

机构投资者信托责任的介绍

Keith L. Johnson
机构投资者服务集团主席
Reinhart Boerner Van Deuren s. c.

二月 2014

© 2014 年国际可持续发展研究院
由国际可持续发展研究院出版

国际可持续发展研究院

国际可持续发展研究院 (IISD) 通过就国际贸易和投资、经济政策、气候变化和能源、自然和社会资本的管理, 以及通讯技术在这些领域的促进作用提出政策建议, 推动可持续发展。我们报告国际磋商情况以及散播合作项目带来的知识, 进而促成更为严格的研究, 发展中国家的能力建设, 跨南北方国家的更好合作网络, 全球研究人员、实践者、公民和政策制定者之间更紧密的联系。

IISD 的愿景是所有人都能以可持续的方式生活地更好; 其使命是引领使社会能以可持续方式存续的创新。IISD 是一家在加拿大注册的慈善机构, 并在美国拥有 501(c)(3) 身份。IISD 所获的核心运营支持来自加拿大政府 (通过国际发展研究中心提供)、丹麦外交部和曼尼托巴省。研究会还得到加拿大内外各类政府、联合国机构、基金会和私营部门的项目资助。

总部

161 Portage Avenue East, 6th Floor, Winnipeg, Manitoba, Canada R3B 0Y4
电话: +1 (204) 958-7700 | 传真: +1 (204) 958-7710 | 网站: www.iisd.org

机构投资者信托责任的介绍

二月 2014

Keith L. Johnson, 机构投资者服务集团主席 Reinhart Boerner Van Deuren s. c.

Keith L. Johnson是Reinhart律师行机构投资者服务部门主席, 这是一家位于美国中西部的律师事务所。Johnson先生代表全球的养老基金和机构投资者开展信托责任、投资、公司治理和证券诉讼事宜服务。他目前联合主持“可持续金融市场网络”——一家国际智库的信托责任工作组, 是“国际公司治理网络”股东责任委员会的成员。Johnson先生还是威斯康星州律师协会、得克萨斯州律师协会及美国投资顾问学院的成员。

在加入Reinhart之前, Johnson先生在威斯康星州投资委员会 (SWIB) 担任了21年的法律顾问。他曾担任国家公共养老金律师协会 (NAPPA) 的执行董事会成员, 并担任了该机构的总裁, 他还联合主持NAPPA证券诉讼专责组、非主流投资工作组以及投资和公司治理组。

目录

介绍	1
1.0 信托责任的历史渊源及国际性	2
2.0 信托责任保护弱势受益人	3
3.0 受托人治理	5
4.0 信托责任的不断演进	7
5.0 环境和气候风险是新出现的信托问题因素	8
6.0 信托实践模型	11
南非.....	11
美国	12
荷兰.....	13
挪威.....	13
7.0 信托实践模型	15
8.0 下一步	17
参考文献	18
尾注	21

介绍

信托关系意旨对代理人授权，代理人在授权下为第三方受益人管理投资资产。然而受益人却很少同时具有信息和专长来衡量代理人在一定时期内管理服务的统一性和有效性，即使这样，受益人仍不得不依赖于代理人管理。信托责任的法律原则是保护受益人和社会避免被受托人欺骗。对信托原则的诠释受各地区的文化和法律结构影响。对管理资产的重视和对受益人利益服务的忠诚是信托原则的关键^[1]。

为应对不断变化的环境和知识，实施这些信托原则的实践通常会随着时间的推移而演变。

鉴于过去40年全球经济发生的变化，包括对更多的资产被寄予信托代理人负责，人口不断增长和经济日益繁荣带来的资源压力以及污染和气候变化带来的直线上升的成本，金融危机验证了流行投资理论基础假设证明的不准确性，这将信托标准再次置于变动之中。由于环境和气候风险问题是跨国界的全球性事宜，具有金融影响并涉及到信托责任的国际公平问题，因此环境和气候风险问题已经成为目前国际信托责任思想演变的一个焦点。

本文探讨了引导保护受益人和社会避免受到信托代理滥用投资权利侵害的法律原则的重要性。本文认为，那些能够最有效地过渡到现代可持续的信托投资行为的国家，将能更有效地分配资金，降低投资行为的负面影响，并在二十一世纪享有竞争优势。鉴于中国养老基金、国家社会保障基金和其他基于第三方受益人利益而由信托代理人管理的资产的经济重要性增加，这也许是一个合适的契机来建立适宜中国文化的信托原则。南非、荷兰、挪威和美国的养老基金为中国在支持可持续发展信托标准和投资实践的过渡上，提供了参考模式。

“忽略气候变化和可持续性对投资组合的风险，可以并将被视为受托责任渎职。”

——Kevin Parker

德意志资产管理公司前全球总裁

1.0 信托责任的历史渊源及国际性

投资信托关系复杂性的增长，是二十世纪以来一个相对较新的现象，但信托责任的基本概念却是具有较长历史的。事实上，英文单词的“信托”，是源自拉丁词“FIDUCIA”，它含有“信任”和“信心”的双重意思^[2]。

今天的信托责任在中国具有的历史根源，可以追溯至孔子（他提出一个人当代理他人行事时应该自省是否总是忠于他人的利益）和大清法典（对代理人在没有经过允许情况下好用受托人财产时应受到惩罚）^[3]。在中国之外，历史根源可以追溯到巴比伦汉谟拉比法典（约公元前1790年）中的关于产权代理人的信托概念，中世纪的英国信托法，第五世纪的伊斯兰家庭和慈善机构方面的法律和第四世纪罗马对规避遗产方面法律限制的尝试^[4]。那些早期的信托安排通常是指将资产的所有权转移给第三方代理，第三方会按照授予者的具体意愿来管理资产，比如照顾其家庭成员、进行慈善活动、或为了规避对财产转让的法律限制而代替它人持有^[5]。

今天的投资信托关系还包含对代理人全权负责管理特定资产的授权，以便为一个或多个受益人或者资产特殊用途提供未来收益。这样的关系，是基于对代理人较高等度的信任和信心。信托责任为代理人执行所委派的责任提供指导原则，以确保受托人忠实地履行义务^[6]。然而，对信托责任并没有统一的定义。信托责任的概念涉及不同的情况，法律制度和文化界限，使其不可能具有单一的全球性定义^[7]。

“在澳大利亚的法律背景中，在风险管理或投资战略中对气候变化风险考虑的失败可能会造成对信托责任的违背。”

——贝克·麦坚时国际律师事务所

2.0 信托责任保护弱势受益人

尽管地域差异使每个司法管辖区内的信托责任产生了细微差别，排除司法和文化差异，投资信托关系还是具有一些常见动态。这些问题必须解决，无论是以刻意或自然演变的某种方式。我们所面临的主要挑战是投资信托关系通常将受益人和社会置于弱势而完全被受托人利用^[8]。例如：

