

君合专题研究报告



2021年11月30日

气候合规：欧盟反漂绿立法及投资实务中的漂绿应对

前言

近年来各国从政府到市场都逐渐向低碳绿色、可持续发展转型，环保企业激增，新能源市场不断扩大，责任投资理念愈加得到重视，投资者和公司逐渐将环境（Environmental）、社会（Social）和公司治理（Governance）（合称“ESG”）因素引入投资决策和公司发展框架，包括 ESG 投资、绿色债券在内的可持续金融（sustainable finance）逐渐成为全球金融市场的新兴领域。但与此同时从金融机构到企业也出现大量漂绿（greenwashing）行为。

“漂绿”一词是英文单词 green 和 whitewashing 的混合体，最早出现于 1986 年，由美国环境保护者杰·韦斯特韦德（Jay Westerveld）提出，他认为美国酒店建议顾客重复使用毛巾实际上是为了减少酒店运营成本，但酒店将这种行为粉饰为“绿色”行为，避而不谈自身在其它方面的非环保行为，因此这种“避重就轻”的营销行为可被称为“漂绿”。现如今，漂绿行为，可指某些金融机构与企业，以绿色环保之名，行套利、营销、污染等无益于环境之实，与可持续发展目标相悖，因此规制漂绿行为也逐渐被各国重视起来。

目前我国关于漂绿的立法相对空白，部分具有违法属性的漂绿行为可受到其他法律规制：如企业

通过漂绿营销欺骗消费者的行为可构成虚假宣传，违反《广告法》、《反不正当竞争法》、《消费者权益保护法》。同时，对环境不仅无益还造成污染的，可能会引起相应环保不合规问题，受到行政处罚。但整体而言，可规制的漂绿行为范围非常有限，且从投资层面看，许多金融机构发布的标榜绿色、ESG 主题的基金等投资产品，可能其大部分资金并未真正用于产生环境效益的项目或企业，亦或被投资企业并未按其承诺的环境效益开展实际业务。对此类投资层面的漂绿行为的规制尚处于立法空白地带。

2021 年 3 月 10 日，欧盟专门针对投资中漂绿行为的《可持续金融信息披露条例》（Sustainable Finance Disclosure Regulation，简称“SFDR”）生效，对包括投资公司、基金公司、保险公司等主要金融市场参与者在主体层面和金融产品层面均施加 ESG 相关信息强制披露义务，从而提高绿色投资产品的透明度，防止漂绿的发生。欧盟在可持续金融监管方面的立法，对我国相关企业有着重要的参考和预见意义，随着中国不断加快绿色金融标准的制定，如中国人民银行等机构联合发布《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》以及中欧等经济体共同发布《可持续金融共同分类目录报告—气候变化减缓》（Common Ground Taxonomy: Climate Change Mitigation，简称“《共同分类目录》”）¹，未来针对

¹ 2021 年 11 月 4 日，由中欧等经济体共同发起的可持续金融国际平台（IPSF）在第 26 届联合国气候变化大会（COP26）期间召开 IPSF 年会，期间发布《共同分类目录》，《共同分类目录》包括了中欧绿色与可持续金融目录所共同认可的、对减缓气候变化有显著贡献的经济活

动清单，目前版本覆盖了包括能源、制造、建筑、交通、固废和林业六大领域的 61 项主要经济活动，其他正在研究中的 19 项经济活动待征求意见结束后可能被纳入正式发布的修订版。市场主体可在自愿基础上采用《共同分类目录》在国际市场发行和交易绿色金融产品。

漂绿行为的监管也会逐渐加强。本文拟介绍欧盟反漂绿的立法情况及其 ESG 投资信息披露义务的内容，并简要分析投资并购实务中漂绿问题的应对。

一、欧盟反漂绿的立法进展

(一) 欧盟可持续金融监管框架体系

目前欧盟可持续金融监管框架体系主要包括欧洲议会和欧盟委员会通过的《欧盟可持续金融分

类法》(The EU Taxonomy Regulation 简称“《欧盟分类法》”)²、《可持续金融信息披露条例》(SFDR)、《公司可持续发展报告法令》(the Corporate Sustainability Reporting Directive, 简称“CSRD”)³。这三个主要的法规存在相互联系，如法规中所使用的概念定义有交叉引用的关系，为便于阅读与对比，以下以表格形式对三个法规进行简要梳理：

