与 JPX 共同修订《公司治理准则》。新版《尽职管理守则》作出下列要求:

- 资产所有者尽可能参与尽职管理活动, 保障最终受益人的利益。
- 针对可能对表决权行使和 / 或公司对话产生重大影响的利益冲突, 资产管理确定可能导致该等利益冲突的具体情况, 建立治理体系, 并加强治理机制。
- 机构投资者以每个议程事项为基础披露对每个被投资公司的投票记录。

修订版《公司治理准则》界定了企业养老基金的资产所有者角色。这一原则突显出企业养老基金与其发起人之间的关系, 并能确保企业养老基金具有履行高质量尽职管理职责的能力。由于企业养老基金的管理工作影响资产组成的稳定性, 进而影响员工和公司自身财务状况, 因此公司应实施并披露人力资源和运营实践的改善措施, 如招聘或委派合格人才, 提高企业养老基金的投资管理专业技能 (包括监督资产管理器等尽职管理活动), 从而确保企业养老基金发挥资产所有者的作用。公司应确保妥善处理养老基金受益人与公司之间可能出现的利益冲突。

经济产业省 (METI) 2018 年发布可持续发展目标管理 / ESG 投资报告, 2017 年发布《协作创造价值指南》, 鼓励投资者与公司对话。

环境省也发布了关于 TCFD 情景分析、环境报告、环境披露改善 ESG 投资、绿色债券等专题的若干方案和指南。

金融服务机构、经济产业省和环境省支持建立由行业主导的 TCFD 联盟。联盟旨在促进投资者与公司根据 TCFD 气候相关财务披露建议进行建设性对话。日本是全球 TCFD 支持者数量最多的国家, 其中三分之一是非金融公司。

日本受托人责任路线图⁵²

日本路线图列出五类建议：尽职管理与参与、公司治理、ESG 披露与养老金计划指导、公司披露以及资产所有者领导力。

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>尽职管理与参与</p> <p>FSA 应加强监督《尽职管理守则》。日本应制定法规强制披露代理投票记录。鼓励企业养老金计划签署《尽职管理守则》。</p>	<p>2017 年，FSA 修订《尽职管理守则》。此后，机构投资者必须披露各家被投资公司的投票权结果。FSA 推动企业养老基金理解尽职管理守则，鼓励它们参与尽职管理活动。</p>
<p>公司治理</p> <p>FSA 应每三年审查一次《公司治理准则》，力求加强《公司治理法》项下主要 ESG 问题（如交叉持股）的披露，并继续施加压力，提高公司治理要求。</p>	<p>2018 年，FSA 和 JPX 修订《公司治理准则》，要求公司养老基金等资产所有者在尽职管理活动中发挥监督作用。修订版《公司治理法》建议投资者和公司深化关于交叉持股的交流合作（尽管近期交叉持股减少，但交叉持股占表决权的比例仍然很高）。公司需要评估交叉持股，在具体审查各持股的目的、利益和风险后，明确披露、解释评估结果。</p> <p>2019 年，FSA 修订公司披露法规，完善公司治理相关信息披露。交叉持股的披露工作因此得到强化，参与交叉披露的投资者数量从 30 家增加到 60 家。</p>
<p>ESG 披露与养老金计划指导</p> <p>厚生劳动省（MHLW）应要求养老金计划披露如何在投资流程中考虑 ESG 问题，以及是否签署《尽职管理守则》。</p>	<p>2018 年，MHLW 修订固定给付公司养老金的资产管理者角色和职责指南，额外要求在选择和委任资产管理者时考虑 ESG 因子，并鼓励采纳尽职管理守则。</p>
<p>公司披露</p> <p>a. 经济产业省（METI）和 FSA 应审查公司披露的实质性 ESG 信息的质量和可比性。</p> <p>b. JPX 应发布上市公司 ESG 指南。</p>	<p>METI 发布《Ito 审查报告 2.0》和《协作创造价值指南》，包括 ESG 信息披露方法论。领台企业必须在综合报告中披露 ESG 相关信息。</p>
<p>资产所有者领导力</p> <p>GPIF 的投资范围广泛，管理规模巨大，并拥有强大影响力，应带头建立尽职管理、参与和公司治理的市场规范。</p>	<p>GPIF 于 2017 年修订投资原则，纳入 ESG 问题，并从 2016 年开始发布年度尽职管理活动报告。</p>

52 网址：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century-japan-roadmap/262.article>

南非

	2018 年南非概况	人口: 5778 万
	GDP: 3663 亿美元	65 岁以上人口比例: 5.48%
	人均 GDP: 6,340 美元	基尼系数: 0.62
	市值: 8653.3 亿美元	CO ₂ 排放量: 4.1437 亿吨 (临时数据)
	PRI 签署方数量: 61 (9 家资产所有者)	CO ₂ 人均排放量: 7.4 吨

“气候变化等【ESG】因子相关风险，可能与特定投资或基金整体投资的长期绩效相关，如果不考虑此类风险，则可能违反谨慎勤勉义务。”

“因此，董事会成员必须采取一切合理措施，获取气候变化相关风险信息，在行使基金投资权时，将此类风险纳入考虑范围，从而做出明智的投资决定。”

Fasken 律师事务所，Just Share 和 ClientEarth 委托编制的 2019 年养老基金法律意见⁵³

政策背景

南非《国家发展计划》(NDP)的目标是到 2030 年消除贫困、减少不平等。为实现这一目标，《计划》强调发展包容经济、建设能力、增强国家实力以及促进全社会领导和伙伴关系非常重要。《计划》提出金融和投资领域的长期重点。

