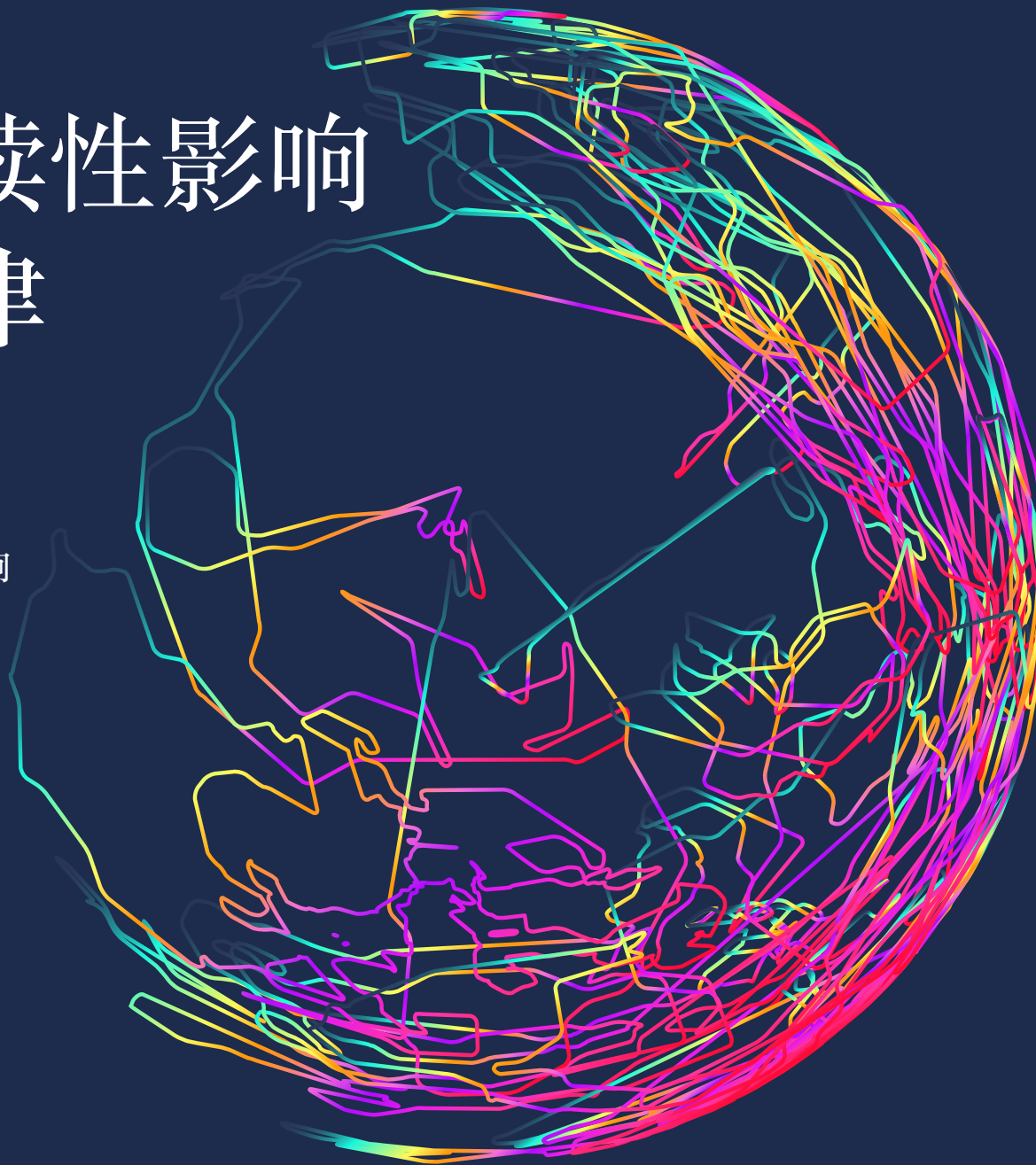


为实现可持续性影响 而投资的法律 框架探讨

可持续性因素对投资者决策的影响

A Legal Framework for Impact: sustainability impact
in investor decision-making【执行摘要】及

【附件：中国法律框架】节选
(全文请参阅英文报告)



Freshfields Bruckhaus Deringer

 **PRI** Principles for
Responsible
Investment

generation
foundation



为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

执行摘要

关键信息

我们面临什么问题？

人类福祉依赖于关键的环境和社会体系的可持续发展。在某些情况下，这种可持续发展正面临威胁。这在一定程度上是经济活动的结果，如果不加以解决，将对经济体系以及依赖经济体系的各方带来风险。如果要解决，不仅需要个人和机构采取行动，还需要整个体系予以响应：即集体行动、协调与合作。

投资是经济体系的一部分并依赖其产生财务收益。那么问题便在于，投资业是否需要将更多的注意力放到应对可持续性挑战上，即使其这么做的唯一动机是为了实现自身的财务目的。

对此，有什么解决方案？

在“为实现可持续性影响而投资”（简称IFSI）范围内的投资活动已被认定为投资业应对可持续性挑战的一种解决方案。由于投资者越来越关注自身的影响力，因此明确相关法律框架显得至关重要。

IFSI指的投资方式是，投资者有意识地（通过提供融资或其他方式）以可评估的方式影响被投企业和第三方的行为，以此应对可持续发展挑战。因此，IFSI有别于现有的许多可持续投资方式，后者专注于将可持续性因素纳入投资决策，但不一定涉及有意识地施加此类影响。IFSI解决的问题与目前在公司目的方面的工作所解决的问题类似，但不同的是，IFSI立足于投资者的角度。越来越多的证据表明，这种目的性更强的投资方式正是许多个人投资者希望其投资管理人采取的投资方式。

本项目旨在确定现行法律是否要求或允许IFSI（我们考查了11个司法辖区对主要类别的资产所有者及其投资管理人的规定），并为希望促进IFSI的政策制定者提供几个选项。

法律是否要求或允许IFSI？

答案在很大程度上是肯定的，但因所覆盖的司法辖区以及投资者类型的不同而存在各种差异。财务收益通常是机构投资者的首要目标，所以当可持续性风险影响到投资者追求财务目标的责任时，这种情况最为明了。此时，若采用可持续性影响方法能够有效实现投资者的财务目标，投资者很可能会被要求考虑采用此类方法并采取相应的行动。不过，此处还存在理解差异和投资不确定性。相比而言，投资者可以纯粹为了实现可持续发展目标而同等追求可持续发展目标与财务目标的情况更加有限，但在大多数司法辖区都有允许这种情况的例子，不过经常需要优先考虑财务目标。

在实践中，机构投资者是否认为IFSI为法律所要求或允许，还取决于机构投资者面临的具体情形：例如，在特定情况下，IFSI方法原则上可能具有吸引力，但因采纳该方法的结果或成本存在太多不确定性而无法被采纳。此外，当前的市场特征，如常用的绩效基准，可能会减少投资实践中对可持续性因素的关注。

促进IFSI：可以做什么？

由于法律规定促成的行为取决于规定的内容和其适用的情形，我们为希望促进IFSI的政策制定者提供了思考这两方面问题的几种路径。这些选项并非建议，而是旨在提供几种可能性供政策制定者考虑。它们虽然不包含对主要经济活动或财政政策更广泛的干预（对这两者的干预也能够从根本上影响投资决策），但政策制定者无疑会希望考虑这些。

这些选项包括：

- 以促进IFSI的方式改变投资者的法律责任和自由裁量权以及各方对此的理解（例如，允许投资者在优先考虑财务收益目标的情况下追求可持续发展目标，以及作出有利于投资者协作应对可持续性挑战的推定）；
- 通过三种方法改变规定适用的情形：(i) 为IFSI构建有利环境（例如，确保提供可用于投资决策的公司可持续性数据）；(ii) 促进深入研究，以确定市场特征（例如，现行投资理论、投资管理人的委任条款、向做空型投资者出借股票）是否可能导致投资者低估可持续性因素，以及研究在存在低估的情况下能够采取的解决措施；(iii) 强化市场纪律（例如，为可持续性特色金融产品制定产品标签和治理规则，以及确保投资者的可持续性偏好在投资流程中得到适当反映）。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

执行摘要

执行摘要

本报告探讨的是如何实现我们所看重的目标，机构投资者的投资管理如何有助于实现这些目标，以及法律如何为此提供支持。本报告所讨论的投资路径旨在应对可持续发展挑战，这些挑战既包括影响财务投资目标实现的挑战，也包括在实现财务目标之外的可持续发展挑战。

本报告称这种投资路径为“为实现可持续性影响而投资”，简称IFSI。IFSI不是法律意义上的表述，在本报告中不作为法律术语使用，也无意在可持续发展领域增加术语。相反，IFSI只是一个“概念网”，从广义上涵盖投资者有意识地（通过提供融资或其他方式）以可评估的方式影响被投企业和其他第三方的行为，以助力实现**总体可持续发展结果**的任何活动，其中总体可持续发展结果指的是，与《巴黎协定》和可持续发展目标等国际文件所建议的社会、环境、经济、人权目标一致的结果。

1. 我们面临什么问题？

人类福祉依赖于关键的环境和社会体系的可持续发展。在某些情况下，这种可持续发展正面临威胁。这在一定程度上是经济活动的结果，如果不加以解决，将对经济体系以及依赖经济体系的各方带来风险。如果要解决这一问题，不仅需要个人和机构采取行动，还需要整个体系予以响应：即集体行动、协调与合作。

投资业是经济体系的一部分并依赖该体系产生财务收益。问题在于，

投资业是否需要将更多的注意力放到应对可持续发展挑战上，即使其这么做的唯一动机是为了实现自身的财务目的。

在多重因素的推动下，如可持续性转型所创造的机会、保护金融资产价值的愿望等，可持续金融和投资活动显著增长。投资者关注可持续性因素的需求比以往更为迫切。但是，目前尚不清楚迄今采取的行动在多大程度上促进了总体可持续发展结果的实现¹。

可持续投资、负责任投资或ESG投资的一些主要形式，往往专注于投资具有积极可持续性特征的企业，同时避免投资不具有这一特征的企业。这些投资方式可能产生与总体可持续发展结果一致的影响，并可作为IFSI策略的一部分。但单独来看，它们并不涉及投资者有意识地使被投企业和其他利益相关方的行为发生明显的改变。

2. 对此，有什么解决方案？

在IFSI范围内的投资活动寻求的正是有意识地使被投企业和其他利益相关方的行为发生明显的改变来促成可持续性影响。由于投资者越来越关注自身的影响力，因此明确相关法律框架显得至关重要。

本项目的目的并不是为了检验IFSI投资方式能否带来改变，虽然答案看起来是肯定的。本项目的主要目的是为了回答一个基本问题，即关键司法辖区²的法律目前在多大程度上要求或允许IFSI投资方式——作为实现投资常见的财务目标的一部分或对其的补充。虽然如此，这两个问题不可能完全分开讨论。因此针对本项目，我们假

设，IFSI投资方式确实有助于总体可持续发展结果的实现，并有助于实现机构投资者的投资目标，无论是财务目标还是其他目标。

IFSI解决的问题与目前对公司目的的关注本质上是相同的（但立足于投资者角度），即经济活动的目的是什么？经济活动与人类和地球的福祉有何关联？因为投资目的和公司目的均涉及价值问题——不仅涉及财务价值，还涉及对人类赖以生存的社会和自然环境的影响。IFSI从投资者的角度回答这些问题，公司目的则从被投公司的角度回答这些问题。认识到这些问题的共同点对于回答问题很有帮助。越来越多的证据表明，这种目的性更强的投资方式正是许多个人投资者希望其资产管理人采取的方式（参见报告全文A.4部分）。

¹ 例如，参见：世界经济展望：漫长艰难的攀登之路（*World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent*）。国际货币基金组织，2020年10月，第3章。

