



私募基金法律

ESG — 在 PE 领域摸索前行

作者：王勇 | 钱锦 | 柳之巍

“ESG”是环境（Environmental）、社会（Social）和公司治理（Governance）的简称，是倡导在投资决策过程中充分考虑环境、社会和公司治理因素的投资理念。此前我们曾通过《ESG—投资理念新风尚》¹一文对 ESG 的起源、投资实践策略、评价体系以及国内投资市场现状作了概要的介绍。总体而言，无论是在 ESG 投资相对较为成熟的西方，还是处于起步阶段的国内市场，倡导并实践 ESG 投资原则的主要还是规模较大的公共养老基金、公募基金、大学校友捐赠基金、慈善基金等对公众舆论较为敏感的公众机构或准公众机构，而在私募股权、创业投资（以下合称“PE”）基金中尚未成为一种实践标准。这一次，我们将从几个国际上资产管理规模排名靠前、并严格执行 ESG 投资原则的公共养老基金着手，分析其作为 PE 基金的投资者的投资实例，并进一步结合 ESG 与 PE 基金文件的市场化条款，以探讨和总结 ESG 投资原则在 PE 领域的一般性应用规律。

一、PE 投资者的 ESG 实践

根据相关数据显示，截至 2018 年 6 月份，在“十亿美元俱乐部”（特指全球范围内 PE 类资产配置规模超过 10 亿美元的投资者，该类投资者的 PE 投资规模占整个 PE 投资领域总规模的 52% 左右）²中，公共养老基金投资者数量和 PE 投资规模分别占“十亿美元俱乐部”投资者数量和 PE 投资规模的 30% 和 37%，是“十亿美元俱乐部”中数量和 PE 投资规模最大的一类投资者。同时，公共养老基金作为国际责任投资原则的主要支持者之一，长期以来一直是 ESG 的倡导者和先行实践者。下面我们就以其中几个具有代表性的公共养老基金为例，来了解 PE 投资者对 ESG 投资原则的实践。

（一）加州公务员退休基金（California Public Employees Retirement System, “CalPERS”）

CalPERS 管理着超过 160 万加州公务员的福利资金，管理资产规模超过 3500 亿美元，其中约 9% 属于 PE 投资³。CalPERS 的 ESG 政策体现为一系列被称为“投资信念（Investment Faith）”的原则，

¹ 请参阅汉坤法律评述《ESG—投资理念新风尚》，点击名称阅读全文。

² 数据来源：<http://docs.prequin.com/press/PE-1bn-Club-Jun-18.pdf>。

³ 更多详细内容，可参见 CalPERS 官网（网址：<https://www.calpers.ca.gov/page/home>）。

该等原则将 CalPERS 的 ESG 工作融入了 PE 基金投资的每一个阶段，具体而言：

1. **尽职调查阶段**：在这个阶段，CalPERS 会运用筛选工具对标的 PE 基金及相关基金管理公司进行全面评估并产生一个总体评估分数，该分数将决定 CalPERS 是否需要做更深入具体的尽职调查，而影响该分数的一个因素就是该标的基金和管理公司所奉行的 ESG 政策，包括该标的基金对潜在投资标的企业的 ESG 尽职调查实践。CalPERS 内部尽职调查报告的 ESG 部分将会总结前述相关审核的结果，并由其 PE 投资审查委员会审核重大的 ESG 问题，只有得到委员会通过后 CalPERS 方可对标的基金进行投资。
2. **合同缔约阶段**：一旦该投资审核通过，CalPERS 会尝试（且绝大多数情况下最终会）与管理公司签署附属协议（“**Side Letter**”），要求管理公司将 ESG 因素纳入该 PE 基金的投资决策流程，并定期向基金投资者报告相关进展情况。
3. **后续参与**：在完成对标的基金的投资之后，CalPERS 以多种方式监控 PE 基金投资中 ESG 政策的落实和相关事宜。对于其 PE 投资组合中前 10 大标的基金，CalPERS 会在每支基金的咨询委员会（**Advisory Committee**）年度会议或其他类似会议上就 ESG 相关问题向标的基金的管理公司展开询问和调查，包括确认该等管理公司识别 ESG 风险和投资机会的流程、可能会影响相关被投资企业价值的 ESG 相关实质问题、以及 ESG 相关的诉讼。对于以其他方式开展的 PE 基金投资，CalPERS 会通过定期会议识别并记录与 ESG 相关的问题。最后，CalPERS 将每年审查其所投资的 PE 基金发布的 ESG 报告。