最近，联合国开发计划署 (UNDP) 开展研究，将联合国可持续发展目标投射到《计划》目标，发现 74% 的可持续发展目标已经在南非国家发展计划中有所体现，26% 没有体现。值得注意的是，在这 26% 的可持续发展目标中，又有 73% 体现在其他部门战略中，因此已经进入国家规划体系。如此一来，只剩下 27% 没有任何体现，而主要原因是这些目标与南非无关。

目前，南非国家财政部与国际金融公司 (IFC) 合作开展的可持续国家金融体系发展项目，进入收尾阶段。项目报告预计概述关于金融和投资重点工作的国家目标和政策目标、公正转型的适当途径以及为实现可持续发展目标对应的当地目标所需采取的针对性行动。报告将于 2019 年 10 月发布。

《养老基金法》(PFA) 项下《条例 28》目前正在施行中，规定了基金及其董事会必须始终遵守的一系列原则。其中一条是，“【董事会】必须在投资资产之前和期间，考虑可能对资产的可持续长期绩效产生实质性影响的因子，包括

但不限于环境、社会和治理因子”。任何与基金投资相关权力、职能的受托人（如资产管理者和资产顾问），也必须遵守这一原则。

金融业行为监管局（FSCA）最近发布 2019 年 FSCA 第 1 号公告，以及针对退休基金投资政策声明的《投资与资产可持续性指导通知》。《指导通知》列出 FSCA 要求基金在投资政策声明中纳入的可持续投资基本内容，以及 FSCA 与可持续性相关的某些披露和报告要求。

南非在综合报告领域不断成长发展，早在 2010 年，《国王公司治理法》就已纳入约翰内斯堡证券交易所（JSE）的上市要求。近年来监管机构又提出额外的综合报告要求。

图提出的所有四个建议领域（监管指导、加强尽职管理、投资者教育、公司报告）均有具体进展。

南非受托人责任路线图⁵⁴

2019 年初，一家股东积极主义组织委托某律所，针对南非养老金受托人在气候变化方面的作用出具法律意见。该意见建立在受托人责任的现代定义之上，明确指出依照普通法原则和 PFA《条例 28》，养老金董事会如果不考虑气候变化引起的实质性金融风险，则可能构成失职。该意见符合南非原受托人责任路线图提出的建议，反映了受托人在负责任投资中的作用取得成长和发展。南非路线

54 网址：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century-south-africa-roadmap/263.article>

优先建议和后续监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>监管指导</p> <p>a. FSB 应提供实践指导，加强《条例 28》对南非养老金计划投资实践的影响，并积极监督实践进展。</p> <p>b. FSB 应审查投资管理者的投资委托，确保投资委托体现《条例 28》规定的投资实践要求。</p> <p>c. 南非行业协会和 FSB 应为受托人就 ESG 整合问题与投资顾问互动提供实践指导。</p>	<p>2019 年 6 月，金融业行为监管局（FSCA）（原 FSB）发布《投资可持续性指导说明》，以及面向投资者的解释公告。</p> <p>FSCA 指出，各方将共同努力，在未来几年内大幅减少市场上单一结构基金的数量，这也符合路线图的建议。</p> <p>《指导说明》重申，投资者需要制定适当的投资政策声明，必须考虑可能影响投资可持续性的所有因子，包括但不限于 ESG 因子。同时，《指导说明》为投资者提供了可持续性定义和 ESG 问题示例。《指导说明》不具强制性，而是列出最佳实践指南和监管机构“期望”，旨在推动市场采用最佳实践原则，而不是规定具体行动。</p> <p>投资者与监管机构正在讨论，修改投资委托对于有效执行《指导说明》提出的最佳实践指南可能产生的潜在价值。</p> <p>FSCA 应提出具体时间表，落实《指导说明》概述的最佳实践原则，要求投资者必须能够在最后期限之前取得实质性进展。这需要评估市场相关的自我监管能力（即测试“市场推动”是否有效），明确 FSCA 在必要情况下采取进一步行动的时间（例如，将《指导说明》转为具有法律约束力的指令）。</p> <p>FSCA 应修改投资委托模板，纳入 ESG 考量，从而更有效地执行《指导说明》提出的建议。</p> <p>FSCA 应阐明投资顾问在满足《指导说明》提出的要求方面起到的作用。</p>
<p>尽职管理</p> <p>支持《南非负责任投资守则》（CRISA），增加资源，成立常驻秘书处，负责南非尽职管理和负责任投资工作。</p>	<p>南非储蓄与投资协会（ASISA）负责任投资委员会委托审查 CRISA，审查目前正在进行。</p> <p>预计审查完成后，审查方会建议设立新实体（暂称为南非负责任投资中心），负责管理 ESG 和负责任投资相关活动，并从南非逐步扩大到整个非洲地区。实体可获得丰富资源，致力于确保投资者履行 CRISA 承诺。《守则》内容不断丰富，未来将涵盖所有资产类别。“新升级版”CRISA 预计于 2020 年第 1 季度“发布”。</p> <p>CRISA 应继续与 ASISA 和南非董事协会（IoDSA）密切合作，确保成为并一直是南非负责任投资活动的有效枢纽。</p>
<p>投资者教育</p> <p>ESG 问题应成为国家受托人培训资格框架的核心。培训认证机构和行业组织（如 Batseta 和 ASISA）应合作提供培训，提升市场对 ESG 投资方法的认识。</p>	<p>Batseta 和 ASISA 向受托人提供 ESG 整合和负责任投资培训。培训由当地认证。</p> <p>虽然 Batseta 和 ASISA 已经向受托人提供负责任投资培训，但培训覆盖范围仍有很大提升空间。PRI 目前与培训认证机构合作，发现潜在合作领域。</p> <p>Batseta 和 ASISA 应加强负责任投资教育课程，做好培训推广（即：向市场宣传负责任投资培训是受托人责任的核心，转变投资者认为 ESG 是“锦上添花”的观念）。</p>
<p>公司报告</p> <p>FSB、约翰内斯堡证券交易所（JSE）等南非利益相关方，应根据国际金融稳定委员会气候相关财务披露工作组（TCFD）的报告，审查实质性 ESG 因子的报告质量。</p>	<p>负责任投资工作不断推进，市场取得长足进展，特别是市场已经将尽职管理守则纳入报告要求，JSE 也对上市公司增加非财务报告要求。</p> <p>监管机构和 JSE 应考虑将 TCFD 建议纳入报告要求。</p>