² 本项目涵盖的11个司法辖区代表了不同的投资中心、文化和法律传统，同时也包含了世界上最大的投资管理中心。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

执行摘要

3. IFSI的主要特点是什么？

IFSI的主要特点在于投资者追求的目标（参见报告全文 A.1 部分）。IFSI意味着投资者有意识地利用其影响力，尝试使企业或政策制定者的行为发生可评估的改变，且此种改变与实现总体可持续发展结果相一致。这包括但不限于投资以可持续发展为重点的项目。投资影响既可以是直接的，也可以是间接的，如通过与科研或行业机构等其他利益相关方交流合作。在本报告中，投资者追求的这些改变被称为“**可持续性影响目标**”。此类改变可以是减少消极影响、增加积极影响，或者是同时实现二者。

可持续性影响目标可以以多种形式呈现——举例而言，可以通过改变业务流程从而减少其自身对可持续发展的消极影响（如污水排放水平），或者成立对可持续发展具有积极影响的新企业（如开发电池技术），又或者是推动被投公司开展更高质量的企业可持续性披露，从而为投资决策和以实现投资影响为导向的尽责管理和政策参与提供信息等。可持续性影响目标还可能涉及采取措施以提高当地的监管政策与国际可持续发展承诺的一致性。

两个层面的影响。因此，IFSI投资者关注两类相关的可持续性影响。

第一类，企业对社会和环境可持续性的影响，以及政策制定者和其他第三方对企业 and 投资者经营环境的影响。

第二类，投资者本身对企业、政策制定者和其他第三方的可持续性影响可能具有的影响。

某些形式的可持续投资、负责任投资或 ESG 投资，如前文所述，通过投资具有积极可持续性特征的企业，同时避免投资不具有这种特

征的企业，本质上专注于第一类影响。相比之下，IFSI同时关注两类影响。IFSI投资者认识到，要达成其目的，就需要通过影响他人的可持续性影响来实现可持续性影响目标（见下图）。通常所称的“影响力投资”就是一个例子，但IFSI涵盖的实践范围比影响力投资迄今一般涵盖的范围要更广泛。

追求影响的途径。投资者可通过多条途径追求可持续性影响目标，但本项目讨论的是有关投资者使用投资权、尽责管理活动和公共政策参与的法律规定。投资者在追求特定可持续性影响目标时应以何种方式采用哪些措施，取决于具体情况，包括相关可持续发展目标和资产类别。迄今为止，法律往往集中于关注投资权力的利用。但在公开市场，尽责管理和政策参与很可能起到较大的作用，尤其是在共同开展这些活动的情况下。事实上，随着被动投资策略覆盖的全球资产管理规模（AuM）不断扩大，尽责管理和政策参与可能实际成为投资者施加影响的唯一可行手段。

涵盖的投资者和投资关系。IFSI概念不局限于投资市场的任何部分或任何资产类别（因此其将涵盖债务工具、基金、私募股权以及公开交易股票等）。

4. IFSI的目的：工具型IFSI和最终目的型IFSI

IFSI的决定性特征是投资者的目的。所有IFSI都试图影响第三方行为，使之与总体可持续发展结果一致，但这是出于什么原因呢？

一个原因是为了保护或提高投资者投资组合的财务绩效。特别是，追求可持续性影响目标可能意在加强决定财务价值的经济、环境和社会体系的可持续性，这些体系的可持续性的下降（如气候变化）可能对投资者能否实现其财务目标带来系统性风险。另一个原因可能是通过与一家或多家被投公司合作应对特定的可持续发展挑战，以寻求财务价值的提升。不过，投资者也可能出于与财务收益目标没有直接关系的原因而追求可持续性影响目标，包括将可持续性影响目标本身视为值得追求的最终目的。

执行摘要

根据这一差异，本报告对两类IFSI进行区分（参见图表）。

- **工具型IFSI**指实现相关可持续性影响目标是实现投资者财务收益目标的“工具”。
- **最终目的型IFSI**指实现相关可持续性影响目标以及相关总体可持续发展结果是一个单独的目标，与追求投资者的财务收益目标并行，而非完全作为实现财务收益目标的手段。

最终目的型IFSI的目标比工具型IFSI更广泛。不过，这并不意味着其无法与投资者的财务目标保持一致，或优先于财务目标。这意味着，投资者的决策部分受可持续性影响目标驱动，而与追求投资者的财务目标无关。

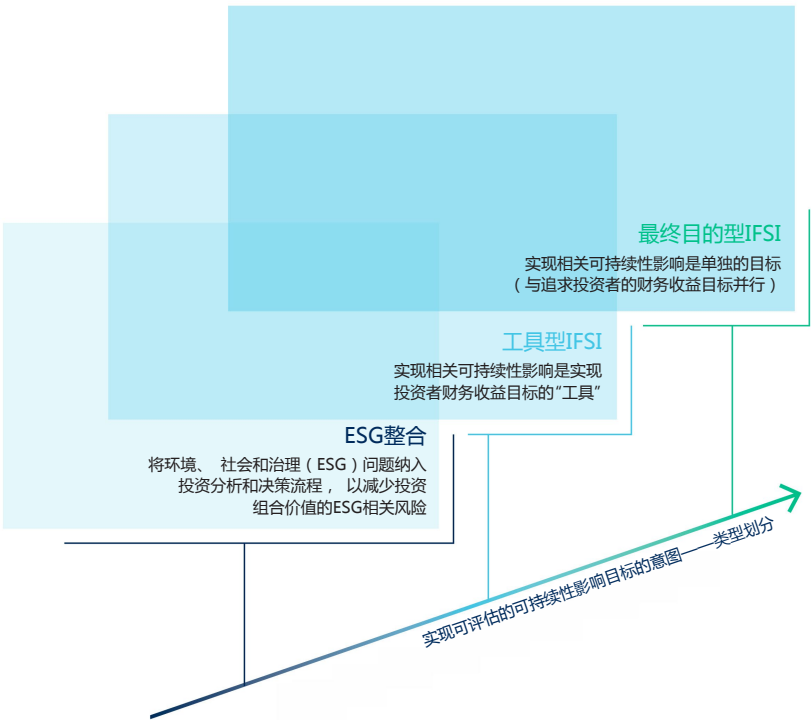
明确这一有关目的的问题很重要，因为某一活动的目的会影响到该活动的开展方式和结果，包括适用哪些法律规定，以及如何适用相关的法律规定。

5. 在实践中，投资者制定并追求可持续性影响目标的可行性有多大？

本报告的目的不在于回答这个问题，但它与法律分析有关。

投资者定义可持续性影响目标、评估目标进展情况以及了解自身贡献的能力正在不断提升，但投资者在某些领域和某些可持续性方面的能力要强于其在其他领域或方面的能力（参见报告全文A.2部分）。这给投资者带来了挑战，尤其是在支出方面。这些挑战影响到投资者能够做什么、应该做什么。这是因为法律责任和自由裁量权要求和允许的行为，不仅取决于相关规定“说了”什么（“白纸黑字的字面规定”），还取决于其适用的情形。随着市场认知、方法论和实践的发展，以及相关的、具有一致性的数据数量增多，当

前的挑战应会减少。但就目前而言，这些挑战可能引导投资者关注更具有确定性的领域，并根据相关“市场基础设施”的发展扩大其活动范围。



6. 目前采用IFSI的全球资产管理规模有多少？

由于IFSI概念尚未用于定义资产管理规模研究，所以无法对此给出直接的答案（参见报告全文A.3部分）。投资者可以通过多条途径开展IFSI。因此，要给出适当的答案，就需要开展定性评估；资产在表面上以IFSI方式进行投资的，不一定能充分表明其可靠性或结果。

执行摘要

目前看来，全球大部分机构投资者的资产管理（资产管理规模约110万亿美元）似乎都未涉及IFSI。尽管如此，考虑到包括上述因素在内的注意事项，相当比例的资产管理可能在一定程度上采用IFSI，且该比例还会不断增长。这主要是基于多家投资者联盟开展的活动，这些活动似乎都在一定程度上涉及追求可持续性影响目标。其中，净零排放资产管理人倡议（NetZero Asset Managers Initiative）和净零排放资产所有者联盟（NetZero Asset Owners Alliance）成员的资产管理规模分别为43万亿美元和6.6万亿美元。资产管理规模日益集中于大型投资管理公司，使得这些公司有可能在IFSI投资方式的发展上发挥极其重要的作用。

7. 法律是否要求或允许IFSI？

投资市场涉及众多不同的经营者，他们都可能影响投资者对IFSI的采纳度。不过，对于本项目而言，该问题的答案核心上取决于两类投资者——资产所有者及其投资管理人——适用的法律规定。因此，本项目专注于这两类投资者，其中对于资产所有者，本项目关注全球资产管理规模前三的子类别：养老金、共同基金和保险公司（资产所有者）。

资产所有者在管理其资产时适用的法律责任和自由裁量权是分析的关键。但这些法律责任和自由裁量权要求和允许的行为不止与资产所有者有关，还决定了协助资产所有者管理其资产的投资管理人和其他人的责任和自由裁量权。例如，为了履行自身法律责任，投资顾问需要理解资产所有者的责任和自由裁量权，才能决定如何最好地提供建议。换言之，资产所有者与向其直接或间接提供服务的其他人之间存在法律上的“级联效应”。

7.1 总体结论

在项目覆盖的任一或所有司法辖区，对于法律在多大程度上要求或允许IFSI这一问题没有统一或直接的答案。不同类型的投资者适用的法律规定因司法辖区而存在巨大差异。法律规定的内容、应用和解释，反映了相关司法辖区的文化。即便在同一司法辖区，针对不同类型的投资者也有不同的规定。此外，各投资者的情况都是独一无二的。由于这些差异，法律具体要求或允许投资者从事的行为也因投资者而异：投资者需根据具体情况考虑其立场（参见报告全文B.2部分）。虽然如此，仍然有可能就法律通常要求或允许的行为得出一系列大致结论。下文列出法律可能要求或允许IFSI的部分（但非全部）情形（参见报告全文B.3部分）。

• 财务收益作为投资者的首要目标

（立法者、监管机构、法院和资产所有者自身）一般认为，资产所有者开展投资活动的首要目的，是在可接受的风险参数范围内为受益人创造财务收益。因此，适用的法律责任通常被解读为要求优先考虑财务投资目标，且在某些情况下，财务收益是资产所有者应当追求的唯一目标。这一点后来被反映在资产所有者委任投资管理人的条款之中。

• 工具型IFSI

如果某资产所有者或投资管理人认为，或根据现有证据应当认为，一个或多个可持续性因素对能否实现其财务投资目标构成重大风险，则其通常负有法律义务考虑采取哪些措施（如有）可以降低这种风险（比如利用部分或全部投资权力、尽责管理、政策参与或其他措施），并采取相应的行动。可能的方案包括寻求实现经合理预

期能够产生以下效果的可持续性影响目标：

- 影响相关可持续性因素或被投资企业相对该因素的风险敞口；且
- 通过影响能够降低投资风险。

投资者还认为，应对引起此类风险的可持续性因素对于提升长期价值必不可少。

此外，还可以设想这样一种情况，即投资者投资企业并与企业合作，以应对特定的可持续性挑战，基于此实现这些企业的价值增长，并以此寻求与投资者财务目标一致的收益。

投资者在决定是否应当采用工具型IFSI时，需要考虑的相关因素包括这其中的直接、间接成本和风险（包括在不同世代的受益人之间的成本和风险，如相关），以及该投资方式应对相关可持续性因素，并因此能够减少相应财务风险（或实现财务机遇）的可能性。投资者可能会决定单独行动。不过，上述两个因素都可能促使投资者作出支持或加入具有相同目标的投资者集体行动的决定。

