

## 从漂绿到真绿：ESG 投资的“最后一公里”

发布日期：2022 年 9 月 20 日

2022 年 5 月 31 日，德国警方突击搜查了德意志银行及其子公司德意志资管 (DWS) 的办公室，针对其 ESG 基金“漂绿” (Greenwashing) 行为的指控进行搜查。同年 6 月，高盛资管的 ESG 基金也因其可能存在的误导性陈述受到美国证监会 (US Securities and Exchange Commission, SEC) 调查。

绿色投资<sup>1</sup>是指以促进企业环境绩效、发展绿色产业和减少环境风险为目标，采用系统性绿色投资策略，对能够产生环境效益、降低环境成本与风险的企业或项目进行投资的行为。那么，何为“漂绿”？在宣传基金产品时，夸大产品或投资策略在推动环境保护、实现可持续发展等方面程度的行为即“漂绿”。虽然 ESG 投资理念已有几十年的发展历史，但随着近年来全球气候危机加剧，新冠大流行蔓延，国际社会对人类可持续发展问题的关注度不断提升，ESG 投资理念迅速推广，全球的资产管理机构开始发行大量 ESG 产品以满足市场需求。目前，由于资产市场仍缺乏 ESG 产品的可比数据及通用披露准则，基金产品或投资顾问的披露可能会夸大其对 ESG 因素的实际考虑，导致漂绿现象层出不穷。

漂绿不仅扭曲投资者做出投资决策时需要的信息，还会侵蚀投资者对可持续发展产品的信心，对金融体系公平有效地运行造成威胁。2022 年 8 月，对冲基金经理安迪·凯斯勒 (Andy Kessler) 在《华尔街日报》(Wall Street Journal) 发表了《ESG 失

---

<sup>1</sup> 《绿色投资指引 (试行)》:

[https://www.amac.org.cn/governmentrules/czxgf/zlgz/zlgz\\_qt/201912/t20191222\\_7714.html](https://www.amac.org.cn/governmentrules/czxgf/zlgz/zlgz_qt/201912/t20191222_7714.html)

败的诸多原因》(The Many Reasons ESG Is a Loser)<sup>2</sup>一文，举例说明众多资产管理机构的 ESG 产品空有虚名，并建议投资者不要让资产管理机构代为进行 ESG 投资，因为那只会带来更高的成本和更差的投资结果。

尽管备受争议，但我们也观察到，随着资金源源不断地流入 ESG 产品，成熟资本市场的监管机构已经开始采取行动，加强对“漂绿”的审查与立法工作。

### 反“漂绿”行动拉开帷幕

自 2022 年 5 月以来，已有 DWS、高盛资管、纽约梅隆投资顾问 (BNY Mellon Investment Adviser, BNYMIA) 等 3 家资产管理机构因漂绿指控受到市场关注，资产管理行业开始面临来自监管机构和执法部门的反漂绿压力。

2022 年 5 月 23 日，美国证监会发布通告<sup>3</sup>，指控纽约梅隆投资顾问的漂绿行为，称其在某些共同基金的 ESG 质量审查上进行了错误陈述，并遗漏了重要信息。纽约梅隆投资顾问已支付 150 万美元的罚款以结束相关指控。我们根据 SEC 通告对其违法事实进行了整理，如下表所示。

例如，2020 年 6 月，针对科创板和创业板的上市公司，证监会发布了股权激励相关指引，放松了对激励人数、授予价格、授予条件等方面的限制；国资委也出台了相关政策，鼓励中央国有企业引入股权激励计划。与此同时，在新冠疫情的冲击下，上市公司的业务发展受到了不同程度的影响。因此，去年我们看到，不少公司为了增强凝聚力、提升管理效率，纷纷在宽松的政策背景下推出了股权激励计划，促使员工与公司的长期利益保持一致，推动公司的可持续发展。

