

绿色债券运作机制的国际规则与启示

● 洪艳蓉*

【内容摘要】 绿色债券具有良好的投融资功能和环境效益,是发行人、投资者和政府实现多方共赢的金融工具。为建立市场对绿色债券的信任,解决投融资双方的信息不对称问题,国际资本市场协会和气候债券倡议组织建立了一套包括绿色项目界定与分类、发行人内控与信息披露、外部鉴证与认证在内的保障机制。中国作为发展绿色债券市场的新兴国家,可从这种建立在激励约束机制之上、以市场为导向的制度中获得启示。

【关键词】 绿色债券 国际规则 激励约束机制 启示

一、绿色债券的兴起与意义

绿色债券(Green Bond),通常是指采用债券这一金融工具,将募集资金投向并运用于绿色产业、项目或资产的直接融资方式。作为 21 世纪新出现的一种金融工具,^[1]绿色债券的市场规模增长迅速,各方需求强劲,是近年来国际资本市场上备受瞩目的一颗新星。据气候债券倡议组织(Climate Bond Initiative,简称 CBI)的统计,自 2013 年 11 月第一只绿色公司债券发行,宣告绿色债券的市场规模突破百亿美元时起,截至 2016 年 5 月底,绿色债券市场的存量规模已高达 6 940 亿美元。^[2]我国更凭借 2016 年第一季度约占全球同期一半发行量(约 500 亿元人民币)的业绩,^[3]一跃成为广受关注的全球最大绿色债券市场。^[4]目前我国已倡导和提出生态文明建设和绿色发展主题,且在“十三五”规划纲要中将“绿色”与“创新、协调、开放、共享”一起定位为“新发展理念”,加之 2016 年杭州 G20 峰会上绿色金融议题也被各方热烈讨论,并由此成立 G20 绿色金融研究小组,可见绿色债券正在迅速步入大众视野。但综观我国相关实践,采用绿色债券进行融资的主要是大型金融机构和具有国资背景的大型企业,^[5]一般民营企业 and 普通投资者对此知之不多,运用则更少,这种状况不利于我国实现全

* 作者单位:北京大学法学院。

[1] 2007 年,欧洲投资银行首先发行了气候投资意识债券(Climate Awareness Bond),为可再生能源和能效改进项目融资。2008 年,世界银行发行了世界上第一只绿色债券,募集资金主要投向一些减缓气候变化的项目。

[2] 参见气候债券倡议组织编制:《债券与气候变化:市场现状报告 2016》, <http://cn.climatebonds.net/china-hsbc-2016>, 2017 年 1 月 5 日访问。

[3] 参见马俊:《中国绿色金融展望》,《中国金融》2016 年第 16 期。

[4] 参见《增加绿色金融供给 助力经济绿色转型——中国人民银行副行长陈雨露谈〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉》, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3131714/index.html>, 2017 年 1 月 5 日访问。

[5] 参见王遥、史英哲、李勤:《绿色债券发行市场》,《中国金融》2016 年第 16 期。

民参与生态文明建设的愿景,也不利于我国绿色债券市场的建设。为此,有必要进一步全面、深入地阐述绿色债券的积极意义并借鉴国际组织构建绿色债券运作机制的有益经验。

作为绿色金融的组成部分,绿色债券在全球范围内的兴起,与其既具备传统金融工具的经济效益,更能满足新的投融资需求并带来良好的环境效益和社会效益密不可分。对发行人而言,一方面可为其所从事的绿色项目拓展新的融资途径,并使其可以获得更加廉价和使用期限更长的资金,^[6]更好地安排企业财务和规划发展战略,从而赢得比较优势或助力转型发展;另一方面,受益于绿色债券要求建立更严格的企业内控机制和信息披露机制,可以促进企业规范运作和提高透明度,同时发展绿色项目通常被认为是企业履行社会责任的表现,这也会为企业赢得更好的市场声誉和社会信任,可谓一举多得。

对投资者而言,由于自然灾害或环境恶化导致的投资失败已经成为投资者不得不面对的重大风险和挑战,为此需要在考虑金融收益时尽量规避环境风险。同时,环境问题日益成为国际社会关注的主题,联合国环境规划署(UNEP)等在投资端大力倡导负责任投资原则(Principles for Responsible Investment,简称PRI)^[7]以推动世界的可持续发展,目前已有来自50多个国家的超过1400家的机构签署了PRI,所代表的资产总额高达59万亿美元,^[8]这成为彼此对话和增进合作的基础。绿色债券的推出,不仅为投资者提供了参与新兴行业和谋求更多金融收益的机会,更有利于其规避环境风险和融入负责任投资的国际潮流,赢得同业的尊重和信任,是一种多赢的选择。

对一国政府而言,绿色债券作为金融工具,可以更好地帮助政府利用公共财政手段将社会闲置资金引导至绿色产业,有效实现公共政策和产业政策目标,促进国内经济的可持续发展和增长方式转型。^[9]在国际层面,大力发展绿色债券也充分反映了一国积极回应第21届联合国气候变化大会在《巴黎协定》中提出的低碳绿色发展目标,^[10]表明其作出更多“自主贡献”的决心并付诸行动,有助于其树立良好的国际形象和展示本国改善环境的决心,从而有助于吸引更多的国际资金入境投资。因此,构建包括绿色债券和绿色信贷在内的绿色金融体系也被提升至我国经济发展的战略高度,成为未来国家政策的重要组成部分。^[11]