- 受托人被授权为它人利益管理资产，本身就创造了一个内在的利益冲突；
- 受托人通常拥有受益者不具备的专业知识，使得受益人很难评估其服务质量；
- 对信托或投资审慎原则的违背可能不会立即显现，这妨碍了对受托人的有效监督；
- 不同于流通证券公司的投资者，受益者往往不具备解除信托关系或及时从基金中撤出资产以避免损失的实际能力；
- 工人可能很大程度上依靠养老基金和其他信托储蓄工具，为了他们未来的安全，对个人和更广泛经济都创造了一定风险；
- 在许多国家，机构投资受托人控制的资产量增长已经发展成为一个具有社会影响的强大经济力量；
- 受托人可能通过成本外部化、风险转移给社会的方式产生近期效益，使个人所得在短期内大于损失，尤其是当损害不会立即显现的时候。

这些脆弱性使信托关系需建立在信任和信心基础上。信托责任是为了提供保护受益人和社会避免被受托人欺骗所需要的标准规范。信托责任需在区域的文化、法律制度、授权法规、规章、行为准则和法院判决范围内形成。

尽管信托标准可能会在不同司法管辖区之间应用有所不同，它们仍具有一致的主题。表1提供了一个在全球范围内指导公司治理和机构投资信托实践的信托原则列表^[9]。信托责任注重过程和行为，而不是投资结果。尽管在措辞上不同，信托原则在大多数司法管辖区内都要求：

- 忠诚，包括忠实于受益人的利益和基金目的，公正地权衡受益者不同的利益；
- 在管理投资、多样化和风险时的审慎和关心态度；
- 控制成本和管理利益冲突；
- 透明度和问责制；

文本框1: 信托责任原则例子

- 遵守执行文件和适用的法律条款。

信托责任重申 (审慎责任)

- (1) 按照信托目标、条款、分配要求和其他条件, 信托人对受益人具有作为审慎人进行基金投资和管理的责任。
 - a. 这一标准要求受托人合理的关注、技巧和警惕性。该标准不应该被单独地用于投资中, 而应与信托投资组合相结合, 作为投资战略的一部分。投资战略应理性地考虑适合信托基金的风险和回报目标。
 - b. 在制定和实施投资决定时, 信托人具有在适当条件下审慎地分散投资风险的责任。
 - c. 另外, 信托人还必须:
 - i. 遵守基本的忠诚和公正的信托原则
 - ii. 在投资授权代理选择和监管中谨慎作为
 - iii. 成本发生应控制在合理数量范围内并在信托人投资责任适当的情况下。

信托责任重申 (忠诚责任)

- (1) 除非在信托条款中特别申明外, 信托人具有忠于受益人, 或者忠于信托慈善目标并只为之服务的责任。
- (2) 除非在具体情况下, 信托人被严格禁止参与涉及到自身经济行为的交易中, 否则将会可能造成个人利益与信托人受托责任利益之间的冲突。
- (3) 不论是在受托人关系中还是私人情况下, 信托人具有对受益人确保交易公平的责任; 并有义务告知受益人所有信托人知道和应该知道的与投资相关的任何财务情况。

信托责任重申 (公平责任)

- (1) 信托人具有公平处理信托基金不同受益人利益的责任, 它要求:
 - a. 在投资、保护和分配信托资产, 以及履行其他行政职能时, 信托人必须在信托条款下公平地权衡不同受益人的利益; 并且
 - b. 在咨询以及与受益人沟通的时候, 信托人必须遵照一种能够完全反映他们关注点和实益权益多样性的方式来执行。

员工退休收入保障法 (关心标准; 目标唯一性)

- (1) 受托人应该只对受益人和参与者利益尽责, 并且
 - a. 只针对以下目标:
 - i. 为受益人和参与者创造利益; 以及
 - ii. 对实施投资计划支付合理行政费用;
 - b. 在这种情况下, 当与通行实践具有相似的企业目标、性质和行为准则时, 受托人应使用比其他审慎人更佳的技能, 更多的勤奋, 谨慎和关心来处理问题;
 - c. 除非在明确的审慎情况下非必要, 受托人需实施多元化投资计划来实现风险和损失最小化; 并且
 - d. 只在公司治理文件和方式与本法案统一一致的情况下, 遵守和采用其治理文件和方式。

民主法信托标准

德国

养老基金资本必须在确保其最高安全性、盈利性、充分流通性和风险扩散性的方式下投资。养老基金必须书面通知受益人关于基金是如何在投资政策中融合道德、社会和生态因素的。[投资]需被专业化管理, 其管理系统需充分控制风险, 并实施有效的内部投资原则、有力的投资政策并享受其他机构保障措施。

日本

基金行政人员必须遵守基金确立的投资原则, 以及健康、劳动和福利部门的法律、法规和决定。行政人员必须为基金利益在行政和管理上忠诚地尽责。基金运行必须根据相关的政府命令, 以审慎和有效的方式开展。

3.0 受托人治理

这些指导原则下，不同的司法管辖区之间的体制结构和受托人功能存在不同。例如，普通法司法管辖区往往以信托基金机构形式，并对法官提供更广泛的自由裁量权来管理信托关系；而大陆法系国家更倾向于与金融机构或管理公司订立合同，并更专注于实施更具体的规范守则，而不仅仅是某些原则^[10]。

不过，对于这种传统的区分，也有越来越多的例外。在美国，保险公司可以根据合同，出售年金保险和其他养老产品，并不用履行信托法规定的信托责任。甚至在英国，受聘于退休金董事会的投资经理，除非合同指出，也被视为是立约人而非受托人^[11]。相反，计算表明，超过40个民主法司法管辖区（包括中国）某种意义上，已明确采纳普通法信托法规和相关的信托责任^[12]。

图1说明了信托责任是如何从普通法系进入民主法系的。二者的结构和运行系统可以非常相似，同样也可以是相当复杂的。正如上面提到的，不同的实体，甚至在同一个司法管辖区也有可能受治于不同的监管和法律制度。例如，保险公司和共同基金可能会被视为立约人，而养老基金和主权财富基金则被视为受托人。无论类别（民主法、普通法；合同或信托），一些现有的治理原则和投资行为实践都可以用来保护信托行为不当或不负责任中的受益人和社会利益^[13]。

事实上，对投资信托管理和机构实施实践的注重是履行信托责任的一个重要方面。信托责任和信托管理的是同一枚硬币的两面。信托责任如果没有被正确地理解和实施，则无济于事^[14]。透明度和执行在一个有效的信托结构中尤为重要。