（二）加拿大养老基金投资公司（**Canada Public Pension Investment Board**，“**CPPIB**”）

CPPIB 负责管理加拿大退休金计划的资产。截至 2018 年 3 月 31 日止，CPPIB 拥有 4319 亿美元的在管资产（已有 150 亿美元投资于中国⁴），其中 19%（大约 816 亿美元）投资于 PE 资产。CPPIB 认为“长期来看，能够有效管理 ESG 因素的机构更有可能创造和产生持续的价值”⁵，因此 CPPIB 已将 ESG 评估整合到其所有层级的投资决策中。此外，CPPIB 还专门设置了内部可持续投资团队（**In-house Sustainable Investing Group**）和可持续投资委员会（**Sustainable Investing Committee**），对前述整合过程提供相应支持并进行监督。具体而言，CPPIB 在其投资 PE 基金时，主要通过以下方式整合相关 ESG 投资原则：

1. **尽职调查阶段**：在初始投资阶段，CPPIB 会使用 ESG 调查问卷对 PE 基金及其管理公司（就本第（二）段，以下合称“**投资标的**”）进行评估，该调查问卷的主要目的是帮助 CPPIB 了解：（1）投资标的与 CPPIB 之间的 ESG 政策是否一致；（2）投资标的对潜在被投企业的 ESG 尽职调查实践；（3）投资标的投入 ESG 相关实践的资源；以及（4）投资标的在投后管理中的 ESG 监控和报告程序。CPPIB 根据该等尽职调查的结果以及与投资标的进行的相关沟通来做出其最终投资决策。
2. **后续参与**：在 CPPIB 与投资标的达成协议后，CPPIB 一般仍将会积极对投资标的 ESG 实践开展持续监控，并会要求投资标的在信息披露报告中体现符合 CPPIB 要求的 ESG 实践相关信息。

⁴ 数据源自网络（网址：<http://cdf.cdrf.org.cn/jgjs/5214.htm#content>）。

⁵ 更多详细内容，可参阅 CPPIB 《2018 年可持续投资报告（2018 Sustainable Investing Report）》（网址：http://www.cppib.com/documents/1922/CPPIB_SI_2018_ENG.pdf）。

(三) 安大略教师养老基金 (Ontario Teacher's Pension Plan, “OTPP”)

OTPP 是加拿大最大的单一职业养老金计划，为超过 32 万名在职和退休教师管理着逾 1900 亿美元的资产⁶，其中超过 15% 投资于 PE 资产。OTPP 致力于将 ESG 政策整合到其投资的所有阶段以及所有资产类别中，并为此建立了“五大责任投资原则”⁷。OTPP 在具体 PE 基金投资过程中主要通过以下方式进行落实其 ESG 政策：

1. **尽职调查阶段**：对于所有 PE 投资，OTPP 制定了“ESG 尽职调查问卷”，这是 OTPP 对任何 PE 基金进行首次出资前所必需的。此外，OTPP 将利用其五大责任投资原则对所有标的基金的管理机构进行审查。
2. **合同缔约阶段**：值得注意的是，OTPP 一般要求相关管理机构同意“在适用情况下以符合 OTPP 公司治理原则的方式投票”。
3. **综合风险评估及控制**：OTPP 致力于不断评估当前和新兴的 ESG 风险。这种持续评估包括与基金管理公司的公开沟通，以及不时聘请专家顾问和运用数据库对 OTPP 潜在的 ESG 因素进行分析。

综上，我们可以看到，全球大型公共养老基金在 PE 投资过程中对 ESG 政策和评估的整合范围和深度各有不同。但可以肯定的是，将 ESG 因素纳入 PE 投资决策和流程是大势所趋。从 PE 基金管理人的角度出发，了解包括公共养老基金在内的潜在募资对象的 ESG 政策和实践，对于吸引该类型投资者投资具有重要意义。特别考虑到建立和落实 ESG 政策需要管理人提前布局并在投资实践中体现，因此对于有意扩大募集范围的管理人而言，加紧构建 ESG 政策将给其带来不可忽略的优势。

二、PE 基金文件中的 ESG

通过第一部分中的实例，我们可以看到部分 PE 投资者在投资过程中整合 ESG 政策的方式之一，是在 PE 基金合同如合伙协议（“LPA”）及/或 Side Letter（合称“基金文件”）初始起草阶段就将相关 ESG 政策加以约定，以具有法律约束力的协议条款落实投资者对 PE 基金执行 ESG 政策的要求。因此，本文简单介绍一下目前市场实践中是如何在 PE 基金文件中体现相关 ESG 投资原则，方便 PE 基金管理人（以合伙型 PE 基金为例，为方便理解，本第二部分中的基金管理人以下简称“GP”）了解如何根据潜在投资者（本第二部分中的投资者，以下简称“LP”）可能提出的要求起草 LPA 和 Side Letter 中与 ESG 相关的条款，以更快、更顺利地完成募资。