[6] 这主要是因为绿色项目具有公共性和公益性,往往能够享受财政、税收、专营等政府专项支持政策;同时,需要较长的债券存续期与绿色项目的运作周期相匹配。参见肖应博:《国外绿色债券发展研究及对我国的启示》,《开发性金融研究》2015年第4期。

[7] PRI的六大原则包括:(1)将ESG(环境、社会和治理)纳入投资分析和决策过程。(2)成为积极的所有者,将ESG议题整合至所有权政策与实践。(3)要求投资机构适当披露ESG资讯。(4)促进投资行业接受并实施PRI原则。(5)建立合作机制,提升PRI原则实施的效能。(6)汇报PRI原则实施的活动与进程。

[8] UNEP Finance Initiative & United Nations Global Compact, Principles for Responsible Investment, October 20, 2016, <https://www.unpri.org/about>, last visit on Jan. 5, 2017.

[9] 参见中国人民银行、英格兰银行:《G20绿色金融综合报告》, <http://news.hexun.com/2016-09-08/185945028.html>, 2017年1月5日访问。

[10] 2015年12月通过的《巴黎协定》明确全球气候治理的理念为低碳绿色发展,要求各缔约方加强对气候变化威胁的全球应对,将全球平均气温的升高控制在工业化前水平以上的2℃之内,并为把升温控制在1.5℃之内而努力。近200个缔约方今后将采用“自主贡献”的方式参与其中,开启自上至下的国际气候谈判新模式。2015年6月30日,我国向联合国气候变化框架公约提交《强化应对气候变化行动——中国国家自主贡献》,确定了我国到2030年的自主行动目标。参见 http://www.gov.cn/xinwen/2015-06/30/content_2887330.htm, 2017年1月5日访问。

[11] 继2015年中共中央、国务院连续发布《关于加快推进生态文明建设的意见》《生态文明体制改革总体方案》,明确建立绿色金融体系的顶层设计之后,中国人民银行等七部委于2016年8月31日联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》,细化开展绿色金融的各项政策;2016年12月5日,国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》,将“建立绿色金融体系”纳入其中,作为推进生态环境治理体系的重要一环。

二、国际规则中的绿色债券运作机制

(一) 国际组织与绿色债券规则

面对有着强劲社会需求的新兴绿色债券,如何迅速达成市场共识,解决投融资双方的信息不对称问题,构建值得信赖的项目资格准入和操作规程,形成有效的约束机制,成为促进其快速发展的关键问题。对此,一些非政府间国际组织积极发挥自主创新的行业功能,跨越市场自我发育和成长的缓慢过程,充分融合专业技能、行业声誉和风险分担要素,构建了目前广为接受的两套绿色债券国际规则。一是国际资本市场协会(International Capital Market Association,简称 ICMA)于2014年1月31日发布的《绿色债券原则》(Green Bond Principles,简称 GBP),历经2015年3月的修改,目前适用的是2016年6月16日再次修订的最新版本;二是气候债券倡议组织(CBI)于2011年年底发布的《气候债券标准》(Climate Bonds Standard,简称 CBS),目前适用的是2015年12月发布的CBS 2.0版本。^[12]

在性质上,GBP和CBS都属于自愿性流程指南(Voluntary Process Guidelines),不具有法律约束力,但因其倚重倡导机构的卓著声誉和专业技能,在某种意义上具有更优的软法治理^[13]效果,备受市场重视并广为接受。其中,ICMA是成立于1963年的享有盛誉的非政府间国际组织,由活跃于国际资本市场的发行人、证券公司、商业银行和资产管理人等机构投资者组成,目前该组织已有来自60多个国家和地区的500多名代表。其发布的《绿色债券原则》(GBP)最初由4家著名金融机构起草并得到9家重量级金融机构的支持,^[14]随后ICMA将其作为市场最佳实践进行推广,从而更好地反映了各方共识并建立起了行业内的信任。^[15]在管理上,GBP设有执行委员会,由ICMA为其提供秘书处服务。成立于2010年的CBI以投资者为导向,主要成员都是国际资本市场的重要机构投资者,所管理的资产规模高达34万亿美元,是当今最为活跃的绿色债券倡导者。CBI所倡导的《气候债券标准》(CBS)反映了主要机构投资者对绿色债券的态度和认定标准,有利于引导发行人规范运作,建立起与投资者的信任关系,进而实现成功融资。为紧跟形势发展并反映技术进步,CBI聘请来自学术界、国际机构、相关行业和非政府组织的专家组成多个技术工作组,研究和推进绿色债券准入的资格标准;同时邀请彭博资讯、国际金融公司、标准普尔、毕马威等机构组成行业工作组,为CBS提供结构、内容、鉴证(Assurance)与认证(Certification)方面的建议和意见。在管理上,CBI专门设立委员会(Climate Bonds Standard Board,简称CBSB),负责审查CBS相关规则,监督CBS及其认证方案的施行;同时,设立秘书处(Climate Bonds Standard Secretariat,简称CBSS)管理CBS的日常事务。