英国

	2018 年英国概况	人口: 6649 万
	GDP: 2.825 万亿美元	65 岁以上人口比例: 18.65%
	人均 GDP: 42,491 美元	基尼系数: 0.35
	市值: 3.64 万亿美元	CO₂ 排放量: 3.7114 亿吨
	PRI 签署方数量: 386 (55 家资产所有者)	CO₂ 人均排放量: 5.7 吨

“新法规首次要求英国职业养老金计划明确、公开解释如何考虑环境、社会和治理因子，包括气候变化。”

英国养老金大臣 Guy Opperman

政策背景

英国虽然是促成气候变化的主要国家之一，但也是气候行动的领先国。自 1990 年以来，英国已经减少 40% 以上排放量，同期 GDP 增长 70%。英国通过《2008 年气候变化法》，成为第一个作出具有法律约束力的长期减排承诺的国家。

气候变化仍然是英国政府的重点工作领域，并被纳入下列目标和战略：

- 净零排放（2019 年 6 月）⁵⁵——英国政府根据气候变化咨询委员会的建议，承诺到 2050 年把温室气体排放量降至零。
- 清洁增长战略（2017 年 10 月）⁵⁶——包含一系列政策和建议，计划在减少排放的同时，提升经济增速。战略主要目标包括发展蜚声国际的绿色金融能力，通过投资、合作展现碳捕集、利用与封存领域的国际领先地位，完善可再生能源技术入市途径，以及制定电力部门的总碳价目标。
- 英国工业战略（2017 年 11 月）⁵⁷——工业战略由五个核心部分组成，其中之一涉及推动基础设施投资，关注交通、住房和数字基础设施。

2019 年 7 月，英国制定绿色金融战略，旨在使私人部门资金流动促进清洁、环境可持续性和复原力增长，同时加强英国金融服务业竞争力。绿色金融战略由下列三部分组成：

55 网址：<https://www.gov.uk/government/news/uk-becomes-first-major-economy-to-pass-net-zero-emissions-law>.

56 网址：<https://www.gov.uk/government/publications/clean-growth-strategy>.

57 网址：<https://www.gov.uk/government/publications/industrial-strategy-building-a-britain-fit-for-the-future>.

金融绿色化——将气候和环境因子作为金融和战略要务纳入主流：

- 建立共识。
- 明确角色和职责。
- 促进透明度，纳入长期方法。
- 构建稳健、统一的绿色金融市场框架。

为绿色融资——调动私营资金，促进清洁、复原力增长：

- 建立稳健的长期政策框架。
- 改善绿色投资融资渠道。
- 消除市场障碍，进行能力建设。
- 制定创新方法和新工作方式。

把握机会——巩固英国在绿色金融领域的领先地位：

- 巩固全球绿色金融中心地位。

- 定位在绿色金融创新、数据和分析前沿。
- 培养绿色金融的技能和能力。

英国受托人责任路线图⁵⁸

受托人责任要求投资者在投资流程中考虑长期价值驱动因素，ESG 因子是此类投资评估的核心。英国对受托人责任的这一认识，与法律委员会（Law Commission）《投资中介机构受托人责任报告》的调查结果一致，⁵⁹ 报告指出“受托人考虑具有或可能具有财务重要性的环境、社会和治理因子，不面临任何障碍”。对于投资活动，重要的不是因子的来源，而是其财务重要性。

法律委员会在指南报告中对 ESG 整合和社会投资策略加以区分。ESG 整合的主要目的是实现财务回报。但社会投资策略的目的不一定与实现财务回报有关，而往往依据道德基准筛选行业或股票，缩小现有投资范围。因此，社会投资策略和 ESG 整合并不相同。

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>投资法规</p> <p>就业与养老金部（DWP）应重新审议《投资条例》，阐明考虑 ESG 因子是审慎投资决策的核心。</p>	<p>2018 年 9 月，DWP 发布《投资条例》修正案，要求养老金计划在投资原则声明（SIP）中说明如何考虑 ESG 因子。《条例》自 2019 年 10 月起生效。</p> <p>《条例》提出的要求适用于至少有 100 名成员的受托制计划。原《条例》要求各计划说明成员意见和实体经济影响等“非财务事项”，修改后仅要求自行选择说明如何处理非财务事项即可。</p> <p>养老金监管机构（TPR）和 DWP 应监督合规情况，确保养老金计划在修改 SIP 的同时，切实转变投资行为，将 ESG 问题有效纳入投资决策。</p> <p>DWP 应与金融行为监管局 FCA 共同制定指南方针，指导养老金计划将成员意见和偏好纳入投资策略。</p>
<p>尽职管理与参与</p> <p>a. 法规、指南应规定尽职管理责任，阐明股东权利是为受益人争取最大利益的资产。</p> <p>b. 财务报告委员会（FRC）应扩大《尽职管理守则》的范围，明确纳入 ESG 因子，继续监督并公开披露签署人根据《尽职管理守则》编制报告的质量。</p>	<p>《投资条例》修正案要求养老金计划说明尽职管理政策（如有）。此外，2019 年 6 月，英国实施《股东权利指令》修正案，要求资产管理者 and 资产所有者在“遵守或解释”的基础上披露参与政策，包括 ESG 和投票方法。</p> <p>FRC 预计 2019 年 10 月发布最新版《尽职管理守则》。新版本预计会在所有资产类别中明确纳入实质性 ESG 因子。</p> <p>虽然《投资条例》和修订版《股东权利指令》对投资者披露尽职管理政策和活动的要求更高，但并未明确要求投资者参与尽职管理。</p> <p>FRC 应确保新版守则的报告框架关注尽职管理成果、流程和活动。FRC 应进一步确保根据新版守则开展的签署方分级，其依据应是尽职管理活动的质量，而不是披露信息的质量。</p>