目前情况下，在公开市场单独行动的投资者，似乎不太可能对被投企业的可持续性影响产生足够的影响力，因而也不太可能以其自身投资力量作为工具型IFSI的基础。相反，采取集体行动且合计持有相关被投资公司相当一部分证券，或计划开展大规模投资的投资者群体更有可能达到如此的影响力，在他们拟采取的行动在更大范围内与类似市场走势一致时尤其如此。

我们预计，尽责管理和公共政策参与对于考虑工具型IFSI的投资者而言可能是特别会关注的点，当涉及公开交易的被投资企业时更是如此。不过，如果投资者认为其应该通过尽责管理追求可持续性影响，则该投资者可能同时认为，其应不时利用或威胁利用其投资权力增

执行摘要

持或减持投资组合中被投公司的股票或彻底退出，以增强其支持相关尽责管理活动的话语权。通过这种方式实现积极的可持续性影响属于工具型IFSI的范畴。

• **最终目的型IFSI**

如果投资者管理的资产设有特定可持续性影响目标的投资安排（例如，为实现某类可持续性影响而设立的共同基金），则投资者负有进行IFSI的法定责任。这种情况涉及最终目的型IFSI。大多数相关司法辖区都允许以某种形式开展此类投资安排，但须遵守消费者保护规定。

在大多数司法辖区，某些其他投资者也可能拥有开展最终目的型IFSI的法定自由裁量权，但通常只能作为财务收益目标的并行目标。具体例子包括：某些资产所有者在实现足够的财务收益的前提下，拥有追求持续性目标的自由裁量权；受益人表达出相关意愿；资产所有者是保险公司的某些情况。对于最后一种情况，虽然寿险公司的一些投资活动可能受保单条款的限制，但保险公司董事在投资方式上需服从公司更广泛利益的引导，而公司利益可能允许追求积极的可持续性结果。

大多数司法辖区禁止投资者从事洗钱等活动，遵守这些限制性规定可以产生积极的可持续性结果。一个对投资者更有针对性但不太常见的例子是通过立法禁止投资集束弹药制造企业，以迫使该等制造活动停止。显然，通常情况下，遵守此类规定不会被视为IFSI的投

资方式。即便如此，法规禁止支持与可持续发展目标不一致的活动所产生的影响，与投资者集体作出最终目的型IFSI决定以减少此类活动产生的影响是相同的。少数司法辖区还针对投资权力的运用规定有与积极可持续发展相关的法定义务。

• **IFSI与集体行动**

与其他投资者协作既可以降低成本，又可以提升成功实现可持续发展结果的可能性，从而实现IFSI投资者的目标。无论投资者是履行为客户实现财务收益的责任，还是行使其自由裁量权以追求最终目的型IFSI，与其他投资者开展合作很可能有助于其作出采取行动的决定。所有司法辖区显然都允许投资者在一定程度上开展合作（不过需要遵守法律规定），并且在国家层面和国际层面，大量协作项目已经正在推进，比如气候行动100+及前文第6节提到的几个倡议。无论是否有可能采取正式的集体行动，只要其他投资者或第三方的活动与投资者的目标一致，并且能够有利于提高目标实现的可能性，就能影响到投资者是否决定采取行动。

投资者责任中关于集体行动的要求取决于投资者自身情况。一些大型投资者或许能够促成集体行动。在集体行动已经开始的情况下，规模较小的投资者可能会认为加入行动对于实现其投资目标是一种经济实惠的方式。但是，在理解某一行动如何有助于投资者履行其责任时，法院的关注点很可能更侧重于投资者在解释其对集体行动整体所做贡献时采用的逻辑和证据的可信度，而不是对其产生的个

体影响或效益的精确量化：集体行动的本质在于各部分的总和应大于其各个部分的简单相加，并且任何投资者若要从可持续体系中获益，则该体系整体上必须可持续。

• **IFSI与委任投资管理人**

资产所有者通常会委任投资管理人负责其全部或部分资产的日常投资管理。投资管理人往往开展大量尽责管理活动，并进行政策参与。在这个过程中，投资管理人需要平衡或以其他方式管理其客户的不同目标。由于目前资产管理主要集中在全球最大的几家投资管理人手，投资管理人在尽责管理和政策领域的重要性愈发凸显。资产管理的集中有可能降低投资管理人开展尽责管理活动的单位成本并可能加大其影响力，如前所述，这通常有利于他们做出采取行动的决定。

资产所有者在委任投资管理人时，需要确信管理人的活动与其自身目标以及对受益人的责任一致（或者至少不冲突）。但是，在此前提下，如果资产所有者因为某管理人最能充分支持其需求而认为应当委任该管理人时，该资产所有者不太可能仅仅因为该管理人的尽责管理方式与其内部尽责管理团队（如有）的方法不完全相同，就不予委任。

• **投资者披露制度对IFSI的重要性**

IFSI相关的法律和政策环境日新月异。这包括要求机构投资者披露其投资流程中纳入可持续性因素程度的规定。此类披露制度的存在

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

执行摘要

本身通常不足以改变投资者的基本法律责任；它本身并不能解决法律是否要求或允许以及在何种情况下要求或允许IFSI或任何其他类型的可持续投资的问题。不过，在法律没有明确规定投资者可以在多大程度上考虑可持续性因素的情况下，如果披露制度建立在允许IFSI的假设之上，该种披露制度就有可能成为积极因素。

7.2 法规的内容和其适用的情形

如上文第5段所述，实践中法律规定是否要求或允许IFSI，不仅取决于相关规定的内容，还取决于其适用的情形，而当前的情形可能会限制技术或成本上的可能性。

但是，具体情形还会影响投资者的决定，比如它会影响到投资者对于哪些内容具有相关性的认知。在此背景下，许多市场专业人士在项目过程中提醒我们，某些市场特征（如常用的投资理论和基准、中介效应、投资管理协议的相对短期性）可能导致可持续性因素在投资过程中得不到足够的重视（参见报告全文B.4部分）。如果确是如此，这可能破坏投资者履行其责任的努力，包括投资者就IFSI范围内的活动作出的决定。更进一步说，在考虑投资者是否履行其法律责任时，法院或监管机构可能通过参考既有的行业惯例等方式评估投资者行为。如果投资者的行为得到了权威专业机构的认可，则针对投资者提出的索赔通常不太可能成功。因此，如果可持续性因素在现有市场实践中被低估，则由于法律责任与市场特征产生联动

作用或被认为具有联动作用，法律责任可能会在无意中加强这种低估趋势。

投资者需要了解这些潜在的问题，并确保履行自身责任。除其他考虑外，随着情况变化，投资者应当重新确定法律要求或允许其从事哪些行为。例如，随着投资者对可持续性因素所带来的财务风险和机遇，及其如何应对这些风险和机遇的认识不断提升，现有法律规定（特别是实施关于注意义务和技能标准的法律规定）可能会使投资者未来以目前不一定能预料到的方式行事。

8. 通过政策促进IFSI：可以做什么？

虽然某些情况下法律要求或允许IFSI，但也存在阻碍（参见C.1报告全文部分）。政策制定者或许能帮助解决这些阻碍。

政策制定者决定进行干预时，需要明确其目的，因为目的将推动随后的一系列决策，不止涉及使用哪些政策工具，还涉及投资者适用新规的方式。随后的司法或监管解释也可能将相关法律措施的目的考虑在内。干预的目的往往是确保财务或经济目标的实现，但也可能涉及实现与国际承诺一致的总体可持续性结果。

对最终目的型IFSI的促进提出了一个特别的问题，即如何最好地实现与社会核心价值一致的结果，以及机构投资者在其中应起到怎样的作用。此问题的答案对于受益人、广大社会乃至子孙后代都具有

潜在的财务和其他影响。在平衡这些需求时，可能可以用金钱价值衡量一些可持续发展结果。当然，很多结果都有财务影响。但是，积极的可持续发展结果的价值最终取决于其创造的生活，而不仅仅是财务价值。这些问题需要由有关社会通过政治进程加以解决。期望机构投资者自行解决这些问题并不现实。

由于法律规定促成的行为取决于规定的内容和其适用的情形，我们为希望促进IFSI的政策制定者提出了解决两方面问题的几个选项（参见报告全文第C.2部分及执行摘要附录）。这些选项提供了几种可能性供考虑，但并非建议，且并非面面俱到。它们虽然不包含对主要经济活动或财政政策更广泛的干预（对这两者的干预也能够从根本上影响投资决策），但政策制定者无疑仍需要考虑对此类因素的干预。

可持续性挑战往往具有系统性和国际性。因此，国际政策协调可能会提升政策变化的影响力。在国家层面，负责不同类别机构投资者的监管机构之间也需要协调，以确保应对可持续性挑战方式的一致性。

执行摘要

附录：促进 IFSI 的政策选项摘要

1. 改变投资者的法律责任和自由裁量权及其理解方式

1.1 投资者责任与工具型 IFSI

编制指南文件，明确指出投资者在履行寻求实现财务收益的既有责任时，应当考虑追求可持续性影响目标（以应对可持续性因素造成的系统性金融风险等问题）。

1.2 投资者责任和自由裁量权与最终目的型 IFSI

引入或扩大现有投资者自由裁量权的范围，允许投资者追求反映受益人的实际偏好、受益人的推定偏好（基于第三方或政府研究）或政府目标的可持续性目标。如果自由裁量权同时需要优先考虑财务投资目标，则该等自由裁量权的范围可能达到最大。

对于特别紧迫的可持续性目标，考虑要求投资者追求这些目标或避免从事与之不一致的活动。这种做法较为生硬，因此即便可行，也只适用于非常明确、紧急的目标。

特别是对保险公司而言，就董事应确保公司成功的责任制定指南或在必要的情况下进行法律修订，并明确指出公司的成功并不局限于狭隘的短期财务指标，而应参照与公司实现其长期目标相关的广泛因素。

1.3 通过集体行动确保实现可持续性目标

投资者合作应对可持续性挑战是一种普遍现象。不过，可以通过指南文件明确指出，投资者在寻求实现其目标时应考虑采取集体行动，即便无法精确衡量投资者的贡献和投资组合效益，集体行动仍有助于投资者履行其责任（因为与政治安全类似，整个体系的可持续

性所产生的整体效益惠及依赖体系的所有人）。或者，也可以作出有利于合作的初步推定，除非有充分的反对理由。

1.4 可能对尽责管理活动产生限制性作用的规则

重新审查关于处理价格敏感信息、股东一致行动以及法律实体集体行动的竞争法律和规定，以及关于正式请求股东投票的规定，以确保这些规定不会对有关可持续性因素的尽责管理活动产生不必要的限制。必要时，可以调整规则以赋予投资者更大的自由度，或提供指南以消除投资者的顾虑。在竞争法方面，考虑为与可持续性相关的投资者倡议提供明确的避风港规定。

1.5 “财务因素”和“非财务因素”

审查此类表述的使用情况。指南不应关注某个因素是否是“财务”因素，而应关注其对投资者目标的影响；如果投资者正在履行追求财务收益的责任，且某个可持续性因素（或任何其他因素）与此有重大的相关性，那么投资者需要决定如何处理该相关因素。使用此类表述时还应避免给人留下错误的印象，即认为仅具有间接财务影响的可持续性因素（例如由于声誉风险）或难以预测的可持续性风险不具有相关性。

2. 改变投资者履行责任和行使自由裁量权的情形

■ 加强 IFSI “基础设施”

2.1 支持发展市场化的 IFSI 基础设施

采取措施，在投资者开展 IFSI 所需的领域，支持知识、实践和全市场共识的发展，使投资者能更加轻松地进行 IFSI 投资；例如，提高投资者定义可持续性影响目标和评估目标进展的能力，以及了解其与财务结果关系的能力。这可能包括推进制定解决方案的专业工作并汇聚优秀人才，以及帮助确立结果的权威性。