在内容上,GBP致力于促进资本市场形成对绿色债券的共识并推动这一金融工具的广泛运用,寄望所倡导的绿色债券规则既能为发行人提供明确的发行指引,又能帮助投资者获取更多的债券信息以便利投资,同时也能协助承销商提升绿色债券市场的规范性和透明度以便利交易。GBP并未界定具体的绿色债券是什么,而是规定任何将募集资金用于绿色项目(包括项目、资产或产业,下同)并具备其提出的四个核心要素(core components,又称四项原则)的债券都是绿色债券,为此总结了四种

[12] 文中有关ICMA和GBP的内容,如无特别说明,主要来自其官方网站“www.icmagroup.org”;有关CBI和CBS的内容,如无特别说明,主要来自其官方网站“www.climatebonds.net”。

[13] 参见罗豪才、毕洪海:《通过软法的治理》,载罗豪才等:《软法与公共治理》,北京大学出版社2006年版,第298~299页、第305~307页。

[14] 4家机构分别为美国银行—美林证券、花旗集团、法国农业信贷银行、摩根大通公司,9家机构分别为法国巴黎银行、大和资本美国公司、德意志银行、高盛集团、汇丰银行、瑞德证券、摩根斯坦利、荷兰合作银行、北欧斯安银行。

[15] 截至2016年12月27日,已有128家重要的市场参与者加入GBP,包括29家绿色债券发行人、61家承销商和38家机构投资者。参见<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/membership/>,2017年1月5日访问。

绿色债券结构,由此体现出一种开放的态度。CBS以GBP的内容为基础,从投资者对可投资的绿色债券的期待出发,制定详尽的操作规则,完成绿色债券从原则到行业标准再到操作流程的制度设计,真正成为引导发行人发行绿色债券的行动手册。GBP与CBS的这种内容既有所差异又互补的安排,原因在于推进绿色债券只是ICMA全部工作中的一个主题,其代表证券交易的各方,立场多元且注重平衡;而发展绿色债券是CBI的全部工作,其作为投资者的代表,更多地从投资角度阐述企业发行绿色债券应满足的标准并为此建立了一套评价机制。当然,许多ICMA会员同时也是CBI的成员代表,这有助于两者之间的相互协调和达成共识。总之,借助成员的广泛性、开放而科学的准入标准、高瞻远瞩的四大原则、动态而良好的操作体系,以及高信用国际组织加持的认证机制,GBP与CBS相辅相成,成为备受市场认同的绿色债券国际规则。

(二)绿色债券的运作机制

1. ICMA 倡导的 GBP

(1)绿色债券的界定与结构

GBP没有直接定义“绿色债券”,而是通过描述各种结构的绿色债券(见下表1^[16]),试图建立起所募集资金如何“运用”于“适格”(eligible)绿色项目之间的逻辑联系,并将符合这种逻辑关系且遵守GBP四项原则的债券统称为“绿色债券”,以涵摄最广泛的债券范畴,推动绿色发展。当然,在现有技术条件下,GBP只列举了可再生能源、温室气体排放控制等污染防治、自然资源可持续管理、高效节能产品等领域作为“绿色”项目的参考,但这并非表明GBP倾向于认为哪一种绿色技术、标准或主张更有利于促进环境的可持续发展;相反,GBP认为可更多地倚重相关行业和当地专家界定“绿色”与“绿色项目”,其对“绿色债券”的界定秉承开放的态度。

表1 GBP总结的四种绿色债券类型

类型	资金用途	债券追索权
募集资金作绿色用途的一般债券 (Green Use of Proceeds Bond)	专用于绿色项目	对发行人有标准/完全追索权;因此该债券的信用评级与发行人其他债券的信用评级一样
募集资金作绿色用途的收益债券 (Green Use of Proceeds Revenue Bond)	专用于绿色项目	将发行人获得的收入如服务费、税收等作为抵押
绿色项目债券(Green Use of Project Proceeds Bond)	资金被隔离并用于特定的绿色项目	仅对项目资产或项目资产负债表具有追索权
证券化绿色债券(Green Use of Proceeds Securitized Bond)	专用于绿色项目,或直接用于特定的绿色项目	对绿色项目组合具有追索权(如资产担保债券)

(2)绿色债券的四项原则

GBP的核心内容是关于绿色债券的四大原则,其行文简洁的表述代表着市场各方的最低共识,揭示了绿色债券获取信任应遵循的基本要求,是目前关于绿色债券的最重要规则。^[17]

[16] 文中的表格如无特别说明,皆为笔者绘制。

[17] 参见洪艳蓉:《中国绿色公司债券的制度挑战与改进》,《证券市场导报》2016年第9期。

原则一:募集资金用途。发行人应在募集说明书等法律文件中适当描述募集资金用途,确保所投资的绿色项目能够产生积极的环境效益,这种效益应可被评估并在可能的情况下被量化。

原则二:项目评估和筛选流程。发行人应披露募集资金所投项目符合合格绿色债券标准的依据及其具体决策过程。

原则三:募集资金管理。发行人应建立募集资金追溯管理制度,通过设立专门账户或以适当方式追溯募集资金的使用,并建立正式的内部流程验证相关资金被用于绿色项目的投资与运作。发行人可将闲置资金进行适当投资,但应向投资者披露。

