

固定收益投资者的 ESG参与

管理风险
提升收益



六项原则

六项原则序言

作为机构投资者，我们有义务为受益人的长期最佳利益行事。从受托人角度看，我们认为环境、社会和公司治理（ESG）问题会影响投资组合的绩效，且不同公司、部门、地区、资产类别在不同时间受到的影响各异。我们也认识到，应用负责任投资原则可以促进投资者与更广泛的社会目标保持一致。因此，在符合受托人责任的情况下，我们作出如下承诺：

- 1 将ESG问题纳入投资分析和决策流程；
- 2 成为积极的所有者，将ESG问题纳入所有权政策和实践；
- 3 寻求被投资实体对ESG相关问题进行合理披露；
- 4 推动投资业广泛采纳并贯彻落实负责任投资原则；
- 5 齐心协力提高负责任投资原则的实施效果；
- 6 报告负责任投资原则的实施情况和进展。



PRI的使命

我们认为，兼具经济效率和可持续性的全球金融体系对于长期价值创造不可或缺。这样的金融体系将会回馈长期的、负责任的投资，并惠及整个环境和社会。

PRI鼓励各方采纳并合作贯彻负责任投资原则，完善公司治理、诚信和问责机制，并通过扫除市场运作、结构和监管方面面临的障碍，建立起可持续的全球金融体系。

PRI免责声明

本报告所含信息仅供参考，不构成投资、法律、税务或其他建议，亦不构成投资决策或其他决策的依据。本报告作者和出版部门不就法律、经济、投资或其他专业问题和服务提供建议。PRI Association不对本报告中可能提及的网站和信息资源的内容负责。PRI Association提供网站访问链接或者信息资源的，不构成对其中信息的认可。除非另有明确说明，本报告给出的观点、建议、结果、解释和结论来自本报告各撰稿人，不一定代表PRI Association或负责任投资原则签署方立场。本报告引用的公司案例，绝不构成PRI Association或负责任投资原则签署方对此类公司的认可。我们竭力确保本报告所含信息出自最新可靠来源，但统计数据、法律、规则和法规不断变化，可能导致本报告所含信息延迟、缺漏或不准确。PRI Association不对任何错误或缺漏负责，不对根据本报告所含信息作出的决策及采取的行动负责，亦不对由此等决策或行动引起或造成的任何损失、损害负责。本报告中所有信息均“按原样”提供，PRI不对该等信息的完整性、准确性、及时性或通过该等信息推导所得结果作任何保证，亦不提供任何明示或默示担保。

致谢

RRI衷心感谢以下人员为本报告提供的指导。

受访人

- Susan Burns, 全球足迹网络 (Global Footprint Network, GFN) 创始人、董事会成员兼金融助力变革项目 (Finance for Change) 总监
- Manuel Cañas, Colonial First State Global Asset Management (现First State Investments) 前高级投资组合经理
- Won Choi, MacKay Shields高收益团队董事总经理
- James Fisher, 礼德律师事务所 (Reed Smith LLP) 合伙人
- Felipe Gordillo, 法国巴黎资产管理公司 (BNP Paribas Asset Management) 高级SRI分析师
- Ann-Marie Griffith, APG Asset Management董事总经理、固定收益负责人
- Jem Hudson, Breckinridge Capital Advisors前副总裁、参与总监
- Simon Hugo, 礼德律师事务所合伙人
- Joshua Kendall, Insight Investment ESG分析师
- Michael Kimble, MacKay Shields全球固定收益团队高级董事总经理
- Doris Kramer, 德国复兴信贷银行 (KfW Bankengruppe) 可持续部投资策略副总裁
- Rakhi Kumar, 道富环球投资管理 (State Street Global Advisors, SSGA) 高级董事总经理、ESG投资与资产尽责管理负责人
- Young Lee, CFA, MacKay Shields法务总监、高级董事总经理
- Marion Marinov, CFA, 德国复兴信贷银行可持续部投资策略副总裁高级经理
- My-Linh Ngo, BlueBay Asset Management ESG投资风险负责人
- Laura Nishikawa, MSCI固定收益ESG研究负责人
- Anna Pot, APG Asset Management可持续发展高级专家
- Mitch Reznick, CFA, Hermes Investment Management信用联合负责人兼信用研究负责人
- Adam Shane, Northern Trust Asset Management固定收益信贷研究负责人

- Geeta Sharma, Northern Trust Asset Management高级投资组合经理
- Richard Sherry, M&G Investments另类信贷总监
- Alex Struc, 品浩 (PIMCO) 前ESG投资组合经理
- Rolf de Veer, PGGM信贷高级投资经理
- Michael Viehs博士, Hermes EOS参与经理
- Marayka Ward, 昆士兰投资公司 (QIC) 高级信用经理

债券持有人参与工作组

- Susan Burns, 全球足迹网络创始人、董事会成员兼金融助力变革项目总监
- Patrick Drum, CFA, Saturna Capital投资组合经理兼研究分析师
- Felipe Gordillo, 法国巴黎资产管理公司高级SRI分析师
- Rakhi Kumar, 道富环球投资管理高级董事总经理、ESG投资与资产尽责管理负责人
- My-Linh Ngo, BlueBay Asset Management ESG投资风险负责人
- Michael Posnansky, M&G Investments信用分析师
- Anna Pot, APG Asset Management可持续发展高级专家
- Tracey Rembert, Christian Brothers Investment Services天主教负责任投资助理总监
- Geeta Sharma, Northern Trust Asset Management高级投资组合经理
- Niamh Whooley, 品浩ESG策略高级副总裁
- Marayka Ward, QIC高级信用经理
- Janne Paul Werning, Union Investment SRI分析师

其他人士

- Jonathan Bailey, 路博迈 (Neuberger Berman) ESG投资负责人
- Brooke Barton, 环境责任经济联盟 (Ceres) 水和食物项目高级总监
- Mariska Douwens-Zonneveld, MN信贷高级基金经理
- Andreas G. F. Hoepner博士, 都柏林大学商学院 (UCD College of Business) 运营风险、银行及金融学教授
- Anna-Sterre Nette, MN负责任投资与治理高级顾问

目录

品浩前言	5
PRI前言	6
执行摘要	7
为什么固定收益投资者要进行参与？	9
ESG因素对债券持有人的重大性	9
参与的附加价值	11
通过参与提升ESG信息披露	12
通过参与管理和减缓财务风险	13
通过参与实现积极ESG成果最大化	14
ESG参与实践指南	16
固定收益投资者的参与趋势	16
将参与纳入投资流程	17
确定参与活动的优先顺序	19
确定参与时机	21
明确参与目标和衡量参与效果	23
决定参与效果的因素	25
协作参与	26
克服参与的常见障碍	28
债券持有人有效参与的技巧	30
结论	32
附录	33
债券持有人开展参与的法律视角	33
延伸阅读	38
编制人员	41

品浩前言

我们很高兴能够支持PRI这项为固定收益投资者提出的债券持有人参与（engagement）重要倡议。在品浩，我们全面致力于将环境、社会和公司治理（ESG）议题整合到我们的投资流程中，我们认为这符合为客户创造有吸引力的风险调整后收益的目标。

此外，我们认为，开展参与是ESG投资的重要组成部分，不应该仅局限于股权投资者领域。违约和利差扩大是公司债券投资的主要风险，而在投资组合管理中，寻求避免潜在亏损公司同时识别盈利公司是最重要的因素之一。对公司发行人实施ESG参与，可以加强这一分析过程。ESG参与让我们能够评估一家公司的发展方向和目标抱负，以及该公司如何处理未来风险。

不过，这不是开展参与的唯一目的。作为大型资本出借方，我们认为债券持有人也能影响商业实践。比如，提升对环境问题的认识可以促使发行人采取更多气候友好型政策。如果实施得当，成功参与可以降低信用风险，释放价值，同时产生积极影响。

虽然参与活动长期以来一直是固定收益投资流程的一部分，但参照具体的可持续投资目标追踪参与情况则是近期的发展趋势。鉴于此，我们感谢所有参与人员开诚布公，针对债券持有人如何最有效地进行参与分享观点。我们大家都可以向同行学习，我们祝贺PRI就这一主题汇聚了如此优秀的一批思想领袖。

本报告吸收了这批思想领袖的观点，为明确参与目标和衡量参与效果、在整个发行生命周期确定参与时机，提供了实用指导；同时本报告还给出了有关执行参与方案和克服常见障碍的建议。

通过携手合作，我们希望突显出固定收益投资者如何能够支持更广泛的负责任投资议程，最终帮助我们释放数万亿美元的核心固定收益资本，引导积极变化，实现共同目标。



Scott Mather

品浩核心策略首席投资官

PRI前言

过去十年间，定期就ESG问题对被投资公司进行参与的资产所有者数量增长了五倍¹。纵观全球，政策制定者正快速推出新的尽责管理守则——鼓励投资者对所投公司负起责任，成为积极的尽责管理人²。参与给公司和投资者创造财务价值的途径，已经有翔实的记录³。同时，成功的参与实践正在促进实现六项原则序言中提到的“更广泛的社会目标”。

尽管参与对股权投资具有明显益处，也获得越来越多的投资者支持，但ESG参与出于各种原因在固定收益投资者中仍较少见。债券持有人通常感到自身对公司义务的影响力有限。他们与发行人的互动传统上仅限于出席债券路演，以及影响和执行债券承诺条款。这些投资者历来将参与工作集中于直接影响收益的事项，比如业务战略、现金流产生和财务杠杆等——而非腐败、员工福利、气候变化等隐性、间接风险⁴。

事实是ESG问题能够并且确实影响到固定收益投资回报。ESG风险需要通过综合研究和参与计划进行管理和解决。作为重要的资本来源，固定收益投资者对于直接关系到分析准确性、并影响到风险调整后收益的发行人披露和风险管理实践，可以施加重大影响。

本文件包含从PRI签署方和其他行业利益相关方处获得的见解和指导。无论您认为贵机构在负责任投资方面刚刚起步，还是已成为领先者，我们都希望本文件能帮助您进一步提升您对固定收益投资的尽责管理。



Kris Douma
PRI投资实践与参与总监

1 基于直接实施参与或通过资产管理人间接参与的资产所有者PRI签署方。PRI (2017) [《负责任投资蓝图》](#)。

2 已有18个国家的金融业监管机构和投资协会推出尽责管理守则，其中提及ESG问题的数量不断增多。如需获得大致了解，请参见PRI (2018) [《股票积极所有权实践指南》](#)。

3 Gond, Jean-Pascal. (2017)。负责任投资季刊 (RI Quarterly) —— [ESG参与如何创造价值：突出企业视角的作用](#)；O’ Sullivan, N., Gond, J.P. (2016) [《参与：打开价值创造的黑匣子》](#)。

4 SSGA. (2017) [《SSGA固定收益尽责管理计划》](#)。

执行摘要

六项原则的原则²鼓励投资者成为投资资产的积极尽责管理人，并将ESG因素纳入不同类别资产的所有权政策和实践之中。根据PRI《[负责任投资蓝图](#)》，培养积极所有者群体也是PRI未来十年的九大战略影响力领域之一。过去十年，许多股权投资者实施了参与（engagement）策略，单独或共同与公司展开富有成效的对话。由于全球债券市场的规模和重要性，投资者注意力正转向其他资产类别——以公司固定收益为主⁵。

PRI承诺进一步针对具体资产类别提供负责任投资指导，作为该承诺的一部分，本文解释了如何就ESG因素对债券发行人进行参与，从而识别并管理ESG相关风险，同时逐步将积极的ESG成果最大化。本文专注的ESG参与对象是公司——包括金融机构，而非政府和政府相关发行人。

本文件基于与十七家投资者和一家律所的访谈，专家工作组的指导，《PRI报告框架》数据，以及广泛的案头调研。本文件与“[《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列](#)”共同发布，该系列展示了各类参与流程，附有债券持有人开展参与的实践案例。

为什么固定收益投资者要进行参与？

投资者通常会对公司和其他类型的发行人进行参与，以识别、监测和管理投资收益面临的风险。PRI签署方认为，ESG因素能够对投资收益产生实质性影响。虽然债券投资者对ESG风险重大性的熟悉度低于股权投资者，但是ESG因素能够在发行人、行业、地区和系统层面，对债券的投资绩效产生负面或正面影响。

越来越多的实践和学术证据证明参与对投资者的益处。这些益处包括：投资者更了解公司，公司管理层也更了解投资者的要求；ESG信息披露改进；财务风险得到管理和减缓；以及最大化实现积极可持续性成果（包括与联合国可持续发展目标相关的成果）。

ESG参与的实践指导

越来越多的PRI签署方至少就其持有的部分固定收益资产实施参与，在直接投资固定收益市场的签署方中，至少对某一类发行人实施参与的签署方占到了66%。相比之下，仅极少数签署方对其持有的大部分固定收益资产系统地实施参与。以欧洲投资者为例，他们当中只有23%对持有的四分之一以上的非金融公司债券资产实施参与。

本报告针对固定收益投资者在运用负责任投资方法时，如何制定参与策略提供了指导。本报告专注于公司固定收益投资者特有的参与要素。关于制定积极的所有权政策、评估外部管理人和服务提供商以及披露参与活动的更多见解和建议，请参见PRI近期发布的[《股票积极所有权实践指南](#)》。这些内容同等适用于其他资产类别，包括公司固定收益。

本报告同时还针对以下要素提供了指导：

- **将参与纳入投资流程**：固定收益投资者开展参与活动，应当是负责任投资方法不可或缺的一部分，或由信用分析师和投资组合管理人实施，或由专门的参与团队实施，或由ESG专家和固定收益专家共同合作实施。
- **确定参与活动的优先顺序**：建议投资者根据持有资产的规模和期限、信用质量、透明度、ESG风险和机遇的重大性以及优先主题和议题等，确定参与活动的优先顺序。
- **确定参与时机**：确定参与时机是一项战略决策，因为债券持有人对发行人的影响在整个债券发行生命周期不断变化，并且取决于法律法规规定的权利和义务。
- **明确参与目标和衡量参与效果**：目标应当由ESG团队与投资团队合作制定，从而确保目标稳健，向公司传达一致信息。