2.2 投资者 IFSI 能力建设框架

构建投资者能力建设框架（涉及应对可持续性影响的相关流程、体系和控制措施），可以通过“流程监管”或良好的行业实践规范，列出投资者在考虑是否追求可持续性影响目标以及如何追求该目标时，可以采取或应当采取的实际措施。最严格的标准可适用于声称其实现可持续性影响目标的投资产品和策略。

2.3 公司披露和报告

国际统一的并且可以对决策产生有用信息的企业披露制度，是所有形式的 IFSI 的关键。政策制定者需要像之前一样，考虑如何最好地推动此类披露制度，以及外部鉴证和审计需求等相关事项。从逻辑上来讲，投资者寻求全面应对可持续性因素对其投资组合的影响时，预计需要两类信息：一是，企业如何受到可持续性因素影响及其应对；二是，企业活动如何对可持续性因素产生影响（因为后者可能与其他投资组合公司的可持续性情况相关）。披露制度可能涉

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

执行摘要

及与关键可持续性因素相关的成本和机遇的财务量化，以及相关转型计划的公布。

2.4 总体上确定投资者对可持续发展的态度

在政府资助下开展高质量工作，进一步从总体上明确个体投资者对可持续发展的态度（从而集中成本并减少不确定性），供机构投资者用于行使与最终目的型IFSI相关的自由裁量权（在投资者意愿允许的情况下）和制定政策。

2.5 扩大尽责管理守则对IFSI相关事项的覆盖面

确保该司法辖区有适用于所有重点企业、投资者类型和投资关系（因此不局限于公开交易股票）的尽责管理守则，并且其应涵盖可持续性因素产生的企业风险（系统性风险或其他风险）、在寻求提升长期价值增长时可能用到可持续性影响目标的情况，以及投资者为此合作与被投企业开展沟通等内容。

考虑如何加强守则的落实情况（例如，成立行业工作组、发布尽责管理政策和结果、对尽责管理标准进行外部审查）。

审查资产所有者与投资管理人之间的关系（以及第三方顾问提供的尽责管理相关建议），确保资产所有者对可持续性因素的利益在投资管理人代其开展的尽责管理活动中得到充分体现。

■ 应对投资过程中可能会降低对可持续性因素的关注度的投资市场的影响

2.6 投资组合理论、基准的使用以及短期交易活动

投资者群体和国际知名的学术机构可在以下领域，协调深入开展高质量、跨学科的工作：

- 研究投资组合理论和基准的关键内容的应用，确定其是否会导致对可持续性因素（特别是系统性风险）的关注不足，及其是否会妨碍财务目标的实现；及
- 研究短期贸易活动，确定其是有助于实现积极的可持续性结果，还是与实现积极的可持续性结果不相符合，抑或是与实现积极的可持续性结果无关。

进一步的政策措施取决于上述研究的结论，但就第一类工作而言，可能还涉及对继续教育的要求以及对商学院教学的改革以确保他们能够适当地覆盖这些讨论。

2.7 投资管理人的遴选和委任

开展市场研究，了解更长期的（考虑到了客户面临的超出管理人任期的可持续性风险和机遇）投资方式在多大程度上得到适当的反映和激励（包括尽责管理方面），如果没有得到适当的反映和激励，又应该采取哪些措施。

鼓励制定勤勉、委任、监督和关系管理方面的良好实践标准，关于资产所有者在该方面实践（包括与有关资产所有者目标的可持续性因素相关的实践）的披露要求可以对此提供支持。

2.8 投资顾问和受托管理人

开展市场研究，了解投资顾问和受托管理人在多大程度上充分确定资产所有者的可持续性需求和目标，并将其反映在其服务中，以及在提供服务时采用的投资组合理论和基准是否合适。考虑是否有些问题可以通过针对资产所有者的规定和指南加以解决，或直接通过投资顾问行业的良好实践或监管工作加以解决。

■ 通过帮助个体投资者实现对可持续性的追求，保障IFSI投资方式的透明度和市场纪律。

2.9 披露其寻求可持续发展的路径，包括追求可持续性影响目标的路径

机构投资者关于如何实现其目标的披露信息，可能受到可持续性因素以及机构投资者响应（包括是否涉及追求可持续性目标、如何追求以及取得了哪些成果）的影响。由于IFSI包含一系列方法，因此应考虑设法让个体投资者了解相关机构投资者开展IFSI的强度和质量。

2.10 专注于可持续性影响的投资产品

区分“可持续”、“负责任”和“影响”等标签，并确保其使用满足最低的运营和披露标准——以“影响”为例，该等标准应包括对可持续影响目标的确切、有意识的追求以及进展评估。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

I 执行摘要

2.11 鼓励对可持续性影响产品进行独立评级

采取措施以在投资服务和分配中更多地考虑投资者对可持续性的追求。

要求投资管理人、咨询人员和顾问在与客户建立关系之初即确定客户的可持续性目标，包括与追求可持续性影响目标相关的目标，并将其反映在提供服务的过程中。或者，也可以从法规上推定每个投资者都具有长远的眼光，和/或推定他们希望以能够实现某些可持续性目标的方式管理其资金。

2.12 受益人教育

开展投资者教育活动，帮助他们了解其资金能够在可持续发展领域发挥作用、其资金如何发挥作用（特别是在追求可持续性影响目标方面的作用），以及可能涉及的权衡。

附件：中国法律框架

1. 简介

- 1.1 本附件考查截至2021年1月31日的中华人民共和国（本附件研究对象为**中国大陆地区**，不包括香港、澳门和中国台湾）法律。第2节至第4节涉及**资产所有者**能否在相关投资组合没有明确的可持续性影响目标的情况下，**为实现可持续性影响而投资**。
- 1.2 正如本报告正文所述，“**为实现可持续性影响而投资**”（**IFSI**）不是专业术语。相反，该表述在本报告中作为一个“概念网”，表示的是**资产所有者或其投资管理人**追求一个或多个可持续性影响目标的任何权力或自由，无论是为了保护或提高其投资的财务绩效（**工具型IFSI**），还是为了达到其他目标（**最终目的型IFSI**）。

基本法律关系

- 1.3 **中国**是大陆法系国家，并且已形成诸多专有的法律概念。在中国的资产管理行业，一个根本的问题是，关于各种基金计划的基本法律性质的争论一直无果，**相关投资者**的权利和义务也因此没有定论。实践中主要有两种观点：基金计划要么是（a）信托（trust），要么是（b）所谓的“委托（entrustment）”合同安排。
- 1.4 除非明确规定为信托，否则基金计划通常被视为基于合同的委托安排。为本附件之目的，此问题仅与共同基金中的公募基金有关。本附件述及其他基金（如养老基金或保险公司资金）均属基于合同的委托安排。

一般规定和原则

- 1.5 在**中国**法下，适用于**相关投资者**资产管理和投资活动的一般法律责任（如诚实信用责任、谨慎责任和勤勉责任）或原则（如国家/公共利益、安全、盈利能力和长期性），可以从字面或逻辑上解释为包含对**IFSI**的考量。但是，在缺乏明确法律或司法标准的情况下，此类一般责任和义务通常过于抽象，无法被视为要求**相关投资者**开展**IFSI**或允许其开展**IFSI**的依据。相反，在**中国**法的某个具体规定不明确的情况下，参考一般责任和义务的可能性更大。
- 1.6 因此，在**中国**法下，以下问题一直存在法律上的不确定性：即在缺乏明确法律或合同要求的情况下，**相关投资者**是否有开展**IFSI**的一般法律责任或自由裁量权；如有，该等责任在何等程度上可被视为已履行。

中国的生态文明理念

- 1.7 “生态文明”是人类文明发展的一个新的阶段，即工业文明之后的文明形态；生态文明是人类遵循人、自然、社会和谐发展这一客观规律而取得的物质与精神成果的总和。
- 1.8 2012年11月，中国共产党第十八次全国代表大会首次决定“大力推进生态文明建设”。2015年9月，中共中央政治局通过《生态文明体制改革总体方案》，树立了“山水林田湖草”是一个生命共同体的理念。次月，进一步建设生态文明首度写入国家五年计划，并于2018年3月写入中国宪法。2021年3月15日，习主席在中央财经委员会第九次会议上指出，要把实现净零碳排放纳入生态文明规划。

- 1.9 在生态文明投融资方面，中央环保部门和多个金融监管部门分别于2016年8月和2020年10月联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》（简称《绿色金融体系指导意见》）和《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》（简称《气候投融资指导意见》），鼓励民间资本投资与环境可持续性相关的领域。此外，一些官方指引作为“软法”标准，也鼓励民间资本进入与可持续性影响相关的其他领域，例如，中国保险资产管理业协会发布的保险资金投资建议、“一带一路”倡议的绿色投资原则，以及中国证券投资基金业协会发布的投资指南。然而，这些标准均未构成赋予**相关投资者**开展**IFSI**的义务或自由的任何明确法律依据。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

附件：中国法律框架

2. 资产所有者利用投资和撤资的权力为实现可持续性影响而投资

2.1 本节考查各类**资产所有者**在多大程度、哪些情形下，应法律要求或受法律允许或根据法律能够利用其投资或撤资的权力，**为实现可持续性影响而投资**。

2.2 养老金

涵盖的养老基金类型

公共养老金计划

- 2.2.1 我们在本节考查基本养老保险基金和全国社会保障基金，前者是中国规模最大的主权养老金计划，后者是国家储备基金，用于补充人口老龄化加快产生的社会保障支出。
- 2.2.2 基本养老保险基金的缴纳实行双轨制，在该制度下：(a) 员工应按工资总额向基金缴纳8%，单位应缴纳20%；(b) 失业人员或自由职业者应缴纳由当地政府不时确定的固定金额。员工个人缴纳的资金以及失业人员或自由职业者缴纳的部分资金存入个人账户，在固定缴款基础上给付养老金；单位缴纳的资金以及失业人员或自由职业者缴纳的其余资金汇集到省级账户，在固定收益基础上给付养老金。养老金给付有法律保障。随着人口不断从农村向城镇迁移，基本养老保险基金压力渐增，因为迁入城镇地区的农村居民有权获得更高的退休金，但省级统筹账户的资金无法转移。

2.2.3 全国社会保障基金的基金资产通过中央财政拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式筹集。

2.2.4 关键主体：

- **资产所有者**：行政主管部门作为基本养老保险基金和全国社会保障基金的发起人，依法负责基金的筹集、账户管理和利益分配，并须指定有资质的第三方受托人（**受托人**）管理和运作基金资产。虽然受托人对基金资产没有法定所有权，但为本附件之目的可视为**资产所有者**，因为他们可以行使与基金资产有关的几乎所有投资权力。对于全国社会保障基金，受托人必须是依照相关条例要求专门设立的全国社会保障基金理事会。
- **受益人**：对于基本养老保险基金，所有养老金领受人均有权领取适用法律法规规定的所有养老金。目前尚不清楚受益人仅涵盖现有的养老金领受人，还是同时涵盖将来的养老金领受人。我们认为，全国社会保障基金没有具体的受益人，而是为整个社会保障体系的利益服务。这是因为全国社会保障基金不向个体养老金领受人筹集资金，而且是社会保障支出的补充资金来源，并且除向个体养老金领受人给付退休金以外还承担其他职能。
- **投资决策者**：受托人，或受托人委任的**投资管理人**。

私人养老金计划

2.2.5 我们在本节考查职业养老基金，包括：(a) **职业年金**，系针对所有政府和事业单位员工的强制性计划；(b) **企业年金**，系企业员工的可选计划。保险公司经营的合作型养老金计划（参见下文第2.4节）不在考查之列。

2.2.6 在职业年金中，员工按工资总额缴纳4%，单位缴纳8%。在企业年金中，除非员工选择退出，否则均自动加入计划，按员工工资总额最高缴纳8%，员工及单位共同缴纳比例最高为12%。与结合了固定缴款和固定收益的基本养老保险基金不同的是，单位和员工在职业年金和企业年金下缴付的资金，均进入员工个人账户，并在固定收益或固定缴款基础上给付。