---

<sup>2</sup> The Many Reasons ESG Is a Loser: <https://www.wsj.com/articles/esg-loser-funds-costs-basis-points-blackrock-500-environment-green-sec-11657461127>

<sup>3</sup> 通告详见: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2022/ia-6032.pdf>

表 1 BNYMIA 漂绿行为

违法事实	法律条款
<p>BNYMIA 发表误导性声明，暗示已为所有 Overlay Fund Investments<sup>4</sup>实施 ESG 质量审查。但实际上在投资某些股票和债券时，BNYMIA 没有为其提供 ESG 质量审查评分</p>	<p>《顾问法》第 206 (2) 条：禁止投资顾问直接或间接从事任何以欺诈方式运作的交易、实践或业务过程，或欺骗任何客户或潜在客户</p>
<p>在 Overlay Fund 招募说明书和某些 Overlay Funds 董事会会议纪要中，BNYMIA 就 ESG 质量审查方法做出误导性陈述。在招募说明书“目标和方法”部分，BNYMIA 明确表示：投资顾问将所有重大 ESG 问题的考量融入投资流程，拥有完善的负责任投资方法；BNYMIA 向董事会成员表示：在进行任何投资之前，投资顾问为每家公司制定专有的 ESG 质量审查评级。但是，BNYMIA 未要求投资顾问对覆盖基金的所有投资进行 ESG 质量审查。事实上，投资顾问为基金选择了未受审查的公司</p>	<p>《顾问法》第 206 (4) 条、第 206 (4) -8 条：禁止投资顾问就重大事实做出任何不真实的陈述或省略陈述</p> <p>《投资公司法》第 34 (b) 条：禁止任何人在任何注册声明中虚假陈述或省略任何必要的事实，以防止声明具有重大误导性</p>
<p>BNYMIA 在 RFP 回复<sup>5</sup>中做出误导性陈述，暗示对所有投资进行 ESG 质量审查。但投资顾问选择了未接受 ESG 质量审查的公司；并且，RFP 回复涉及跟踪 Overlay Fund 的投资策略，该策略不要求投资顾问在所有投资之前进行 ESG 质量审查</p>	<p>《投资公司法》第 34 (b) 条：禁止任何人在任何注册声明中虚假陈述或省略任何必要的事实，以防止声明具有重大误导性</p>
<p>BNYMIA 未实施合理的程序。BNYMIA 缺乏政策和程序以防止投资顾问在选择标的时使用不准确或不完整的 ESG 质量审查陈述。在 2020 年 3 月中旬之前，BNYMIA 的合规人员未发现投资顾问对 Overlay Fund 实施的质量审查缺失</p>	<p>《顾问法》第 206 (4) 条、第 206 (4) -7 条：投资顾问采用和实施书面政策和合理设计的程序，以防止违反《顾问法》规则</p>

资料来源：SEC 官网，紫顶研究

<sup>4</sup> Overlay Fund Investments: 由 BNYMIA 提供投资建议的共同基金

<sup>5</sup> RFP 回复: responses to requests for proposals, 指 BNYMIA 对其他投资公司代表客户进行投资时间询的书面回复

## 监管动向：ESG 基金信息披露要求日趋严格

成熟资本市场的监管机构正在持续加强对资产管理机构发行 ESG 基金时漂绿行为的监管力度，积极完善和统一 ESG 相关标准，在 ESG 产品定义和分类、信息披露等方面对资产管理机构提出更细致的要求。

### 1. 欧盟：加强对产品分类的监管

欧盟（EU）于 2019 年出台的《可持续金融披露条例》（Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR）<sup>6</sup>是致力于解决漂绿问题的里程碑。SFDR 将金融产品分为三类：含推动环境或社会因素的产品（Article 8）、以可持续投资为目标的产品（Article 9）以及不以任何 ESG 因素为主要投资目标的普通产品（Article 6）。若资产管理机构意图利用 Article 8 或 9 的“绿色”噱头进行营销，他们需要审查产品的整个生命周期，包括开发、监控和报告，制定收集和存储相关数据和信息的流程，以遵守相应条款的披露要求，这极大提高了漂绿难度，有利于规范资产管理机构的营销行为。