⁵ 在PRI签署方管理的71万亿美元的总资产中，将近30万亿美元资产由400多家投资者管理。

- **决定参与效果的因素**：包括投资者规模、发行人的信用质量、债券是公开发行人还是私募配售、发行人是否迫切希望重返市场、市场整体情况以及发行人对ESG问题的意识。
- **协作参与**：协作是获得公司高层注意、集合知识、信息和参与成本的一种有效方式，不过它本身存在挑战。
- **克服参与的常见障碍**：包括不能正确认识债券持有人的权利、他们在资本结构中的地位、他们对公司的影响和进入公司的渠道、以及被动投资增长带来的影响。

本报告总结了债券持有人实施有效参与的技巧，包括如何：制定参与策略；确定参与优先顺序；与发行人展开对话；开展参与讨论；跟进参与；以及衡量和监测参与。《附录》包括延伸阅读建议，以及礼德律师事务所就债券持有人开展参与的范围和限制作出的评论。

为什么固定收益投资者要进行参与？

参与是指：投资者与当前或潜在投资对象关于ESG问题的互动交流。实施参与旨在影响（或识别是否需要影响）ESG实践和/或加强ESG信息披露。

来源：《PRI报告框架》

投资者通常对公司和其他类型的发行人开展参与，以识别、监测和管理投资收益面临的风险⁶。签署加入PRI，表明投资者确认ESG因素能够对投资收益产生实质性影响。在本章中，我们解决ESG风险对投资收益的重大性问题，该重大性对固定收益投资者而言没有对股权投资者明显。我们考查开展参与活动对投资者和公司的附加价值，然后探讨固定收益投资者在对发行人开展参与时通常给出的不同动机，包括：

- 获得发行人关于ESG因素的更优质披露；
- 影响发行人对具体ESG风险或价值创造机遇的应对方式；
- 从投资中获得最大化的积极ESG成果。

ESG因素对债券持有人的重大性

债券持有人日益意识到ESG绩效与投资收益之间的联系⁷。碳密集型商业模式、劳资纠纷和欺诈可以通过企业的现金流、资本成本、监管监督和声誉，转化成债券持有人的信用风险。虽然违约通常是最糟糕的情景，但投资者仍面临其他风险，包括信用评级下调和关联利差扩大，这些风险可能影响投资者的短期收益。大体而言，ESG因素能够在不同层面影响公司债券的表现：

- **发行人/公司特定风险**：ESG因素影响特定的债券发行和发行人，而非整体市场。具体例子包括监管合规、社会经营许可和品牌声誉。例如，德国汽车制造商大众公司在2015年排放门后，公司债券收益率升高，并长期处于高位。
- **行业/地区风险**：这些风险源自影响整个行业或地区的更广泛的ESG因素，包括与公司涉足的业务活动和/或公司采购市场或销售市场相关的法规和技术变化。
- **多行业/系统性风险**：一些关键的新兴风险不止存在于单个行业，而是来源于多个行业在应对认识不足的风险时（风险可能被错误定价）发生的系统性相互作用。例如，与管理式医疗行业（通常保存患者数据）相比，医疗器械行业（收集患者数据）对数据隐私和网络安全产生的风险非常陌生。从多行业视角看待数据隐私和网络安全，有助于我们了解尚未定价的风险藏身何处。另一个例子是油气行业的资产搁浅风险。这是油气发行人领域最常被讨论的风险，其实精炼厂、管道供应商、服务提供商、工程和服务公司也面临此风险，但对风险的认识远远不够。
- **间接敞口**：某些ESG因素能够间接影响投资收益。比如，资源匮乏可能会加剧通胀压力，促使货币政策收紧、资本成本上升，再加上不利的市场条件和流动性不足，最终可能造成投资亏损。

因此，ESG因素分析能够帮助投资者从更全面的角度看待某支债券的价值，识别信用状况的改善，或发现财务状况相似的债券的差别⁸。一些投资者将ESG因素整合到信用风险评估中，但是研究团队却没有作相应的标注。在其他情况下，投资者要么近期才开始将ESG数据纳入研究流程，要么认为大多数ESG因素不具重大性。

6 Majoch, A., Gifford, E.J.和Hoepner, A.G.F., (2014)。《积极所有权与ESG绩效》；O'Rourke, A., (2003)。《参与的新政治：股东积极主义促进公司社会责任》。《商业战略与环境》(Business Strategy and the Environment), 12(4), 第227-239页。

7 Reznick, M.和Viels, M., (2017)。《信贷市场的ESG风险定价》。研究论文：Hermes Credit与Hermes EOS, QIC., (2016)。《持有环境、社会和公司治理(ESG)实践表现优秀的公司债券是否有已经证实的投资理由？》；Barclays, (2016)。《可持续投资与债券收益：ESG对信贷投资组合绩效的影响研究》。Clark, G., Feiner, A.和Viels, M., (2015)。《从股东到利益相关方》。

8 PRI., (2014)。《固定收益投资者指南》。

虽然涉及技术挑战，一些主要信用评级机构仍在其信用风险分析中开始增加对ESG因素的考量⁹。例如，穆迪投资者服务（Moody's Investors Service）、标普全球评级（S&P Global Ratings）和惠誉评级（Fitch Ratings）自2015年起，均发布文章概述其评级采用的ESG方法¹⁰，并提供进一步研究和相关案例研究¹¹。

举例而言，穆迪投资者服务在评估减碳对汽车行业信用评级的影响时，专注于若干重大风险产生的影响，这些风险经判断对公司的市场地位、整体杠杆和流动性、盈利能力和收益以及现金流量等关键评级因素有着不同影响¹²。

表1——减排监管目标提升和替代能源汽车增长带来实质性行业挑战。来源：穆迪投资者服务（2016）。

重大风险因素	重点
政策和监管的不确定性	随着减排监管目标提升，政策压力可能不断增大。不过，政策实施的范围和速度存在显著不确定性。
直接财务影响	原始设备制造商为开发减排技术，面临增加研发和资本支出的潜在需求，因此利润率和现金流压力将会增大。
需求替代和消费者偏好改变	消费者偏好可能发生改变，造成替代能源汽车（AFV）的需求增加，内燃机（ICE）技术等传统汽车平台遇冷。不过，偏好改变发生的速度亦不确定。
颠覆性技术冲击风险	存在颠覆性技术冲击风险，因为AFV技术可能获得规模化方案，与ICE技术相比更具成本竞争力。但关于转型速度和市场占领速度的预测千差万别，凸显出重大不确定性。尽管如此，我们仍看到特斯拉汽车等新竞争对手的出现，以及谷歌等财力雄厚的技术公司对这方面的兴趣。

“我们认为ESG风险是一种投资风险——不良的ESG实践可能会产生额外责任。透过该视角分析公司，可以进一步过滤信用风险。”

My-Linh Ngo, BlueBay Asset Management ESG投资风险负责人

分析ESG因素能够识别出机遇和风险。例如，研究表明治理稳健的公司，信用评级较高，资本成本较低¹³。2017年，标普评估了环境和气候风险在两年间如何影响到全球公司评级，识别出此类风险与评级相关的案例有717个，造成评级变化、评级展望变化或信用观察（CreditWatch）行动的案例有106个¹⁴。在这106个案例中，44%为正面行动，56%为负面行动。这一结果不同于标普在2015年进行的评估，当时环境和气候驱动的行动中只有21%为正面，负面占了79%。标普认为潜在的促成因素包括更多的公司已经减缓环境和气候风险，或是受益于各种转型机遇或环境政策变化。

9 PRI, (2017)。转变观念：ESG、信用风险与评级。第1部分：现状。

10 穆迪投资者服务。(2017)。穆迪在信用分析中评估ESG的方法。标普全球。(2017)。标普全球如何将环境、社会和公司治理风险纳入评级分析。惠誉评级。(2017)。惠誉概述在信用评级中纳入ESG风险的方法。

11 请参见示例：穆迪投资者服务关于ESG对固定收益市场和信用评级的影响，标普全球的ESG与可持续能源，以及惠誉国际的ESG风险。

12 穆迪投资者服务。(2016)。汽车行业面临碳转型带来的信用风险上升。

13 Collins等人。(2006)。公司治理对公司信用评级的影响。威斯康星大学、爱荷华大学和麻省理工学院。

14 标普全球。(2017)。环境和气候风险与机遇因素如何影响全球公司评级——更新版。注意：信用观察凸显标普全球评级对短期或长期评级的可能方向的想法。

“我们认为ESG风险是低概率因素，但造成的影响很大。ESG相关的事项一旦出错，会严重影响债券收益。尤其对于长期债券而言，如果风险没有得到减缓或妥善管理，长期来看出现问题的可能性很高。”

Rakhi Kumar，道富环球投资管理高级董事总经理、ESG投资与资产尽责管理负责人

“别人看到的可能是一家典型的工业公司，我们看到的却是一家员工安全的领先公司，有着极高的员工留职率和稳健的信用风险概况。别人看到的可能是不必要的研发支出，我们看到的却是一家创新公司，着眼于通过开发更多可持续产品，为未来重新定位。”

Jem Hudson，Breckinridge Capital Advisors前副总裁、参与总监

参与的附加价值

开展参与暗含与公司展开双向对话，而不是微管理过程。一方面，投资者有机会针对公司管理提出总体要求，并针对ESG风险和机遇管理提出具体要求，同时可以鼓励长期保值行动。开展参与还有助于投资者在更充分的信息基础上作出投资决策。

另一方面，公司可以澄清自身战略，厘清ESG因素、商业模式和财务绩效之间的关系，还能够收到与新兴风险和最佳实践相关的预警。近来的学术研究呈现了开展参与同时为投资者和发行人创造价值的机制（见表2）。

表2——参与为投资者和公司创造价值的机制。来源：Gond, JP. (2017)；O’ Sullivan, N.和Gond, JP. (2016)¹⁵。

价值创造动力机制	投资者	公司
沟通 交流信息	传达、明确ESG要求	澄清要求、加强问责
	获得详细、准确的企业信息	管理形象、解除误解
	加强投资者的ESG沟通和问责	说明商业背景
学习 生产和传播知识	积累新的ESG知识	预测和发现与ESG相关的新趋势
	根据背景作出投资决策	收集反馈、确定基准、发现差距
	识别和传播行业最佳实践	积累对ESG问题的知识
政治 产生政治效益	推进内部协作和ESG整合	吸收内部专家
	满足客户要求	提高可持续性、获取资源
	建立长期关系	提高长期投资者的忠诚度

¹⁵ Gond, Jean-Pascal. (2017)。《负责任投资季刊——ESG参与如何创造价值：突出企业视角的作用》；O’ Sullivan, Niamh和Gond, Jean-Pascal. (2016)。《参与：打开价值创造的黑匣子》。

通过参与来提升ESG信息披露

用于投资决策的ESG数据可以直接从发行人处获得：发行人全公司的企业报告，和/或特定债券发行说明书中包含的ESG风险因素。此类数据还可以从数据供应商、经纪人、评级机构和行业协会等第三方处获得。

然而，相较于公募股权投资者，固定收益投资者可获得的公司透明度信息和第三方ESG研究覆盖面较窄。对于不受上市公司披露要求约束的小型发行人（评级通常为非投资级）或私募债券发行人而言尤其如此¹⁶。

“在某药企的参与会上，我们注意到一名公司代表（过去一直负责与ESG投资者沟通交流）表现出对债券投资者缺乏了解，但债券投资者同样重要，因为公司需要资金支持其研发。我们想要理解ESG如何影响公司信誉，而不止是未来股票收益。在持续披露和投资者路演期间，公司需要确保邀请债券投资者，而不仅限于股权投资者。”

My-Linh Ngo, BlueBay Asset Management ESG投资风险负责人

“我们定期将自己的投资组合ESG评级，与知名服务提供商进行比较。二者通常一致，但有时也会出现显著差距，这是因为我们对公司的研究和分析，获得了其他见解。”

Won Choi, MacKay Shields高收益团队董事总经理

以高收益产品为例，在巴克莱全球高收益指数（Barclays Global High Yield Index）发行人中，只有20%审阅并确认了MSCI用于计算发行人ESG得分的数据汇总，在该指数的私有公司发行人中，这一比例跌至3%¹⁷。这或许意味着评级依据的数据代表性不够强，并加剧了市场上ESG信息披露的局限性。

在数据可用的情况下，这些数据对债券持有人的相关性通常未得到充分呈现或认识。比如，高管薪酬和董事会多样性等治理问题在股东看来可能具有实质性，但其对于发行人信用实力的实质性影响不足，尚不能进入投资者信用研究¹⁸。

“当你投资一支债券时，不仅要了解该公司发生的问题，还要了解公司解决问题的意愿。ESG评分概况基于历史行为，其中缺少的信息就是公司解决问题的意愿和方式。”

Alex Struc, 品浩前ESG投资组合经理

¹⁶ 实际上，除了ESG问题，债券投资者还表示与发行人的沟通不尽如人意，发行人似乎过度迎合股权投资者，而忽视债券投资者作为公司融资来源的重要性日益突出。德国金融分析与资产管理协会（DVFA），（2012）。[债券沟通标准](#)。

¹⁷ 路博迈。（2018）。[参与环境、社会和公司治理（ESG）](#)。《洞见》（Insights）| 2018年2月。基于MSCI：MSCI使用巴克莱全球高收益指数计算的高收益发行人响应率。MSCI针对巴克莱全球高收益指数非公开上市成分公司，计算的私有高收益发行人响应率。

¹⁸ MSCI ESG研究（2017）。[MSCI ESG思想领袖理事会——公司治理与固定收益发行人](#)。

“如果ESG因素转化为信用风险，那么与公司建立参与关系可以帮助你理解信用风险可能的走向。把ESG风险看成信用风险——你在分析公司信用时不只依赖信用评级，还会和公司对话。对于ESG因素同样如此，你不只依赖ESG评分和评估服务，还会尽可能地对公司进行参与，开展动态评估。”

Mitch Reznick, Hermes Investment Management信用联合负责人兼信用研究负责人

因此，目前固定收益投资者最常见的参与理由，是加强理解发行人面临的特定ESG风险和价值创造机遇，以及发行人计划如何管理这些风险和机遇。

通过参与来管理和减缓财务风险

投资者可能更倾向开展参与，而不是其他策略——比如撤资——撤资后投资者失去股权，再无可能帮助推动负责任的公司实践。通过对发行人开展参与，固定收益投资者鼓励旨在改善信用风险指标、推动长期可持续投资收益的行为。债券投资者自然会利用ESG分析的信息优势，在整体市场意识到某个重大问题之前，选择退出。