2.2.7 关键主体：

- **资产所有者**：作为基金发起人，单位和员工均应负责设立基金计划，自行或通过第三方筹集资金并管理账户，且须委任受托人管理和运作基金资产。为本附件之目的，如同公共养老金计划，该等受托人将被视为**资产所有者**。
- **受益人**：以必要的连续服务年限为条件加入的养老金领受人。
- **投资决策者**：受托人，或受托人委任的**投资管理人**。

附件：中国法律框架

投资责任和投资权力的概述

公共养老金计划

- 2.2.8 通常情况下，受托人的投资责任和投资权力由以下因素决定：
- (a) 适用于养老基金管理的专门法律法规，其中主要规定或要求如下：
- (i) 基本养老保险基金和全国社会保障基金需“在保证基金资产安全性、流动性的前提下，实现基金资产的保值增值”，但没有明确的期限。针对全国社会保障基金，相关条例还强调需考虑投资的安全性、盈利能力和长期性；
 - (ii) 投资策略和风险控制政策的制定；
 - (iii) 按照上述基金目的和投资策略进行投资；
 - (iv) 遵守投资组合的多样化要求；
 - (v) 诚实信用、谨慎勤勉地开展业务；
 - (vi) 基金资产不得混同，不得不公平地对待同一基金管理、投资的不同基金资产，不得侵占、挪用基金资产，不得牟取自身利益，不作获利保证或本金保障；
- (b) 与基金发起人签订的委托协议的条款，该等条款与法律法规规定的义务类似，但存在某些补充规定；
- (c) 因委托安排而应对基金发起人承担的合同责任和代理责任，包括：
- (i) 作为善意管理人的注意义务，或换言之，谨慎勤勉义务；及
 - (ii) 不得进行转委托和自我交易，委托方允许的除外。

- 2.2.9 对于受托人因专门法律或基于合同的委托安排，而对基金发起人负有的诚实信用、谨慎勤勉的责任，**中国**法尚未确定明确的标准。在实践中，通常认为该等标准与**中国**公司董事和高级管理人员忠实、勤勉的受托人责任（第2.2.10节）类似，合理情况下允许有一定偏差。然而，实践中并未就实现（特定）财务收益或**IFSI**确定该等受允许偏差的确切范围。
- 2.2.10 实践中普遍认可的**中国**公司董事和高级管理人员的受托人责任标准如下：
- (a) 诚实信用责任主要要求：
- (i) 不得挪用公司资产；
 - (ii) 不得将公司资产存入个人账户；
 - (iii) 不得以公司资产向他人提供贷款或担保；
 - (iv) 不得进行自我交易；
 - (v) 不得谋取属于公司的商业机会或开展任何与公司存在竞争关系的业务；
 - (vi) 不得就公司与第三方之间的交易向第三方收取佣金或费用；
 - (vii) 不得披露公司机密。
- 但是，上述第 (iii) 项至第 (v) 项的禁止性要求可经公司章程文件允许而豁免，或经股东会或董事会批准授权。
- (b) 善意管理人的注意义务或谨慎勤勉义务，要求其必须以审慎人士在类似情形下应有的专业知识、技能和经验行事。
- 关于该等责任在**IFSI**背景下的应用，我们尚未发现任何指引、案例或讨论。

私人养老金计划

- 2.2.11 企业年金的目标、期限和终止事件需根据年金计划的具体规定确定。企业年金文件应当严格遵循人力资源和社会保障部门发布的格式和内容指南，并提交人力资源和社会保障部门备案。根据监管部门提供的计划模板，企业年金的目标是“在保证基金资产安全性的前提下，实现适当盈利”。由于职业年金相关的法律法规未就基金目标作出规定，我们预计职业年金计划会对目标作出规定；同时，鉴于职业年金的发起人具有政府或半政府性质，职业年金文件预计载有与企业年金文件类似的条款。
- 2.2.12 受托人的投资责任和投资权力与公共养老金计划类似（第2.2.8 (a) (ii) 节至第2.2.8 (c) 节），由适用于养老金管理的专门法律法规以及委托协议的条款所决定。此外，基金发起人也会另行制定基金计划，就基金目标（第2.2.11节）和其他事项作出详细规定。
- 利用投资权力开展IFSI的法律要求**
- 2.2.13 我们概括认为，由于第1.5节以及第1.7节至第1.9节提及的概括原则没有具体的实施规定，因此受托人没有开展**IFSI**（无论是工具型**IFSI**还是最终目的型**IFSI**）的明确责任。
- 2.2.14 但是，基本养老保险基金的受益人是（现有和未来的）所有养老金领受人，全国社会保障基金理事会也需基于长期目标进行基金管理。两种情况下，受托人的责任（即诚实信用责任，或者更具体而言，公平对待所有基金资产的责任）、基本养老保险基金和全国社会保障基金“在保证基金资产安全性、流动性的前提下，实现基金资产的保值增值”的目标、企业年金“在保证基金资产安全性的前提下，实现适当盈利”的目标，均可解释为要求受托人同时保障现有养老金领受人和未来养老金领受人的利益，公平地为所有受益人

附件：中国法律框架

的利益服务，不能因为系统层面上存在长期的消极可持续性影响，损害未来养老金领受人的利益，而为现有养老金领受人的利益服务。因此，可能可以认为在**中国**法下，如果能够减轻消极的可持续性影响，则受托人有责任开展工具型**IFSI**。不过，我们尚未在适用法律或法规中看到支持该观点的任何具体先例或迹象，也未见关于受托人与其他投资者合作履行该等责任的任何具体要求。

利用投资权力开展IFSI的法律自由

- 2.2.15 我们认为，**中国**法未规定受托人负有追求特定财务收益的首要责任，该等责任会排除通过管理基金实现其他非财务目标的可能性。无论是公共养老金计划的“保值增值”，还是私人养老金计划的“适当盈利”，都不一定能解释为要求受托人在无明确法定要求的情况下，最大限度地提高或实现特定财务收益，尽管从字面上看，这些条款似乎更关注财务绩效。因此，在没有任何具体要求的情况下，我们认为，适用的法律规定为受托人开展**IFSI**（包括最终目的型**IFSI**）提供了一定的灵活性。
- 2.2.16 然而，某些问题可能导致受托人在开展**IFSI**方面持谨慎态度（特别是优先于财务绩效或对财务绩效有消极影响的最终目的型**IFSI**）。例如：
- (a) 不能确定法院在评估受托人是否履行其现有责任时，在法院看来，受托人在多大程度上可以因有关可持续性影响的考量使财务收益受到影响；同时，法院可能认为，投资的财务结果至少应与由审慎的第三方专业人员管理的类似投资组合的财务结果相当，且不应明显低于未开展**IFSI**的情况下所能取得的财务结果；
 - (b) 在基本养老保险基金的退休金给付由国家财政保证，并由全国社会保障基金进一步补充的情况下，或在采用固定收益或

混合型计划的情况下，基金发起人在实践中可能会对受托人施压以追求短期或中期财务收益，因为如果养老基金短期或中期绩效不佳，则发起人有责任向养老基金补缴款项。

另一方面，受托人开展工具型**IFSI**时面临的压力可能较小，因为根据定义，工具型**IFSI**不太可能降低基金的财务收益。

2.3 共同基金

涵盖的共同基金类型

- 2.3.1 我们在本附件考查公开募集证券投资基金（公募基金），这是一类由持牌公募基金管理人（**公募基金管理人**）发售和管理的大型共同基金。公募基金在**中国**受到严格的监督和管理，是最常见的受监管的共同基金。我们在此排除了由获准在隔离经营制度下成立并经营资产管理计划的其他金融机构发售的资产管理计划，或者由公募基金管理人非公开发售的资产管理计划。
- 2.3.2 根据相关法律法规的规定以及基金份额持有人与公募基金管理人之间的基金协议，公募基金既可以采用基于合同的委托安排结构，也可以采用单位信托结构。根据中国证券投资基金业协会（定义见下文）披露的统计数据，绝大多数公募基金属开放式基金。基金管理人基金份额持有人之间的协议应就基金份额持有人认购和赎回其份额的时间和方式作出规定。因此，公募基金必须持有足够的现金或政府债券，以满足基金份额持有人的赎回需求。
- 2.3.3 封闭式公募基金的期限须为10年至15年，而开放式公募基金则无限期，除非根据基金文件终止。基金招募说明书包含与公募基金相关的关键信息（包括基金目标、投资政策等），须连同基金协议和其他基金文件提交监管机构登记，并在公开发售前向潜在投资者披露。文件内容如发生任何重大变化，公募基金管理人必须在实施变化前，向监管机构重

新登记基金文件。

- 2.3.4 对于信托和合同委托而言，基金份额持有人均通过向公募基金管理人交纳认购款项来认购基金份额。基金资产登记在公募基金管理人（而非公募基金）名下，但独立于管理人的自有资产，在公募基金管理人破产时不会被查封。在公募基金的存续期内，基金份额持有人可以通过基金份额持有人大会，单方面修改基金协议的“重要内容”，并决定与基金有关的其他事项，但不得直接参与或者干涉公募基金的投资活动。基金份额持有人大会的程序规则载于基金协议。
- 2.3.5 关键主体：
- **资产所有者**：公募基金管理人。
 - **受益人**：对于封闭式基金而言，受益人为当前基金份额持有人；对于开放式基金而言，受益人为基金份额持有人。法律和实践中均未明确未来的基金份额持有人是否也属于开放式基金的受益人。
 - **投资决策者**：公募基金管理人。公募基金管理人不得委任**投资管理人**来管理组合投资；相反，根据内部控制要求，公募基金管理人应建立、完善并严格遵守其内部投资决策政策，防止越权决策。

投资责任和投资权力的概述

- 2.3.6 在**中国**，资产管理基金计划本质上更类似于信托，当事方需遵守信托法规定的责任和义务。但是，由于**中国**长期以来对金融机构实施分业经营、分业监管的原则，每一类金融机构只能开展一类金融业务，因此如果一家未登记注册为信托公司的金融机构声称其管理的基金计划是信托计划，则可能产生监管风险。此外，**中国**最高人民法院已经明确，并非所有基金计划（如公募基金计划）均构成信托法规定的信托计划。

附件：中国法律框架

2.3.7 通常情况下，公募基金管理人的投资责任由以下因素决定：

(a) 适用于公募基金管理人和运作的专门法律和法规，其中主要规定如下：

(i) 与管理运作养老基金的责任类似的责任（第2.2.8(a)(ii)节至第(vi)节）；及

(ii) 不得损害国家/公共利益；

(b) 基金协议的条款，该等条款与法律法规规定的义务类似，但存在某些补充规定：

(i) 基金名称、目的和投资政策；

(ii) 基金结构（如信托/委托安排）和运作机制（如开放式或封闭式）；

(iii) 投资组合的多样化要求和投资限制；及

(iv) 基金份额持有人大会的程序规则和其他事项。

(c) 因委托安排而应对基金份额持有人承担的合同法上的责任和代理责任（第2.2.8(c)节）；

(d) 信托法规定的因与委托安排独立的信托安排（第1.3节）而应对受益人承担的责任，包括：

(i) 从受益人最大利益出发，诚实信用、谨慎有效地处理信托事务（第2.3.8节）；及

(ii) 不得自我交易（信托文件允许，且以公平的市场价格进行的除外），不得为自己谋取利益（法律规定的报酬除外），不得占有信托资产（信托文件或委托人允许，且以公平的市场价格占有的除外）。

2.3.8 信托计划下受益人的最大利益原则作为受托人忠实义务的一般原则，其标准尚未在**中国**法中明确。从字面上来看，该原则要求对受托人的行为进行实质审查，但前提是受托人为自己谋取利益、占有信托资产、自我交易的行为均被推定为无效。有法院在信托资产受到不利影响的案件中，认定受托人违反了最大利益原则。但在实践中，就实现（特定）财务收益或**IFSI**的责任而言，“最大利益”并没有确定的含义。