SFDR 适用于欧盟的所有金融市场参与者（Financial Market Participants, FMP）和财务顾问（Financial Advisers, FA），不仅包括在欧盟注册的金融机构，还涉及在欧盟销售金融产品的金融机构。因此，SFDR 在一定程度上推动了其他国家和地区的 ESG 投资监管进程。

2021 年 3 月，SFDR 法规生效，金融市场参与者和财务顾问须披露如何将可持续性风险纳入投资决策，以及基金投资对可持续发展的不利影响。目前，SFDR 的约束已初见成效。国际权威评级机构晨星（Morningstar）公开声明将重新审视基金产品的披露，并收紧 ESG 产品的认定标准。截至 2022 年 2 月，晨星已删除了 1,200 多个欧洲基金产品的可持续投资标签。

---

<sup>6</sup> SFDR: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>

欧盟及欧盟监管机构出台相应细则，为施行 SFDR 制定统一标准。2020 年，欧盟颁布《分类法方案》(Taxonomy Regulation, TR)<sup>7</sup>，实施分类框架，通过参考六项环境目标，确定企业的经济活动在多大程度上是环境可持续的。自此，欧盟范围内的企业和投资者使用统一的分类系统来判断可持续性，这进一步降低了信息披露标准差异化带来的漂绿风险。2020 年 4 月，欧盟监管机构 (European Supervisory Authorities, ESAs)<sup>8</sup>联合制定了《监管技术标准》(Regulatory Technical Standards, RTS)<sup>9</sup>，进一步详细描述可披露的内容、方法论、表现形式。2021 年 2 月，欧盟监管机构发布了修订后的《监管技术标准》<sup>10</sup>。2022 年 4 月，欧盟委员会通过了最终版本<sup>11</sup>。

## 2. 美国：强调基金命名及信息披露的准确性

美国拟出台新规以遏制漂绿行为。2022 年 5 月 25 日，SEC 对 ESG 概念基金的命名<sup>12</sup>和 ESG 投资实践信息披露<sup>13</sup>提出了新的监管改革方案。

基金名称可以直接向投资者传达有关基金特点的信息。SEC 提议修改《投资公司法》(Investment Company Act) 中的命名规则 (Names Rules)，要求注册投资公司至少将其资产价值的 80% 投资于其名称表明的特定类型。该方案将进一步阻止 ESG 术语重大欺骗性、误导性的使用，遏制资产管理机构利用名称营销其漂绿产品。根据规

---

<sup>7</sup> TR: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32020R0852>

<sup>8</sup> ESAs: 由欧洲银行业管理局 (EBA)、欧洲证券与市场管理局 (ESMA)、欧洲保险和职业养老金管理局 (EIOPA) 共同组成

<sup>9</sup> RTS: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc\\_2020\\_16\\_-\\_joint\\_consultation\\_paper\\_on\\_esg\\_disclosures.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf)

<sup>10</sup> Final Report on draft Regulatory Technical Standards: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2021\\_03\\_joint\\_esas\\_final\\_report\\_on\\_rts\\_under\\_sfdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_03_joint_esas_final_report_on_rts_under_sfdr.pdf)

<sup>11</sup> Sustainability-related disclosure in the financial services sector: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en)

<sup>12</sup> Investment Company Names: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11067.pdf>

<sup>13</sup> Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11068.pdf>

定，在投资决策中将 ESG 因素与其他非 ESG 因素同时考虑、但不以 ESG 为重点因素的基金，将不被允许在其名称中使用 ESG 或类似术语。

对于将 ESG 因素纳入投资组合的基金和投资顾问，ESG 投资实践信息披露方案要求其提供一致、可比较和可靠的信息。方案旨在对 ESG 策略进行广义分类，并要求基金和顾问根据其所追求的 ESG 策略在基金招股说明书、年度报告和顾问手册中提供更具体的披露。我们对方案进行了梳理，具体内容如下表所示。