“投资固定收益与投资股权相比收益状况不相称，这凸显出理解每种证券固有的下行风险的重要性。通过正确评估ESG风险，同时就可能影响长期信用评级的问题对管理团队开展参与，可以使固定收益投资者更好地实现客户的收益目标，同时保持对资本保值的关注。”

Jonathan Bailey, 路博迈ESG投资负责人

“多数债券以等于或接近面值的价格交易。如果能及早发现某个未解决的ESG问题，那让公司认识到问题并进行改变，会给你带来什么益处？另一方面，你也可以先于其他人卖出债券。这是一个竞争优势。”

Michael Kimble, MacKay Shields全球固定收益团队高级董事总经理

通过参与来实现积极ESG成果最大化

风险最小化和ESG机遇最大化通常代表一枚硬币的两面。某一投资者可能选择从某些碳密集型行业撤资，以管理碳监管收紧产生的风险敞口，另一投资者则可能对相关行业的发行人开展参与，将其业务模式转为低碳密集型。由此看来，参与不仅有潜力保障投资者收益，还可以促进实现六项原则序言中提到的“更广泛的社会目标”。

联合国17个可持续发展目标（SDG）旨在从现在起到2030年，指导国际社会的可持续发展优先事项，力求“促使人们……在那些对人类和地球至关重要的领域中采取行动”¹⁹，SDG日益被视为考虑这些更广泛目标的有用框架。一些投资者表示，SDG帮助他们将参与活动产生的积极成果进行定义和分类。

图1——联合国可持续发展目标。



对很多投资者而言，当前参与活动专注于主题投资，比如绿色债券、社会债券以及近期的SDG债券。通过发行此类债券——所得款项分配到解决气候变化或其他SDG等具体问题的项目——发行人根据发行绿色债券的自愿流程指南（例如，《绿色债券原则》）自愿承诺，进行持续监督和报告²⁰。如果发行人的报告未达到投资者要求，投资者可以实施参与，确保发行人将所得款项用于预期目的，并澄清相关项目的可持续性资质。随着人们对绿色债券的需求迅速增长，许多资产管理人积极对发行人开展参与，鼓励发行人发行更多绿色债券。

例如，为确保绿色债券投资组合中的债券能满足自身最低要求，德国复兴信贷银行（KfW）在投资前对发行人开展参与²¹。参与流程还要求对所有发行人的绿色债券报告进行持续监督。

“绿色债券在一级市场发行后，你所拥有的便是【发行人】投资特定技术的承诺。一年后的影响力报告可以为开展参与提供依据。因此，开展参与涉及到报告见解、资产配置和影响力——即绿色债券取得了哪些积极效益？”

Felipe Gordillo，法国巴黎资产管理公司高级SRI分析师

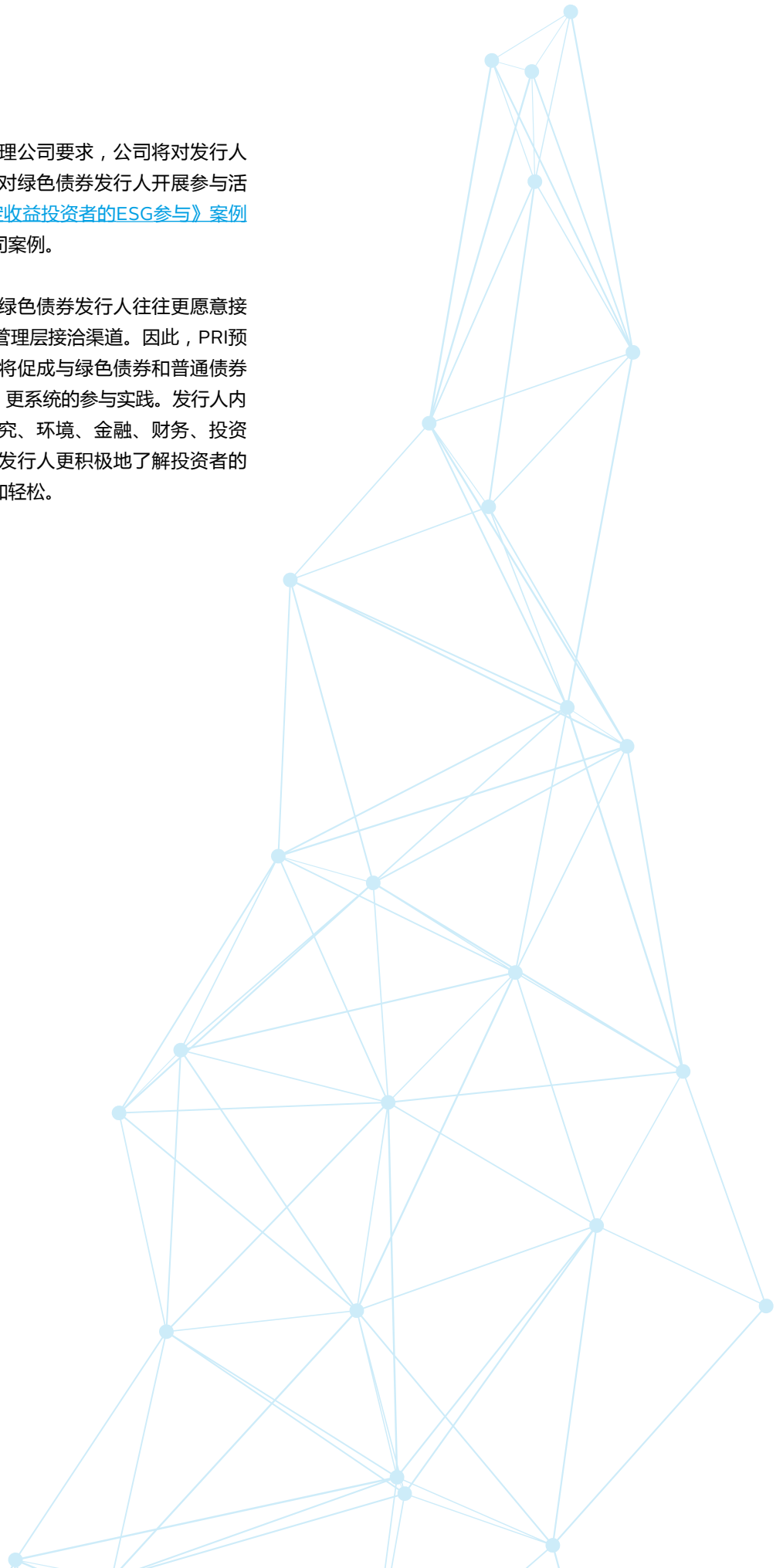
19 联合国。（2015）。《[改变我们的世界——2030年可持续发展议程](#)》。

20 参见《[绿色债券原则](#)》（2017）。

21 KfW。（2017）。[KfW绿色债券投资组合](#)。

如果报告不满足法国巴黎资产管理公司要求，将对发行人开展参与活动。有关投资者如何对绿色债券发行人开展参与活动的详细概述，可参见PRI [《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列](#)中法国巴黎资产管理公司案例。

本报告采访的许多投资者指出，绿色债券发行人往往更愿意接受ESG参与，并能提供更顺畅的管理层接洽渠道。因此，PRI预计，不断增长的绿色债券市场，将促成与绿色债券和普通债券（plain vanilla bonds）有关的、更系统的参与实践。发行人内部职能部门之间（例如，ESG研究、环境、金融、财务、投资者关系等部门）加强联系，同时发行人更积极地了解投资者的需求或关切，可以使参与过程更加轻松。



ESG参与实践指南

本节首先介绍固定收益投资者的ESG参与趋势，然后就债券持有人开展参与的实践提供指导。除以下建议外，关于制定积极所有权政策、评估外部管理人和服务提供商以及披露的建议均可参见PRI的[《股票积极所有权实践指南》](#)。

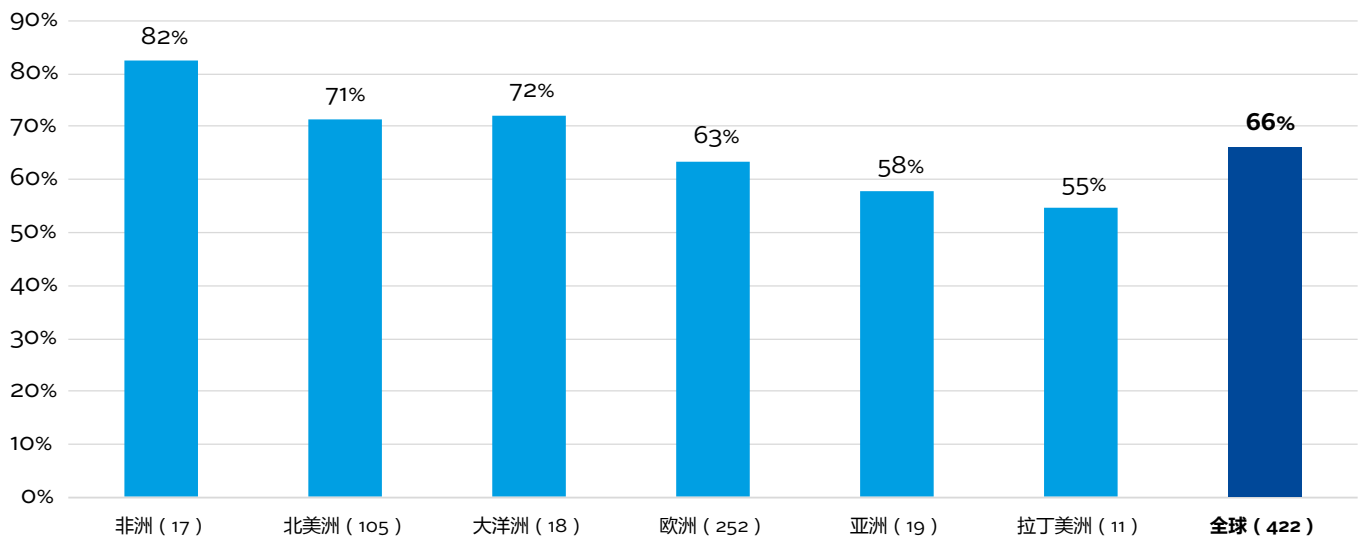
固定收益投资者的参与趋势

PRI签署方按要求须每年报告其负责任投资活动，以确保其对负责任投资原则以及PRI整体倡议负责²²。经审查，2017年422家投资者提交的PRI报告数据发现，虽然固定收益界的参与实践仍处于初期，但普及度日益提升。许多签署方实施参与，但通常仅涉及其持有的固定收益总资产的小部分。极少数的签署方针对固定收益投资组合的大部分系统实施参与。

总结：

- 在直接投资于固定收益市场，并报告其负责任投资活动的422家投资者中，66%（即279家签署方）表示对投资组合中至少一类发行人实施参与（见图2）²³。
- 71%的北美投资者和63%的欧洲投资者表示实施参与，其数量高于任何其他地区。其他地区的样本数量太小，无法得出有意义的结论。
- 45%的北美投资者和40%的欧洲投资者，将参与工作集中于不到四分之一的非金融企业债券总资产；相较而言，两地投资者分别有19%和23%将参与工作集中于四分之一以上的非金融企业债券总资产（见图3）。
- 52%的北美投资者和60%的欧洲投资者，参与工作涉及不到四分之一的金融机构债券总资产；相较而言，两地投资者分别有27%和17%的参与工作涉及四分之一以上的金融机构债券总资产。

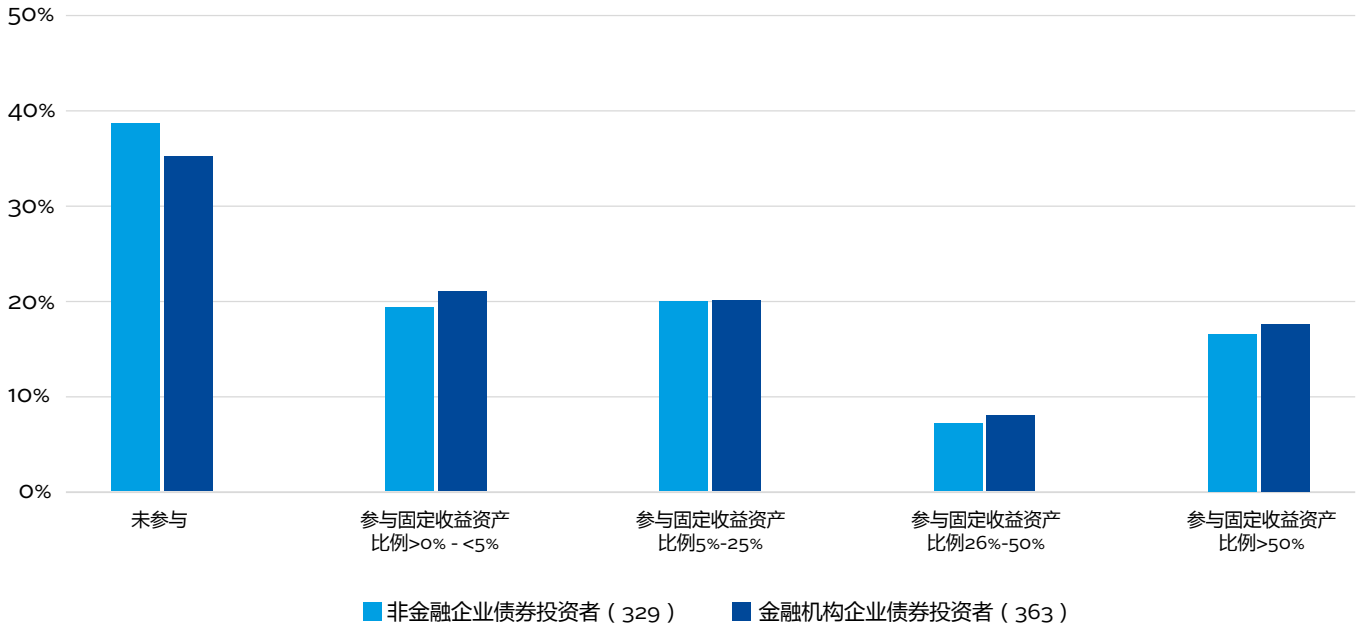
图2——各区域参与趋势。来源：PRI



²² PRI签署方通过报告框架（一款标准化透明度工具）进行报告。2017年提交报告的1248家投资者中，560家投资于固定收益；其中，422家针对直接投资于固定收益产品的资金填写了“固定收益板块”。此次审查范围包括PRI报告框架：直接投资——固定收益板块下问题FI 18.1至FI 20.3的回答。