58 网址：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century-uk-roadmap/264.article>

59 网址：<https://www.lawcom.gov.uk/project/fiduciary-duties-of-investment-intermediaries/>

优先建议和监管发展

路线图建议	目前进展和后续措施
<p>投资顾问</p> <p>a. 金融行为监管局（FCA）应扩大投资建议的监督范围，纳入投资顾问提供的 ESG 因子相关建议。</p> <p>b. 养老金监管局（TPR）应指导受托人与投资顾问展开互动，帮助受托人审查建议和绩效。</p>	<p>继业内竞争问题接受调查后，FCA 于 2019 年 2 月要求英国财政部扩大监管范围，涵盖投资顾问所有主要活动，包括 ESG 相关服务。</p> <p>2019 年 6 月，竞争与市场管理局（CMA）出台新规，要求受托人为投资顾问制定目标。2019 年 7 月，TPR 发布关于受托人制定目标的指南草案。</p> <p>此前，CMA 对投资咨询和受托管理行业的竞争问题开展调查。调查结束后，CMA 建议扩大 FCA 的监管范围，纳入投资顾问所有主要活动，包括 ESG 问题，但该建议并不属于调查内容。CMA 另建议 TPR 制定指南，支持养老金计划受托人获得和使用优化信息。</p> <p>英国财政部应批准扩大 FCA 监管范围。鉴于现有欠缺之处⁶⁰和英国资产所有者不断提升的要求⁶¹，FCA 监管应明确包括与 ESG 问题特别是气候变化问题有关的服务。ESG 问题应作为投资顾问费用披露的核心服务。</p>
<p>公司报告</p> <p>通过实施《非财务报告指令》（NFRD），制定标准化、可比较的方法，用于报告与投资者相关的实质性 ESG 因子。</p>	<p>英国已实施 NFRD 并发布指南，指导公司满足相关要求以及《公司法》项下其他 ESG 报告要求。英国《绿色金融战略》也要求所有上市公司和大型资产所有者，到 2022 年均按照 TCFD 建议开展披露。</p> <p>2018 年 7 月，FRC 发布指南，指导公司确保战略报告、董事报告符合《公司法》和 NFRD 要求。根据 2019 年 7 月发布的《绿色金融战略》，关于 TCFD 建议实施进展情况的中期报告将于 2020 年发布，且英国监管机构联合工作组将探讨 TCFD 报告的强制规定。</p> <p>监管机构应继续监督 TCFD 报告水平，并确保各方编制 TCFD 指导文件的工作保持一致。</p> <p>新成立的影响力投资研究所应与 PRI、影响力管理项目和绿色金融研究所等现有组织合作，为公司和投资者制定影响力报告指南。此举同时有助于投资者根据新版《尽职管理守则》提交报告。</p>
<p>计划治理</p> <p>a. 应加强固定缴款（DC）计划的治理安排，提升对 ESG 因子的关注。</p> <p>b. 应要求养老金计划考虑规模对治理质量的影响，并在必要时考虑合并。</p>	<p>2019 年 4 月，FCA 发布关于扩大独立治理委员会（IGC）职权范围的征求意见稿，提议授权 IGC 监督 ESG 和其他实质性问题、尽职管理和成员偏好。</p> <p>FCA 对 ICC 职权范围的拟议修改，试图使合同制养老金符合 DWP 针对受信制养老金制定的《投资条例》修正案。然而，由于两种养老金计划存在结构差异，修改是否足够深入仍存疑问。</p> <p>除了征求意见稿中提出的扩大 ICC 职权范围之外，FCA 还应处理 ICC 独立性、问责制、报告和技能等问题⁶²，这属于 2019/20 年度 ICC 有效性审查的内容。</p> <p>2019 年 2 月，DWP 发布征求意见稿，提议小型养老金计划每三年进行一次合并评估。</p> <p>2019 年 7 月，TPR 进一步发布关于消除小型养老金计划合并障碍的征求意见稿。</p> <p>DWP 之所以鼓励养老金计划相互合并，部分原因与政府的耐心资本审议（Patient Capital Review）有关，审议发现英国养老基金大量投资上市股权和债券，另类投资很少。DWP 在鼓励合并的同时，采取其他措施提升养老基金对基础设施等非流动性投资的配置。</p> <p>DWP 应要求养老金计划每三年评估一次合并利益。该要求不应局限于资产达 1000 万英镑的养老金计划，而应纳入同样可以从合并中受益的中型和大型养老金计划。如果合并数量没有实际增长，则 DWP 应重新审视政策适当性。</p>

60 网址：<https://www.unpri.org/sustainable-financial-system/investment-consultants-services-review/571.article>.

61 例如，《投资条例》修正案和《绿色金融战略》要求大型资产所有者到 2022 年根据 TCFD 建议开展披露。

62 网址：https://www.unpri.org/Uploads/e/v//prietterigcsandcontractpensions_783269.pdf.