原则四:报告和披露。发行人应至少一年一次对外披露募集资金使用情况报告,内容应包括募集资金投向的绿色项目清单、项目的简要描述、募集资金的支出总额以及项目的预期影响。GBP 建议发行人使用定性绩效指标和/或定量绩效指标衡量特定投资(如适用)的环境影响。

(3) 绿色债券的认证建议

GBP 建议发行人利用外部审查(External Review)确保发行的绿色债券符合上述原则的要求,借助第三方的独立地位和专业服务完成对项目的评估和筛选过程,以及验证内部追溯方法和募集资金的配置等。外部审查的形式可以多样化,如知名研究机构出具的“补充性意见”(Second Opinions)、审计机构出具的审计报告、非营利机构出具的第三方认证报告、评级机构出具的评级报告等。

2. CBI 倡导的 CBS

(1) 气候债券(Climate Bond)的界定、分类目录与行业标准

CBS 在认同 GBP 关于绿色债券类型和四项原则的基础上,建立了一套明确的绿色债券标准(强制性要求)和认证方案(包括鉴证和认证两个环节),用于核查债券所募集资金是否真实地用于低碳和气候适应经济(a low carbon and climate resilient economy),并将通过核查被 CBSB 认证(贴标)的债券称为“气候债券”,而非使用一般的“绿色债券”名称。

作为操作性指引,CBS 在界定气候债券的基础上,基于最新的气候科学和控制全球气温升高不超过 2℃ 的目标,将合格的项目和资产纳入其中,建立分类目录(Taxonomy),并为每类项目制定行业特定标准(Sector-Specific Standard),清晰地呈现出气候债券的资格准入图谱,便于发行人对照和遵循。^[18] 目前纳入该目录的项目范围主要包括:(1) 已有特定标准的领域:能源(其中的太阳能、风能、地热能)、交通(其中的铁轨、交通工具、公共交通、快速公交系统)、水资源(包括水力资源)、低碳建筑等。(2) 将很快推出特定标准的领域:生物能,农业、林业及其他土地使用,工业能效,渔业和海洋投资等。(3) 即将启动的领域:信息技术与通讯、废品及污染控制、工业能效、基础设施改造与循环利用等。^[19] 值得注意的是,CBS 明确排除了所有与化石燃料相关的项目,体现出其支持脱碳、减少碳排放的宗旨。

结合 GBP 和 CBS 的规定,绿色债券是一种宽泛和开放的金融工具,倡导者希望构建富有弹性和动态的资格准入标准以引导更多资金用于改善环境和发展低碳经济。在厘定绿色债券时,其关键之处一是绿色项目的范围,二是募集资金的运用方式。从已有的绿色债券发行实践看,即使主业不是从事绿色产业的发行人,但只要将募集资金投向绿色项目,也可采用这一融资工具;所募资金可以用于某个绿色项目的一部分,也可以用于项目的全部投资;发行人既可以为正在开展的绿色项目融资,也

[18] 这一工作主要由 CBS 的技术工作组推动,在征询行业工作组和利益相关者意见并得到 CBSB 批准之后对外公布,分类目录和行业标准将紧随技术进步保持更新。

[19] See “Taxonomy”, <http://www.climatebonds.net/standards/taxonomy>, last visit on November 20, 2016.

可以在将来再投向符合要求的绿色项目；^[20] 如果资金一时闲置，还允许适当对外投资。在资金运用上，发行人可以将它用于绿色项目的直接生产经营，例如建立无磷的洗衣粉厂、太阳能发电厂；可以用来购买或租赁绿色产品，支持绿色消费，例如用来支持消费者贷款购买或租赁新能源“绿色”汽车；可以用来支付获取绿色技能、证书或相关核准的成本开支，例如用于支付所属物业公司为取得 LEED 绿色建筑认证的成本开支；可以将债券的收益与公司投资的资源减排项目的收益相挂钩；可以将公司持有的绿色金融产品（公司债、股票、资产支持证券等）再次证券化，以绿色金融产品的收益偿付新绿色债券的利息；甚至在符合一定条件和不超过一定幅度的情况下，募集资金可用来偿付发行人所借的其他高息债务，以降低成本和更好地发展绿色项目。

(2) 拟申请认证的气候债券的发行与管理标准

CBS 采取两项措施引导和确保公司所发行的债券符合气候债券的基本要求。一是承继 GBP 的四项原则，将原则性的规定细化为发行人获取气候债券认证应遵循的强制性要求，包括募集资金的使用、追溯和报告，其可视为对发行人公司治理的一个内部约束；二是引入专业且具有公信力的外部机构，构建气候债券的鉴证与认证机制，包括由独立的核查机构对发行人是否遵循前述强制性要求的核查（鉴证）和由 CBSB 对鉴证结果的最终认证，其可视为对发行人公司治理的一个外部监督。