²³ 发行人类型包括公司、银行、主权发行人、次主权发行人、超国家发行人和债务证券发行人。

图3——与固定收益资产相关的参与活动²⁴。来源：PRI



将参与纳入投资流程

固定收益投资者的参与不应被视为独立活动，而应视为负责任投资方法不可或缺的组成部分——既是投资研究的信息来源，又是直接影响发行人ESG风险和机遇管理的途径。因此，用于识别参与情形的研究需与公司对话期间获得的见解不断整合，并纳入投资决策（见图4）。

从运营角度看，投资者可采用多种不同的方式进行参与（见表3）。参与活动可以：

- 纳入投资流程，并由信用分析师和投资组合管理人开展；
- 由专攻ESG主题的专设参与团队开展；或者
- 进行整合，由ESG专家协助确定参与主题，并与固定收益专业人员共同开展；

图4——ESG研究循环流程



²⁴ 同一受访对象可能针对不同类型的发行人开展参与。部分投资者表示难以精确量化涉及参与的资产比例，因为相关会议并非专为讨论ESG问题而召开，且投资者并未明确定义ESG。

表3——参与方法示例

投资者	要点
英国投资管理 Hermes Investment Management ²⁵	<p>除运营和财务风险分析和定价之外，Hermes信用团队在制定投资决策时，也会考虑ESG因素。为获得与发行人讨论所需的信息，Hermes信用团队依靠多项信息来源：</p> <ul style="list-style-type: none"> 首先，从更广泛的视角出发，信用团队与Hermes其他团队一样，依靠责任团队了解本公司政策、方法和投资工具。 当集中于特定公司层面时，信用团队会查看Hermes专有的ESG风险衡量指标——即QESG分数——该指标很好地反映了公司的整体ESG绩效。 该分数由Hermes参与团队Hermes EOS提供公司信息支持，因为与公司的对话可以为QESG分数提供背景。例如，公司是处于正轨，还是误入歧途？
荷兰投资管理 MN ²⁶	<ul style="list-style-type: none"> MN的信用分析师定期审查公开报告和/或交叉检查并核查第三方研究。 信用分析师与信用团队的其他成员、负责任投资和治理团队以及股权分析师讨论审查发现的问题。他们共同考虑此前是否已经识别出该问题，以及是否已经实施参与，如已实施，参与的结果又是什么。 信用分析师带头开展参与，因为他们最了解公司情况，同时向相关各方（信用团队成员、负责任投资和治理团队、股权团队）报告参与的最新进展。

如需了解更多参与流程和债券持有人开展参与的实践示例，请参见PRI《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列。

无论最终由谁主导ESG参与，最好的做法是向相关内部职能团队（风险、信用、负责任投资、公司治理、股票团队等）报告参与的最新进展和成果，以确保将参与发现的情况纳入投资决策（见表4）。领先的投资者已经建立相关实践，确保通过参与收集的信息和见解能够进入投资决策流程，例如²⁷：

- 确保定期开展跨团队会议和演示报告；
- 在ESG团队和投资团队均可访问的平台上共享参与数据；
- 鼓励ESG团队和投资团队参加参与会议和路演；
- 委托投资组合管理人开展部分参与对话；
- 让投资组合管理人加入确定参与方案、制定参与决策的过程；
- 建立相关机制，根据互动交流层次和参与结果，重新调整投资组合资产；
- 将积极所有权视为评估潜在未来投资的机制。

“我们尽力不以狭隘的眼光看待参与——我们认为参与不应当由单独的团队或独立工作的信用分析师负责。相反，我们发现，通过汇聚整个信用领域的分析师，同时向我们的股票和私人市场同事征求意见，我们对新兴风险有了更加全面的了解。通过将参与根植于分析师开展的专有ESG评估，参与成为分析师日常职责的核心内容。”

Jonathan Bailey，路博迈ESG投资负责人

²⁵ Hermes Investment Management (2017)。对国有企业发行人开展参与。

²⁶ MN (2017)。对安全服务发行人开展参与。

²⁷ O' Sullivan, Niamh & Gond, Jean-Pascal (2016)。参与：打开价值创造的黑匣子。

表4——投资成果示例

投资者	要点
美国投资管理人路博迈 ²⁸	在与一家制药行业发行人就药品定价和道德实践等重大ESG问题展开接洽交流后，路博迈继续将该公司视为候选投资进行监测。在一年后的一次跟进参与中，路博迈与该公司管理层就先前放弃投资机会的原因展开讨论，对于药品价格压力以及定价行为面临日益严格的公众监督问题，管理层仍然不能消除路博迈的顾虑。该公司资产负债表中有形资产较少，且路博迈认为公司的研发支出无法维持公司的长期发展。由于这些因素，路博迈再次拒绝了投资机会。由于药品定价引起的国际关注不断攀升，该公司的现金流面临更大压力，最终导致公司讨论通过破产程序进行债务重组。路博迈专注就重大ESG问题开展参与，使其得以避免此次信用恶化，保护投资者的资产价值。
德国资产所有者KfW ²⁹	KfW通过告知发行人他们的ESG概况将对投资决策产生直接影响，以此间接影响发行人的ESG实践。就其流动性投资组合而言，KfW仅对可持续性得分位列行业前80%的发行人所发行的债券进行投资。自2011年以来，KfW每年都会向其投资范围内的发行人致信，告知发行人其投资方法和发行人当前的ESG得分。低分意味着KfW会降低对该发行人的投资上限。由此，KfW以自身证据表明其已促使部分发行人加强ESG管理和披露。
澳大利亚投资管理公司QIC ³⁰	在对一家亚洲汽车制造商发行人开展参与后，QIC根据通过会议识别的重大问题领域（产品碳足迹绩效、劳资纠纷管理和不良治理状况），继续监测该公司的改善情况。该公司三个月后发行新债券时，QIC的信用分析显示，新债券的定价未充分补偿投资者当前的ESG风险及更广泛的信用风险。因此，QIC拒绝参加此次一级市场交易，并向该财团公司提供反馈，表示其在参与会议上提出的各事项上取得的进展，尚不足以获得进一步投资。

如需了解更多参与流程和债券持有人开展参与的实践示例，请参见PRI《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列。

确定参与活动的优先顺序

参与案例通常分为两类：

- **主动型**：投资者根据对潜在重大ESG问题和大趋势的分析，寻求与重点公司展开对话。
- **被动型**：投资者面对公司近期下滑、争议或丑闻等引起财务和/或声誉风险的事件，启动与公司的对话。

面对成百上千家发行人的投资者，只能对其中小部分展开有意义的主动参与。

“无论哪个行业，ESG重大性都是最重要的。能源分析师比财务分析师更了解空气污染问题。我们尝试将ESG参与活动关联到某些标准的标准化过程，并在开展参与期间参考这些标准。例如，我们会附上可持续会计准则委员会（SASB）行业报告，并要求发行人按照报告提供披露。”

Mitch Reznick, Hermes Investment Management信用联合负责人兼信用研究负责人

28 路博迈（2018）。[对非投资级发行人开展参与](#)。

29 德国复兴信贷银行（2017）。[参与](#)。

30 QIC（2017）。[对汽车制造商发行人开展参与](#)。

PRI签署方通常根据以下一项或多项标准确定其参与活动的优先顺序：

- **持有资产规模**：规模最大的持有资产对投资组合绩效构成的潜在风险最大。
- **发行人的信用质量**：资产负债表灵活性较差的发行人（例如高收益发行人）通常无法吸收因重大ESG风险导致的业务意外恶化。
- **持有期限**：投资者应关注在既定时期内最易受特定ESG因素影响的债务工具类型；例如，减排监管目标对三年期和十年期债券的影响很可能不同。
- **ESG透明度质量**：在缺乏全面、可以对比的发行人披露的情况下，投资者应专注于加强理解发行人如何管理或计划如何管理ESG风险和价值创造机遇。
- **特定市场和/或行业**：投资者应就特定市场和/或行业最大的ESG问题展开参与。ESG行业重大性框架（例如，可持续会计准则委员会（SASB）发布的《[资产所有者和资产管理人参与指南](#)》）有助于将参与讨论集中到可能对公司财务状况或经营绩效产生影响的可持续性相关趋势和不确定性。
- **特定ESG主题**：参与讨论应集中于对各发行人和行业具有最高在险价值或潜在影响的主题。PRI目前管理的投资者参与包括针对特定主题（例如，低碳转型、水风险、劳工实践、网络安全、反贿赂和腐败、公司税务透明化等）的研究和投资者协作参与³¹。

表5——确定参与优先顺序的方法示例

投资者	要点
美国投资管理人 Breckinridge Capital Advisors ³²	Breckinridge的目标是投资采用可持续性战略方法、并明确优先考虑重大ESG因素的公司和市政当局。Breckinridge根据外部标准（如SASB提供的标准）以及内部行业层面和发行人层面的重大性评估，来确定重大性。
荷兰投资管理人 MN ³³	债券持有人开展参与的前提条件包括持有债券属于MN的投资范围/基准、缺乏透明度（包括ESG考量）和绩效不佳（包括ESG考量）。例如，MN关注金融新闻反复报道和重点报道的事件，公司如何应对和跟进丑闻，以及公众对公司的监督。
澳大利亚投资管理人 QIC ³⁴	QIC的参与方案旨在通过以下三种方式之一，每年参与约十家发行人： <ul style="list-style-type: none"> ■ ESG实践先进的发行人：QIC优先参与展示出先进ESG实践的公司，从而学习相关经验并激励其同行。 ■ ESG实践落后的发行人：QIC评估某个行业内的ESG评级范围，该行业是否存在普遍的（负面）主题或实践，此类实践的财务或非财务（风险）重要性，以及QIC是否对实践落后于同行的发行人存在风险敞口。 ■ 主题参与：QIC考虑可能影响财务收益的ESG问题。通常，主题议题会影响到行业内的所有发行人。我们考虑先进发行人如何开展ESG实践，从而向领先发行人学习，并鼓励落后发行人进步。

如需了解更多参与流程和债券持有人参与实践示例，请参见PRI《[固定收益投资者的ESG参与](#)》案例研究系列。

31 PRI (2018)。ESG参与。

32 Breckinridge Capital Advisors (2017)。通过参与深化见解。

33 MN (2017)。对安全服务发行人开展参与。

34 QIC (2017)。对汽车制造商发行人开展参与。

- **ESG基准排名最低的公司**：此类公司往往面临最高的财务下行风险，包括可能影响发行人信誉的重大事件风险和系统性风险。
- **ESG基准排名最高的公司**：反之，投资者可以选择参与行业领先公司，促进并鼓励最佳实践。
- **投资者根据客户和受益人的意见优先考虑的特定问题**：投资者应关注道德问题或与客户目的不符的问题（如捐赠基金）。

确定参与时机

债券持有人与发行人的参与成功与否，在很大程度上取决于交易是公募还是私募，以及投资者参与的时间是发行前还是发行后。确定参与时机是一项战略决策，因为债券持有人对发行人的影响在整个债券发行生命周期不断变化。如果债券发行为私募，则投资者更有可能在发行前和发行后均直接对潜在发行人开展参与。表6展示债券发行的“生命周期”，以及债券持有人与发行人就一系列潜在问题（包括ESG）开展参与的范围和限制。

“债券持有人对发行人的参与成功与否，在很大程度上取决于交易是公募还是私募，以及参与的时间是发行前还是发行后。”

James Fisher，礼德律师事务所合伙人

表6——法律视角：债券发行生命周期以及债券持有人对发行人开展参与的相关范围。来源：改编自礼德律师事务所（2017）³⁵

	发行前	发行后
债券持有人对发行人的影响	<ul style="list-style-type: none"> ■ 潜在债券持有人有机会影响潜在发行人，请求或要求将提供ESG事项信息纳入合同义务。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 在发行人寻求重新协商合同义务、再融资的情况下，或在债券持有人达到召开债券持有人会议所需法定人数的情况下，债券持有人仍对发行人具有一定潜在影响。
私募配售	<ul style="list-style-type: none"> ■ 请求/要求纳入发行人合同义务的机会最大。 ■ 直接对话的可能性最大。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 区分私募配售与公开发行没有太大意义，不过私募债券买方在发行后与发行人联系的可能性更高。
公开发行	<ul style="list-style-type: none"> ■ 影响具体合同义务的机会可能较受限制，因为参与时间可能处于债券发行靠后阶段（如投资者路演阶段，届时交易和拟议文件已完成或正在推进）。 ■ 通过交易商、承销商或其他中介或顾问机构开展间接对话的可能性最大。 ■ 可能有机会就ESG问题的重要性、ESG问题可能如何产生影响以及价格如何等发表意见。 ■ 这最终可能影响到发行相关说明书提及ESG风险因素的频率。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 参与范围有限，因为发行人对债券持有人的义务已经通过合同协议（如信托契据、契约、交易文件、承诺条款和其他交易文件）确立。 ■ 如果债券持有人单独或共同持有规定比例的债券，则可召开债券持有人会议。 ■ 公司经常需要再融资——代表债券持有人在发行后能够与发行人开展对话的又一个时点。 ■ 当发行人为修改现有债券的合同条款（如澄清歧义、开展重组等）而征求债券持有人同意时，债券持有人即获得（重回）“谈判桌”的又一次机会。