美国

	2018 年美国概况	人口: 3.2717 亿
	GDP: 20.49 万亿美元	65 岁以上人口比例: 15.8%
	人均 GDP: 62,641 美元	基尼系数: 0.39
	市值: 30.44 万亿美元	CO₂ 排放量: 48.3308 亿吨
	PRI 签署方数量: 474 (47 家资产所有者)	CO₂ 人均排放量: 14.95 吨

“从根本上说，证券法历史表明，解决 ESG 问题需要强制性规定。实施个体自愿披露会产生选择效应，只有问题最小的公司才会改变，所以强制披露是参与美国市场的基本要求。一次性披露使投资者无法对公司和行业进行比较，从而加大了追究公司管理人员责任的难度。我们必须及时提高此类关键可持续性问题的透明度，才能采取有针对性的措施。”

美国证券交易委员会委员 Robert Jackson

政策背景

在美国，人们对于气候变化以及资本市场助力社会和经济变革的意见，呈两极分化。因此，政党更迭对联邦政策和州政策都有巨大影响。2018 年 11 月，众议院领导换届，为推行可持续投资政策提供了新的机会。众议院领导借机引进相关立法，并展开辩论和投票。

然而，美国修改法律需要众议院、参议院和总统达成一致。因此，必需三方领导都同意采取行动，要求受托人将 ESG 因子纳入投资决策。由于政治两极分化，三方达成一致的情况只有两种，一是执政党更迭，二是国家来到紧要关头，广大社会要求国家对气候变化、不平等危机作出明确的政策响应。

关于公众希望企业和金融实体在社会中扮演怎样的角色，国内舆论已经开始转变。商界也开始承认并应对这一转变。例如，2019 年 8 月，由美国大型企业首席执行官组成的游说组织商业圆桌会 (Business Roundtable)，发表经 181 名公司首席执行官签署的声明，承诺在制定商业决策时，将员工、社区等利益相关方的利益置于股东利益之上。这有可能促成进一步转变，创造加强企业界合作的机会，促进受托人责任乃至 ESG 整合方面的积极政策变更。

美国证券交易委员会 (SEC)、劳工部 (DOL) 等监管机构，负责解释、实施和执行司法管辖区域内法律。DOL 除其他职责外，还负责监督私人部门退休计划受托人 (ERISA 受托人)，执法保证受托人履行向客户提供退休建议的义务。SEC 对适用于资本市场活动和投资者保护的律拥有较大权力。

DOL 定期发布与 ERISA 受托人的义务相关的政策声明，却给监督私人部门退休计划的负责人造成理解困难。最近的 2018 年《实操辅助公告》(FAB) 重申 DOL 的长期立场，即“如果 ESG 因子涉及的商业风险或机遇本身构成经济考量”，则受托人有义务在投资决策中考虑 ESG 因子。同时，DOL 又指出，受托人“必须避免轻易将 ESG 问题视为任何特定投资选择的经济相关考量”。虽然《公告》没有实质性改变 DOL 立场，即投资受托人需考虑实质性经济因子 (包括 ESG 因子)，但其中的解释说明给私人养老金计划的受托人带来不确定性。

SEC 作为市场监管机构，负责执行与公司披露相关的法定要求。受托人能否有效地将 ESG 因子整合到投资决策，取决于能否获得一致、可比较的 ESG 数据。虽然投资者呼吁实施适用于公众公司的全面 ESG 披露要求，但 SEC 至今无视投资者要求。2019 年 8 月，SEC 发布规则提案，一旦通过，将改变公司披露规则，上市公司对其风险披露的性质有更大决定权。该规则提案将建立基于原则的人力资本问题披露制度，但未解决气候变化问题。

美国受托人责任路线图⁶³

美国是世界上规模最大的经济体和 PRI 最大的市场。越来越多的美国投资者认识到纳入 ESG 因子的长期价值。投资管理者和资产所有者看到 ESG 的长期机会，但在制定政策支持 ESG 整合和明确受托人责任方面仍然存在重大障碍。

优先建议和监管发展

路线图建议	取得的进展
<p>投资者教育</p> <p>受托人委员会应确保在 ESG 问题上的能力和胜任力。这应由行业主导。</p>	<p>PRI 学院于 2017 年底推出受托人网络课程，迄今已培训 338 名受托人、养老基金员工和投资顾问。</p> <p>此外，PRI 最近推出负责任投资审查工具，已进行试用，供资产所有者受托人和董事会审查负责任投资策略、目标和落实情况。由于资产所有者所作承诺与实际履行情况存在巨大差距（如向 PRI 提交的报告所述），负责任投资审查工具是可持续金融体系项目的一部分。</p> <p>资产所有者受托人和董事会应使用负责任投资审查工具和 PRI 学院课程，加强组织 ESG 教育，提升组织处理 ESG 问题的胜任力。</p>
<p>公司报告</p> <p>美国证券交易委员会（SEC）应更新《条例 S-K》，确保 ESG 因子的高质量披露。</p>	<p>2018 年 10 月，SEC 收到请愿，请求修改《条例 S-K》要求发行人披露 ESG 信息。SEC 未针对请愿采取任何行动。最近《条例 S-K》的修订提案由于采用按原则披露（而不是逐项披露），且未做出气候风险披露要求，因此引起担忧。这会导致投资者信息不一致，缺乏透明度。</p> <p>众议院金融服务委员会通过《2019 年气候风险披露法》，要求公众公司披露气候相关风险信息。参议院也出台类似法律。该法不太可能在短期内取得进展。多名总统候选人都是该法的共同发起人，并在竞选中开展气候风险披露。</p> <p>国会应授权 SEC 采取行动，要求上市公司在《条例 S-K》申报文件中披露 ESG 因子。</p>
<p>投资顾问</p> <p>行业利益相关方应在现有指南的基础上，为受托人和受托人制定计划，将 ESG 因子纳入投资顾问服务。</p>	<p>2017 年，PRI 对资产所有者和投资顾问展开调查，发现大多数人没有在投资实践中考虑 ESG 问题。PRI 最近发表《投资顾问与 ESG：资产所有者指南》。⁶⁴</p> <p>投资顾问在履行对客户的义务时，应将实质性 ESG 因子纳入其服务，尽量扩大投资机会。</p>
<p>尽职管理与参与</p> <p>美国证券交易委员会（SEC）自 2017 年起开始考虑调整代理流程。</p>	<p>SEC 最近通过关于代理投票的指南。PRI 认为，该指南可能给受托人履行代理投票义务造成额外成本，并为代理顾问带来额外诉讼风险，因此对投资者有害。SEC 还表示，计划对代理投票法规进行进一步改革，这将影响公司可由代理人投票的提案范围，并可能给代理顾问造成进一步的负担。</p> <p>SEC 不应修改与代理投票相关的现行法规和员工层面解释。</p>