公司可在发行气候债券前启动鉴证和认证程序，以便在债券发行路演中使用认证来增强债券的吸引力并降低发行成本。公司在发行前需要遵守的强制性要求如下表 2 所示。

表 2 公司在发行气候债券前应遵循的强制性要求

<p>1. 挑选特定项目与资产</p> <p>1.1 发行人应建立、记载并维持有效的决策流程，阐明债券的环境目标，评估并记录特定项目和资产是否适格；</p> <p>1.2 特定项目和资产不能与其他气候债券再挂钩，除非需要通过不同的气候债券提供融资；</p> <p>1.3 债券的预期募投资金净额不能超过发行人对特定项目和资产的投资义务，或特定项目和资产的公允市场价值。</p>
<p>2. 内部流程与控制</p> <p>发行人应记录募集资金管理和投资的机制、政策与过程，并向核查机构披露，包括：</p> <p>2.1 如 GBP 原则三所要求的募集资金追溯管理制度；</p> <p>2.2 闲置资金按要求进行管理的情况；</p> <p>2.3 募集资金专款专用于特定项目的情况。</p>
<p>3. 发行前的披露</p> <p>发行人应在发行文件中披露：</p> <p>3.1 募集资金投资的领域；</p> <p>3.2 募集资金闲置时拟投资的金融工具；</p> <p>3.3 核查机构采用的核查方法；</p> <p>3.4 在债券存续期是否将定期开展核查，以及核查的频率。</p>

公司也可以在发行债券之后一年之内申请鉴证和认证，这种安排有助于增强投资者对债券的信心，也能有效提升发行人的声誉，便利后续融资。认证一旦获得通过，在整个债券存续期内都有效，发行人当然也可以定期更新认证。公司在这种情况下需要遵循的强制性要求如下表 3 所示，同时因债券类型略有不同。

[20] CBS 要求所募资金应在发行后 24 个月内投向绿色项目。

表3 公司在发行气候债券后应遵循的强制性要求

A 总 体 要 求	<p>1. 特定项目与资产</p> <p>1.1 发行人仍应维持决策流程，以确定特定项目和资产继续符合资格要求；</p> <p>1.2 所有债券募集资金投向的特定项目和资产都应符合债券文件载明的目标和 CBS 分类目录及行业标准要求；</p> <p>1.3 特定项目和资产不能与其他气候债券再挂钩，除非需要通过不同的气候债券提供融资。</p>
	<p>2. 募集资金用途</p> <p>2.1 募投资金净额应投向特定项目和资产；</p> <p>2.2 发行人应在发行后 24 个月内将资金投向特定项目和资产；</p> <p>2.3 当一部分募投资金用于借新还旧时，发行人应预估其所占份额，并确定哪些特定项目和资产可借新还旧；</p> <p>2.4 募投资金净额的使用应可被发行人披露给核查机构的正式内部流程所追溯；</p> <p>2.5 募投资金净额不能超过发行人在发行时对特定项目和资产的投资，或特定项目和资产的公允价值。</p>
	<p>3. 募集资金的专款专用</p> <p>3.1 募投资金净额应被放入专门账户或由发行人以某种适当方式使用；</p> <p>3.2 募投资金的减少应与适格投资或贷款拨付相匹配，对暂时闲置的募投资金，可基于保值增值进行现金一类的临时投资，但不得用于导致温室效应的气体项目；也可在被拨付给特定项目和资产前循环使用，暂时降低负债；</p> <p>3.3 如发生不可抗力，发行人可延期配置募投资金，这并不违反上述 24 个月内配置的要求。</p>
	<p>4. 保密</p> <p>4.1 特定项目和资产的信息应披露给核查机构和 CBSB，以便进行评估。这些信息应遵守特定项目和资产所有人提出的保密要求；</p> <p>4.2 发行人应向市场披露债券、特定项目和资产的信息。披露应遵守保密协议的要求。</p>
	<p>5. 报告与披露</p> <p>发行人应向债券持有人和 CBSS 至少每年一次提供包括募集资金已投向特定项目和资产清单的报告。报告应包括项目和资金投放情况概要，以及特定资产和项目的预期环境影响。^[21]</p>
B 符合适格的分类目录和行业标准要求（见上述）	
C 不 同 气 候 债 券 结 构 的 特 别 要 求	<p>1. 募集资金作绿色用途的一般债券</p> <p>1.1 项目持有。发行人应持续持有特定项目和资产。允许用新特定项目和资产添加、替代或补充原来的项目和资产，只要其适格并符合债券设定的环境目标；</p> <p>1.2 清算期间。发行人应证明在发行之后的 24 个月内已将全部募集资金投向特定项目和资产。若非如此，发行人应证明已将剩余的或未配置的募集资金投向适格的项目和资产；或发行人已将它们进行了符合上述要求的临时投资；</p> <p>1.3 标记。发行人应继续维持内控流程，以便管理并说明资金投向了特定项目和资产。</p> <p>2. 募集资金作绿色用途的收益债券 与 C1 的要求相同。</p> <p>3. 绿色项目债券 无特别要求。</p> <p>4. 证券化绿色债券 与 C1.1、C1.3 的要求相同。</p>

[21] 发行人应使用定性绩效指标，以及如有可能，使用定量绩效测量特定项目和资产的环境目标；发行人应披露在准备上述绩效指标和度量时所使用的办法和主要基础假设；当因保密协议或竞争问题限制详细地披露特定项目和资产时，至少应披露其所属的 CBS 行业目录投资领域。