2.3.9 对于公募基金经理人因专门法律或基于合同的委托安排或信托安排，而对基金份额持有人负有的诚实信用、谨慎勤勉/效率责任，**中国**法尚未有明确的标准。实践中通常认为该等标准与**中国**公司董事和高级管理人员忠实、勤勉的受托人责任（第2.2.10节）类似，合理情况下允许有一定偏差。然而，实践中并未就实现（特定）财务收益或**IFSI**确定该等受允许的偏差的确切范围。

利用投资权力开展IFSI的法律要求

2.3.10 我们概括认为，出于第2.2.13节述及的类似原因，公募基金管理人没有开展**IFSI**（无论是工具型**IFSI**还是最终目的型**IFSI**）的明确责任。

2.3.11 然而，与养老基金一样（参见上文第2.2.14节），对于开放式公募基金，实践中由于存在为了现有受益人利益而损害未来潜在受益人利益的系统性风险，公募基金管理人可能需要考虑长期的消极可持续性影响或工具型**IFSI**。因此，可能可以认为公募基金管理人在**中国**法下也具有开展工具型**IFSI**的责任。不过，我们尚未在适用法律或法规中看到支持该观点的任何具体先例或迹象，也未见关于公募基金管理人和其他投资者合作履行该等责任的任何具体要求。

利用投资权力开展IFSI的法律自由

2.3.12 我们认为，适用法律规定为公募基金经理人开展**IFSI**（包括最终目的型**IFSI**）提供了一定的灵活性。然而，某些问题可能导致公募基金经理人在开展**IFSI**方面持谨慎态度（特别是优先于财务绩效或对财务绩效有消极影响的最终目的型**IFSI**）。例如：

(a) 由于缺乏基金份额持有人“最大利益”标准，不能确定法院在评估公募基金经理人是否履行其现有责任时，在法院看来，公募基金经理人在多大程度上可以因**IFSI**考量使财务收益受到影响。

(b) 公募基金的财务收益是公募基金绩效评估中常用基准的关注重点。这在实践中可能会对公募基金经理人施压，使其在**IFSI**对财务收益有负面影响的情况下放弃**IFSI**。例如，“金牛奖”素有**中国**投资基金业奥斯卡之称，其评级体系采用的估值指标专注于：(i) 单只基金在短期至中期（如三年或五年）的财务收益，(ii) 股票和固定收益资产的整体组合绩效，以及公募基金管理人的资产管理规模。相比之下，奖项评选宗旨列出的非财务指标很少被纳入考量。

(c) 在向公众发售基金份额之前确定的公募基金所声明的投资目的和策略，决定了公募基金经理人在做出投资决定时需要考虑的因素。投资目的和策略须在基金计划文件中披露，其须真实、准确、完整。如果可持续性影响在投资决策中占比较大，则公募基金经理人可能需要在投资目的或政策中进行披露，而这可能降低该基金计划对利润驱动型投资者的吸引力。

另一方面，公募基金经理人开展工具型**IFSI**时面临的压力可能较小，因为根据定义，工具型**IFSI**服务于财务收益目标。

附件：中国法律框架

2.4 保险公司

涵盖的保险类型

2.4.1 **中国法**对保险资金的定义较广，包括适用法规项下保险人的资本金、资本公积和盈余公积、未分配利润、各项其他准备金以及其他资金。在本附件中，我们考虑以下保险类别：

(a) **人寿保险**。作为收到特定保费的对价，保险人承诺在被保险人死亡或其他约定事件发生时，一次性给付一笔保险金或定期给付固定的保险金。人寿保险的主要目的是投资。根据投保人在缴纳保费产生投资收益后有权获得的利润金额，人寿保险分为三类：

- (i) 保费乘以固定利率（年复利），其中保险人承担全部投资风险；
- (ii) 保费乘以最低保证利率（年复利），加上投资收益产生的红利（每月或每季度宣派，如有），其中保险人和投保人共同承担投资风险；及
- (iii) 投资收益产生的红利（至少每周宣派，如有），其中投保人承担全部投资风险。

(b) **一般保险**。包括不属于人寿保险的保险类型，包括财产险、意外险和疾病险、旅行险和责任险。保险人的责任是在相关投保人提出有效索赔时进行赔付。保险人保有投资活动的全部利润。

“非寿险投资型保险”具有与寿险相同的利润分享和风险共担特点，但期限较短（通常为一年至三年），其不在我们的考查之列。出于风险因素的考虑，此类保险已退出市场。

2.4.2 投保人文件（包括保险精算报告和其他有关支持性文件）的主要条款和条件以及其任何后续修改，均须在实施前提交监管机构审批。

2.4.3 对于投保人共担或独自承担投资风险的寿险，投保人将从保险公司提供的一系列基金中，选择出其欲以其保费“购买”的名义“份额”。保险人应向相关投保人支付的收益反映相关基金的表现，该等基金由保险人就该等“份额”根据委托安排（因为所有保单均基于合同）持有和管理。保险人可以自行开展投资，或委任**投资管理人**代为管理投资组合。

2.4.4 关键实体：

- **资产所有者**：保险人。
- **受益人**：根据保单有权受益的自然人或法人，包括投保人、被抚养人、员工等。为本附件之目的，我们将保险人的现有股东也视为“受益人”，因为他们对保险人的资产管理存在经济利益。
- **投资决策者**：保险人，或保险人委托的**投资管理人**。

投资责任和投资权力的概述

2.4.5 通常情况下，保险人的投资责任由以下因素决定：

- (a) 适用于保险资金管理和运作的专门法律法规，其中主要规定如下：
 - (i) 保险资金的投资目的是为实现保险业长期投资、价值投资和分散化投资；

- (ii) 保险资金应制定并实施投资策略和年度资产配置计划；
- (iii) 保险资金应遵守投资组合多样化要求和投资限制；
- (iv) 开展保险业务应符合诚实信用原则、审慎安全原则；
- (v) 委任一名或多名**投资管理人的**，不得转移保险利润或进行非法利益输送，不得要求**投资管理人**作收益保证；
- (b) 投保人文件的条款，该等条款与法律法规规定的义务类似，但存在某些补充规定；
 - (i) 保险名称、期限、保费费率和保险金；
 - (ii) 财务或业务管理政策、业务计划和预计对偿付能力的影响；
- (c) 因委托安排而应对投保人承担的合同法下的责任和代理责任（第2.2.8 (c) 节）；及
- (d) 保险人的董事和高级管理人员根据公司法应对股东和外部债权人承担的忠实义务和勤勉义务（第2.2.10节）。
- 2.4.6 对于保险人因专门法律或基于合同的委托安排，而对投保人负有的诚实信用责任、谨慎勤勉责任，**中国法**尚未确定明确的标准。实践中通常认为该等标准与**中国公司董事和高级管理人员忠实、勤勉的受托人责任**（第2.2.10节）类似，合理情况下允许有一定偏差。然而，实践中并未就实现（特定）财务收益或**IFSI**确定该等受允许的偏差的确切范围。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

附件：中国法律框架

一般保险：利用投资权力开展 IFSI 的法律要求

- 2.4.7 我们认为，出于第 2.2.13 节述及的类似原因，保险人没有明确的就开展 IFSI（无论是工具型 IFSI 还是最终目的型 IFSI）的一般责任。
- 2.4.8 但是，就保险资金在某些行业或领域的投资存在特殊要求，这些要求具有要求开展最终目的型 IFSI 的效果。这些要求优先于保险人在保单下承担的或应对股东负有的其他责任和义务，例如：
- 就股权投资而言，目标公司必须符合国家产业政策，且不属于高耗能或高污染企业；
 - 就面向长租市场的股权投资而言，目标项目必须具有积极的经济和社会效益；
 - 就通过集合信托开展的投资而言，目标项目或目标企业必须符合国家宏观政策和行业政策；
 - 就债权投资而言，目标项目必须具有积极的社会效益，并符合国家和地方的产业、土地、环保、节能等政策；及
 - 就与其他方共同收购上市公司而言，目标企业必须符合国家产业政策，且不属于高耗能或高污染企业，符合国家节能环保标准，或不具有较低的技术附加值。
- 2.4.9 同时是上市公司的一般保险人需要承担更大的一般社会责任，包括以下责任，但尚无针对该等责任的指引：

- (a) 积极践行可持续发展理念，将生态环保要求融入发展战略和公司治理过程，主动参与生态文明建设，在污染防治、资源节约、生态保护等方面发挥示范引领作用；及
- (b) 在保持公司持续发展、提升经营业绩、保障股东利益的同时，应当在社区福利、救灾助困、公益事业等方面，积极履行社会责任。
- 此外，相关规定也鼓励其帮扶贫困县或者贫困村，支持贫困地区发展产业、培养人才、促进就业。然而，目前尚未明确该等义务与保险人在保单下承担的或应对股东负有的其他责任和义务的关系如何。

一般保险：利用投资权力开展 IFSI 的法律自由

- 2.4.10 我们认为，除了上述要求外，适用的法律规定为一般保险人开展 IFSI（包括最终目的型 IFSI）提供了一定的灵活性，但前提是财务结果至少应与由审慎的第三方专业人员管理的类似投资组合的财务结果相当，且不应明显低于未开展 IFSI 的情况下所能取得的财务结果。
- 2.4.11 相关规定鼓励上市保险人发布年度社会责任报告，并强制要求披露与环境保护有关的重大事件。不过，须披露事件指的是保险人或其合并子公司的相关事件，保险人使用保险资金或相关资产进行的投资不在披露范围之内，因为此类投资因多样化要求仅代表少数股权。因此，我们认为，上市保险人并未受到披露与其可持续性影响有关的环境信息的压力。

人寿保险：利用投资权力开展 IFSI 的法律要求

- 2.4.12 我们认为，出于与一般保险相同的原因，寿险保险人没有明确的开展 IFSI（无论是工具型 IFSI 还是最终目的型 IFSI）的一般责任，但是，特殊法律要求（第 2.4.7 节至第 2.4.9 节）项下的例外情形也适用于寿险保险人。

人寿保险：利用投资权力开展 IFSI 的法律自由

- 2.4.13 我们认为，由于保险人的法定责任（如忠实责任和勤勉责任）未就此对保险人提出明确要求，因此即使对于由投保人共担或独自承担投资风险的寿险而言，中国法亦未规定寿险保险人负有追求特定财务收益的首要责任，该等责任会排除通过管理基金实现最终目的型 IFSI 等任何其他目标的可能性。
- 2.4.14 我们认为，适用的法律规定为寿险保险人开展 IFSI（包括最终目的型 IFSI）提供了一定的灵活性，其原因和程度与一般保险人（第 2.4.10 节和第 2.4.11 节）相同。

附件：中国法律框架

3. 资产所有者利用其地位进行尽责管理活动以确保可持续性影响

3.1 本节考查各类**资产所有者**在多大程度、哪些基础上，应法律要求或受法律允许或根据法律能够，通过进行以实现积极的可持续性结果并尽量减少消极的可持续性结果目标的尽责管理活动，利用其地位影响其投资的企业。