63 网址：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century-us-roadmap/265.article>.

64 网址：<https://www.unpri.org/asset-owners/investment-consultants-and-esg-an-asset-owner-guide>.

21世纪受托人责任项目

2016年1月，在世道基金会的慷慨资助下，PRI、UNEP FI发起了一项为期四年的项目，试图厘清受托人责任是否确实妨碍环境、社会和治理问题纳入投资实践和决策，从而结束相关争论。

在此之前，2015年9月，PRI、UNEP FI、UNEP 探讨项目 (UNEP Inquiry) 和联合国全球契约发布《21世纪受托人责任报告》。2015年报告得出结论，“未能考虑包括 ESG 问题在内的所有长期投资价值驱动因素，都是未尽到受托人责任”，并承认尽管取得重大进展，但许多投资者仍未将 ESG 问题充分整合到投资决策流程。

因此，本项目主要分三个部分：

- 与投资者、政府和政府间组织合作，制定并发布关于受托人责任的国际声明，要求将 ESG 问题整合到投资流程和实践。
- 在八个国家发布并实施政策变更路线图，将 ESG 问题充分整合到投资流程和实践。
- 将受托人责任（以及更广泛的投资者责任）研究扩展到六个亚洲市场：中国、中国香港、印度、韩国、马来西亚和新加坡。

2016年至2019年，本项目取得下列成果⁶⁵：

- 与 400 多名政策制定者和投资者交流合作，加强认识 ESG 问题对投资者受托人责任的重要性。
- 发布《全球投资者义务和责任声明》，目前已有来自 22 个国家的 124 家签署方签署。⁶⁶
- 在 11 个国家（澳大利亚、巴西、加拿大、中国、法国、德国、爱尔兰、日本、南非、英国和美国）发布并开始实施政策变更路线图，将 ESG 问题充分整合到投资流程和实践。
- 将受托人责任，以及更广泛的投资者责任研究扩展到六个亚洲市场：中国、中国香港、印度、韩国、马来西亚和新加坡。
- 发布十份相关报告。
- 与欧盟委员会和欧盟委员会可持续金融高级别专家组 (HLEG)⁶⁷ 合作，就阐明欧盟投资者责任提供建议。
- 与 15 个国家的投资者和监管机构举办 20 多场研讨会和会议，讨论监管方应阐明 ESG 整合属于受托人责任以及相关的投资者实践。

2017年11月，本项目获得《欧洲投资与养老金》(Investment and Pensions Europe) 刊物颁发的杰出行业贡献金奖。

65 另见<https://www.fiduciaryduty21.org/>。

66 网址：<https://www.fiduciaryduty21.org/investor-statement.html>。签署方，参见<https://www.fiduciaryduty21.org/signatories.html>。

67 网址：https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en。

国家路线图

1. [澳大利亚](#)
2. 巴西 ([英语](#)) ([葡萄牙语](#))
3. 加拿大 ([英语](#)) ([法语](#))
 - a. [艾伯塔省](#)
4. 中国 ([英语](#)) ([中文](#))
5. 法国 ([英语](#)) ([法语](#))
6. 爱尔兰
7. 德国 ([英语](#)) ([德语](#))
8. 日本 ([英语](#)) ([日语](#))
9. 南非
10. 英国
11. 美国
 - a. [俄亥俄州](#)

其他司法管辖区分析：

- [六个亚洲市场的投资者义务和责任](#) ([英语](#)) ([中文](#))
- [投资者与可持续金融保持一致：经合组织篇](#)

其他项目相关出版物

1. [中国 ESG 数据](#) ([英语](#)) ([中文](#))
2. [投资者与可持续金融保持一致：经合组织篇](#)
3. [释放利益相关方影响力：ERISA 计划与 ESG 纳入](#)
4. [ESG 整合在美国投资领域的财务绩效](#)
5. [构建可持续金融体系：投资顾问服务回顾](#)
6. [统一价值观：为什么企业养老金计划能效仿发起人](#) ([英语](#)) ([日语](#))
7. [2017 年 21 世纪受托人责任进展报告](#)
8. [处理 ERISA 下的 ESG 因子](#)
9. [21 世纪受托人责任 \(2015 年\)](#)

时间线

——受托人责任演变

从法律案例到监管澄清

如下表所示，近年来，关于受托人责任和ESG问题的监管行动速度明显加快。

2005	2006	2009	2014	2015
<p>UNEP FI发布《关于将环境、社会和治理问题纳入机构投资的法律框架》（富而德报告）。报告的结论是，ESG整合显然为法律所允许，而且可以说是必要的。</p>	<p>负责任投资原则（PRI）发布。</p>	<p>UNEP FI发布《受托人责任：将环境、社会和治理问题整合到机构投资的法律和实践视角》。</p>	<p>七月 英国法律委员会发布《投资中介机构受托人责任报告》。报告结论是：“受托人考虑具有或可能具有财务实质性的ESG问题，不面临任何障碍。”</p> <p>九月 《21世纪受托人责任报告》发布，结论是：“未能考虑ESG因子，构成未尽受托人责任”，报告向政策制定者、投资者和服务提供商提出建议。</p>	<p>十月 美国劳工部发布《解释公告》（IB2015-01），指出“ESG因子可能与投资产品的经济、金融价值直接相关，此时，ESG因子应是受托人投资分析的一部分”。</p>