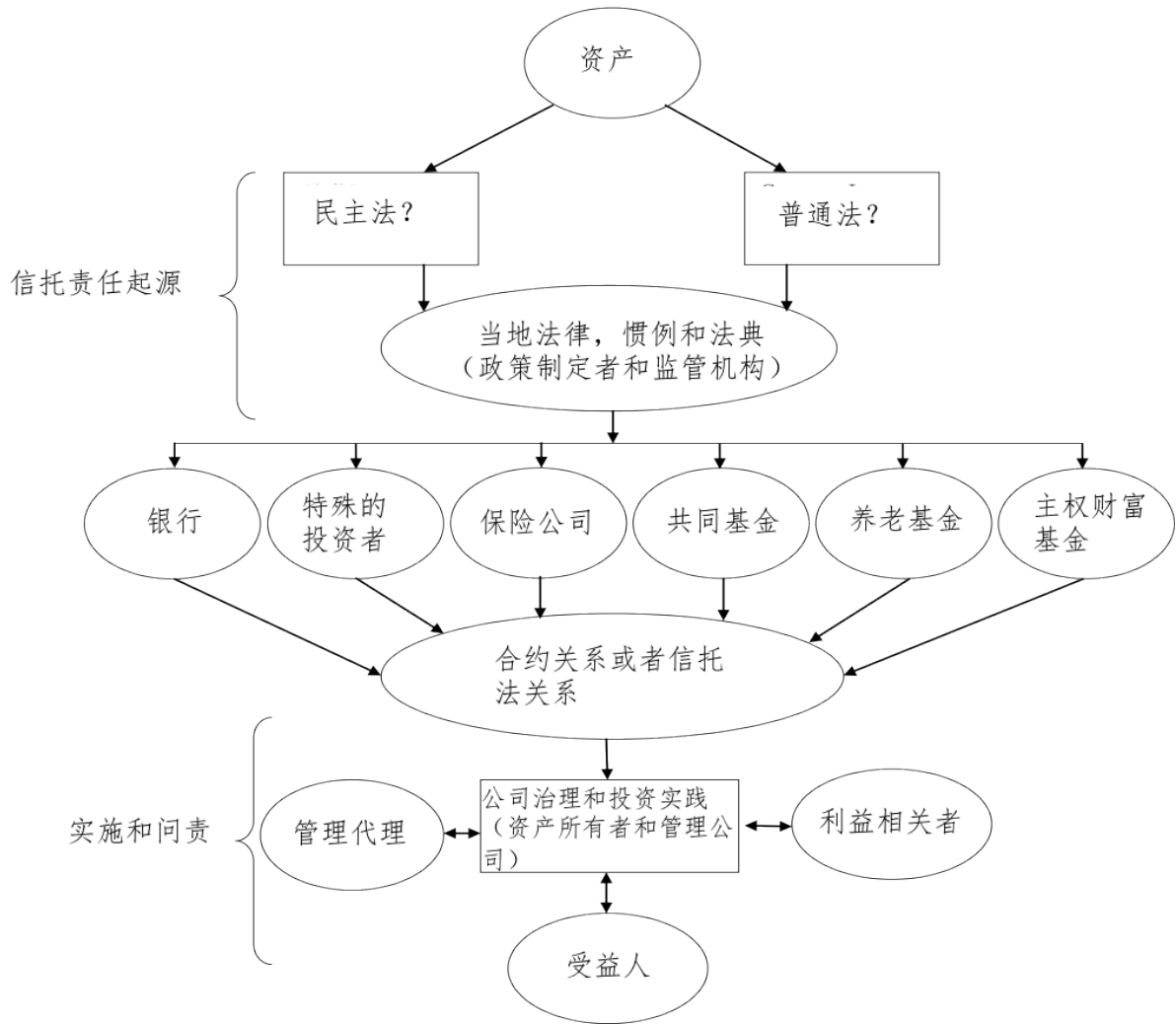


图1：信托责任及治理流程图

“环境会发生变化。一个以往被认为是审慎的投资，在当代背景下却可能被认为是不够审慎的。”
 ——Estate Richards Nichol, 南非

4.0 信托责任的不断演进

信托关系具有历史性，但对信托责任的理解和执行是不断变化的。受托人规范定期受社会、经济和知识的影响而演变。

早在18世纪初南海泡沫崩溃之后，英国法院要求受托人的投资仅限于政府债券和证券化的抵押贷款。随着情况的变化，美国法院放宽了投资限制，并扩大允许了其在会被审慎人购买并自行管理的资产投资。1869年，情况再次发生了改变，美国的法院和立法机关排除了对公司股票投资，并恢复到一个较为保守的法律界定投资名单。在20世纪70年代和80年代，普通司法管辖区采用了现代投资组合理论（MPT）作为投资信托公司的管理理念，在投资组合（而非每个单项投资）基础上确定投资风险。二十世纪末期，对类似的审慎的专业投资信托公司实践的参考和MPT的使用已被确立作为受托人操作标准^[15]。

然而，市场及风险环境的变化，又引起了许多司法管辖区对信托责任理解的改变。一些因素正在推动这种信托责任的循环演变^[16]。其中有：

- 全球机构受托人管理资产的增长和其对经济的影响的增加；
- 一系列日益严重的经济危机；
- 已被证明的MPT基本假设的不可靠性；
- 气候变化的出现，威胁到经济稳定；
- 环境污染成为经济生产阻力；
- 全球人口的增加，经济快速发展可能导致的即将到来的自然资源短缺。

5.0 环境和气候风险是新出现的信托问题因素

联合国负责任投资原则和联合国环境规划署金融倡议在2010年警告到“气候变化、水资源短缺、空气污染、生物多样性丧失和生态系统退化等趋势将继续威胁我们有限的自然资本存量以及经济发展能够提供可持续增长和繁荣的能力”^[17]。表1总结了全球经济增长的环境成本。这些日益严重的环境成本对投资组合和经济增长带来了金融风险。例如，据估计，到21世纪中期，单单与健康有关的空气污染成本会占中国的国内生产总值的6%^[18]。另外，据估计每年中国的环境退化成本已接近GDP的10%^[19]。

表1：全球经济在2008年的年度环境成本和对2050年的预测

环境影响	外部成本 2008年 (十亿美元)	2008年外部成本占全球 GDP比例	预计2050年 外部成本 (十亿美元)	预计2050年外部成本占 全球GDP比例
温室气体 (GHG) 排放	4,530	7.54%	20,809	12.93%
水资源汲取	1,226	2.04%	4,702	2.92%
污染 (硫氧化物, 氮氧化物, PM, 挥发性有机化合物, 汞)	546	0.91%	1,926	1.20%
一般废弃物	197	0.33%	635	0.39%
自然资源				
鱼	54	0.09%	287	0.18%
木材	42	0.07%	256	0.18%
其他生态系统服务, 污染物和废物	数据不可用 (N/A)	N/A	N/A	N/A
合计	6,595	10.97%	28,615	17.78%