总体考量

- 3.1.1 **中国**法下没有如英国、日本或其他司法辖区的尽责管理守则的关于**资产所有者**开展尽责管理或参与活动的权力和义务的专门法律，也没有规定**资产所有者**有责任协作应对目标资产或发行人未来绩效面临的系统性（非特定投资组合/发行人）风险。此外，保险人和公募基金管理人按要求通常须利用其投资载体所附带的权利保护受益人利益，但这并不一定要求他们必须进行尽责管理活动。因此，一般而言，**资产所有者**与尽责管理相关的投资责任和权力，同样由第2节“投资责任和投资权力概述”列出的考量因素所决定。
- 3.1.2 法律没有明确规定尽责管理活动所产生的成本如何分配，因此尚不明确由谁承担尽责管理活动的成本。因此，我们认为，如果尽责管理活动不能产生至少能抵消成本的短期财务收益，则受益人和**资产所有者**之间可能产生纠纷。
- 3.1.3 考虑到投资多样化要求以及应用有限的累积投票和代理权征集（仅适用于上市公司和非上市公众公司），**资产所有者**可能无法在标的资产中持有足以开展尽责管理活动的股份。
- 3.1.4 2018年，**中国**法下出台了**资产所有者**和其他机构投资者就上市证券尽责管理活动的最佳实践。其鼓励（但不强制要求）**资产所有者**（a）通过行使股东权利（如表决权、质询权、建议权）以及其委派人员（即董事和监事），积极参与

上市公司治理，（b）公开其参与上市公司治理的目标与原则、表决权行使的策略、股东权利行使的情况及效果。

- 3.1.5 法律法规并未明确禁止**资产所有者**与他人协作进行尽责管理活动，但此类合作可能面临重大障碍或阻碍，包括：
- （a）**竞争法**。竞争法基本上永远不会允许竞争对手联手固定价格、限制产量或销量、分割市场和客户、限制新产品或新技术、联合抵制交易。涉及交换信息或协调商业活动的协同安排，如果能排除、限制竞争，或被视为有助于上述任何违法行为或导致其发生，则亦可能违反竞争法。**中国**竞争法豁免了旨在实现节约能源、保护环境以及救灾救助等公共利益的协同安排，这些安排可能涉及为实现可持续性影响而作出的共同努力。被豁免的协同安排还须让消费者公平分享由此产生的利益，且不得严重限制市场竞争。不过，时至今日，**中国**竞争主管部门尚未公布对此类协同安排予以豁免的任何决定。协同方无需事先向**中国**竞争主管部门发出通知或提出豁免申请。协同方经自行评估认为协同安排符合豁免条件的，可以直接执行协同安排。如果主管部门发起反垄断调查，协同方必须提供证据，证明其实现公共利益、消费者利益的事实或意图，且未对竞争造成重大不利影响。一般而言，为实现非约束性、非具体化的可持续性目标开展协作，或就抽象的最佳实践观点开展交流不太可能引起竞争法问题，前提是此类协作行动不能有助于或导致任何上述违法行为，且不得交换竞争敏感信息。
- （b）**合并控制**。在**中国**合并控制制度下，**资产所有者**之间的协作可能会触发合并申报责任。如果**资产所有者**为协作实现可

持续性影响而就如何行使投票权达成协议，则可能被视为一致行动体。从**中国**竞争法的角度，根据**资产所有者**的合计投票权、一致行动事项以及协作前后的公司治理结构，开展一致行动的**资产所有者**可能被视为通过协同安排，联合取得对被投资公司的控制权。如果这些**资产所有者**（根据其全球营业额和**中国**营业额）达到申报标准，则其协同安排须在**中国**进行合并控制申报。因此，实施此类协同安排前应仔细评估是否需要申报。

- （c）**报告要求**。就上市证券的股东集体行动可能会触发有关合并持股的报告要求。特别是，保险人与他方采取一致行动收购上市公司时，须遵守专门的披露要求。
- （d）**内幕交易和短线交易**。一致行动的股东可能成为内幕人士，因此须遵守相关义务/限制，包括没收通过短时间内买卖相关证券获得的收益。
- （e）**强制要约收购**。股东集体行动可能触发强制向其他股东发出收购上市证券要约的要求，或可能违反某些期限内的限制措施。

3.2 养老金

为可持续性影响进行尽责管理活动的法律要求

- 3.2.1 我们认为，出于第2.2.13节述及的原因，以及受限于第2.2.14节列出的注意事项，养老金受托人一般没有为实现可持续性影响进行尽责管理活动的明确责任。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

附件：中国法律框架

为可持续性影响进行尽责管理活动的法律自由

3.2.2 我们认为，受限於第3.1节述及的一般障碍，以及出于第2.2.15节述及的原因，养老金受托人在为实现可持续性影响进行尽责管理活动方面有一定的灵活性。

3.3 共同基金

为可持续性影响进行尽责管理活动的法律要求

3.3.1 我们认为，出于第2.3.10节述及的原因，以及受限於第2.3.11节列出的注意事项，公募基金管理人一般没有为实现可持续性影响进行尽责管理活动的明确责任。

为可持续性影响进行尽责管理活动的法律自由

3.3.2 我们认为，受限於第3.1节述及的一般障碍，以及出于第2.3.12节述及的原因，受托人在为实现可持续性影响进行尽责管理活动方面有一定的灵活性。

3.4 保险公司

一般保险：为可持续性影响进行尽责管理活动的法律要求

3.4.1 我们认为，受限於第3.1节述及的一般障碍，以及出于第2.4.7节至第2.4.9节述及的原因，如果一般保险人的投资对象随后参与了不当的可持续性实践（第2.4.8节），则一般保险人在特定情况下有责任为实现可持续性影响进行尽责管理活动，不过从相关法律的表述来看，保险人只需要避免投资不符合相关标准的公司。

一般保险：为可持续性影响进行尽责管理活动的法律自由

3.4.2 我们认为，受限於第3.1节述及的一般障碍，以及出于第2.4.10节述及的原因，受托人在为实现可持续性影响进行尽责管理活动方面有一定的灵活性。

人寿保险：为可持续性影响进行尽责管理活动的法律要求

3.4.3 我们认为，受限於第3.1节述及的一般障碍，以及出于第2.4.12节述及的原因，如果寿险保险人的投资对象随后参与了不当的可持续性实践（第2.4.8节），则寿险保险人在特定情况下有责任为实现可持续性影响进行尽责管理活动，不过从相关法律的表述来看，保险人只需要避免投资不符合标准的公司。

人寿保险：为可持续性影响进行尽责管理活动的法律自由

3.4.4 我们认为，出于第2.4.14节述及的原因，受托人在为实现可持续性影响进行尽责管理活动方面有一定的灵活性。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

附件：中国法律框架

4. 资产所有者进行公共政策工作以确保可持续性影响

4.1 本节考查各类**资产所有者**在多大程度、哪些基础上，应法律要求或受法律允许或根据法律能够，利用其地位进行以实现积极的可持续性结果并尽量减少消极的可持续性结果为目标的政策工作（例如，在这些结果影响到投资组合资产价值的情况下）。

总体考量

4.1.1 **中国**法下没有关于**资产所有者**开展公共政策工作活动的权力和义务的专门法律。我们也未发现关于公共政策工作活动相关权力和义务的其他原则和法律规定。**资产所有者**为实现可持续性影响而进行公共政策工作时，应亲自行事、自筹资金，以避免被控滥用基金资产，因为一般而言，进行公共政策工作在**中国**远未成为被普遍接受的基金活动。

4.2 养老金

4.2.1 我们认为，出于第4.1.1节述及的原因，受托人一般没有为实现可持续性影响进行公共政策工作活动的义务，但有进行相关活动的法律自由，但进行该等活动时须考虑第4.1.1节述及的因素。

4.3 共同基金

4.3.1 我们认为，出于第4.1.1节述及的原因，公共基金管理人一般没有为实现可持续性影响进行公共政策工作活动的义务，但有进行相关活动的法律自由，但进行该等活动时须考虑第4.1.1节述及的因素。

4.4 保险公司

4.4.1 我们认为，出于第4.1.1节述及的原因，保险人一般没有为实现可持续性影响进行公共政策工作活动的义务，但有进行相关活动的法律自由，但进行该等活动时须考虑第4.1.1节述及的因素。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

附件：中国法律框架

5. 设立新的IFSI基金及修改现有基金条款

5.1 本节考查**资产所有者**设立以**IFSI**（特别是最终目的型**IFSI**）为明确目标的基金、保险或其他产品的可能性。

5.2 养老金

公共养老金计划

5.2.1 公共养老金计划（即基本养老保险基金和全国社会保障基金）是主权基金，根据法律规定设立并接受法定监管（第2.2.1节）。受托人无权以**IFSI**（工具型或最终目的型**IFSI**）为明确目标，设立新的同类基金或修改现有基金条款。立法者或政府可修改相关法律法规中的相关目标，以纳入可持续性影响因素。

私人养老金计划

5.2.2 从理论上讲，我们认为**中国**法没有禁止设立纳入可持续性影响目标的私人养老金计划，因为基金目的可以由相关方单独商定。虽然企业年金中受托人由设立私人养老金的雇佣单位和员工直接聘用（职业年金的情况下则由法定代理人聘用），负责管理基金资产的投资和运作，但基金文件由雇佣单位和员工自行编制（第2.2.7（a）节）。因此，受托人无权以**IFSI**（工具型或最终目的型**IFSI**）为明确目标，设立新的同类基金或修改现有基金条款。

5.2.3 即便如此，由于私人养老金计划受到严格监管，且其基金文件（包括随后的修订）应严格遵循官方模板，并在实施之前提交主管部门备案，因此基金目的很可能只涉及财务方面（如官方模板中规定的“适当盈利”）（第2.2.11节）。主管部门可能对以**IFSI**（特别是最终目的型**IFSI**）作为明确目标的私人养老金计划提出质疑，因此实践中以此为目标设立基金或修改现有基金的可行性存疑。

养老金设计者、构建者、提供者的责任

5.2.4 由于私人养老金计划的受益人（如员工）负责制订基金计划，因此他们追求可持续性影响的意愿应反映在基金计划中，而根据**中国**法，受托人没有责任或义务调查受益人的意愿。开展**IFSI**（包括最终目的型**IFSI**）的明确目标可以在设立新基金时确定，也可以通过依法修订现有基金条款确定。

5.3 共同基金

5.3.1 我们认为，**中国**法没有禁止设立以可持续性影响作为首要或次要目标的共同基金。但是，由于公募基金绩效评估通常采用的基准是短期或中期财务收益，且基金目的须在发售前公开披露（第2.3.12节），因此，此类基金（特别是有着优先于财务绩效或对财务绩效有消极影响的最终目的型**IFSI**目标的基金）可能面临其市场竞争力不如较少关注或不关注可持续性的基金的挑战。

5.3.2 不过，对于现有的公募基金，由于基金份额持有人在基金协议期间，可以通过基金份额持有人大会单方面修改基金协议的“重要内容”（我们认为该等内容应包括基金目的）（第2.3.4节），受益人仍可依法实现追求可持续性影响的意愿。

共同基金设计者、构建者、提供者的责任

5.3.3 我们认为，公募基金管理人不负有参照“目标市场”或相关受益人的意愿或需求，设计、设立、运作共同基金的法律责任。

5.4 人寿保险产品

5.4.1 我们认为，**中国**法没有禁止设立以寻求**IFSI**（工具型或最终目的型**IFSI**）为投资目标的产品。但是，由于人寿保险产品必须遵循保险产品开发指引、获得主管部门批准（第2.4.2节），并满足与风险控制相关的技术要求，因此实践中保险人在设立以**IFSI**（特别是最终目的型**IFSI**）作为明确目标的新产品时，可能面临技术性挑战。

5.4.2 在产品设计和、运作要求以及主管部门对修改投保人文件的审批方面，修订现有产品条款以将**IFSI**（特别是最终目的型**IFSI**）设为明确目标的过程可能面临与新产品相同的实际挑战。

人寿保险产品设计者、构建者、提供者的责任

5.4.3 我们认为，保险人不负有参照“目标市场”或相关受益人的意愿或需求，设计、设立、运作人寿保险产品的法律责任。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

附件：中国法律框架

6. 投资管理人的IFSI责任

6.1 本节考查**投资管理人**在多大程度、哪些情形下，应法律要求或受法律允许，代表**资产所有者**或以其他方式，通过第2节至第4节所述的三种方法开展**IFSI**。

