Cooley科律

ESG 导向的基金投资：架构设计与市场趋势

引言

自 2006 年《联合国负责任投资原则》（UNPRI）推出以来，私募股权和风险投资基金的机构投资人们采纳了多种治理与经济方案，来推进通过基金投资实现其特定的环境、社会和治理（ESG）目标。伴随着越来越多的投资人加入 UNPRI，我们也观察到机构有限合伙人（LP）在落实 ESG 目标方面数年来的实践演变。本文介绍了其中的一些路径，并深入探讨了在私募投资基金常见的普通合伙人-有限合伙人（GP-LP）框架下进行投资结构设计的考量，以及对市场新趋势的观察分析。

投资结构设计方案一览

GP-LP 模式

对于采用传统 GP-LP 投资模式的 LP 来说，选择基金管理人和基金主题对于促进该 LP 自身的 ESG 举措和投资目标至关重要。这通常是通过投资前尽职调查来完成的，该过程将对相关基金管理人的概况、业绩历史以及对 ESG 目标的投入程度进行深入梳理。

由国际性金融机构或多边组织开创的传统 ESG 投资方法通常是向普通合伙人（GP）提供指导，例如就实现某些 ESG 及可持续发展目标的最佳做法提供数据和技术指南。此外，这些国际机构还向 GP 提供资金支持，聘请技术专家攻克新兴管理公司在财务、运营和其他方面遇到的挑战，以此作为其 LP 投资的前提。近来，我们也看到其他一些新的多边开发银行通过为基金管理人提供经济激励的方式来实现其影响力目标（例如符合道德规范的供应链以及可持续发展）。这些经济激励措施包括为在某些影响力指标上得分较高的基金管理人提供更有利的收益分成安排。

这两种方法都旨在转变 LP 在私募投资基金中作为被动投资者的传统角色，并提升 LP 对基金管理人与 ESG 相关的绩效的后续监督的有效性。

联合管理人(co-GP)模式

一些拥有充足内部资源和基金管理人技能的机构 LP 并不满足于仅仅扮演被动投资者的角色，相反，这些 LP 可能有意愿也有能力共同设立一个投资基金。我们认为，这种模式尤其适用于内部具备成熟资产管理功能的大型企业集团。通过成为基金的 GP 或投资公司的股东，采用联合 GP 模式的 LP 以类似于与相关的基金管理人成立合资企业（JV）的方式来实施其 ESG 为核心的基金投资计划。如果该 LP 是 JV 的小股东，在重大业务问题（如扩大或改变基金的核心投资范围）上获得一票否决权，是投资者对基金的投资方向施加影响的有效工具。

战略合伙模式

如果说传统的 GP-LP 模式与 co-GP 模式是以 LP 参与程度为衡量标准的光谱的两极，在实践中我们也看到了越来越多介于两者之间的战略合伙模式，即虽然投资者不构成基金管理人组织结构的一部分，但仍有权通过合同条款的安排直接影响基金交割后的投资方向，这相比 JV 模式，LP 在其中的参与程度要低一个等级。

ESG 为重点的战略合伙模式：深入分析

战略合伙模式具有一些独特的法律特征，包括：

1. **专属的投资者群体。**战略合伙本质上是闭门联盟，因为只有具备“合适”条件的投资者才获准入——例如，当一个领先的能源行业协会发起一个私募股权基金，目标投资于可实现低碳化学品和燃料的技术时，该组织的现有成员自然会成为该基金的投资者。对于这些专注于特定行业的基金来说，任何额外“未结盟”LP 的加入都需要现有成员的同意。这种准入壁垒可能会限制基金的资金来源，但排他性背后的逻辑是行业协会的所有成员都有一个共同目标，即在全球范围内加速减少温室气体排放，从而为 ESG 驱动的投资合作夯实基础。

2. **LP 份额的转让限制。**战略合伙通常还附带投资者转让限制——例如，LP 向第三方转让其合伙权益或合伙权益下的权利时，基金的现有投资人享有优先购买权。受让方或替代 LP 的合适性不是由 GP 单独决定的，而是需要获得所有其他 LP 的批准。虽然此类限制在普通盲池基金的发行中并不常见，但这与战略合伙的准 JV 性质相符。这有效限制了投资者的流动性，也符合维持一个专注于当前 ESG 目标的 LP 群体的理念。

   即便投资的流动性可能不是参与 ESG 导向型基金的 LP 优先考虑的问题，在设计基金结构或就投资此类战略合伙进行谈判时，仍值得思考是否应建立某种机制，以便于今后对基金的 LP 构成进行合理调整。鉴于这些投资通常是长达 10 年、15 年或更长时间的承诺，技术发展、市场变化、地缘政治和其他不可预见的因素可能导致最初的 LP 不再适合基金。此外，让新的行业参与者作为投资者加入基金也可能极大地提高效率。一家大型航空公司就是一个很好的例子。尽管该公司不是由能源行业牵头的脱碳基金发起协会的成员，但它可以是对油气巨头现有 LP 构成的有力补充，因为该航空公司在可持续航空燃料领域拥有深厚的经验，而这恰恰正是该基金的投资目标。

3. **高度定制化的基金治理机制。**在战略合伙中，投资人除了注资外还会为基金带来行业经验和人脉关系，因此基金治理机制的合理设计对于实现合作价值最大化至关重要。例如，采用多数 LP 批准而非一致同意的机制来决定是否吸纳新 LP，可以为基金提供更多的灵活性和战略优势，因为一致同意机制下，单个投资者的反对就能够阻止交易。此外，还需要适当处理利益冲突和竞争动态问题，特别是当基金中的多位 LP 具有产业资本背景时。

   根据基金的投资主题及其 LP 组合的性质，基石投资人可能通过担任基金或基金管理人投资委员会（IC）的有投票表决权成员而获得影响力，而其他投资人则可能可以担任 IC 的观察员（无投票权）。或如果基金有一些地位相同或相似的“创始”LP，可以在基金层面成立投资人顾问委员会，由每个投资人任命的代表所组成。在许多情况下，这种委员会的权力要比普通的 LP 顾问委员会（通常称为 LPAC）大得多。例如，这种投资人委员会有权否决基金的目标投资组合项目，或拒绝批准 GP 的基金开支预算。

   在审核此类 IC 或顾问委员会安排时，需要注意在表决中是否存在打破平票的机制，以避免出现僵局的情况。另外一个关键的法律问题是，非 GP 的投资人对寻找投资项目、尽职调查、投资决策和其他投资管理活动的参与程度，是否会导致其无法获得相应的司法管辖区法律下对 LP 的有限责任保护。虽然我们看到全球市场上这类交易越来越多，但由于战略合伙通常呈现高度定制化的特征，ESG 导向型 LP 所承担的风险将因交易项目而异，需要对个案进行仔细审视。

Cooley科律

结论

随着新的 ESG 优先事项不断涌现，市场已发展出一系列治理和结构设计方案可供机构投资人选择，以实现特定的战略目标。取决于机构 LP 的能力和资源，ESG 结构设计解决方案需要量身打造，以提高有效性和协同性。随着 ESG 投资市场的不断发展，这些优先事项又将对基金条款产生怎样的影响，我们一起拭目以待。

本文最初刊登于《香港律师》（Hong Kong Lawyer）2025 年 6 月刊——香港律师会的官方月刊。