(3) 气候债券的鉴证与认证

认证并非强制性要求,但通过认证的气候债券,可以更好地得到投资者的信任,有利于发行人获得更低利率的融资。CBI 作出这一设计的初衷在于借鉴债券信用评级的做法,引入独立而专业的核查机构对发行人是否(持续)满足上述气候债券要求进行鉴证,并由 CBSB 对这一鉴证结果进行最终认证,从而借助专业机构的力量帮助投资者完成对气候债券的尽职调查和投资评估,降低其投资成本并减少投资障碍。同时,由重要机构投资者代表组成的 CBSB 的贴标认证可确保这一做法的可信度、市场标准的统一和产品的可比较性。

专业机构符合 CBSB 规定的要求并通过其批准就可作为核查机构开展工作。目前已有多家机构获得批准,包括诸如安永、毕马威、普华永道等会计师事务所,诸如必维国际检验集团(Bureau Veritas)、挪威船级社(DNV-GL)、Sustainalytics、Vigeo,以及中国的商道融绿(Green Finance)、北京中财绿融咨询、联合信用管理有限公司等专业评估机构,此外还有相关学术机构也获得了批准,如挪威国际气候与环境研究中心(CICERO)。当然,也可聘请信誉良好的科学机构进行核查,且其未必是必须获得 CBSB 批准的机构。

三、绿色债券国际规则对中国的启示

当前,发展绿色债券这种具有正外部性的金融工具已成为世界趋势,ICMA 和 CBI 运用自身经验成功建立起投融资双方相互信任且具有可操作性的绿色债券运作机制的机理值得我国学习。总结而言,其成功经验主要在于以下几个方面。

其一,绿色债券规则的建立,由具有广泛代表性的非政府间国际组织主导,可以跨越市场自身发展的缓慢过程,加快市场发展进程;绿色债券规则的构建尊重市场各方需求并注重利益平衡,其以市场为导向的价值取向是相关规则获得普遍认同的重要基础。我国目前已由中国人民银行、国家发展和改革委员会、证监会等主要政府部门或监管机构出台了一系列绿色债券规则(见下表 4),这种基于国情由政府主导制定相关规则的做法,与市场机制主导一样,作为一种推动力量并无不可。^[22]然而,从现有相关法律法规和政策的制订过程来看,立法者还较少对外公开征求意见,一些法律规则与政策主要是由相关职能部门起草并在小范围内征求行业或专家的意见,与绿色金融运用相关的或者深受绿色项目影响的更多行业和公众却往往缺乏对即将出台的绿色法规政策的知情权、参与权、建议权和监督权。这种做法尽管在某种程度上可以提高立法效率,回应现实需要,但绿色发展是一个长期的过程,其效益与社会各界的福祉休戚相关。采用这种相对封闭的立法过程,既可能丧失借立法参与向公众普及绿色发展理念,为将来更好地执行绿色规则奠定社会基础的大好时机,也可能错失借助公众智慧对绿色项目标准设置和监管者权限进行纠偏和促使其向好的良好机会。为此,今后在绿色债券具体规则的制定上,应适当增加相关行业力量和投资者(公众)的参与,对这类影响广泛的规则有必要公开征求意见,提供立法者与行业、公众对话和互动的机制,并要求立法者对此有所反馈。与此同时,应要求立法者秉承绿色发展理念并遵循市场发展规律推进绿色金融的发展,不宜为迎合政策导向和争创绩效超前或过多地出台绿色融资规则,以免政府的扶助之手越过市场自治的边界,造成过度“促绿”或诱发市场通过“洗绿”进行政策套利。超常规发展或机会分配的失衡,都将不利于我国动员全民参与生态文明建设和发展可持续的绿色债券市场。

[22] 参见国务院发展研究中心“绿化中国金融体系”课题组:《发展中国绿色金融的逻辑与框架》,《金融论坛》2016年第2期。

表4 我国目前主要的绿色债券规则(截至2016年12月31日)

发布时间	制定者	规范名称
2015.12.22	中国人民银行	中国人民银行公告〔2015〕第39号——主要规范金融机构在银行间债券市场发行绿色金融债券,同时发布《绿色债券支持项目目录》
2015.12.31	国家发展和改革委员会办公厅	《绿色债券发行指引》(包含重点支持的十二类绿色项目)
2016.3.16	上海证券交易所	《关于开展绿色公司债券试点的通知》
2016.4.22	深圳证券交易所	《关于开展绿色公司债券业务试点的通知》
2016.8.31	中国人民银行等七部委 ^[23]	《关于构建绿色金融体系的指导意见》
2016.12.5	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》