法规	生效时间	适用主体	主要内容
《欧盟可持续金融分类法》(《欧盟分类法》)	2020年6月	<ul style="list-style-type: none"> (1) 欧盟成员国(为金融市场参与者制定的 ESG 标准与要求) (2) 金融市场参与者 (3) CSRD 适用对象，即超过 500 人的大型金融机构或非金融机构 	<ul style="list-style-type: none"> (1) 《欧盟分类法》是欧盟推出的一种分类工具，用以识别让环境得以可持续发展 (environmentally sustainable) 的经济活动，即只有符合欧盟认可的标准引导低碳经济转型，企业才能称其项目为“环境可持续项目”。该分类体系可以帮助投资者评估投资是否符合相关环境标准，是否符合有关气候变化的《巴黎协定》等政策承诺。 (2) 强制性：符合该法定义的适用主体均负有披露义务，披露其多大程度达到欧盟分类法所列举的标准。 (3) 指导性：投资者可以将《欧盟分类法》中的标准作为其 ESG 投资尽职调查的参考标准但并非投资上的强制标准，强制性仅对落入适用对象定义范围的主体适用。 (4) 属于《欧盟分类法》定义调整的经济活动 (taxonomy-aligned economic activity) 须满足四个条件：对至少一个环境目标有实质性贡献 (substantial

² 请见 Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of The Council of 18 June 2020 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (The EU Taxonomy Regulation), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&rid=1>。

³ 修订前名称 Non-Financial Reporting Directive, 原文请见 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>。

			contribution)、对任何其他环境目标无重大不利 (no significant harm)、符合最低社会保障 (social safeguards)、符合技术审查标准 (technical screening criteria)。
《可持续金融信息披露条例》(SFDR)	2021年3月生效 (2019年11月颁布)	(1) 金融市场参与者 (2) 金融咨询机构	金融市场参与者与咨询机构对其具有 ESG 属性的金融产品负有协议前披露 (pre-contractual disclosures)、阶段报告披露 (periodic reporting disclosures)、以及可持续投资决策中的重大不利影响 (Principal Adverse Impacts)披露等义务。(详情见下文)
《公司可持续发展报告法令 ⁴ 》(CSRD)	2014年修订	(1) 超过 500 名雇员的大型公司, 包括上市公司、银行、保险公司等金融与非金融机构 (2) 其他由国家指定的具有影响公共利益属性的公司。	该法令旨在提供一个综合性的公司报告框架, 以定性和定量的信息评估公司在可持续性上的影响和风险。此为非财务性质的报告, 涉及环境与企业社会责任相关的信息披露, 具体包括: 环境问题、社会问题、员工待遇、人权、反腐败和商业贿赂、人群多元化。

(二) 欧盟 SFDR 中反漂绿的披露义务

SFDR 主要通过通过对金融市场可持续性风险透明度的要求, 防止漂绿的发生, 制定了统一的关于金融市场参与者与金融咨询机构以及金融产品有关可持续性风险的信息披露规则⁵。该条例直接对相关金融机构施加披露义务, 从而在收集与披露 ESG 相关数据和信息的过程中对被投资企业也将产生影响。

SFDR 适用的对象包括两类人与一种产品: 两

类人指金融市场参与者 (financial market participants) 与金融咨询机构 (financial advisors), 一种产品指金融产品, 因此信息披露义务是通过机构和产品两个层面来履行的。金融市场参与者, 包括保险公司、投资公司、基金公司、基金管理人、养老金管理公司等, 覆盖欧盟境内各类从事金融活动、发布金融产品的主体; 金融咨询机构指, 提供投资建议的投资公司、保险公司、保险中介、信用机构, 其关键在于提供投资建议。金融产品, 指投资组合 (portfolio)、PE/VC 类基金、养老金产品等投资理

⁴ 笔者注: 在欧盟法中, 条例 (Regulation) 与法令 (Directive) 的主要区别在于, 条例一经颁布即直接对各成员国具有强制法律效力, 效力高于各成员国立法; 法令则是须经各成员国通过国内立法程序将法令内容转化为国内法予以适用。

⁵ 请见 Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on Sustainability-Related Disclosures in the Financial Services Sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation, "SFDR")。

财产品。

对机构而言，披露信息主要包括可持续性风险（sustainability risks）和投资决策中对可持续性的不利影响（adverse sustainability impacts），如金融市场参与者应当在其网站上披露，将可持续性风险评价纳入投资决策过程的相关规则；金融咨询机构应当在其网站上披露，将可持续性风险评估纳入投资建议或保险建议的相关规则。

对金融产品而言，最重要的反漂绿条款是 SFDR 第 8、9 和 11 条规定的**协议前披露义务（precontractual disclosures）**和**阶段性报告（periodic reports）**义务⁶。第 8 条定义并规定 ESG 金融产品的协议前披露义务：当金融产品以其环保等特点进行推广时，须披露有关信息以说明如何达到该等环保特质，且如果有特定指数作为参考标准，须说明该指数是否以及如何符合该金融产品的环保特点。金融市场参与者还须披露计算该指数的方法。第 9 条定义并规定可持续投资相关产品协议前披露义务，当金融产品以可持续性投资为其目标以及特定的指数作为其参考标准时，则须披露该金融产品如何实现其可持续性目标，以及其特定的参考指数如何符合以及达到该目标。若金融产品将碳排放的减少作为其目标，须具体解释如何保证达到降低碳排放的目标。第 11 条要求金融市场参与者对其 ESG 金融产品，在前述第 8 条与第 9 条协议前信息披露的基础上，在投资运作过程中持续发布**阶段性报告（periodic reports）**，旨在防止投资中途的漂绿行为。