来源：联合国负责任投资原则协会和联合国环境规划署金融倡议，通用所有权：为什么环境外部性对机构投资者重要（2010年10月）。

一项最基本的信托原则是对不同的受益群体，包括不同世代之间的公正^[20]。鉴于潜在的年轻一代和年长一代之间的财富、环境整治成本和气候风险转移，受托人不能成功地采用可持续投资方式等因素，投资方式的发展对信托责任具有影响，并对受托人是否能够有效地分配资金以及管理经济增长和投资组合回报风险的能力提出了要求。

文本框2：UNPRI（2010）对外部成本的描述

外部成本会影响股东价值，因为它们造成了一个更加不明朗的多变的经济环境和较大的系统性风险。对高污染活动的资本低效配置，随着时间的推移，可能会导致资产价值下降。对于一个多元化的投资者，环境成本是不可避免的，因为他们会与保险费，税收，虚增补进价格，以及与灾害相关的物理成本结合。这些成本也可能减少未来的现金流和股息。一个公司的外部成本可能损害其他投资组合公司的盈利能力，消极地影响其他投资和整体市场回报。最终，公司外部成本可能会显著影响其资本市场价值或其增长潜力，以及多元化投资组合的价值。

资料来源：联合国负责任投资原则协会和联合国环境规划署金融倡议，可持续发展的创新融资（2010年10月）

文本框3：可持续资产管理的特点

- 致力于为客户和利益相关者创造长期价值。
- 强大并与利益统一的以客户为中心的精神。
- 与客户的合作伙伴关系。
- 致力于投资和服务卓越的文化。
- 投资决策基于现实理念和适当的时间范围。
- 重点产品范围。
- 规避资产密集。
- 创新能力保持可持续增长。
- 交易费用对客户公平并与价值主张一致。
- 透明度。

来源：Towers Watson，我们需要一个更大的船：投资中的可持续性（2012年8月）

作为信托治理和投资行为演变的一部分，已经显示目前应用的审慎义务对受托人提供了一张复制其他同类投资者做法的免费通行证。这种现象已经把审慎标准转变成了“旅鼠标准”，它抑制了受托人使用改善措施来应对不断变化的环境和知识的进步^[21]。我们迫切需要重视提升信托管理实践，以减少市场波动和由投资者的羊群行为造成的经济风险。

文本框4：良好治理的基金特征

- 使命清晰。
- 高时效性。
- 投资委员会的领导力。
- 强烈信念。
- 风险预算框架。
- 积极地对经理人员进行投资目标合适性测试，测试经理人是否适合完成投资目标。
- 使用非常具有能力的投资高管团队。
- 高层竞争力。
- 积极薪酬。
- 实时决策。
- 利用竞争优势。
- 学习型组织。

来源：Cark和Urwin，养老金治理最佳实践，牛津环境中心（2007）

其他市场的投资信托公司已经认识到提高可持续投资需要对金融系统更广泛的关注。被投资公司的治理改善，更好的投资者培训课程、公司报告，增加对环境和其他可持续性因素的沟通等是很重要的。世界经济论坛在表2中识别了以下障碍，表3中明确了加快过渡到支持可持续发展的投资实践的领域。

表2：可持续投资的主要障碍

	投资者	公司	投资企业的互动	系统
最重要	传统的估值模型的限制	核心业务战略的可持续性考虑不充分，更注重ESG活动创造的环境价值和社会价值，而忽视了股东价值创造	缺乏明确ESG因素对财务影响的时间框架	过分注重短期业绩和近期问题
重要	缺乏ESG专业知识和人员 对可持续投资缺乏意识和/或持质疑态度	缺乏设置ESG目标的正式方法和高层负责制度	对ESG因素影响和企业财务绩效之间的沟通理解不足	市场失灵，如外部成本未定价等
中等程度重要	“标杆”导致的羊群行为	企业自身的资本分配决策对ESG标准融合不完善	缺乏积极的参与和所有权意识 主流投资者和公司高管之间关于ESG问题的讨论	对有效市场假说和现代投资组合理论的过度自信
低等到中等程度重要	可持续投资和道德投资之间缺乏统一定义而引起的疑惑 对于信托责任的模糊定义 基金治理和透明度差	收集相关ESG信息的困难 可持续发展经理和投资者关系经理的不相关性	ESG信息往往不是用户友好型信息	

来源：世界经济论坛，加快过渡到可持续投资（2011）

表3：行动领域

A. 提高信息分享	B. 加强竞争力	C. 修改奖励	D. 加强治理
确保公司和投资者之间的具财务影响的ESG信息广泛共享，并且在统一的方式下交流ESG信息和财务信息	确保投资者和公司高管具有从创造经济价值的角度评估ESG因素的技能。	更多地连接投资价值链中的激励与长期风险调整财务表现。 注意：这并不意味着，所有金融系统的激励都需要长期化。我们也承认有对短期投资和/或持有的需求。	加强企业业主之间的治理关系——也就是股东和管理团队。 这种关系是双向的，并基于为股东创造长期价值的共同利益。

来源：世界经济论坛，加快过渡到可持续投资（2011）

“可持续性发展包括管理公司业务对社会，更广泛经济和公司所在的自然环境的影响。”

——南非负责任投资守则

6.0 信托实践模型

认识到目标适宜性的信托责任很重要，治理和投资实践并不会自动从一个市场转移到另一个。有一些例子说明了信托责任的不断发展走向了更加平衡和可持续的方式。此外，在市场上广泛实施遵循信托标准的可持续投资实践来鼓励可持续发展，除建立正确的法律标准外，还需要更多工作来推动。对可持续发展的过渡，往往还包括信托文化，治理和实践的改变。

某些司法管辖区在可持续投资进化道路上比其他地区落后一点。有些取得了一些混合的进步，一些冲突性小的机构可以比那些拥有不适当激励政策，对可持续发展不适合的文化，或治理不善的机构接受得更快一些。此外，还有些市场的信托标准对可持续投资只提供了一些可以争议的支持。机构投资者的受托人只是把可持续发展实践重新架构，使之与原有的信托责任模式符合。

能过渡到可持续发展的司法管辖区应该好好规划，从而享受二十一世纪的长期竞争优势。下面是一些投资者在某些可持续发展较好的司法管辖区的例子。

南非

南非可以用来说明一个发展中国家如何可以通过投资企业行动来过渡到发展可持续投资信托标准和如何树立一个开明的信托文化并提供相应监管变革的推动力。在南非，养老基金是重要的经济主体，其总资产超过国民生产总值的50%。其政府雇员养老基金（GEPF）亦是在非洲最大的养老基金。GEPF在世界上最大的养老基金中排名第二^[22]。

2009年，King委员会（以南非前最高法院大法官Mervyn King为首）将可持续发展报告在KingIII中纳入公司综合报告条款中的“适用或解释”企业管治守则的部分中^[23]。随后在2011年，在约翰内斯堡证券交易所、GEPF、董事会和当地的机构投资者群体的支持下，开发了一个与之类似的自愿的南非负责任投资（CRISA）守则。该守则在2012年开始生效^[24]。