35 本表摘抄的礼德律师事务所评论须以原始文本中的完整说明为准，请参见《附录》。

发行前后

克服挑战	<ul style="list-style-type: none"> ■ 债券持有人的要求能否落实属于谈判问题——发行人可能会反对将ESG指标纳入承诺条款，因为一旦违反可能导致违约事件。 ■ 投资者还可以要求发行人在其营销材料中重点披露其ESG政策。通过要求该等信息，公司债券筹资能够鼓励更高的公司披露标准和透明度，并促进一致的高质量国际公司治理标准。
债券持有人的合同权利和发行人的合同义务	<p>交易文件就发行人对债券持有人的义务提供了框架，其中包括与ESG事项有关的义务：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 知情权：债券的组成条款和条件、文据（信托契据或契约）通常规定，发行人有义务向受托人或直接向债券持有人提供财务和其他信息，具体视债券结构而定。 ■ 文件查看权：多数债券发行都会赋予债券持有人在发行人的注册办事处查看交易文件的权利。 ■ 召开债券持有人会议：根据很多债券发行条款，债券持有人如果持有规定比例的相关类别债券，则有权召开会议。 ■ 发行人征求同意：发行人修改现有债券的条款时，需寻求债券持有人的同意。
发行人的法规义务	<p>相关英国/欧盟法规</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 《欧盟证券发行说明书指令》（EU Prospectus Directive）（2003/71/EC修订版） ■ 《证券发行说明书条例》（Prospectus Regulation）（809/2004）和《新证券发行说明书条例》（New Prospectus Regulation）（第（EU）2017/1129号条例） ■ 《欧盟市场滥用条例》（Market Abuse Regulation, MAR）（596/2014/EU）和/或《披露和透明度规则》（Disclosure and Transparency Rules, DTR） ■ 《欧盟金融工具市场指令》（EU Markets in Financial Instruments Directive） ■ 反洗钱、反恐怖融资、反腐败要求、内幕交易和市场滥用等条例 <p>相关美国法规</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 美国证券交易委员会强制披露规则（《条例S-K》） ■ 美国劳工部第2015-01号解释性公告

表7——债券发行生命周期参与示例

投资者	要点
英国投资管理 人M&G ³⁶	<p>M&G发现，参与对私募基础设施债务尤为有效，因为：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 通常只有一家或少数几家贷款人（相比之下，公司债券公开发行有许多贷款人），因此贷款人通常与借款人关系更为密切，且拥有更顺畅的早期参与渠道。 ■ 能够实现纯粹的双边谈判，允许贷款人就ESG问题和其他风险与借款人开展更密切的对话。 ■ 私募贷款人往往能获得借款人的更多信息，对借款人的影响也更大，原因在于私募债务是借款人的重要资金来源。 <p>尽职调查流程是M&G在投资前开展ESG问题参与的良好契机，由于多数私募债务投资缺乏流动性，参与尤为重要。发行/投资之后，M&G会在整个投资生命周期与借款人保持沟通对话，确保全程不出现任何问题。承诺是贷款人的预警信号：私募贷款往往附有严格的承诺和控制条款，如有事项在投资生命周期内偏离轨道，则贷款人可以对借款人开展参与。</p>

如需了解更多参与流程和债券持有人开展参与实践的示例，请参见PRI《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列

明确参与目标和衡量参与效果

一旦确定了目标公司名单，投资者就需要设定参与实践目标并跟进结果，确保参与效果。参与目标应由ESG团队和投资团队合作设定，确保目标明确坚定，并向公司传递一致的信息。针对目标公司的参与目标示例包括：

- 制定人权政策；
- 建立举报监督体系；
- 明确减排目标；
- 改善董事会层面的技能平衡；
- 加入解决特定问题的多利益相关方倡议；
- 增加向市场提供的ESG事项信息。

“在我看来，获得见解就是成功：我认为某些问题具有相关性，因此将其纳入考虑，现在我对这些问题有了更深入的认识。在鼓励持续改善方面，确定因果关系更为困难。”

Manuel Cañas, Colonial First State Global Asset Management (现First State Investments) 前高级投资组合经理

³⁶ M&G。(2017)。《私募基础设施债务中的ESG参与》。

表8——参与目标示例

投资者	要点
美国投资管理 人路博迈 ³⁷	<p>路博迈针对非投资级制药发行人的参与工作优先顺序判定基于：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 评估与药品定价相关的过往实践； ■ 确定管理层调整过往实践的意愿以及路博迈追踪其调整的能力； ■ 评估与定价实践和投资组合构成相关的监管风险水平； ■ 确定在当前定价活动持续进行的情况下，偿债现金流的可持续性。
美国投资管理 人品浩 ³⁸	<p>品浩针对欧洲公用事业公司的参与优先顺序判定基于：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 理解公司计划如何制定与《巴黎协定》两度控温目标一致的政策； ■ 评估计划假设中的资产搁浅风险； ■ 目的债券（绿色、SDG、社会债券）发行计划，结合公用事业公司发行规模和现有的绿色项目内部产能。
澳大利亚投资管 理人QIC ³⁹	<p>QIC识别出以下重大ESG问题作为对某亚洲汽车制造业发行人开展参与的主要目标：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 清洁技术机遇：车辆减排目标和相关清洁技术产品开发（如生物燃料和混合动力车辆）； ■ 劳资关系：员工/管理层关系的敏感事项以及改善关系的策略； ■ 治理：实现关键利益相关方最优平衡的结构。

如需了解更多参与流程和债券持有人开展参与的实践示例，请参见PRI [《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列](#)

投资者在参与启动时制定里程碑和时间表非常实用，但需要在与目标公司对话期间（通常持续数年）不断审查以反映内外部发展动态。衡量在特定ESG指标和评分方面的表现是评估参与成功与否的常用方法。

追踪系统有助于促进以下方面信息记录的逐渐完善：

- 互动（即信函、电子邮件、会议和实地拜访）；
- 公司代表会面；
- 收到的信息和文件；
- 管理层承诺；
- 定期ESG绩效评估。

“如果我们不能达到参与活动的目的，往往事出有因。例如，如果一家公司没有完成我们的内部ESG调查，这对投资决策的影响与他们完成调查一样。”

Joshua Kendall, Insight Investment ESG分析师

37 路博迈。（2018）。[对非投资级发行人开展参与](#)。

38 品浩。（2017）。[对公用事业和全球银行发行人开展参与](#)。

39 QIC。（2017）。[对汽车制造商发行人开展参与](#)。

虽然这些信息通常由内部保存并保密，但追踪系统有助于编制报告，让客户和公众了解参与进展和结果。参与对话可以通过定制IT系统或客户关系管理（CRM）工具（最好基于云）进行追踪，整个机构从ESG分析师到投资组合管理人都能使用这些系统和工具。

设定里程碑来衡量目标虽然有用，但不一定每次参与对话都可行，判断参与成功与否应当考虑具体情况；达成所有里程碑并不一定意味着对话没有改进空间。另一方面，未能达到里程碑可能让投资者产生失败感，不愿在无法保证或衡量进展的困难问题上采取行动。事实上，从ESG整合的角度来看，详细记录与公司的失败对话可能带来深刻见解。

决定参与效果的因素

固定收益投资者影响发行人高管的能力，取决于大量因素，其中许多因素虽然显而易见，但在制定参与策略时仍须牢记。

投资者规模

规模较大的投资者往往更容易接触到发行人，即使他们当前并未持有发行人的任何债券。规模较小的投资者要解决这一挑战，可以寻求与股权持有人和/或其他债券持有人协作参与，同时在参与方式上强调合作伙伴关系、共同目标，以及公司获得现有工作反馈的机会。

“对一些大型发行人开展参与难度更大，而规模较小的发行人因为需要流动性，会在沟通上保持开放的态度。”

Adam Shane, Northern Trust Asset Management固定收益信贷研究负责人

发行人的信用质量

原则上，高收益发行人更有可能接受债券持有人的参与，并愿意就发行条款进行谈判，因为他们有更大的动力去满足（潜在）投资者的要求。对于投资级发行，投资者有时会发现，由于债券发行从公布到售罄仅需几个小时，在发行前参与的时间更少。但也有不同的情况。

- 例如，品浩发现，对高收益发行人开展参与其实比对投资级发行人开展参与更具挑战性，因为前者通常未设投资者关系部门解决投资者需求，也没有内部企业社会责任（CSR）团队。
- 另一方面，路博迈新兴市场债务团队发现，新兴市场公司发行人愿意与债券持有人交流合作。鉴于这类发行人的风险状况，通过对发行人开展参与活动，广泛了解风险定价优化，以及在持有期内降低风险的潜力，对于此类公司更为重要。路博迈优先就高收益信用产品进行参与，这些产品的发行人资产负债表灵活性较差，无法吸收因重大ESG风险导致的业务意外恶化。

公募与私募对比

如果债券发行方式为私募，则投资者更有可能在发行前和发行后直接对潜在发行人开展参与。此外，投资者通常认为，鉴于私募市场的流动性不足，以及评估私募股权保荐人的ESG承诺和发行人基本ESG风险的重要性，就ESG因素开展参与在私募债券市场的重要性正日益彰显。

发行人是否迫切希望（再次）发行债券

定期进行再融资的公司可能对利率和投资者需求更加敏感。因此，它们应该对投资者参与持更加开放的态度⁴⁰。

市场状况

供应疲软、追逐收益、一级市场迅速变化等市场情况，也会导致债券持有人在承诺条款上做出更多妥协，处在信用曲线下部时尤其如此。随着利率上升，借款成本升高，发行人应该更愿意与投资者接洽交流。

40 Hoepner, A. 2015. [如何影响气候正义：参与股票，拒绝债务](#)。

发行人ESG问题的相对意识

虽然有些公司非常重视ESG问题，但也有公司对此不太看重。在参与方面领先的公司更为容易，因为他们开发了专用的ESG资源，而落后公司可能不愿意接洽交流。尽管如此，这应当被视为实现积极变革的机会，参与的一项重要内容就是让机构内部相应人员加入。

区域和文化差异

除法律或监管框架差异、政策差异、市场规模和企业文化之外，还可以通过历史因素解释为什么某些发行人对参与活动的接受度高于其他发行人。据称，北美和欧洲以外较小市场的投资者曾表示，他们与其他投资者共同就特定的ESG问题对发行人开展参与相对容易。

“我们发现，在零利率环境下，高收益发行人可以轻松借款，然后便销声匿迹。对于ESG等特殊单列项目，这类发行人更多地利用杠杆，灵活性较差。他们的投资者关系也不如投资级发行人，投资级发行人已经具备实践经验和专门的固定收益投资者关系团队。通常情况下，只有发生违约之后，债券持有人才能和高收益发行人坐上谈判桌。”

Alex Struc, 品浩前ESG投资组合经理

协作参与

协作参与指机构投资者团体共同就ESG问题与公司进行参与对话。

来源：PRI

六项原则的原则5鼓励投资者协作提升其负责任投资方法的效果。许多现有的尽责管理守则也支持共同与被投资公司对话的理念。这通常涉及多家投资者就同一家公司开展参与，或投资者合力就同一ESG问题对多家公司开展参与。

如果开展顺利，协作可以成为获得公司经理注意，同时集中知识、信息和参与成本的一种有效方式。投资者在与发行人交流时统一口径，通常还能让对话信息更充分、更具建设性。此外，复杂的市场转型更有可能通过投资者联盟实现，而不是靠某家机构——即使是大型机构——单独行动。

针对主要投资者参与的学术分析表明，投资者之间的协作有助于提高环境和社会问题的参与成功率⁴¹。如果由与目标公司位于同一地理区域的某家投资者牵头开展对话，则成功率将提高三分之一⁴²。投资者的影响力也至关重要；参与的投资者越多，资产管理规模越大，在目标公司的持股比例越高，成功率就越高。当投资者跨国界实施参与时，这一点尤为重要。

41 Dimson, E., Karakas, O和Li X. (2015)。积极所有权 (Active Ownership)。《金融研究评论》(The Review of Financial Studies)，28(12)，第3225-3268页。

42 负责任投资季刊——“参与”成功的因素：本地牵头、全球性支持 (Local leads, backed by global scale: the drivers of successful engagement)。

关注PRI协作平台

PRI协作平台是一个非公开论坛，供签署方集中资源、共享信息并提升对ESG问题的影响力。该平台提供了一系列参与倡议，投资者可以对上市公司、政策制定者和其他利益相关方开展参与。自2006年底该平台启动以来，已有600多家PRI签署方加入至少一项协作倡议，发布了1100多个协作提案。协作平台发布的文章包括：

- 向公司发出的签署联名信邀请；
- 关于深入研究和投资者指导的提案；
- 加入投资者和公司关于特定ESG主题的交流对话的机会；
- 促进与政策制定者对话的邀请；
- 关于支持即将发布的股东决议的请求。

除了协作平台上签署方主导的参与之外，PRI也直接协调了许多协作参与活动，涵盖从气候变化到反贿赂和腐败的诸多ESG主题⁴³。PRI的ESG参与团队编制了一系列成果文件，概述了针对各种ESG问题开展协调协作参与的结果，以及从中汲取的经验教训。最新发布的文件包括：

- **《就反贿赂和腐败进行参与》**：该报告由PRI与联合国全球契约联合发布，吸收了2013-2015年间有关该主题的PRI协调参与结果、投资者评论和公司反馈。
- **公司税务责任参与指南**：该指南主要目的是协助投资者开展公司参与，并在控制税额和降低相关风险之间实现恰当平衡。
- **农业供应链中的劳工实践**：该报告汇集了2013-2015年PRI协调参与的结果，包括投资者要求以及支持对公司开展参与的有用资源。

虽然对股东而言，协作参与已经是被反复验证的参与方式，但对于多数债券持有人而言，与发行人开展双边参与仍然是最常见的方法：在报告了参与活动的投资者中，91%的（金融）公司债券投资者和89%的（非金融）公司债券投资者表示以双边形式开展参与活动⁴⁴。迄今为止，债券持有人的协作案例远少于股东。实施协作的债券持有人通常较少关注ESG问题，而更关注不利债券条款（对债券持有人提供的保护较少）等问题，或者债券持有人团体通过协作参与促成债务重组的情况⁴⁵。

PRI采访的固定收益投资者表示，他们今后可能会更多地以协作的方式开展参与，特别是在与系统性要求有关的领域，比如规范和加强ESG相关披露，或鼓励ESG政策和实践的持续改进。除了与其他债券和股权持有人协作外，固定收益投资者还可对监管机构、政策制定者、银行、信用评级机构和其他利益相关方实施参与。

经验表明，固定收益投资者可以从协作参与中获益匪浅，但由于协作也存在挑战，在使用时仍需权衡。

协作参与的挑战

虽然协作参与具有诸多优势，但也有不适用的情况，会带来一些特有的挑战。

- **达成共识**：加入集体参与的投资者对于目标发行人的预期结果或兴趣并不总是相同。这会让发行人对收到的信息感到困惑。债券持有人面临的一项特殊挑战是，虽然只对一家公司开展参与，但持有的债券可能由该公司不同部门为不同目的而发行。由于不同时期内特定ESG问题的重大性会有所差异，债券持有人的目标也可能不一致。如果无法达成共识，债券持有人团体或许只能就最易实现的目标达成一致，这可能会让那些目标更高的债券持有人感到不满。
- **协调成本**：协调成本包括协调团体活动、帮助团体达成共识和共同立场、确保各成员在整个参与期间都充分了解情况所花费的时间。协调成本可以由领导联盟的投资者承担，或由充当协作倡议促进者的第三方承担。