投资和撤资的权力

6.1.1 通常情况下，**投资管理人**的投资责任和投资权力由以下因素决定：

- (a) 适用于投资组合管理的专门法律法规，其中主要规定如下：
 - (i) 根据投资管理协议（**IMA**）投资基金资产；
 - (ii) 诚实信用、谨慎勤勉地开展业务；
 - (iii) 不作财务收益或损失补偿保证；
 - (iv) 公平对待管理的基金资产和其他资产（第2.2.8 (a) (vi) 节）；及
 - (v) 不得将基金资产与自有资产混同；不得利用基金资产为他人谋取不正当利益；不得侵占、挪用基金资产；
- (b) 与**资产所有者**签订的**IMA**的条款，该等条款通常会详细规定：
 - (i) 投资目的、范围、期限、限制；
 - (ii) 关键人员、利益冲突、风险控制、信息披露、撤资等；
- (c) 因**IMA**而应对**资产所有者**承担的合同法下的责任和代理责任（第2.2.8 (c) 节）。

6.1.2 对于**投资管理人**因专门法律或基于合同的委托安排，而对**资产所有者**负有的诚实信用、谨慎勤勉责任，**中国**法尚未确定明确的标准。在实践中，通常认为该等标准与**中国**公司董事和高级管理人员忠实、勤勉的受托人责任（第2.2.10节）类似，合理情况下允许有一定偏差。然而，实践中并未就实现（特定）财务收益或**IFSI**确定该等受允许的偏差的确切范围。

6.2 可持续性影响相关的法律义务

投资和撤资的权力

- 6.2.1 如果**IMA**或相关法律法规（例如，关于一般保险人和寿险保险人投资活动的专门监管要求（见上文第2.4.8节和2.4.12节））要求开展**IFSI**（工具型或最终目的型**IFSI**），则**投资管理人**必须采用符合此类要求的策略。**投资管理人**需确保委托管理要求具体说明如何平衡可持续性影响目标与财务目标，以尽量减少投诉和诉讼风险。
- 6.2.2 我们认为，如果委托管理要求未提及可持续性影响，则**投资管理人**不负有开展**IFSI**（工具型或最终目的型**IFSI**）的责任，除非该委托管理要求受法定要求的约束，比如有关保险资金的具有要求开展**IFSI**效果的法定要求（第2.4.8节）。
- 6.2.3 如果**资产所有者**希望将**IFSI**（包括最终目的型**IFSI**）纳入投资目的，则应通过修订**IMA**纳入。

为实现可持续性影响进行尽责管理活动

6.2.4 和投资或撤资的权力相同，**投资管理人**在该方面的责任应遵循其委托管理要求的条款。我们认为，如果委托管理要求未提及可持续性影响，则法律不要求**投资管理人**为实现可持续性影响对投资组合公司进行尽责管理活动。

为实现可持续性影响进行公共政策工作

6.2.5 如上所述，**投资管理人**的责任遵循其委托管理要求的条款。我们认为，如果委托管理要求未提及可持续性影响，则法律不要求**投资管理人**为开展**IFSI**（工具型或最终目的型**IFSI**）进行公共政策工作。

6.3 开展IFSI投资的法律自由

投资和撤资的权力

- 6.3.1 我们认为，如果**IMA**未提及**IFSI**（工具型或最终目的型**IFSI**），则适用法律规定为**投资管理人**行使其投资权力实现可持续性影响提供了一定的灵活性，不过在没有明确指示的情况下，**投资管理人**可能不愿意考虑财务收益以外的其他因素，因为一旦实际结果是财务收益减少，其将面临诉讼风险。
- 6.3.2 **投资管理人**一般没有向**资产所有者**提供以可持续性为重点的产品的义务，但有提供该等产品的自由。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

附件：中国法律框架

6.3.3 **投资管理人和资产所有者**可以为开展IFSI（包括最终目的型IFSI）商定修改现有IMA条款。**投资管理人**在该方面不受限制，但**资产所有者**对该等变更的同意将受到其对其受益人的义务的限制（如上文所述），因此在许多情况下，此类修改实际上并不可能发生。

为实现可持续性影响进行尽责管理活动

- 6.3.4 由于尽责管理活动不太可能影响投资组合的构成，因此通过尽责管理活动追求可持续性影响的空间更大，即使IMA未提及可持续性影响。
- 6.3.5 在没有为可持续性影响进行尽责管理活动的指示的情况下，如果进行相关活动会减少对应投资期限内的财务收益，则许多IMA投资的短期性质可能会降低为实现可持续性影响进行尽责管理活动的灵活性。但是，这与其他投资组合的长期性质之间可能存在不同（比如，对于养老基金和人寿保险公司而言），由于可持续性影响可能在中期至长期内对财务绩效产生不利影响，该等长期投资组合为可持续性影响进行尽责管理活动的灵活性因此可能更高（第2.2.14节）。
- 6.3.6 如果为可持续性影响进行尽责管理活动的成本明显高于回报，则由于法律没有明确规定由哪方承担成本，**投资管理人**不太可能进行该类活动。

为实现可持续性影响进行公共政策工作

- 6.3.7 **投资管理人**在自筹资金自行开展公共政策工作方面有很大的自由，但须避免利益冲突。
- 6.3.8 在没有为可持续性影响进行公共政策工作的指示的情况下，如果进行相关工作会减少对应投资期限内的财务收益，则许多IMA投资的短期性质可能会降低为实现可持续性影响进行公共政策工作的灵活性。但是，这与其他投资组合的长期性质之间可能存在不同之处（比如，对于养老基金和人寿保险公司而言），由于可持续性影响可能在中期至长期内对财务绩效产生不利影响，该等长期投资组合为可持续性影响进行公共政策工作的灵活性因此可能更高（第2.2.14节）。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

I 附件：中国法律框架

7. 因投资组合中被投企业的消极可持续性影响而对第三方负有的法律责任

7.1 本节在不考虑**资产所有者**经营所依据的法律规定及其章程的前提下，考查**资产所有者**可能在多大程度上因其投资企业的消极可持续性影响而需对第三方负有法律责任，以及**投资管理人**是否因其协助**资产所有者**投资相关企业和**管理**其投资而同样需要承担责任。

7.2 资产所有者

7.2.1 **资产所有者**一般不会仅仅因为其向某个实体/项目提供资金，而对该被投资实体/项目产生的消极可持续性影响承担民事、行政或刑事责任。只有在**资产所有者**被视为共犯时，才须承担刑事责任，而这在实践中鲜有发生。共犯是指合谋共同实施犯罪的人，根据具体情况，分为主犯、从犯、胁从犯或教唆犯，但我们在**中国**法下，尚未发现仅因向某一活动提供（少量）资金而可能面临刑事审判的情况。

7.2.2 如果公司被追究刑事责任，则对公司刑事犯罪行为直接负责的人员也可能面临刑事指控。因此，如果**资产所有者**指派到被投资公司的代表（如**董事**）主管被投资公司的事务，或以其他方式对构成刑事犯罪行为的所有消极可持续性影响负有直接责任，则该代表可能面临刑事责任。犯罪行为的“直接责任人员”通常理解为实施犯罪行为的员工，“直接主管人员”通常指前述员工的上一级主管或直接决策人。

7.3 投资管理人

7.3.1 第7.2节所述考量同样适用于**投资管理人**。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

I 附件：中国法律框架

8. 在 ESG 因素具有“财务重大性”时考虑 ESG 因素显得日益重要

- 8.1 **资产所有者**及其管理人在管理投资组合时考虑 ESG 因素变得日益重要，因为 ESG 因素可能通过多种方式对投资目的产生影响。主要原因总结如下。
- 8.2 除了第 1.9 节提到的官方指引外，**中国**还发布了许多促进可持续性影响相关行业发展的产业政策。例如，2015 年 5 月，国务院发布了针对制造业的最高级别政策——“中国制造 2025”，其旨在构建可持续的制造业，包括发展生态友好型项目和减少污染。
- 8.3 企业逐步披露越来越多的 ESG 绩效信息。举例而言，环境保护部于 2014 年 12 月发布的《企业事业单位环境信息公开办法》规定，造成重大污染的企业应当公开环境信息，包括与其造成的污染相关的信息。上海证券交易所鼓励上市公司发布年度社会责任报告——发布了该报告的上市公司可以获得简化临时公告审核的优待。上海证券交易所还于 2008 年 5 月发布了《上市公司环境信息披露指引》，除其他规定外，该指引要求上市公司披露与环境保护相关的重大事件。
- 8.4 为生态友好型行业融资的金融产品受到的监管要求进一步放宽。举例而言，国家发展和改革委员会于 2015 年 12 月发布了《绿色债券发行指引》，其中多项政策利好可持续债券发行人，包括提供政府补贴和放宽一般债券发行的监管要求。

为实现可持续性影响而投资的法律框架探讨：可持续性因素对投资者决策的影响

I 附件：中国法律框架

9. “财务重大性” 的含义

9.1 由于在 ESG 因素具有“财务重大性”时将 ESG 因素在投资流程中纳入考量日益重要，因此有必要了解法律如何定义“财务重大性”，以及衡量财务重大性的参考期。为追求财务目标而考虑具有财务重大性的可持续性因素，可能附带产生可持续性影响，还可能与 IFSI 一致。但是，除此之外，任何实现积极可持续性影响的尝试可能都需要完全依赖于 IFSI（因为这种尝试不再受到创造财务收益这一需求的驱动）。

9.2 财务重大性

9.2.1 中国法律或指导意见均未就此问题作出明确规定。但是，鉴于“财务重大性”概念经常在与投资活动相关的背景下被提及，我们认为，在寻求获得财务收益时考虑可持续性影响的必要性，取决于可持续性影响在特定情况下对投资组合的影响程度，且与该影响程度成正比。例如：

- (a) 《上市公司信息披露管理办法》规定，上市公司应当披露对投资者投资决策有重大影响的全部信息；及/或
- (b) 《上市公司重大资产重组管理办法》就确定某一交易是否符合重大资产重组条件，规定了详细的比例标准，因为上市公司普遍承担着更大的社会责任（第 2.4.9 节）。

9.3 “重大性” 评估参考期

9.3.1 中国法律或指导意见均未就此作出任何规定。因此，我们假定参考期仅与相关受益人的“投资期限”有关。

富而德律师事务所

Amber Liu、Yuxin Shen、Wang Zhe

The information contained in this report is for the purposes of general information only and is not to be taken as legal or any other advice, nor is it to be relied upon, in making any decision or otherwise. This report is provided with the understanding that the authors are not providing legal or any other kind of advice. The authors are not responsible for the content of websites and information resources that may be referenced in the report. Reference to any organisation or initiative and access provided to these sites or the provision of such information resources does not constitute an endorsement by the authors of the view of any organisation or initiative or the information contained therein. While the authors have endeavoured to ensure that the information contained in this report has been obtained from reliable and up-to-date sources, the changing nature of statistics, laws, rules and regulations may result in delays, omissions or inaccuracies in information in the report. The authors are not responsible for any errors or omissions, for any decision made or action taken based on information contained in this report or for any loss or damage arising from or caused by such decision or action. All information in this report is provided “as-is” with no guarantee of completeness, accuracy or timeliness, or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, expressed or implied. The same applies, mutatis mutandis, to the Generation Foundation, UNEP FI and PRI (commissioning organisations) who have commissioned this report.

This publication may be reproduced in whole or in part and in any form for educational or non-profit purposes without special permission from the copyright holder, provided acknowledgement of the source is made as follows: Freshfields Bruckhaus Deringer, A legal framework for impact - sustainability impact in investor decision making, report commissioned by UNEP FI, The Generation Foundation and PRI, 2021. The authors and commissioning organisations would appreciate receiving a copy of any publication that uses this publication as a source.

No use of this publication may be made for resale or for any other commercial purpose whatsoever without prior permission in writing from the authors and commissioning organisations.