为此，欧洲监督机构（European Supervisory Authorities，简称“ESAs”）被授权制定具体的《监督技术标准》（Regulatory Technical Standards，简称

“RTS”），目前 ESAs 于 2021 年 2 月发布了草案版 RTS，其中就提供了协议前信息披露和阶段性信息披露的模板，由欧盟议会和欧盟委员会正式通过的 RTS 预计于 2022 年 1 月 1 日生效⁷。

二、投资并购中漂绿问题的应对：

（一）漂绿尽职调查如何开展

在投资并购实务中，针对漂绿的尽职调查，一方面是有传统环保合规问题领域的调查，另一方面则是根据法律法规、行业标准、ESG 评级标准对具有绿色、ESG 标签的企业、债券、基金等进行环境信息的调查。如根据 SFDR 要求的可持续性风险披露内容调查分析相应披露事项，根据不同环保企业类型、及其所采用不同的评级标准制定尽职调查清单，其中涉及到的环境数据来源、数据分析以判断漂绿风险问题还需环境、财务等方面专家的参与。因此针对漂绿的尽职调查既有针对性，又有综合性。

（二）漂绿是否构成违约

投资并购中，如卖方在“陈述与保证”中承诺目标公司的 ESG 策略、措施与目标，但实际业务开展时并未按承诺履行，届时是否构成违约、如何承担违约责任，目前尚无司法案例，但随着 ESG 投资并购案例的增多与对反漂绿的规制，将漂绿纳入并购合同违约风险的考虑范围日渐重要。在交易文件的条款设计中，应注意对漂绿行为的构成条件、漂绿引起的违约后果进行定量、定性、可操作的责任承担约定，以防未来由于目标公司漂绿行为的发生给投资者带来风险与损失。

三、我们的观察

首先，在 SFDR 适用问题上，对于中国跨国集团企业，在欧盟设有子公司并在欧盟开展相关业务

⁶ 请见 SFDR。

⁷ 请见 *Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation*, [https://www.esa.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library](https://www.esa.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/RTS%20on%20disclosure%20under%20SFDR/963544/JC%202021%2006%20Joint%20ESAs%20supervisory%20statement%20-%20SFDR.pdf)

[y/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/RTS%20on%20disclosure%20under%20SFDR/963544/JC%202021%2006%20Joint%20ESAs%20supervisory%20statement%20-%20SFDR.pdf](https://www.esa.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/RTS%20on%20disclosure%20under%20SFDR/963544/JC%202021%2006%20Joint%20ESAs%20supervisory%20statement%20-%20SFDR.pdf)

的实体，将会受到 SFDR 的直接约束。对于在欧盟境内尚未建立实体的机构，如果其有意在欧盟市场发行金融产品或提供金融咨询服务，则也可能在机构和产品层面受到 SFDR 的信息披露要求。同时，对于欧盟企业的域外投资，按照 SFDR 要求也应履行相应披露义务，因此可能会间接影响在欧盟市场寻求投资的中国企业的行为。随着欧盟后续出台更多具体配套落地措施，SFDR 的地域适用范围问题有待进一步明确。

其次，目前中国相关环境信息的披露制度也正在逐步建立，如生态环境部将牵头制定环境信息依法披露管理办法⁸；同时，中国人民银行于 2021 年 7 月 22 日发布《金融机构环境信息披露指南》；中

国证券投资基金业协会于 2018 年发布《绿色投资指引（试行）》，并对基金管理人绿色投资自评估报告框架发布相关建议，其中就涉及“是否有定期披露绿色投资产品的绿色程度”⁹；以及前文提到的《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》和《共同分类目录》将进一步明确绿色标准。随着更多法律法规的制定以及证监会、中国人民银行、基金业协会等机构制定相应的指引性规定，针对漂绿的合规评估将有更加完善的标准作为依据。

以上是关于对欧盟反漂绿相关立法的分析，以及投资实务中应对漂绿问题的建议。

君合将持续关注国际、国内与 ESG 投资、漂绿有关的法律法规动态。

史欣悦 合伙人 电话：86 10 85537911 邮箱：shixy@junhe.com

杨琦 律师 电话：86 10 85191325 邮箱：yangqi@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。



⁸ 请见生态环境部于 2021 年 5 月 24 日印发的《环境信息依法披露制度改革方案》。

⁹ 请见中国证券投资基金业协会《对基金管理人绿色投资自评估报告框架的建议》（2019 年 3 月）。