**表 2 ESG 投资实践信息披露方案的主要内容**

项目	内容	页数
基金和顾问的 ESG 策略披露	<p>资产管理机构所需披露的基金信息数量取决于 ESG 因素对基金的重要性，并遵循分层框架，在基金招募说明书中提供简明概述，并在其他披露文件中提供更详细的信息，该提案确定了以下三种类型的 ESG 基金：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.整合基金 (Integration Funds)：在投资决策中将 ESG 因素与非 ESG 因素相结合的基金，应描述如何将 ESG 因素纳入其投资过程；</li> <li>2.以 ESG 为重点的基金 (ESG-Focused Funds)：将 ESG 因素作为重要或主要考虑因素的基金，应提供详细的披露，包括标准化的 ESG 战略概览表；</li> <li>3.影响力基金 (Impact Funds)：寻求实现特定 ESG 影响的基金，应披露其如何衡量目标的进展情况</li> </ol>	23-59
关于投票或参与的额外披露	<p>将投票或参与公司沟通作为实施其 ESG 战略的重要手段的基金，应提供有关其投票或参与的更多信息</p>	60-67
温室气体排放报告	<p>投资策略中考虑环境因素的 ESG 基金应披露与其投资相关的温室气体排放的额外信息，例如碳足迹和加权平均碳强度。考虑温室气体排放的整合基金应披露有关温室气体排放的额外信息，包括该基金在测量温室气体排放时使用的方法和数据来源</p>	90-122

资料来源：SEC 官网，紫顶研究

目前，两项改革方案均在征求公众意见的阶段。虽然方案旨在积极推动信息披露

的准确性和完整性的出发点毋庸置疑，但仍有评论指出其可能存在的负面影响及改进方向。SEC 专员 Hester M. Peirce 提出<sup>14</sup>，在新的命名规则下，投资经理为保持投资策略的灵活性，将倾向于采用通用的基金名称，投资者将无法从名称中获得有效信息。联合国责任投资原则组织（UN Principles for Responsible Investment, UN PRI）建议<sup>15</sup>，取消“整合基金（Integration Funds）”类别，要求所有基金披露如何将 ESG 因素纳入其投资过程及基金对环境的影响；借鉴 SFDR 的经验教训，并与欧盟及其他机构合作，制定全球统一的披露标准。

### 3. 包括香港、英国、澳大利亚及新加坡等市场监管主体亦开始行动

2021 年 6 月，香港证监会发布《致证监会认可单位信托基金及互惠基金管理公司的通函-ESG 基金》<sup>16</sup>，要求在港经营的资产管理机构对 ESG 基金进行定期评估和报告，并在官网列出了经过官方认可的 ESG 基金列表<sup>17</sup>。

2021 年 10 月，英国财政部 (HM-Treasury) 发布了英国可持续发展披露要求 (SDR) 的新路线图<sup>18</sup>，该路线图将要求企业披露其对环境的影响，不仅有助于为企业和投资者建立净零排放的透明度，而且使英国金融体系更接近效果评估，而不仅是简单地关注目标。

2022 年 6 月，澳大利亚证券和投资委员会 (ASIC) 在其网站上发布了一份信息表

---

<sup>14</sup> Statement on Investment Company Names: <https://www.sec.gov/news/statement/peirce-fund-names-statement-052522>

<sup>15</sup> Consultation Response: <https://www.sec.gov/comments/s7-17-22/s71722-20136241-307272.pdf>

<sup>16</sup> Circular to management companies of SFC-authorized unit trusts and mutual funds - ESG funds: <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/products/product-authorization/doc?refNo=21EC27>

<sup>17</sup> List of ESG funds: <https://www.sfc.hk/en/Regulatory-functions/Products/List-of-ESG-funds>