CRISA载明下列自愿原则，这适用于资产业主、保险公司、投资经理和顾问：

- “机构投资者应考虑可持续发展因素，包括环境、社会和治理，将其融合到投资分析和投资活动中，并作为最终受益人谋求最优风险调整后回报的一部分。
- 机构投资者应在其投资安排和投资活动中证明对所有权责任的接受和认可。
- 在适当的情况下，机构投资者应该考虑合作的方式来促进CRISA以及其他适用于机构投资者守则和标准的采取和实施。
- 机构投资者应该认识到潜在的利益冲突的情况和关系，并应在其发生时积极管理。
- 机构投资者应使政策如何实施，CRISA如何被应用透明，使利益相关者能作出知情的评估。”

CRISA创建后不到半年，财政部修订了养老基金法第28条对于明确界定养老基金打算如何将ESG标准整合到投资过程中的规定^[25]。修订包括以下申明

“谨慎投资应该给予任何可能会严重影响基金资产的可持续长期表现的因素适当的考虑，包括环境、社会和治理因素。”

一个产业协会（退休金和社会的可持续回报协会），随后被创建来“整合环境、社会和公司治理（ESG）因素到主流退休产业投资实践中。”时间会告诉我们这些机构投资者的受托人的投资实践变化在南非的有效性^[26]。

美国

机构投资者拥有美国最大的50家公司的65%的股权。养老基金是最大的机构投资者受托人，占机构资产总额的近40%^[27]。私人养老基金（应用于不受雇于政府的工人）受治于“雇员退休收入保障法”（ERISA）信托标准，上面的表1已载。这些基金也受联邦劳工部监管，联邦劳工部发布对ERISA的诠释。政府工作人员资金采用独立的信托标准，其标准与ERISA极为类似。

ERISA没有明确提出可持续投资实践。然而，美国联邦监管机构已颁布解释性指引，说明ERISA受托人“远不应该服从于与计划经济利益无关的目标，并不应该在任何不符合其计划经济利益的因素基础上选择投资”。尽管非财务因素也许还没有对风险或回报产生不利影响，但也应当考虑^[28]。这一解释性公告虽然有时被引用为对环境、社会和治理因素考量的妨碍条件，但是公告并没有阻止对环境、社会和治理进行评估的综合投资方法的采用，使环境、社会和治理作为财务和风险分析的一部分来帮助选择最佳的投资组合，以满足长期的投资目标^[29]。

美国前三大养老金投资者为政府工作人员的公共基金，加州公共雇员退休系统（CalPERS）和加州教师退休系统（CalSTRS）。他们提供了养老基金自愿地使其投资实践现代化从而应对21世纪信托挑战的行动范例。虽然他们的信托标准都遵循ERISA，加州公共雇员退休基金和加州教师退休系统都把可持续投资实践作为其受托人责任的一部分。CalPERS对可持续的投资方式的财政基础解释如下：

“我们的首要投资任务是扩大我们的投资回报，通过确保履行我们对受益者的承诺的方式 - 不只是今天 - 而是当今天的毕业生在40多年后退休时。这就是为什么可持续发展与我们的基金相关……从长远来看，我们认识到对食品和全球资源的需求上升，再加上气候变化因素，将对风险调整回报有潜在影响……公司需要实物资本如设备、电力、水利、交通运输和建筑等。这使我们对环境产生兴趣，这就是我们对‘ESG的问题’的考虑 - 他们代表了企业创造价值所需的三种资本形式，了解其相互作用将有利于我们的投资决策。长期价值的创造是可持续发展的核心。”^[30]

此外，加州公共雇员退休基金最近颁布了一系列投资理念来指导投资者对信托义务的履行战略，其中一个关键的投资理念指出：

“作为一个长期投资者，加州公共雇员退休基金必须考虑风险因素，比如在长时间内慢慢出现的气候变化和自然资源可用性问题，可能会对公司或投资组合的回报有重大影响。”

CalSTRS也有现行的环境、社会和治理（ESG）的风险政策。它要求所有的内部和外部的基金投资经理在投资时评估21种ESG风险。风险因素包括环境和气候变化问题。CalSTRS解释说：

“因为CalSTRS是一个长期的投资者，并可能持有对公司或实体几十年的投资，以牺牲长期收益为代价的短期收益并非本基金的最佳选择。长期的可持续的回报符合该基金的经济利益。相反，不可持续的损害长期利润的做法，是系统投资的风险。”^[31]

这两种养老基金正试图将这些政策融入投资实践以及与投资组合公司的互动中。例如，加州公共雇员退休基金和加州教师退休系统最近加入了对其他资产超过1万亿美元的美国机构投资者和罗素1000指数公司的致函，要求其增加可持续发展问题管理和报告的重视。信中建议：

“我们期待可持续发展原则与供应商的标准和绩效期望统一，以及在温室气体排放、能源效率、水资源管理、人权，包括工人的安全等领域的可量化的进步。这是确保可持续发展有效性的关键。作为股东，我

们相信公司应该在所有重大问题上对利益相关者公开透明，包括那些隐藏着的环境、社会 and 治理风险。我们鼓励你不仅要设计并实施一个强劲的可持续发展战略，同时也展示给股东和其他利益相关者，你是如何有效地管理可持续发展风险和机遇的……”^[32]

荷兰

退休金受托人是荷兰的主要投资者，其资产总额近国内生产总值的140%^[33]。基金以基金会形式管理，并由基金和雇主合约安排成立。荷兰的养老金制度与丹麦和澳大利亚一起排名为世界上三大最有效的养老金制度^[34]。由于荷兰是欧盟成员国，荷兰的养老金是受欧盟退休金指令和荷兰的养老金法案双重约束的，其管理不应该与欧盟退休金指令规定有冲突^[35]。荷兰养老基金已经自愿地采取了鼓励可持续环境、社会和公司治理实践党的政策。

退休金受托人应该采用总投资组合并适当的多元化的方法，作为一个审慎人投资资产，并完全服务于基金成员和受益人利益。除了对贡献雇主限制外，并没有具体的投资排除。养老基金被允许投资于所有市场、资产类别和工具，只要投资受专业管理，并在投资政策 发展，以及如何实现方面上保持透明^[36]。

荷兰的养老金法案没有专门处理可持续或负责任投资的规定。然而，审慎人的原则允许资金考虑非财务问题，只要他们不占投资的主导地位而使投资政策被引向一个不可接受的风险利润组合^[37]。事实上，98%的荷兰养老基金具有对社会负责任投资的现行政策^[38]。

PGGM，荷兰最大的养老基金之一，报告其负责任投资项目有六大支柱：

- 将ESG分析融入投资过程中；
- 制定有针对性的能够产生财务和社会回报的ESG投资；
- 采用投票代理权来行使股东权利；
- 与公司合作寻求改进ESG管理；
- 参与追讨欺诈损失的法律行动并实施良好的企业行为守则；
- 剥离或不对与PGGM或其客户有矛盾的具有对社会不负责任行为的企业或政府债券投资^[39]。