(一) 基金文件中 ESG 条款扮演的角色

一般而言，LP 在 PE 基金文件中要求 ESG 条款的出发点主要包括以下两个：（1）以具有法律约束力的协议条款约定 GP 应遵守相关 ESG 政策和流程；以及（2）促使 GP 将 ESG 原则系统性地整合进基金投资运营流程（包括但不限于投前尽职调查、投资决策、投资文件缔约、投后管理等阶段）。因 PE 基金的投资期限较长且资产流动性较差，关注 ESG 投资原则的 LP 将特别重视得到 GP 对 ESG 投资原则的有效承诺和保证。

⁶ 更多详细内容，可参见 OPTT 官网（网址：<https://www.otpp.com/home>）。

⁷ 更多详细内容，可参见 OPTT 《2017 年责任投资报告（2017 Responsible Investing Report）》（网址：<https://www.otpp.com/documents/10179/786418/Responsible+Investing+Report/b61561d3-c285-4f2e-bebc-0aa252bf4ff6>）。

(二) 在什么文件中体现 ESG 政策和条款

基于 ESG 对募资可能产生的重要价值, GP 可以将其所秉持的 ESG 政策体现在私募备忘录(PPM)之中。作为披露性文件, PPM 是 GP 披露其责任投资政策的首选, 相比基金文件中的条款约定, PPM 允许 GP 就其 ESG 政策以及背后体现 GP 的相关理念提供更全面、深入和生动的阐述, 详细说明将 ESG 因素纳入 PE 基金投资各个进程的方式、方法及原理, 从而有助于潜在 LP 对 GP 的 ESG 政策有更全面的理解。此外, GP 还可以在 PPM 中披露其就联合国责任投资原则组织 (UNPRI) 等具有全球性影响力机构出具的标准化 ESG 尽职调查问卷答复, 及/或对具有全球知名度的 LP 投资机构的 ESG 相关尽职调查的回复材料 (在取得该等 LP 同意的前提下), 从而帮助所有考虑投资基金的 LP 理解 GP 对 ESG 相关问题的立场。GP 的 PPM 通常可以包括以下 ESG 相关内容:

1. ESG 投资原则;
2. 组织责任、资源和执行政策的能力;
3. 对投资组合中 ESG 价值的保护和增益计划;
4. 任何 ESG 整合的议题或战略基础。

相较于 PPM 中的披露内容, 在 LPA、Side Letter 中约定的 ESG 条款则具有更为正式的法律约束力, 是 GP 所需履行义务的正式体现。但具体 ESG 条款是在 LPA 中约定还是在 Side Letter 中约定, 一般需要 GP 综合考虑多方面因素并与 LP 沟通后确定, 以下是可能涉及的相关考量因素:

在 LPA 中约定 ESG 条款	在 Side Letter 中约定 ESG 条款
向基金的所有投资者全面披露, 使得 ESG 政策透明化。	对部分 LP 关于 ESG 的特殊请求, 可将选择权、除外责任或报告要求放在 Side Letter 中体现, 而不必对其他 LP 履行该等义务。
如 GP 的 ESG 相关承诺包含在 LPA 中, 则便于与基金各合伙人达成普遍共识。	在 ESG 政策执行和整合方面, 各 LP 可能均处于不同的阶段, LPA 中的通用条款无法满足所有 LP 对 ESG 相关条款的要求。
可以在 LPA 中约定 ESG 相关规定的核心原则, 同时与个别 LP 的 Side Letter 进行一些特殊化约定。	针对首次交割后加入基金的 LP, 通过 Side Letter 约定 ESG 相关条款会更容易, 因为对 LPA 的修改通常需要一定比例的 LP 同意。
基金中可能会存在部分 LP 对 ESG 投资的概念漠不关心, 甚至可能认为遵守 ESG 相关义务会对基金的业绩产生负面影响而反对。在这种情况下, 在 LPA 中直接明确 ESG 相关条款及明确 GP 可能会在基金投资运营中就此受到的限制 (相对于仅在与个别 LP 的补充协议约定), 可在一定程度上避免 GP 受到该等 LP 的质疑。	

(三) 常见的 ESG 条款类别

通常情况下，在基金文件中的 ESG 条款主要包括以下几个类别（具体实践中，各部分内容可能会产生一定重叠）：

1. GP 对 ESG 政策、标准及/或特殊规定的执行承诺

在 LP 要求在基金文件条款中具体体现 ESG 政策的情况下，一般 GP 会将双方达成共识的 ESG 政策直接以基金文件条款的形式体现；此外，一些 LP 也可能要求 GP 遵守特定的外部标准（如《联合国责任投资原则（The UN-supported Principles for Responsible Investment）》、《联合国全球契约（United Nations Global Compact）》或《联合国商业和人权指导原则（United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights）》等），在该等情况下 GP 可采取的一种方法是将该等标准（及其不时的修订）直接引用至基金文件条款中。