<sup>18</sup> Greening Finance: A Roadmap to Sustainable Investing: [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/1031805/CCS0821102722-006\\_Green\\_Finance\\_Paper\\_2021\\_v6\\_Web\\_Accessible.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1031805/CCS0821102722-006_Green_Finance_Paper_2021_v6_Web_Accessible.pdf)

<sup>19</sup>，旨在帮助基金经理和发行人在推广或提供可持续发展相关产品时如何避免漂绿。

2022年7月，新加坡金融管理局（MAS）发布 ESG 基金披露和报告准则<sup>20</sup>，规定面向新加坡零售投资者的 ESG 基金必须说明基金的投资策略、选择投资目标的条件和标准以及基金的风险和限制。

### 启示：真绿，国内资产管理机构的机遇与挑战

近年来，ESG 投资逐步占据主导地位。习总书记于 2020 年提出“中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”，助力实现双碳目标成为我国 ESG 投资的热点话题。根据第三方数据统计<sup>21</sup>，截至 2022 年 3 月 31 日，中国资产管理机构发起 ESG 存续产品共 1,082 只，总净值规模达 18,223 亿元。近一年 ESG 主题公募基金成立数量远超同期。与此同时，中国加入 UN PRI 的机构数量稳步增长。截至 2022 年 6 月 30 日，中国内地已有 102 家机构签署 UN PRI。

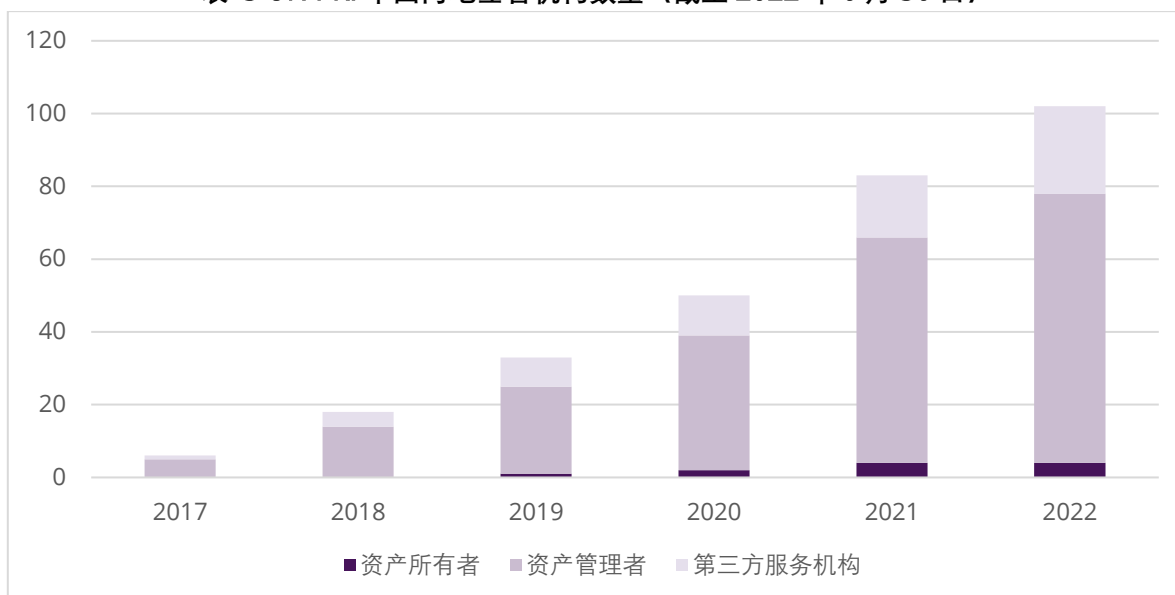
---

<sup>19</sup> How to avoid greenwashing when offering or promoting sustainability-related products: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/how-to-avoid-greenwashing-when-offering-or-promoting-sustainability-related-products/>