⁴³ 关于目前PRI协调开展的投资者和公司倡议清单，请参见：<https://www.unpri.org/esg-issues>。

⁴⁴ 《2017年PRI报告框架》答复数据。

⁴⁵ Fidelity International. (2017)。《债券承诺条款：警惕周期后期的标准下滑》。

- **监管障碍**：投资者可能会遇到与控制投标和反托拉斯相关的监管障碍。某些市场的一致行动法就是一个例子，立法者并未明确协作推动有关ESG问题的对话不违反一致行动法。关于从法律角度对协作参与机遇和挑战所作的进一步讨论，请参见《附录》。
- **集体行动问题**：同样，虽然签署协作倡议的投资者很多，但部分投资者可能未对项目作出实质性贡献，所有工作都落在少数坚决履行承诺的投资者身上。
- **债券持有人识别**：一个实际挑战是债券投资者难以识别其他债券持有人，因为公开的债券持有人信息可能只包含部分债券持有人，而且这些信息往往已经过时。没有监管规定要求固定收益投资者披露身份或持有资产金额。代表所有债券持有人利益的受托人有时也无法向债券发行人提供债券持有人名单。不过，债券持有人之间可以通过一些体系，以匿名的方式沟通合作。

克服参与的常见障碍

尽管本报告前文已经列出参与的多种动机，但固定收益投资者实施参与的阻力仍然显著。下面，我们将重点介绍一些反对参与的常见观点，并作出回应以消除对参与的怀疑或抵抗情绪。

“债券持有人没有实施参与的合法权利”

债券持有人没有与股东相同的法律权利，因为他们在公司资本结构中处于更安全的地位。他们没有投票权，也没有与参加年度股东大会相关的正式沟通流程。法律赋予股东的公司治理权利历来多于债权人。

尽管如此，作为资本出借方，固定收益投资者在认为有必要管理投资风险时，完全有权对公司展开参与。他们也有权就债券承诺条款与公司谈判，本报告中一些受访投资者已经有这方面的实践。股东对公司的影响是持续的，与此不同的是，固定收

益投资者主要影响一级市场发行，对二级市场的影响较小——因此，他们可能会在发行周期的特定阶段开展参与，从而最大限度地提高参与度。

“我们的态度是，我们是重要的资本出借方，受客户委托确保覆盖所有风险，所以我们不考虑我们没有股权的事实，直接拨打电话。”

Marayka Ward, QIC高级信用经理

“债券持有人不应该开展参与，因为他们在资本结构中享有特权地位。”

归根结底，尽管股东和债券持有人在短期内存在冲突，但就任何发行人的财务可持续性而言，二者的利益应在长期内保持一致。

“我们都是公司的利益相关方，公司具有企业价值，如果价值不断增长，对股东和债权人都是好事。”

Mitch Reznick, Hermes Investment Management信用联合负责人兼信用研究负责人

“债券持有人没有实施参与所需的影响力”

20世纪30年代股东优先的公司治理模式出现的时候，股权市场规模远超公司债券市场。但如今，债券已然成为了美国公司对外融资的主要来源，使股票发行相形见绌⁴⁶。自2006年以来，新发行的公司债券已超过新发行股票八倍多⁴⁷。一级债券市场的公司数量同样出现了增长，从2007年债务危机前的约1250家上升到如今的2500多家⁴⁸。鉴于当今债券市场的重要性提升，固定收益投资者已经获得有力的理由来要求公众公司重视其关切。这样做有助于公司维持忠诚的债权人群体，从而获得具有成本效益的债务资本。

46 Schwarcz, S.L., (2017). [债券融资系统风险下对公司治理的重新思考](#). 威廉玛丽法律评论 (William & Mary Law Review), 第58卷, 第1345页 (2017); 杜克法学院公法与法律理论系列 (Duke Law School Public Law & Legal Theory Series) 第2016-22号。

47 Gowland, P., (2015). [无论你是否喜欢，债券持有人参与已然发生！](#) Sodali.

48 Çelik, S., G. Demirtaş和M. Isaksson, (2015). [公司债券、债券持有人和公司治理](#). 经合组织公司治理工作文件 (OECD Corporate Governance Working Papers), 第16号, 经合组织出版社, 巴黎。

“在发行人公布和结束债券发行期间没时间开展参与”

在公募过程中，影响具体合同义务的机会有限，因为参与通常发生在发行过程的后期。但是，投资者可以就ESG问题、ESG问题对其投资决策和/或准备支付的价格可能产生怎样的影响等发表意见。这最终可能影响到发行相关说明书提及ESG风险因素的频率。发行结束后，债券持有人仍对发行人具有一定潜在影响，尤其是在发行人寻求重新协商合同义务、再融资的情况下，或在债券持有人达到召开债券持有人会议所需法定人数的情况下。此外，对于谨慎确定的优先参与目标，投资者还可以通过会议、电话、路演以及现场管理层会议与发行人进行交流对话。如果开展顺利，与股东和/或其他债券持有人的协作可以成为获得公司管理层注意，同时是集中知识、信息和参与成本的一种有效方式。

“我们无法以债券持有人身份接触到目标公司的相应人员”

一些债券持有人表示，他们接触高管的机会有限，尤其是与股东相比，或是他们发现经常参加对话的人员不一定是讨论战略问题的最佳人选。例如，BlueBay Asset Management表示，当他们试图临时向公司提出ESG问题时，遇到职责不包含（或没有能力）谈论ESG问题的管理层代表的情况并不少见。举例来说，股东经常与首席执行官、首席财务官或董事长会面，会议议程可以从ESG等更具战略性的讨论事项，转换到财务细节上，但债务会议通常技术性较强，侧重于债务方面，而公司代表则很有可能是财务主管或首席财务官，不完全具备有效讨论大局事项的能力。因此，阐明将ESG问题纳入信用分析的投资理由、与其他投资者协作、了解公司如何运作（即谁做什么）以及对接到相应人员的沟通技巧，都是成功参与的重要决定因素。

“我们本质上是大型、准永久长期投资者——撤资不在考虑之列，这是我们重视尽责管理的原因所在。”

Rakhi Kumar，道富环球投资管理高级董事总经理、ESG投资与资产尽责管理负责人

“随着更多资金转向被动基金，参与活动的没落无可避免”

近年来，由于投资者寻求降低投资成本，被动管理越来越普及⁴⁹。一些人担心，随着被动基金中债券比例增加，以及参与相关的成本上升，发行人面临的投资者监督会相应减弱。此外，被动投资者开展参与的动机不强，因为参与后调整投资权重的灵活性不足。

很多人提出，被动投资者只能在有限的范围内选择（和避开）特定发行人，这实际上推动了积极参与的需求。贝莱德集团、先锋领航和道富环球投资管理等主要的被动投资者，在过去三年中都增加了公司治理资源⁵⁰。例如，鉴于对被投资公司开展参与的重要性日益凸显，道富环球投资管理于2013年修订了公司治理实践。修订内容包括扩充尽责管理团队，以及提高与公司对话的频率。2017年，道富还制定了专门的固定收益尽责管理方案。

49 FT. (2016)。欧洲投资文化阻碍ETF市场发展 (Investment culture in Europe stunts growth in ETF market)。

50 FT. (2017)。被动管理人坚称关注公司治理 (Passive houses insist they do care about governance)。

债券持有人有效参与的技巧

在本节中，我们将总结一些债券持有人有效参与的实用技巧。部分技巧来自于固定收益投资者的访谈和案例研究。其他一些涉及参与策略的最佳实践，参见PRI近期发布的[《股票积极所有权实践指南》](#)，该指南同样适用于其他资产类别，包括公司固定收益。

制定债券持有人参与策略

- ✓ 审查同行参与政策、白皮书和案例研究。
- ✓ 确定参与和机构总体投资理念的契合处。
- ✓ 制定并传达机构范围内的参与政策和策略。
- ✓ 将现有股权参与政策和策略扩展至公司债券。
- ✓ 利用通过股票所有权获得的影响力实施参与，并将结果反馈至固定收益研究。
- ✓ 结合股权和固定收益参与实践，同时不忽略与持有债券相关的权利。

确定参与优先顺序

- ✓ 利用内外部ESG研究以及目标公司及其行业相关情报，识别需要开展参与的具体问题。
- ✓ 根据可用资源、持有相关公司的债券百分比以及相关ESG问题的重大性，决定如何确定参与发行人的优先顺序。

与发行人展开对话

- ✓ 邀请固定收益工作人员加入可能已经开展的现有股权参与。
- ✓ 与发行人的董事会、执行委员会或投资者关系部门建立初步联系。利用现有的全部关系。
- ✓ 选择恰当的时机提出要求。在明确要求时，谨记公司在业务周期中的位置，以及公司当前关注的某些问题。
- ✓ 关注ESG与信用风险之间的联系，并选择合适的参与追踪指标。
- ✓ 阐述发行人受益的原因，比如投资者群体多样化，投资者将来参加发行的可能性更高，感知风险降低带来的资本成本降低，以及监管和声誉风险管理。

- 说明公司应如何通过提供公开ESG报告以及在ESG问题上积极与债券投资者交流合作，为投资者提供帮助。
- 鼓励根据更广泛的市场披露框架制定固定收益ESG披露标准。
- 将协作视为将参与效果和效率最大化的手段。

开展参与讨论

- ✓ 展现出对公司绩效和战略的全面了解，以明确公司和投资者如何专注于实现相似目标。
- ✓ 通过一系列可表明风险转变的危险信号/指标理解企业文化。这些指标包括：高员工流动率；与董事会成员和运营人员的讨论；员工调查结果；顾客满意度；罚款和处罚；以及激励/报酬。
- ✓ ESG分析师和投资组合管理人提供一致的综合信息，并加入与公司的会议。
- ✓ 在可能的情况下，保持要求与国际标准的一致性，让公司不必担心ESG专家提出的问题差异过大、过于细致。
- ✓ 利用并巩固现有关系，在方法上表现出持续性和一致性，同时倾听并接受管理层的意见，而不是简单地询问和监督。
- ✓ 敏锐觉察文化差异。只要有可能，使用当地语言交流可带来优势。
- ✓ 做好准备并提供反馈。在展开参与时设有明确议程，事先深入审查公司的财务和可持续性绩效数据，并与专家交流。就如何解决某个问题提出看法和专业意见，可为相关机构带来价值。
- ✓ 分享最佳实践。与领先公司对话，识别出可以参考的最佳实践，并与同行业落后公司分享。为公司提供同行的成功改变的案例，比让公司率先探索要容易得多。
- ✓ 表扬积极实践。积极参与有助于确保达到绩效，具有很高的成本效益。
- ✓ 收集当地专家、政府代表和其他利益相关方的反馈。

跟进参与

- ✓ 会后，共同批准关于会议讨论内容和承诺的保密会议摘要。就会议质量征求反馈，并据此改进后续参与。
- ✓ 采用明确的评估方法，指导与目标公司的对话，并根据设定目标衡量进展情况。
- ✓ 确保高效、有效地分享通过与所有相关投资团队成员对话获取的信息。
- ✓ 就披露/系统实施要求与公司约定有时限的目标。

衡量和监测债券持有人参与

- ✓ 为参与结果设定目标。
- ✓ 继续与公司沟通，以根据投资者的要求就其进展情况提供反馈。
- ✓ 向内部研究团队的主要利益相关方（包括客户）报告特定或一般参与的（ESG）成果。

结论

发行人ESG因素参与日益普遍。投资者开始将参与正式纳入负责任投资方法。PRI [《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列](#)介绍了债券持有人的一些具体案例。

尽管如此，有些投资者仍处于开发固定收益参与流程的早期阶段。这是可以理解的，因为固定收益投资者面临一些独特的挑战，例如与股权投资者不同的法律立场，以及因债券工具类型、期限和发行实体多样造成的债券市场固有的复杂性。

本报告基于债券市场重要性提升，以及固定收益投资者特定的法律和合同权利与义务，强调了固定收益投资者在开展发行人参与时的影响力，并就如何利用该影响力在整个债券发行动周期开展战略性参与分享了实践指导。最后，我们总结了克服债券持有人开展参与的常见障碍的实用方法，并介绍了一系列有效参与的技巧。《附录》包含延伸阅读建议，以及礼德律师事务所就债券持有人开展参与的范围和限制作出的评论，包括一对一参与以及与其他债券持有人的协作参与。

此外，PRI近期出版的 [《股票积极所有权实践指南》](#) 所概述的若干见解和建议，同样适用于其他资产类别，包括公司固定收益。

PRI将继续指导和支持固定收益投资者在投资中运用负责任投资实践。我们认为，他们有相当的潜力尚未挖掘：债券持有人和/或股权投资者之间的协作，为他们提供了克服关键障碍和加强公司参与工作的途径。固定收益投资者有机会在PRI主导的现有和未来协作中更好地阐明自身的观点。同时，他们也有机会将参与延伸至占全球债券市场40%的政府和政府相关发行人。此类参与将带来一系列不同的挑战和机遇。

最后，虽然有证据明确表明，积极所有权有助于降低ESG风险同时提高收益，但这需要更多的研究和更多从业人员开展工作，探索参与活动与积极的社会和环境影响之间的关系。这是PRI计划在今后积极开拓的一个领域，PRI已将该领域关联到我们 [支持投资者促进实现SDG](#)的议程。

附录

债券持有人开展参与的法律视角

固定收益投资者认为其不能对发行人实施参与，为消除这一顾虑，PRI与礼德律师事务所合作，从法律角度就债券持有人的参与和协作出具以下评论，重点介绍参与依据的合同和监管框架⁵¹。