在其他方面，有针对性的ESG投资计划集中在气候变化、环境和农业问题上。2012年期间，PGGM对22个不同的有针对性的ESG投资组合投资了42亿欧元^[40]。

挪威

挪威例证了政府强制可持续投资指令。其政府全球养老基金是目前世界上最大的主权财富基金，资产达7600亿美元。它成立于1990年，代表财政部管理挪威的石油收入。其规模之大并且60%投资于股票，该基金平均拥有世界上每一个上市公司的1.25%，除了其资本在欧洲平均拥有公司的2.5%^[41]。

尽管它被称为养老保险基金，并被指定作为一个工具来管理挪威人口老龄化带来的财务挑战，它却没有正式的养老金责任。基金作为一个单独的帐户，由挪威央行投资管理机构根据与财政部的合约管理^[42]。合同要求该基金的管理要实现尽可能高的收益。该合同还包含有关负责任投资管理的几项规定：

“长期的良好回报取决于经济、环境和社会方面的可持续发展，以及运转良好、合法和有效的市场。银行应具有对将良好的公司治理、环境和社会问题纳入投资活动中的内部指引，该指引应符合国际公认的负

责任投资原则。这些因素也应融合到财务经理的投资策略和投资银行的角色中。在执行管理时，银行应优先考虑长期的投资策略和对市场广泛投资的投资组合……银行应积极地参与在负责任投资和积极所有权领域制定良好的国际标准。”

银行已对其负责任投资计划建立了六个重点领域，并开展了包括积极与企业对话、股东投票代理、提供股东会决议、诉讼参与以及与监管机构和标准制定者互动的具体举措。重点领域是：

- 气候变化；
- 水资源管理；
- 儿童的权利；
- 股东平等对待；
- 股东影响及董事会问责；
- 运转良好、合法和有效率的市场。

在水管理领域，挪威央行已建立了对投资组合公司将如何处理水质量和水资源稀缺的正式预期。它正与粮食、农业、纸浆和造纸、制药、矿产、供水、电力生产部门的公司合作，寻求水资源风险的管理策略。

财政部已成立了一个独立的道德委员会来甄别及评估根据既定的符合挪威的价值观以及国际标准的指引，应该被剥离或被排除投资的公司^[43]。这些标准包括如严重的环境破坏、严重的人权侵犯行为、集中生产弹药、核武器或地雷，以及烟草制品生产等因素。财政部在道德委员会的建议下，可能会对存在以上相关问题或者银行已被通知的，已经被投资业排除并且必须在两个月内出售的公司进行观察、调查或参与。截至2012年底，近50家公司被排除投资。如果情况发生变化，委员会也可以要求一个公司从排除列表中剔除^[44]。

在2013年底，由财务部委任的独立战略委员会发布了一份报告，建议将理事会的职责转移到银行，并纳入银行的投资计划中。^[45]

该基金近期受到公众的批评，认为它在投资组合公司中解决公司治理问题方面不够活跃。对此，银行已委任三名治理专家到一个新的企业管治顾问委员会并宣布打算建立与持股量最大的委员会主席对话，来试图影响董事候选人的选择^[46]。

7.0 信托实践模型

布伦特兰委员会将“可持续发展”定义为“既满足当代人的需要，又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展。”^[47] 对信托责任全面发展的理解和采纳对可持续发展非常重要。

如何最佳地将可持续发展应用到信托责任中的细节，取决于不同的司法文化和立法系统。然而一个信托责任模型在具体司法环境下的实施可以为在这个环境下哪些措施是审慎的提供借鉴。希望本文提到的案例能够对中国的中国信托责任发展评估和解决在可持续及和谐发展规划促进中遇到的环境挑战和生态资源限制问题提供一些帮助。

最后，信托责任只身并不能发挥作用。只有通过管理实施和投资实践，信托责任才有生命力。世界经济论坛和CERES(对环境负责的经济体联盟)在表4和表5中已经为机构投资者支持可持续发展的信托实践转型提供了初步规划蓝图。

表4：加快可持续投资转型的思维变化

	常规的思维方式		新思维
投资者 (资产所有者和管理者)	企业可持续发展战略破坏了公司的财务表现并稀释投资回报		可持续发展的考虑 - 如果有效地被融入到核心业务策略 - 具有加强公司财务表现的潜力
	ESG指标非财务指标		ESG指标均直接和间接地驱动业务发展
	金融市场是高度高效信息化的，因此，如果ESG具财务性，它就会被定价进来		金融市场在对某些类型的信息定价是高效的，有些是低效的；这可能是由启发式偏差，有限理性和扭曲的激励措施等造成的
	投资者是“股东”（在这个意义上，他几乎不对公司的行为和后果负责）		投资者是“股东”（在这个意义上应对公司的行为和后果充分负责）
	投资者是主要的利益相关者		投资者是与员工，客户，社会，和其他关键群体同样重要的利益相关者
	主要从风险和法规方面的考虑ESG		在机会和价值创造方面，也会考虑ESG因素
	信托责任是相互作用性的，如果资产所有者在其授权中没有明确ESG问题，资产管理公司也不会考虑ESG因素		信托责任是一项专业职责，它意味着资产管理公司应在资产所有者的最佳利益内考虑ESG因素
公司高管	如果投资者不询问ESG问题，我们也不会明确讨论		我们需要建立与投资者关于所有目前和未来具有财务性问题的对话
	长期的投资是不值得的，因为资本市场主要关心短期的成本，而不是有关的长远利益		如果投资具有长期意义的话，我们应该进行
	ESG问题与核心业务不相关，是ESG部门的主要责任		ESG对核心业务具关键性，是一个普遍的责任；整个企业的激励机制对此有所反映

来源：世界经济论坛，加快过渡到可持续投资（2011）

表5：可持续投资的十大行动步骤

第1步：	通过投资信念来申明对可持续投资的承诺。
第2步：	对可持续发展的政策和实践，建立董事会层面的监管。
第3步：	确定可持续发展问题的财务性。
第4步：	对具财务性风险的可持续性问题的资产配置进行评估。
第5步：	选择最适合基金目标的可持续发展投资策略。
第6步：	对投资经理和采购顾问要求专业的可持续发展知识。
第7步：	对经理进行可持续投资预期表现的评估。
第8步：	在所有资产类别应用可持续投资策略。
第9步：	建立与可持续投资目标相一致的参与策略和代理投票守则。
第10步：	支持能够促进全球经济可持续发展的政策和市场举措。

来源：CERES，21世纪的投资者可持续投资蓝图（2013年5月）

8.0 下一步

中国正处于发展投资代理具有管理日益增加金额资产责任的信托原则的合适契机。制定信托代理的行为、报告和投资遵循标准将会随着时间对受益人和社会具系统性的重要意义。中国银监会颁布的绿色信贷指引也许为探索更广泛的可适用的信托、治理、报告和实施标准发展提供了很好的起点^[48]。“绿化中国金融市场”项目提供了制定这一计划作为促进可持续发展的金融市场改革广泛组合一部分的潜在工具。

参考文献

Aikin and Fausti, “Fiduciary: A Historically Significant Standard,” Review of Banking & Financial Law 30 (2010–2011): 155. <<http://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/FiduciaryAHistoricallySignificantStandard.pdf?>>

Avini, Avisheh. “The Origins of the Modern English Trust Revisited.” Tulane Law Review 70 (1996): 1141 et seq.