其二,绿色债券运作机制的关键点在于建立市场共识和信任关系,有效解决投融资双方的信息不对称问题,并合理分配由此产生的成本和风险。对此,GBP和CBS注意参与制订规则成员的行业专业性和广泛代表性,并通过对外征求意见、聘请专家提供建议等举措保障规则能够反映市场各方的最低共识,继而借助享有盛誉的国际组织的最佳实践推广和权威的认证机制,建立起可持续发展的信任机制。在解决信息不对称问题上,这两套国际规则相辅相成,通过定义绿色债券、要求发行人建立内控机制和信息披露机制,以及构建外部鉴证和认证机制,形成既明确透明又具有强大约束力的内外部监督规则,保障投资者对所投资项目的知情权和信任感。更值得一提的是,CBS紧随技术进步,注重与时俱进地更新和拓展绿色债券的分类目录,体现出其对市场需求的积极回应;而其分别提供给发行人、核查机构和投资者的操作指引,有助于各方在规则统一的基础上各取所需,提高项目运作效率并形成良好的可比性。在成本和风险分配上,考虑到对发展绿色债券更关键的是引导资金投入绿色领域,CBS要求发行人承担申请鉴证和认证的成本,这种做法在一定程度上相当于帮助投资者聘请了专业机构进行尽职调查、投资评估和后续监督,有助于减轻投资者的负担并吸引其投入更多资金。当然,其虽然将部分成本转嫁给发行人承担,但投资风险仍需由投资者自付,而发行人可利用认证机制谋求更有利的融资条件,实质上仍没有违背最终受益人付费的合理思路。

反观我国,尽管已出台上述绿色债券规则,实践中也有绿色公司债券、绿色抵押债券、绿色项目债券及绿色资产证券化产品等多种结构的绿色债券,但这些规则和产品大多存在着政出多门和多部门监管竞争的问题;^[24]在内容上,它们所采用的关于市场准入、监管要求、上市交易场所、登记结算机

[23] 包括中国人民银行、财政部、国家发改委、环保部、中国银监会、中国证监会与中国保监会。

[24] 参见洪艳蓉:《公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架》,《证券市场导报》2010年第4期。例如,在绿色公司债券市场上,存在着中国证监会监管的绿色公司债券、国家发改委监管的绿色企业债券,以及中国人民银行主导下由银行间市场交易商协会监管的绿色中期票据;在绿色资产证券化产品上,存在着中国证监会监管的企业资产证券化、中国银监会主导的信贷资产证券化,中国人民银行主导下由银行间市场交易商协会监管的非金融企业资产支持票据、中国保监会监管的保险资产证券化等。

构等规则不尽统一,形成属于同一法律关系的金融产品却分别适用不同法律规则的现象,^[25]不仅给市场各方带来法律适用的不便和更高成本,而且给我国更快更好地发展绿色债券市场造成了不小的障碍。就这些规则的具体内容来看,尽管也规定了募集资金用途和专款专用的相关内容,但更多的是些政策性、原则性的规定,^[26]由于缺乏明确具体的能够指引发行人做好发行前后相关准备工作以及包括信息披露、外部核查等约束在内的必要制度安排,以致难以有效破解投融资双方信息不对称难题和建立起双方的充分信任,因而难以吸引投资者优先投资绿色领域,也未能为承销机构提供促进绿色债券发展的业务指引。在实践中,虽有诸如中诚信评级公司、联合评级公司等机构尝试发布有关绿色债券的评估方法,但因缺乏足够的公信力和经验支持,对于能否因此增强投资者对投资绿色债券的信心还有待观察。为此,借鉴 GBP 和 CBS 的国际经验,有必要在国务院行政法规层面统一绿色债券的制度规范,并公布符合国情、与时俱进且与国际接轨的绿色项目行业目录^[27]和统一的操作标准^[28],将 GBP 倡导的绿色债券四项原则内化为规则的最低要求,充分借鉴 CBS 中激励与约束发行人的制度安排,构建明确的有关发行人内控、信息披露和外部核查的具体规则,用于指导不同类型绿色债券的发行,使之具有统一标准和可比性,也有利于从事绿色项目的公司充分利用这一融资工具,全面推动我国绿色债券市场的发展。

其三,绿色债券作为具有正外部性的金融工具,如何实现这种良好环境和社会效益的内部化是关系到绿色债券市场发展前景的抓手。换言之,“在目前价格体系无法完全反映绿色项目的正外部性的情况下,如何吸引社会资金配置到绿色产业,是政策面临的一大挑战。”^[29] CBS 通过为发行人提供鉴证和认证机制的做法,帮助其获得投资者信任并吸引更多负责任的投资,从而降低其融资成本,这不失为一种有效方法。尽管 CBS 作为国际层面的自愿性行为指南,无法像一国政府那样给予政策优惠承诺,但 CBS 有关中国发展绿色债券的建议明确提道:“对于中国政府来说,绿色债券是一个与技术

[25] 例如,中国证监会监管下的绿色公司债券采用核准制下便捷的“绿色通道”,这类债券主要在上海证券交易所和深圳证券交易所挂牌交易,登记托管于中国证券登记结算公司;国家发改委监管下的绿色企业债券仍然采用核准制,这类债券可同时在上海证券交易所、深圳证券交易所和银行间债券市场进行交易,并登记托管于中央国债登记结算公司;银行间市场交易商协会监管的绿色中期票据采用注册制,这类债券主要在银行间债券市场交易,登记托管于上海清算所。