发行前参与：合同权利和限制

债券发行前，潜在投资者从法律上讲不是债券持有人，因为债券尚未面世。但是，作为潜在债券持有人，投资者可以直接或间接与潜在债券发行人开展对话。

如果债券发行方式为私募，则投资者更有可能在发行前直接对潜在发行人开展参与。这种情况下，投资者可能有机会要求或请求纳入发行人的合同义务，比如在发行前或合同指定的发行之后的日期提供关于ESG实践或政策的进一步信息，或者改变其ESG实践或政策。这些要求能否落实属于谈判问题。如果落实，这些要求将成为发行人的合同义务，不遵守可能导致违约。如果该等违约在债券条款和条件中被指定为违约事件，则会引起合同规定的后果，通常包括达到一定比例的债券持有人可以要求提前偿还。此时，债券将立即到期，必须偿付。鉴于违约对发行人造成的后果的严重性，上述要求可能面临发行人的反对。如果就上述要求达成一致，则需要严格起草，最好能够客观衡量；否则，违约事件是否确实发生可能引起争议。

如果债券发行方式不是私募，则潜在投资者更有可能在发行前间接参与，比如通过交易商/承销商或其他中介或顾问机构进行参与。一些潜在投资者可能在交易和拟议文件已基本完成或正在推进的较晚阶段（如路演阶段），才有开展参与的机会。在这一阶段，潜在投资者能够就 ESG事项的重要性，ESG考量与其投资决策的相关性，以及ESG事项对其投资价格的影响发表意见。这最终可能影响发行相关说明书提及ESG风险因素的频率。此时，也可以借机要求纳入发行人的合同义务，比如在发行前或合同指定的发行之后的日期提供关于ESG实践或政策的进一步信息，或者改变其ESG实践或政策。同样，这些要求能否落实属于谈判问题，而且确实与潜在投资者的认购规模相关，可能不需要此类改变的其他投资者的利益也需要考虑。发行人还可能认为债券持有人特别要求的额外ESG义务可能会影响定价，但这也是一个可以通过谈判解决的问题，也受到其他市场因素的影响。

典型的美国债券发行与此类似。由于很多ESG问题不易于定量分析，大多数公司发行人不愿将只有付出高昂管理成本才能客观衡量和验证的指标纳入债券契约。但是，投资者可以要求发行人在其营销材料中突出披露ESG政策，从而产生有针对性的ESG影响。通过投资者要求的信息，公司债券融资能够鼓励公司提升披露标准和透明度，并促进统一、高质量的国际公司治理标准。此外，投资者还可以考虑游说监管机构（如美国证券交易委员会（SEC）），强制要求在公开申报文件中进行ESG披露。相比之下，社会影响力债券采用专门的结构让投资者为社会目标提供资金，通常通过中间机构实现目标，并由政府实体担保。

⁵¹ 除非有明确相反说明，否则本文中的信息、材料和意见均反映英国和/或欧盟法律下的立场。本文所含信息、材料和意见仅供一般参考之用，不构成法律或其他专业建议，不应被作为或视为与特定情况相关的具体建议的替代。对于因采信本文中包含的信息或材料而可能造成的任何损失，礼德律师事务所或任何其他事务所实体均不承担任何责任。如果您想进一步了解本文中包含的信息或材料，请联系礼德律师事务所合伙人James Fisher。

发行后参与：合同权利和限制

债券发行后，发行人对债券持有人的义务已经通过就发行达成的合同安排（如信托契据或契约、债券条款和条件以及其他交易文件）得以确立。该交易文件为发行人对债券持有人的义务提供了框架，包括与ESG事项相关的所有义务（如有）。在二级市场上购买债券的债券持有人将被视作根据债券条款和条件进行债券投资，且知悉发行人的承诺范围，包括与ESG事项相关的承诺（如有）。因此，这类投资者将如同债券初始认购者一般受到合同框架的约束。

如果发行方式为私募，债券持有人更有可能与发行人直接接触。如果发行方式不是私募，则可通过受托人间接接触，除其他事项外，受托人以信托形式持有发行人因其承诺可获得的利益，并以债券持有人为受益人。但是，债券持有人也有可能非私募交易中与发行人直接接触。

信息

债券的组成条款和条件、文据（信托契据或契约）通常规定，发行人有义务向受托人或直接向债券持有人提供财务和其他信息，具体视债券结构而定。债券持有人可以仔细审查提供的信息，如有需要，可提出一般性问题或就提供的信息提出问题。如果信息未提供，则债券持有人依合同有权要求债券持有人按照义务提供信息。如果发行人不提供信息，则面临违反信息承诺的风险，这可能构成债券违约。

除非债券文件要求提供进一步信息，否则从严格意义上讲，只要发行人遵守了信息承诺，就无需进一步提供任何信息。这一点受发行人在信息披露方面的监管义务限制（如已实施的《市场滥用条例》和《证券发行说明书指令》的相关规定，见下文）。

在一些公司债券发行中，发行人还可能承诺向受托人/债券持有人提供其向股东发出的所有通知、声明或通告。在这种情况下，债券持有人在信息请求方面，可以从股东开展的任何成功的ESG参与活动中获益。

ESG特定承诺

如果交易文件规定发行人有义务遵守某些政策或实践，则任何违反此类承诺的行为均可视为违约，并产生协议中规定的后果。

文件查看权

多数债券发行都会赋予债券持有人在发行人的注册办事处查看交易文件的权利。这些文件通常会在相关发行的披露材料（如发行说明书）中说明。债券持有人有权查看这些文件和信息，这可能构成ESG事项相关问询的基础，或至少能开启与发行人的初次对话。即便如此，如上文所述，发行人除须履行披露信息的监管义务之外，没有义务提供交易文件未规定的任何信息。

召开债券持有人会议

根据很多信托契据条款，债券持有人如果持有规定比例的相关类别债券，则有权召开会议。该比例通常（但并非总是）至少为相关类别债券未偿还本金总额的十分之一。如果债券持有人单独或共同持有必要的本金，则按交易文件可以要求召开债券持有人会议。很多情况下，此类债券持有人会议通常用于审议是否通过决议，以允许发行人采取某些行动（有关于此，请参见上文有关重组、征求同意和违约的内容）。但是，债券持有人可以寻求利用会议平台与其他债券持有人交流合作，讨论与发行人相关的事项，包括任何可能值得关注的ESG事项。与英国法律下的信托契据相比，美国债券契约通常不包含债券持有人召开会议的明示权利，但这并不表示债券持有人不能召开会议。

发行人征求同意

如上所述，债券持有人对发行人的成功参与在很大程度上取决于交易是公开还是非公开，以及参与是在发行前还是发行后进行。

然而，某些情况下，无论债券是否为私募，债券持有人在发行后还能获得（重回）“谈判桌”的机会。当发行人为修改现有债券条款而征求债券持有人同意时，就会出现这种情况。征求同意的原因很多，包括澄清歧义、对债券发行启动大规模重组等。

从合同角度来看，债券条款本身会规定征求和获得债券持有人同意的情况和方式，包括所需的批准门槛。特别是在美国，此类门槛一直是法律和司法关注的主题，重点在于保护少数债券持有人的权利。不过，该重点主要针对债券持有人的经济权利，以及任何拟议修订和重组可能对这些经济权利产生的影响。尽管如此，从参与的角度来看，征求同意为债券持有人提供了与发行人对话的机会，以及就ESG主题对话的机会。最后，如果某债券持有人或目标一致的某债券持有人团体持有足够比例的给定类别债券，则他们能在发行人征求同意时决定是否给予同意，除非债券持有人认为自身ESG关切得到倾听，否则可以不予同意（但需注意下文讨论的竞争/反托拉斯法考量）。

不过，我们也不宜言过其实。现实中，特别是在经济低迷的情况下，投资者和发行人的主要关注点可能是经济复苏和投资保值，就ESG问题开展参与可能并不是各方首要考虑的问题，尤其是在时间紧迫的情况下。此外，债券持有人对于重组如何投票往往还受到其他因素的影响，包括交叉持有发行人股权，持有债券认沽期权，甚至持有信用违约掉期头寸⁵²。

尽管如此，需要注意的是债券文件规定的债券持有人权利通常侧重于确保债务偿还的必要条件，对于担保债券发行，还侧重于确保在偿付违约和提前偿付的情况下，能够强制执行担保以收回债款。当发行人违约且债务偿还被提前时，债券持有人不能强制执行股权担保，因此无权更换董事会，董事会只对公司而不是债权人或债券持有人负责。因此，如果董事权衡利弊后，认为采取其他行动或不遵守债权人ESG要求最有可能促进公司成员的整体利益，则董事可以不考虑债权人对ESG事项的看法。

此外，如上所述，许多信托契据规定债券持有人有权召开会议，但他们须持有一定比例的相关类别债券，这意味着持有比例较小的债券持有人在没有他人支持的情况下不能召开债券持有人会议。同样，债券持有人持有比例越大，就越有可能在其他债券持有人和发行人的讨论中产生更大的影响。债券持有人也可以持有附带阻止权的股权（blocking stake），可以阻止发行人提出的修改债券文件的任何决议。

发行后参与：监管权利和限制

债券持有人还应考虑发行人受哪些法规的约束，以及这些法规如何影响其与发行人关于ESG问题的交流对话。

例如，在欧盟，发行人需要根据《欧盟证券发行说明书指令》（第2003/71/EC号指令（修订版））在公开文件中披露某些信息。首要的要求是，证券发行说明书必须包含投资者对发行人以及任何担保人的资产、负债、财务状况、损益和前景，以及证券所附权利作出知情评估所需的全部信息。在某些情况下，如出于行业原因，或出于公众对声誉管理或潜在诉讼的担忧，公司发行人采用的ESG方法可能具有相关性，因此可能需要在证券发行说明书中进行披露。这最终需由发行人自行决定。新的《欧盟证券发行说明书条例》（第2017/1129/EU号条例）将要求披露重大风险因素，其重大性基于其发生概率以及负面影响的预计程度。对于某些发行人而言，ESG问题可能成为重大风险因素。该风险因素披露要求将于2019年7月起实施。

同样，对于在受监管的市场或交易场所交易的发行人债券，任何影响债券价格的ESG问题可能都需要进行披露，比如依照《欧盟市场滥用条例》（MAR）（596/2014/EU）和/或《披露和透明度规则》（DTR）。

⁵² 参见“新债券重组”（The New Bond Workouts）：宾夕法尼亚大学法学院法律和经济研究所研究论文第17-9号，作者William W. Bratton和Adam J. Levitin。

广而言之，根据MAR，发行人须尽快向公众披露与发行人直接相关的任何内幕信息（第17（1）条）。“内幕信息”需符合以下条件：

- 具有精确性；
- 尚未公开；
- 直接或间接涉及一个或多个发行人或金融工具；
- 公开后可能会对上述金融工具的价格产生重大影响。（MAR第7（1）（a）条）

信息被视为具有“精确性”的前提是，该信息表明目前存在或可以合理预期将来会发生的一系列情况，或者已经发生或可以合理预期将来会发生的某一事件，且该信息的具体程度足以推断出该系列情况或事件对相关金融工具的价格可能产生的影响（第7（2）条）。

此外，信息视为“对金融工具的价格产生重大影响”的前提是，理性投资者可能使用该信息作为投资决策的依据（MAR第7（4）条）。

如果发行人断定其拥有内幕信息，则须确保尽快公开该内幕信息，公开方式应能使公众快速访问信息，并进行完整、正确和及时的评估（MAR第17（1）条）。

受金融服务、银行、保险和/或投资管理机构监管的发行人，须遵守监管规则（包括行为准则和市场惯例）所规定的若干公司治理要求，《欧盟金融工具市场指令》包含的某些条款旨在促进受监管发行人的董事会和高管的多样性。债券持有人可以在与受监管发行人的讨论中强调这些监管倡议的重要性，以此鼓励和支持这些监管倡议。

普遍情况下，发行人还受到反洗钱、反恐怖主义融资、反腐败、内幕交易和市场滥用条例的约束，这些应能让债券持有人相信投资者设有相关流程和控制措施，旨在防止其业务被用于助长金融犯罪、腐败和/或扰乱市场，所有这些都产生负面的经济和社会影响。

在寻求对发行人开展参与时，建议债券持有人考虑与发行人ESG方法相关的某些非公开披露信息是否构成内幕信息。如果该信息构成内幕信息，且债券持有人接收到任何非公开信息，则依照MAR他们可能面临被视为内幕人士的风险并被禁止交易，或依照MAR第14条可能面临内幕交易违法风险。这涉及到某人由于以下原因而拥有内幕消息的情况：

- 担任发行人的行政、管理或监督机构的成员；
- 持有发行人的资本；
- 利用工作、职业或职务之便获得信息；
- 参与犯罪活动；或
- 拥有内幕信息的人知道或应当知道其拥有的信息是内幕信息，并利用该信息为了自身或第三方的利益直接或间接购买或处置与该信息有关的金融工具（MAR第8（1）~（4）条）。

在美国，大多数完成ESG报告的公司都是出于自愿。2016年，美国证券交易委员会（SEC）开始审议其强制披露规则（《条例S-K》），着眼实现规则的现代化。若干主题涉及了可持续性和其他ESG问题相关的公司信息披露。有争议的是，SEC条例应在多大程度上要求公开交易公司开展ESG报告。表面看来很多美国上市公司都反对强制性ESG披露的提议，认为ESG事项是否具有“重大性”很难评估，强制性ESG披露超出SEC管辖权，还会产生额外的合规成本。与此相反，许多投资者向SEC表示，ESG事项既可量化又具有重大性，其披露将帮助投资者识别价值观与其一致的公司。他们进一步表示，披露让投资者能够评估公司对风险和收益的所有重大性来源的关注度，且可靠披露的益处大于成本。迄今为止，SEC尚未强制要求ESG披露，仍在考虑相关提议。

最后，在《雇员退休收入保障法》（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）下美国受托人责任及其与ESG因素的交界领域，PRI签署方可参考美国劳工部第2015-01号解释性公告⁵⁴，该公告试图“表明环境、社会和治理因素可能与投资的经济和社会价值存在直接关系，如果确实如此，则此类因素是受托人

53 参见由一项修订指令和一项条例组成的一揽子措施，统称为《金融工具市场指令II》。

54 相关讨论见PRI 2015年10月23日出版的“美国劳工部澄清ERISA受托人考虑ESG因素的能力”。

分析的适当组成部分。”公告还指出，“受托人可能不会为获得附带利益而接受较低的预期收益或承担更大的风险，但在多项投资其他条件相同的情况下，可能会将附带利益视为‘决胜因素’进行考虑。”美国政府的变动将如何影响这一情况，还有待观察。

发行后参与：协作

广而言之，竞争法之下债券持有人协作推动ESG实践的可接受性，既取决于相关债券持有人之间的合作程度和性质，也取决于不同竞争法制度在多大程度上将ESG效益视为有效的补偿因素。因此，建议债券持有人在选择协作对债券发行人实施参与时，考虑其协作是否会引起任何竞争法问题。