<sup>20</sup> Disclosure and Reporting Guidelines for Retail ESG Funds: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/Regulations-Guidance-and-Licensing/Circulars/CFC-02-2022-Disclosure-and-Reporting-Guidelines-for-Retail-ESG-Funds.pdf>

<sup>21</sup> 《秩鼎 ESG 投资趋势报告-2022 年一季度》



**表 3 UN PRI 中国内地签署机构数量（截至 2022 年 6 月 30 日）**


毋庸置疑，ESG 投资正在逐渐成为全球的主流趋势。根据 Bloomberg Intelligence 预测<sup>22</sup>，到 2025 年，全球 ESG 资产有望超过 53 万亿美元，预计将占管理总资产的三分之一以上。相较于成熟资本市场的多年积淀，ESG 投资理念在中国起步相对较晚，但各级监管机构正在通过一系列支持和引导政策推动国内 ESG 投资的落地。近期，中国人民银行、全国社会保障基金理事会等部门持续释放加大引导养老金等长线资金参与 ESG 投资力度的信号。2022 年 6 月 15 日，社保基金会举办“可持续投资专项课题研究”座谈会<sup>23</sup>。目前全国社保基金应用 ESG 投资已进入了讨论和探索阶段，设立了全球责任投资股票积极型产品，委托境外投资管理人开展 ESG 投资试点；同时还成立了 ESG 投资专项课题组，研究完善顶层设计，预计未来也将逐步要求国内的社保基金投资管理积极应用 ESG 投资理念。

<sup>22</sup> ESG assets may hit \$53 trillion by 2025, a third of global AUM:

<https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/#:~:text=As%20of%20September%2C%20the%20U.S.,%25%20of%20smart%2Dbeta%20flows.&text=The%20242.2%20trillion%20ESG%20debt,of%20the%20past%20five%20years>

<sup>23</sup> 社保基金会举办“可持续投资专项课题研究”座谈会:

<http://www.ssf.gov.cn/portal/hndt/hndt/webinfo/2022/06/1656942104009318.htm>

践行“真绿”，方能抓住可持续投资的机遇。事实上，漂绿不是在产品提供给投资者时才开始，虚假陈述和错误标签只是其表现形式，投资流程中的任何步骤都有可能致资产管理机构向投资者歪曲某项投资的真实的可持续性。例如，基金经理对于 ESG 审查的程序缺失，被投资公司的 ESG 数据质量较差，不同机构提供的评级数据缺乏可比性等。从漂绿到真绿，看似只是对虚假宣传行为的修正，实则需要金融市场各个领域的深刻变革。目前，我国资本市场 ESG 信息披露制度不统一、上市公司信息披露质量相对低、数据可比性相对差、评估评级缺乏系统性等情况，都为资产管理机构发行“真绿”产品带来了一定挑战。

对负责的资产管理机构而言，直面 ESG 投资的机遇与挑战，需持续追踪资本市场的相关法规，深入理解最新监管规则；关注海外同业机构可持续投资领先实践，真正将 ESG 投资理念贯彻到其投资全流程中，成为“真绿”的投资机构。

## 关于紫顶

紫顶成立于 2016 年，是中国首家致力于为机构投资者提供上市公司治理分析与投票咨询的专业机构。我们的服务包括：

- 投票咨询 (Proxy Research)
- 公司治理风险筛查 (Governance Risk Screening)
- ESG 数据 (ESG Data)
- ESG 咨询 (ESG Advisory Solutions)

我们期望能够帮助机构股东有效行使股东权利并参与上市公司治理，以实现长期价值投资、责任投资目标，共同促进中国资本市场的高质量发展。

### 联系我们

Email: [contact@zdproxy.com](mailto:contact@zdproxy.com)

网站: [www.zdproxy.com](http://www.zdproxy.com)

电话: +86 10 8498 6699

### 关注我们