[26] 例如,尽管信息披露内容已是中国人民银行等七部委发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》中较为详细的部分,但其只是规定“逐步建立和完善上市公司和发债企业强制性环境信息披露制度。对属于环境保护部门公布的重点排污单位的上市公司,研究制定并严格执行对主要污染物达标排放情况、企业环保设施建设和运行情况以及重大环境事件的具体信息披露要求。加大对伪造环境信息的上市公司和发债企业的惩罚力度。培育第三方专业机构为上市公司和发债企业提供环境信息披露服务的能力。鼓励第三方专业机构参与采集、研究和发布企业环境信息与分析报告”,各项具体制度的落实仍有待相应职能部门出台实施规则才有可能完成。

[27] GBP 和 CBS 主要由发达国家的机构投资者制订,所在国家大多已走过工业化道路,因此在绿色行业目录上明确排除化石能源项目。而对于处于工业化进程中的中国,只要能够节约化石能源的使用量,降低单位能耗的,所投资项目则都属于绿色项目。例如,发达国家并不认同的煤炭清洁利用、高铁运输,在我国就属于绿色项目。因此,应注意这种基于经济发展阶段和国情的不同而呈现出来的差异,并在吸引外资投资国内绿色债券市场以及到海外市场开展绿色债券融资时予以注意。

[28] 近来关于在绿色发展领域统一标准的好消息是,国务院办公厅于 2016 年 11 月 22 日出台了《关于建立统一的绿色产品标准、认证、标识体系的意见》,在其中提出“按照统一目录、统一标准、统一评价、统一标识的方针,将现有环保、节能、节水、循环、低碳、再生、有机等产品整合为绿色产品,到 2020 年,初步建立系统科学、开放融合、指标先进、权威统一的绿色产品标准、认证、标识体系,健全法律法规和配套政策,实现一类产品、一个标准、一个清单、一次认证、一个标识的体系整合目标”,可谓吹响了统一法律规则的号角;而国家发改委、国家统计局、环境保护部、中央组织部于 2016 年 12 月 12 日联合发布的《绿色发展指标体系》与《生态文明建设考核目标体系》更给绿色发展的统一奠定了考核考评的共同基础。这种在更高层面统合法资源、统一绿色发展思路的趋势必将有助于推动绿色金融规则的法制一体化。

[29] 马俊:《构建绿色金融的理论框架》,《金融市场研究》2016 年第 2 期。

无关的工具,它通过监管、税收优惠和信用增级鼓励资本流向绿色项目。”^[30]从目前国内的绿色债券规则来看,尽管已包含部分政策优惠的内容,但大多是政策性的和口号式的,^[31]未来有必要加快调整国内税收规则和促进监管部门之间、中央和地方政府之间的协调,^[32]促使政策优惠能够有效落地,真正给发行人带来实惠,以引导其更积极地发展绿色产业;同时也有必要在出台“促绿”优惠措施的同时制定对“洗绿”行为的制裁规则,以防范不良发行人进行政策套利。

此外,应注意的是,绿色债券具有显著的环境效益,GBP和CBS也主要是围绕这一特性就对发行人方面的激励和约束进行制度设计。但作为一种金融工具,绿色债券的金融风险并不因此而有所降低,相反还可能因绿色产业的新兴性和长周期特点,使债券面临更多的不确定风险。正因为如此,CBS在其规则中强调:“气候债券标准并非金融标准,不会对债券的信用评级产生任何影响——投资者仍应像做其他投资一样进行财务尽职调查(due diligence)。”就国内绿色债券规则而言,可能部分存在着以环境风险评估替代信用风险评估,不适当拓展发行人发债信用的情形。^[33]未来有必要修正这种观念上的混淆,正确认识环境风险和信用风险之间既有所牵连并可能相互转化,又各有侧重、保持相对独立的关系,提醒市场关注因环境因素引发的金融风险,并基于发行人的总体信用和未来偿债能力规划其负债规模,惟有如此,才能有助于建设一个健康的绿色债券市场,有效保护投资者的合法权益。

(责任编辑:洪玉)

[30] 《发行绿色债券的益处》, <http://cn.climatebonds.net/green-bonds/benefits>, 2017年1月5日访问;戴伟惠、Sean Kidney、Beate Sonerud:《中国绿色债券发展路线图:利用绿色资产证券化、税收优惠和增信措施扩大绿色债券的规模》, <http://cn.climatebonds.net/resources/Roadmap-for-China/April/2016/Paper3>, 2017年1月5日访问。

[31] 例如,国家发改委办公厅发布的《绿色债券发行指引》在“相关政策”部分提出“地方政府应积极引导社会资本参与绿色项目建设,鼓励地方政府通过投资补助、担保补贴、债券贴息、基金注资等多种方式,支持绿色债券发行和绿色项目实施,稳步扩大直接融资比重”,但显然这些政策的落实还取决于地方政府的作为,并非实然的存在。

[32] 参见绿色金融工作小组:《构建中国绿色金融体系》,中国金融出版社2015年版,第141~143页。

[33] 例如,在国家发改委办公厅发布的《绿色债券发行指引》中,允许发行绿色债券的企业不受发债指标的限制;允许在资产负债率低于75%的前提下,核定发债规模时不考察企业其他公司信用类产品的规模;允许企业使用不超过50%的债券募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金等。