Berry, Christine. “Protecting Our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Duty,” ShareAction Report (March 2011): 28 et seq, ShareAction, <<http://www.fairpensions.org.uk/POBI/thereport>>.

Clark and Urwin. “Best Practice Pension Fund Governance.” Journal of Asset Management (2008) 9, 2–21. doi:10.1057/jam.2008.1.

Baker & McKenzie, “Superannuation Trustees and Climate Change Report,” (2012). <www.bakermckenzie.com/climatechange>.

Bertrand, Adrian. “The Dawn of a New Era of Responsible Investment in SA,” (2011), Johannesburg Stock Exchange. <http://www.jse.co.za/Libraries/Equity_Market_-_Nedbank_Green ETF/The_dawn_of_a_new_era_of_responsible_investment_in_SA.sflb.ashx>.

California Public Employees’ Retirement System, “Towards Sustainable Investment; Taking Responsibility,” (2012). <<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/press/news/invest-corp/esg-report-2012.pdf>>.

California State Teachers’ Retirement System, “Teachers’ Retirement Board Policy Manual,” September 2013. <<http://www.calstrs.com/pod/teachers-retirement-board-policy-manual>>.

CERES, The 21st Century Investor: Blueprint for Sustainable Investing (May, 2013). <<http://www.ceres.org/resources/reports/the-21st-century-investor-ceres-blueprint-for-sustainable-investing>>.

Council on Ethics for the Government Pension Fund Global, “Annual Report 2012.” <http://www.regjeringen.no/pages/1957930/aarsmelding_2012_engelsk.pdf>.

De Graaf, Frank Jan, and Johnson, Keith L. “Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century.” Rotman International Journal of Pension Management 2 (Spring 2009): 46.

Dutch Association of Investors for Sustainable Development, “Benchmark Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands.” 2012. <http://www.vbdo.nl/files/download/1106/VBDO_BM_pensioen_LRI.pdf>.

“Fiducia.” Def. Latin Word List. <<http://www.latinwordlist.com/latin-words/fiducia-10914362.htm>>.

FinanceByCountry.com. <<http://www.financebycountry.com/South-Africa/indicator-pension-fund-assets/>>

Financial Times. “Norway’s oil fund plans to turn active,” August 8, 2013; “Investor Muscle: Norway’s sovereign wealth fund expands its activist role,” August 8, 2013. <www.ft.com>.

Freshfields Bruckhaus Deringer. A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment. United Nations Environmental Programme Finance Initiative, October 2005.

Freshfields Bruckhaus Deringer. Fiduciary Responsibility: Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment. United Nations Environmental Programme Finance Initiative, July 2009.

Hawley, James, and Johnson, Keith L., and Waitzer, Ed. “Reclaiming Fiduciary Duty Balance.” Rotman International Journal of Pension Management 4 (Fall 2011): 6.

Hill, Sam. “Reforms for a Cleaner, Healthier Environment in China.” OECD Economics Department Working Papers 1045 (2013): 14.

Honoré, Tony, On Fitting Trusts into Civil Law Jurisdictions. Oxford Legal Studies Research Paper No. 27/2008: 8. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1270179> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1270179>.

Institute of Directors Southern Africa. “Code for Responsible Investing in South Africa 2011.” (2011). Institute of Directors Southern Africa. <http://c.yimcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/resmgr/crisa/crisa_19_july_2011.pdf>.

Institute of Directors Southern Africa. “King Report on Governance for South Africa 2009.” (2009). Institute of Directors Southern Africa. <<http://www.iodsa.co.za/?page=kingIII>>.

Jagdessi, Samantha, “Sustainable Returns for Pension and Society,” 2012, Sustainable Returns. <http://www.sinco.com/resources/2012_Sustainable_Returns_Project_factsheet.pdf>.

Krikorian, Betty Linn. Fiduciary Standards in Pension and Trust Fund Management. Massachusetts: Butterworth Legal Publishers, 1989.

Maatman, Rene. Dutch Pension Funds; Fiduciary Duties and Investing (2004), Kluwer Legal Publishers.

Maatman, Rene. “The Dutch Pension System.” Forthcoming in Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty, Cambridge University Press (2014).

Organization of Economic Cooperation and Development, “Pension Markets in Focus,” September 2012.

PGGM, “Responsible Investment Report 2012.” <https://www.pggm.nl/Images/Responsible%20Investment%20Annual%20Report%202012%203_tcm21-186761.pdf>.

PRI and UNEP Finance Initiative. Universal Ownership: Why Environmental Externalities Matter to Institutional Investors. October 2010. <http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf>.

Richardson, Benjamin J. “From Fiduciary Duties to Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investing: Responding to the Will of Beneficiaries.” Journal of Sustainable Finance & Investment 1 (2011): 5.

Sarro, Douglas, and Waizer, Edward J. “The Public Fiduciary: Emerging Themes in Canadian Fiduciary Law for Pension Trustees.” La Revue Du Barreau Canadien 91 (2012): 8-9.

“South Africa: Financial System Indicators; South Africa: Pension Fund Assets,” Pensions & Investments. September 3, 2012.

Stewart, Fiona, and Yermo, Juan. “Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions.” OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions 18 (2008): 6.

The Conference Board, “The 2010 Institutional Investment Report.”

Towers Watson. We Need a Bigger-Boat: Sustainability in Investment. October 2010.

United Nations. Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future. United Nations, 1987.

Weng, Charlie Xiao-Chuan. “To Be, Rather Than to Seem: Analysis of Trustee Fiduciary Duty in Reorganization and Its Implications on the New Chinese Bankruptcy Law.” The International Lawyer 45 (2011): 110.

World Bank, The. China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society. Washington DC: The World Bank, 2013.

World Economic Forum. Accelerating the Transition towards Sustainable Investing. 2011.

Youngdahl, Jay, “The Time has Come for a Sustainable Theory of Fiduciary Duty in Investment.” Hofstra Labor & Employment Law Journal (2011).