可以想象，债券持有人协作推动ESG标准，能够影响债券发行时和发行后（尤其是在上文所述的需要债券持有人给予同意方能进行重组的情况下）的债券定价或可接受性。在美国，大量已判决案件均考虑过债券持有人的协调行动是否限制竞争⁵⁵，多数情况下得出的结论都是否定的，至少债券持有人（即已经购买债券的人）之间的协作属于此列，而非可能影响债券发行前的适用价格或利率的潜在债券持有人。这背后的想法似乎是，一旦债券发行，债券持有人之间便不存在关于这些债券的竞争。由于竞争已经结束，则债券持有人后续合作自然不会限制竞争。

但是，如果需要债券持有人同意将其所持有的债券与适用修改后条款的债券进行交换，则情况可能不那么明确。在发行人不作ESG改进，债券持有人便不接受修改后条款的情况下，此时的债券持有人协作似乎意味着债券持有人在接受债券再发行或交换方面的竞争将受到限制。

在发行时开展协作显然与债券持有人竞购债券同时发生，潜在债券持有人约定不认购ESG标准较低的发行人的债券、降低该等发行人的评级或要求更有利的债券条款等行为，表面看来会对债券持有人之间的竞争构成限制。

在美国，同意抗辩（consent defence）已用于拍卖中的投标人协作。根据这一理念，如果发行人在知情的情况下同意债券持有人就其新发行债券的购买条款展开协作，则当该协作受到反竞争和损害发行人的任何指控时，该同意即构成抗辩理由。

然而，同意并非在所有司法管辖区都能成为抗辩，尤其是欧洲。此外，虽然某一发行人邀请特定潜在债券持有人群体共同谈判时，容易达成同意，但让规模较大的发行人群体达成一致同意，则比较困难。

话虽如此，补偿效益的理念意味着竞争限制协议不一定不合法，而且大多数司法管辖区都制定了一套标准，作为当事人证明反竞争协议正当性的依据。例如，依照欧盟竞争法，某一反竞争协议可以免受竞争法管辖，前提是（a）该协议有助于促进商品的生产或分销，或促进技术或经济进步，同时让消费者公平分享利益，并且（b）协议内的任何限制对于实现前述目标必不可少，且不会导致大部分相关产品的竞争被消除⁵⁶。

在美国，本身违法（per se）和合理原则（rule of reason）既适用于银行和其他金融机构，也同样适用于制造商和其他服务公司，这符合美国反托拉斯立法的总体目的（即促进竞争）。“本身违法”行为指必然会对消费者造成伤害，因此始终违法的行为（如价格设定），而根据“合理原则”，只有当某个行为的反竞争影响超过其利于竞争的效益时，法院或美国执法机构才能将该行为认定为违反美国反托拉斯法。

⁵⁵ 如需查看相关案例，参见Ali M. Stoeppelwerth，“团结一致：公司债券持有人协作的反托拉斯问题”（United We stand: Antitrust Aspects of Collaboration Among Corporate Bondholders）。《商业律师》（The Business Lawyer），第67卷，2012年2月。

⁵⁶ 参见《欧洲联盟运行条约》（TFEU）第101（3）条。

总之，如果以利益为由将限制竞争合理化，那么一般情况下，竞争限制越严厉，就需要展现出更大的利益。这是因为（在受美国启发的法律体系中）对竞争的损害需要用利益来平衡，或者（在受欧盟启发的法律体系中）不得对竞争施加超过为保障其声称的利益所必要限制。

关于受监管发行人的最后一点，在与受监管的发行人对接时，债券持有人还需考虑其“合作”是否构成“控制人制度（controller regime）”下的“一致行动”，因为如果是的话，

他们可能需要将投票权汇总，如果总投票权超过既定比例，则成为控制人。

广而言之，在欧盟，相关比例为10%、20%、30%和50%，具体取决于发行人所开展的活动。“一致行动”一词没有具体定义，但可能包括债券持有人同意就与发行人相关的战略问题（例如，是否在某些国家投资、提供某些产品等）共同一致投票的情况。拟议控制人需经受监管发行人的监管机构预先批准。

延伸阅读

PRI资源	摘要
PRI (2018)。 《固定收益投资者的ESG参与》案例研究系列 。	PRI案例研究系列展示全球固定收益投资者的参与实践。
PRI (2018)。 股票积极所有权实践指南 。	基于全球最佳实践的积极所有权全球框架。虽然该指南专注与股票持仓相关的实践，但其中有关政策制定、执行和披露的见解和建议同样适用于其他资产类别，包括公司固定收益。
PRI (2017)。 ESG、信用风险与评级 。	PRI系列报告的第一部分（共三部分），倡导在评估固定收益市场借款人的信誉时，加强对ESG问题的系统和透明考量。
PRI (2014)。 固定收益投资者指南 。	固定收益投资者实施负责任投资六项原则的指南。
PRI (2013)。 协作参与入门指南 。	就ESG问题协作参与上市公司的实践指南手册。

法律资源	摘要
Bratton, W.和Levitin, A. (2017)。 新债券重组 。宾夕法尼亚大学法学院法律和经济研究所研究论文第17-9号。	讨论美国最近颁布的债券持有人重组判例法。
《欧盟官方文报》第C 101号，2004年4月27日 。	《欧洲联盟运行条约》第101(3)条（原《欧洲共同体条约》第81(3)条）应用指引。
Stoepelwerth, A.M. (2012)。 团结一致：公司债券持有人协作的反托拉斯问题 。《商业律师》，第67卷。	回顾债券持有人协作行动是否反竞争的几个相关美国案例。
Bloom, M. (2015)。 把好事做好 。美国联邦贸易委员会。	讨论美国反托拉斯法与SEC根据《信托契约法》（TIA）制定的有关发行公司债券和债券持有人协作条例之间的潜在冲突。

学术出版物	摘要
Schwarcz, S.L. , (2017)。 债券融资系统风险下对公司治理的重新思考 。威廉玛丽法律评论, 第58卷, 第1345页 (2017) ; 杜克法学院公法与法律理论系列第2016-22号。	Schwarcz (2017) 重新思考了股东优先的公司治理模式, 认为债券持有人比股东更厌恶风险, 应该纳入具有系统重要性公司的治理。
Hoepner, A. G. F.和Nilsson, M. A , (2017)。 社会责任投资固定收益基金及其管理公司的专业知识 。	作者发现, ESG参与活动是固定收益投资的重大绩效分化因素。
*Dimson, E.、Karakas, O.和Li, X. , (2017)。 “参与”成功的因素：本地牵头、全球性支持 。《负责任投资季刊》。	该研究内容详尽, 提供了关于协作开展参与的影响力的第一份详细的全球证据。研究指出, 成功参与可以提高目标公司的盈利能力, 并识别出引导参与走向成功的关键特征。
Çelik, S., G. Demirtaş和M. Isaksson , (2015)。 公司债券、债券持有人和公司治理 , 经合组织公司治理工作文件, 第16号, 经合组织出版社, 巴黎。	作者认为, 与股东一样, 债券持有人可以通过退出和发言权在公司治理中发挥重要作用。基于2000年至2013年间108个司法管辖区内10万余次债券发行的发行层面数据, 作者提供了2000年以来所有公司债券发行的全面全球综述, 以及债券持有人参与治理的经验。
*Friede, G.、Busch, T.和Bassen, A. (2015)。 ESG和财务绩效：2000多项实证研究的证据汇总 , 《可持续金融与投资期刊》 (Journal of Sustainable Finance & Investment) , 5:4, 210-233, DOI : 10.1080/20430795.2015.1118917	该研究针对的是关于ESG标准与公司财务绩效 (CFP) 之间关系的2200项研究取得的发现。结果表明, ESG投资的商业理由具有充分的实证依据。大约90%的研究发现 ESG和CFP的关系并非负相关。更重要的是, 大多数研究报告了积极的发现。通过区别分析投资组合和非投资组合、区域和ESG投资新兴资产类别 (比如新兴市场、公司债券、绿色房地产) , 取得鼓舞人心的结果。
*Dimson, E.、Karakas, O.和Li, X. (2015)。 积极所有权 。《金融研究评论》, 28 (12) , 第3225-3268页。	该研究发现, 1999年至2009年间某投资管理人针对某些美国公司开展公司治理和气候变化相关参与之后, 这些公司的财务绩效显著优于市场平均。初次参与后, 一年超常收益率平均为1.8%, 参与成功后提升至4.4%, 参与不成功未引起市场反应。
Oikonomou, I.、Brooks, C.和Pavelin, S. (2014)。 企业社会绩效对公司债务成本和信用等级的影响 。《财务评论》 (The Financial Review) 49:1, 49-75。	该研究调查了企业社会绩效的各维度对公司债券定价以及特定债券发行信用质量评估的差异化影响。该实证分析基于大量纵向数据集, 分析表明总体而言, 良好的社会绩效会得到回报, 即债券利差降低, 而公司社会行为违法违规则会遭受不利, 即债券利差升高。研究特定债券发行的债券评级, 或特定债券被视为投机级资产的可能性时, 能得出类似的结论。

*引用来源前加星号表示该出版物涉及投资者参与的一般情况, 并非特别针对债券持有人参与。

行业指南	摘要
High Meadows Institute和KKS Advisors, (2017)。 《将ESG考量纳入参与实践》 。	该指南考查主流投资管理人加强将ESG因素整合到积极所有权和参与实践的策略。
*亚洲投资者气候变化联盟 (AIGCC)、全球环境信息中心 (CDP)、环境责任经济联盟 (Ceres) 和投资者气候变化联盟 (IGCC), (2017)。 《投资者气候指南针：石油和天然气——引导投资者参与》 。	该指南展示，机构投资者如何通过就气候变化风险开展持续的参与，对关键石油和天然气公司的行为和董事会层面决策产生主要影响。
可持续会计准则委员会 (SASB), (2016)。 《资产所有者和资产管理人参与指南》 。	SASB按行业指导资产所有者和资产管理人利用机构标准加强公司参与并为参与提供充分信息。
*卡斯商学院和Sustainalytics, (2016)。 《参与：打开价值创造的黑匣子》 。	卡斯商学院和Sustainalytics对机构投资者与被投资公司之间关于环境和社会问题的对话进行了研究。
贝莱德集团和环境责任经济联盟 (2015)。 《21世纪的参与：将ESG考量纳入公司互动的投资者策略》 。	贝莱德集团和环境责任经济联盟构建了参与策略框架，并介绍了一系列案例研究，包括用单独的一章讲述通过参与加强信用分析，并按行业就投资者应当向公司提出的问题提供建议。
*世界大型企业联合会 (The Conference Board) (2014)。 《投资者参与指引》 。	世界大型企业联合会提出了一系列指引，协助公司及其投资者评估关于公司治理、可持续性以及其他事项的参与成本和效益。

*引用来源前加星号表示该出版物涉及投资者参与的一般情况，并非特别针对债券持有人参与。

新闻报道	摘要
Dropkin, M. (2018)。 占得先机：为什么债券承诺很重要 。欧洲投资与养老金杂志 (Investment & Pensions Europe, IPE) 2018年，网址IPE.com	Dropkin强调了就不利债券承诺对发行人开展参与的作用。
Mann, Fiona (2017)。 专题文章：市场约束与英国银行债券持有人 。英格兰银行季报：2017年第一季度	英格兰银行审慎政策部门的 Fiona Mann阐述了利用银行债券持有人的市场约束促进金融稳定的理由。
Gowland, P., (2015)。 无论你是否喜欢，债券持有人参与已然发生！ Sodali	Gowland解释了为什么建立与固定收益投资者的顺畅沟通渠道越来越重要，并介绍了与此类投资者沟通所面临的挑战。
Cusworth, E. (2015)。 债券持有人开展参与：没有付出，就没有回报 。欧洲投资与养老金杂志2015年，网址IPE.com	在债券发行量激增但需求仍然远超供给的情况下，债券结构越来越倾向发行方，对债券持有人的保护减少。以投资者参与相对较少的某市场为对象，Cusworth考查了投资者的风险敞口是否有所增加，以及他们能够采取哪些措施加强自我保护。
Gull, M., (2010)。 公司债券持有人开展参与——只会说“公司债券持有人不投票”无异于回避问题 。《金融时报》 (Financial Times)。	Gull解释在负责任投资和养老基金加大固定收益资金配置的情况下，债券持有人需要更积极地开展尽责管理。

编制人员

作者：

Anna Georgieva和Archie Beeching

供稿人：

Reed Smith LLP

编辑：

Ruth Wallis和Mark Nicholls

设计：

Alessandro Boaretto

本项目的工作流程战略和规划由[PRI债券持有人参与工作组](#)和[PRI固定收益咨询委员会](#)成员支持。

负责任投资原则 (PRI)

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的宗旨是了解环境、社会和公司治理 (ESG) 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。PRI为签署方以及签署方经营所在的金融市场和经济体谋求长远利益，最终惠及整个环境和社会。

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。六项原则由投资者制定、为投资者所用。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



PRI 是与**联合国环境署金融倡议**和**联合国全球契约**协作的投资者倡议。

联合国环境署金融倡议 (UNEP FI)

UNEP FI是联合国环境署 (UNEP) 和全球金融部门之间的一项特殊的合作计划。UNEP FI与200多家金融机构密切合作，这些机构都是UNEP FI可持续发展声明的签署机构，此外，UNEP FI还与一系列的伙伴展开合作，致力于发展和促进可持续发展与财务业绩之间的联系。通过对等网络、研究和培训，UNEP FI在各级金融机构的运营过程中识别、促进和实施最好的环境和可持续发展实践。

如需了解更多信息，请访问：www.unepfi.org



联合国全球契约

联合国全球契约号召世界各地的企业在运营和战略中履行人权、劳工标准、环境和反腐败领域的十项公认原则，并采取行动支持联合国可持续发展目标的实现和问题的解决。联合国全球契约旨在为负责任的企业实践的开发、实施和披露提供领导力平台。联合国全球契约于2000年启动，是全球最大规模的企业可持续发展倡议。迄今为止，来自160多个国家的8800多家企业和4000家非企业机构已加入该契约，此外还包括80多个全球契约地方网络。

如需了解更多信息，请访问：www.unglobalcompact.org