2. 投资限制或不参与投资选择权

根据不同投资策略，GP 通常有自己的相关投资限制，这些限制应在募资期间预先披露，并在 LPA 中约定。LP 根据其自身的 ESG 政策要求可能会提出额外的投资限制要求。在考虑 LP 提出的 ESG 相关的投资限制条款时，GP 应注意分析这些条款是否会对基金的投资策略（投资策略在 GP 决定后一般不会进行实质性修改）产生重大影响。如果 GP 无法确定该等投资限制是否会对基金的整体投资策略造成实质影响，则有一种做法是约定具体 LP 不参与特定投资的选择权（opt-out right），而不是直接对整支基金的投资进行限制，从而保留基金投资运营的灵活性。

3. 投资决策过程

对于整合投资决策过程和 ESG 条款时，GP 一般会争取仅约定其应在相关投资决策中对 ESG 因素予以考虑，而避免设置具体的评估流程及/或除 GP 之外主体参与决策的流程。同时，GP 可以强调在考虑 ESG 因素基础上，其有权根据项目的具体情况最终决定是否投资，从而在基金投资运营方面争取最大的自主决策空间。

4. 提供 ESG 定期报告及/或 ESG 重大事件报告

GP 可能会被要求在基金存续期间通过年度报告、缴款通知或其他方式向特定 LP 提供基金的 ESG 相关信息，建议 GP 根据所要求披露的内容评估自己的履约能力。一旦在披露内容上与 LP 达成一致，GP 可根据自身及相关基金的情况与 LP 沟通该等信息披露的频率和时间安排。通常，关于 ESG 的报告（包括定期报告、重大实践报告）的内容会涉及：（i）GP 的 ESG 投资政策的重要更新；（ii）GP 对 ESG 政策在尽职调查过程中的整合情况以及对相关投资限制的执行情况；（iii）基金、被投资企业内部 ESG 管理流程方面的改进；（iv）被投资企业对 ESG 风险和机遇的管理，以及被投资企业采取的任何行动；（v）根据事先确定的相关指标（若有）分析被投资企业在 ESG 方面取得的进展；（vi）分析基金整个投资组合中的任何重大 ESG 风险或机遇，并提出应对方案（若有）；（v）对其他重大 ESG 事件的报告，并提出相应应对方案（若有）。此外，GP 还可以利用现有的基金治理结构为与 LP 之间就 ESG 相关问题进行灵活和积极的沟通提供平台（例如将 ESG 作为咨询委员会会议及/或 LP 年度大会的定期议程项目），这也有利于所有 LP 了解基金被投资企业中的 ESG 实践的相关风险和投资表现，前提是基金中预期不存在可能质疑 ESG 投资的 LP。

值得注意的是，虽然在全球范围内，在 PE 基金的基金文件中明确体现 ESG 条款尚未成为一种标准做法，但对于 UNPRI 签约机构这类主体而言已经属于较为常见的实践，而且该趋势还在不断扩大。根据 UNPRI

发布的有关其责任投资进度的报告数据⁸表明，参与相关调查的 GP 签约机构中，已有 89% 在 PPM 中体现了其 ESG 政策，而在基金文件中明确体现 ESG 条款的 GP 也从 2017 年的 61% 提高到了 2018 年的 69%。

三、结语

毫无疑问，全球诸多 PE 基金管理人和投资者均已将 ESG 作为一个 PE 投资领域的发展方向提上了各自的议程，各参与方正逐渐认识到 ESG 将会成为一个对 PE 投资领域产生深远影响的因素，而非仅仅是一个噱头。同时，我们也可以看到对于 ESG 政策与 PE 投资的整合，不是简单的“一刀切”式解决方案，而是由各参与方在实践中不断摸索前进。基于 PE 行业对全球产业所具有广泛影响，ESG 与 PE 投资实践的不断深入融合将成为 ESG 全球商业实践的重要催化剂，对全球范围内的经济社会可持续发展产生深远的积极影响。

⁸ 更多详细内容，可参见 UNPRI 报告（网址：<https://www.unpri.org/private-equity/2018-private-equity-snapshot-summary/3999.article>）。

特别声明

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

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所王勇先生联系。

王勇

电话： +86-10-8525 5553

+86-185 1188 0418

Email: james.wang@hankunlaw.com