尾注

- [1] Benjamin J. Richardson, “From Fiduciary Duties to Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investing: Responding to the Will of Beneficiaries,” Journal of Sustainable Finance & Investment 1 (2011): 5.
- [2] “Fiducia,” Def. Latin Word List, <<http://www.latinwordlist.com/latin-words/fiducia-10914362.htm>>. <<http://www.latinwordlist.com/latin-words/fiducia-10914362.htm>>.
- [3] Blaine Aikin and Kristina Fausti, “Fiduciary: A Historically Significant Standard,” Review of Banking & Financial Law 30 (2010 -2011); 158.
- [4] Aikin and Fausti, supra, at 157 -159; Avisheh Avini, “The Origins of the Modern English Trust Revisited,” Tulane Law Review 70 (1996): 1141 et seq.
- [5] Avini, 1141 et seq. .
- [6] Douglas Sarro and Edward J. Waitzer, “The Public Fiduciary: Emerging Themes in Canadian Fiduciary Law for Pension Trustees,” La Revue Du Barreau Canadien 91 (2012): 8-9.
- [7] Betty Linn Krikorian, Fiduciary Standards in Pension and Trust Fund Management, (Massachusetts: Butterworth Legal Publishers, 1989) 3.
- [8] Sarro and Waitzer, 8-9.
- [9] Freshfields Bruckhaus Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, (United Nations Environmental Programme Finance Initiative, October 2005); Freshfields Bruckhaus Deringer. Fiduciary Responsibility: Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment. (United Nations Environmental Programme Finance Initiative, July 2009).
- [10] Fiona Stewart and Juan Yermo, “Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions,” OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions 18 (2008): 6.
- [11] Freshfields, 84; Christine Berry, “Protecting Our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Duty,” ShareAction Report (March 2011): 28 et seq, ShareAction, <<http://www.fairpensions.org.uk/POBI/thereport>>.
- [12] Honoré, Tony, On Fitting Trusts into Civil Law Jurisdictions. Oxford Legal Studies Research Paper No. 27/2008:8. <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.12701798>.>
- [13] Honoré, 8; Frank Jan de Graaf and Keith L. Johnson, “Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century,” Rotman International Journal of Pension Management 2 (Spring 2009): 46.
- [14] Charlie Xiao-Chuan Weng, “To Be, Rather Than to Seem: Analysis of Trustee Fiduciary Duty in Reorganization and Its Implications on the New Chinese Bankruptcy Law,” The International Lawyer 45 (2011): 110.

- [15] James Hawley, Keith L. Johnson and Ed Waitzer, “Reclaiming Fiduciary Duty Balance,” Rotman International Journal of Pension Management 4 (Fall 2011): 6.
- [16] Hawley, Johnson, and Waitzer, 4.
- [17] PRI and UNEP Finance Initiative, Universal Ownership: Why Environmental Externalities Matter to Institutional Investors, (October 2010) 1.
- [18] Sam Hill, “Reforms for a Cleaner, Healthier Environment in China,” OECD Economics Department Working Papers 1045 (2013): 14.
- [19] The World Bank, China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society, (Washington DC: The World Bank, 2013) 43.
- [20] Hawley, Johnson and Waitzer, 8.
- [21] Frank Jan de Graaf and Keith L. Johnson, “Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century,” Rotman International Journal of Pension Management 2 Spring 2009:45
- [22] “South Africa: Financial System Indicators; South Africa: Pension Fund Assets,” <http://www.financebycountry.com/South-Africa/indicator-pension-fund-assets/>; Pensions & Investments, September 3, 2012.
- [23] Institute of Directors Southern Africa, “King Report on Governance for South Africa 2009,” (2009), Institute of Directors Southern Africa, <<http://www.iodsa.co.za/?page=kingIII>>.
- [24] Institute of Directors Southern Africa, “Code for Responsible Investing in South Africa 2011,” (2011), Institute of Directors Southern Africa, <http://c.yimcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/resmgr/crisa/crisa_19_july_2011.pdf>.
- [25] Adrian Bertrand, “The Dawn of a New Era of Responsible Investment in SA,” (2011). Johannesburg Stock Exchange, <http://www.jse.co.za/Libraries/Equity_Market_-_Nedbank_Green ETF/The_dawn_of_a_new_era_of_responsible_investment_in_SA.sflb.ashx>.
- [26] Samantha Jagdessi, “Sustainable Returns for Pension and Society,” 2012, Sustainable Returns. <http://www.sincosinco.com/resources/2012_Sustainable_Returns_Project_factsheet.pdf>.
- [27] The Conference Board, “The 2010 Institutional Investment Report,” page 25.
- [28] Interpretive Bulletin relating to Investing in Economically Targeted Investments, 10/17/2008. Federal Register: October 17, 2008 (Volume 73, Number 202).
- [29] Youngdahl, Jay, “The Time has Come for a Sustainable Theory of Fiduciary Duty in Investment.” Hofstra Labor & Employment Law Journal (2011), 29:115.
- [30] California Public Employees’ Retirement System, “Towards Sustainable Investment; Taking Responsibility,” (2012).
- [31] ‘California State Teachers’ Retirement System, “Teachers’ Retirement Board Policy Manual,” September 2013: A-18. <<http://www.calstrs.com/pod/teachers-retirement-board-policy-manual>>.

[32] See <http://www.ceres.org/files/press-files/russell-1000-letter-06-08-11/russell-1000-letter-06-08-11>.

[33] Organization for Economic Cooperation and Development, “Pension Markets in Focus,” September 2012.

[34] Australian Centre for Financial Studies; Melbourne Mercer Global Pension Index, October 2012.

[35] Maatman, Rene. “Dutch Pension Funds; Fiduciary Duties and Investing” (2004), Kluwer Legal Publishers.

[36] Maatman, Rene. Forthcoming in The Dutch Pension System. “Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty.” Cambridge University Press (2013).

[37] The Dutch Association of Investors for Sustainable Development, “Benchmark Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands.” 2012, page 18

[38] Ibid.

[39] PGGM, “Responsible Investment Report 2012,” page 9.

[40] Ibid, 25.

[41] Financial Times, “Investor Muscle: Norway’s sovereign wealth fund expands its activist role,” August 8, 2013.

[42] The contract is available at <http://nbim.no/en/About-us/governance-model/management-mandate/>.

[43] Council on Ethics for the Government Pension Fund Global, “Annual Report 2012.”

[44] Ibid, 67.

[45] Strategy Council 2013. “Responsible Investment and the Norwegian Government Pension Fund Global.” November 11, 2013.

[46] Financial Times, “Norway’s oil fund plans to turn active,” August 8, 2013.

[47] United Nations, Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, (United Nations, 1987) 37.

[48] China Banking Regulatory Commission, “Green Credit Guidelines,” (February 24, 2012).

由国际可持续发展研究院出版

国际可持续发展研究院

总部

161 Portage Avenue East, 6th Floor, Winnipeg, Manitoba, Canada R3B 0Y4

电话: +1 (204) 958-7700 | 传真: +1 (204) 958-7710 | 网站: www.iisd.org