一月

PRI、UNEP金融倡议和世代基金会发起21世纪受托人责任项目⁶⁸——项目为期三年，旨在阐明法律、政策中投资者的ESG整合责任和义务。

六月

《全球投资者义务和责任声明》⁶⁹发布，阐明投资者的义务和责任要求投资者在投资决策和过程中考虑ESG问题。

八月

中国人民银行与其他六家政府机构共同发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》。

九月

《六个亚洲市场的投资者义务》报告发布。

十月

英国路线图发布。

美国路线图发布。

十二月

澳大利亚路线图发布。

三月

中国路线图发布。

五月

巴西国家货币政策理事会CMN，发布第CMN 4661号决议取代第CMN 3792号决议，要求Previc监管的封闭式养老基金在投资决策中分析ESG风险。

六月

爱尔兰路线图发布。

俄亥俄州路线图发布。

九月

英国DWP发布《投资条例》修正案，要求养老金计划在投资原则声明（SIP）中说明如何考虑ESG因子，《条例》自2019年10月起生效。

十一月

法国路线图发布。

十二月

经合组织路线图发布。

一月

欧盟可持续金融高级别专家组（HLEG）发布最终报告。

三月

欧盟三家立法机构欧洲议会、欧盟理事会和欧盟委员会，就要求金融市场参与者开展ESG整合达成政治一致。

四月

巴西养老基金会Abrapp发布《公司治理自律守则》，要求“养老基金时刻考虑社会和环境责任与投资回报之间的平衡”。

澳大利亚审慎监管局（APRA）宣布，计划更新投资治理标准（SP530）和指南，阐明RSE持牌人在制定投资策略时有义务考虑ESG因子。

六月

加拿大可持续金融专家组发布最终报告。

欧盟分类技术专家组委员会发布缓解和适应报告。

2016**2017****2018****2019****一月**

加拿大路线图发布。

二月

巴西路线图发布。

四月

南非路线图发布。

五月

日本路线图发布。

七月

德国路线图发布。

欧盟委员会可持续金融高级别专家组发布中期报告，建议在全欧盟范围内阐明受托人责任。经合组织《投资治理与环境、社会和治理因子整合》报告提出类似建议。

南非金融业行为监管局（FSCA）（原FSB）发布《投资可持续性指导说明》，重申投资者需要制定适当的投资政策声明，必须考虑可能影响投资可持续性的所有因子，包括但不限于ESG因子。

十月

英国FRC预计发布更新版《尽职管理守则》，明确将实质性ESG因子纳入所有资产类别。

68 网址：<https://www.fiduciaryduty21.org/>。

69 网址：<http://www.fiduciaryduty21.org/investor-statement.html>。

缩略语

ABRAPP	巴西养老基金协会	GHG	温室气体
ACPR	法国审慎监管与解决局	GPIF	日本政府养老投资基金
ACSI	澳大利亚退休金投资者委员会	HLEG	可持续金融高级别专家组
AMAC	中国证券投资基金业协会	IGC	独立治理委员会
AMEC	巴西资本市场投资者协会	IoDSA	南非董事协会
AMF	法国证券市场管理局	IOPS	国际养老金监管官组织
APRA	澳大利亚审慎监管局	IORP	职业退休准备金机构
ASIC	澳大利亚证券和投资委员会	IOSCO	国际证券委员会组织
ASISA	南非储蓄与投资协会	JSE	约翰内斯堡证券交易所
ASX	澳大利亚证券交易所	JPX	日本证券交易所
CMN	巴西国家货币政策理事会	METI	日本经济产业省
CRISA	《南非负责任投资守则》	MHLW	日本厚生劳动省
CSA	加拿大证券管理局	MiFID	《金融工具市场指令》
CSRC	中国证券监督管理委员会	NFRD	《非财务报告指令》
CVM	巴西证券交易委员会	PREVIC	巴西养老基金管理局
DOL	美国劳工部	RSE	可注册退休金实体（澳大利亚）
DWP	英国就业与养老金部	SEC	美国证券交易委员会
ERAFFP	法国公共服务补充养老金计划	SFAC	加拿大可持续金融行动理事会
ERISA	《1974年美国员工退休收入保障法》	SIP	投资原则声明
FCA	英国金融行为监管局	SIPP	投资政策程序声明
FSA	日本金融厅	SUSEP	巴西私人保险管理局
FSCA/FSB	南非金融业行为监管局（原金融服务委员会）	TCFD	气候相关财务信息披露工作组
FRC	英国财务报告委员会	TPR	养老金监管机构（英国）
FRR	法国公共养老基金	TSX	多伦多证券交易所
GEGFS	《关于构建绿色金融体系的指导意见》	UCITS	可转让证券集合投资计划

鸣谢

供稿人

项目小组感谢 PRI 和 UNEP FI 成员为本报告投入的时间和做出的贡献，特别感谢下列人员：

Alyssa Heath、Blandine Machabert、Chris Fowle、Christine Pishko、Colleen Orr、Danielle Chesebrough、Di Tang、Dustin Neuneyer、Emmet McNamee、Heather Slavkin Corzo、Marcelo Seraphim、Marie Luchet、Mark Kolmar、Matthew McAdams、Minako Yoneyama、Nalini Feuilloley、Nathan Fabian、Nicole Martens、Oliver Hunt、Saumya Mehrotra、Sheela Veerappan、Thalia Vounaki。

该项目团队还要感谢世代基金会对该项目的慷慨资助，以及 Grace Eddy 和 Alison Paton 对美国以外的研究的贡献。”

指导委员会

特别感谢以下指导委员会成员：

世代投资管理公司（Generation Investment Management）

PRI 首席执行官 Fiona Reynolds

UNEP FI 负责人 Eric Usher

格兰瑟姆气候变化研究所 Nick Robins

编写人员

作者：Rory Sullivan、Will Martindale、Elodie Feller、Margarita Pirovska、Rebecca Elliott

设计：Mark Norman

项目小组感谢英国加速气候转型项目（UK PACT）资助本报告中文版翻译

项目合作伙伴简介

PRI 简介

PRI 与全球签署方共同合作，贯彻执行负责任投资六项原则。PRI 的宗旨是认识环境、社会和治理问题对投资的影响，并支持签署方将 ESG 问题纳入投资和所有权决策。六项原则由投资者制定，并得到联合国支持。目前，PRI 拥有来自 50 多个国家的 2300 多家签署方，代表超过 85 万亿美元的资产。负责任投资六项原则立意高远，提出一整套可行方案，将 ESG 问题纳入投资实践，供投资者自愿遵守。签署方实施六项原则，有助于建立更加可持续的全球金融体系。如需了解更多信息，请访问：www.unpri.org

联合国环境署金融倡议 (UNEP FI) 简介

UNEP FI 在 1992 年地球高峰会议后创立，是联合国环境署与全球金融部门的一项合作计划，旨在促进可持续金融。250 多家金融机构（包括银行、保险公司和投资者）与联合国环境署合作，了解当今环境、社会和治理挑战，为什么这些挑战会产生财务影响，以及如何积极参与应对。如需了解更多信息，请访问：www.unepfi.org

感谢世代基金会的慷慨支持

generation
foundation

世代基金会（“基金会”）是世代投资管理有限责任公司（“世代投资”）自 2004 年成立以来的最初愿景之一。基金会与世代投资共同成立，旨在加强可持续资本主义。为实现这一愿景，基金会奉行的策略是动员资产所有者、资产管理者、公司以及金融市场其他关键参与者，支持商业可持续资本主义。在加速转向更加可持续的资本主义期间，基金会主要采用合伙模式与各部门、各地区个人、组织和机构合作，并在适当时提供催化资金。此外，基金会还发布内部研究，选择性资助可持续资本主义领域相关项目，与当地社区交流合作，并为世代投资员工提供捐赠匹配计划。基金会是非营利实体，所有活动经费均来自世代投资的年度利润。尽管世代基金会为该项目的财务支持者，但本报告由 PRI 和 UNEP FI 发布，除非另有明确说明，否则本报告中的讨论和建议不一定代表世代基金会的观点。

免责声明

世代基金会

本报告仅供参考。且仅供预期接受者使用。也只是作为讨论的一部分。在任何情况下，本报告都不得被视为金融推广。本报告中所提及的任何投资并非出售或招揽购买的约定，亦不是提供任何形式的投资服务。本报告不是作为一般投资指南，也不作为任何具体投资建议的来源。尽管本报告所载资料来源可靠，但并不代表该资料的准确与完整，不应作为依据。除非归咎于他人，否则任何意见仅为世代基金当前的意见。其中某些介绍信息由第三方提供，世代基金会认为此类第三方信息具有可靠性，但不保证其准确性、及时性与完整性；如有更改，恕不另行通知。

UNEP FI

本报告 / 出版物中表达的观点仅为作者的观点，不一定反映联合国环境规划署的观点。本报告中提出的观点，数字和估计数由作者负责，不一定应被认为反映了联合国环境规划署的观点或认可。

签署的文章中表达的观点仅代表作者的观点，不一定反映联合国环境规划署的观点。文档中的所有材料都可以自由引用或重印，但需要告知，并附带包含引用或重印的出版物副本。

本出版物中使用的名称和材料的表示方式并不表示联合国环境规划署就任何国家、地区、城市或地区或其当局的法律地位或与之相关的任何观点表达任何意见边界或边界的划界。国家和地区的描述和分类这项研究和材料的安排并不意味着联合国环境规划署就任何国家、地区、城市或地区或其主管当局的法律地位，或关于其边界或边界，或有关其经济体系或发展程度的信息。

PRI

本报告中包含的信息仅出于提供信息的目的，并不旨在作为投资，法律，税务或其他建议，也不旨在作为进行投资或其他决定时的依据。提供本报告的前提是，作者和出版者未就法律，经济，投资或其他专业问题和服务提供建议。PRI 协会和 PRI 对报告中可能引用的网站和信息资源的内容不承担任何责任。提供对这些站点的访问或此类信息资源的提供，并不构成 PRI 协会或 PRI 对其中包含的信息的认可。除非另有明确说明，否则本报告中表达的观点，建议，发现，解释和结论均为报告的不同贡献者，不一定代表 PRI 协会，PRI 或 PRI 签署机构的观点。包含公司示例并不代表 PRI 协会，PRI 或 PRI 签署方对这些组织的认可。尽管我们尽力确保本报告中的信息是从可靠且最新的来源获得的，但统计数字，法律，规则和法规性质的不断变化可能会导致本报告中所包含信息的延迟，遗漏或不准确。PRI 协会或 PRI 对基于本报告中包含的信息的任何错误或遗漏，任何决策或采取的行动，或因此类决策或行动引起的任何损失或损害，概不负责。本报告中的所有信息均按“原样”提供，不保证完整性，准确性，及时性或使用该信息所获得的结果，也不提供任何明示或暗示的保证。

