

# 募集资金用途第三方意见分析思路

2023 年 7 月 27 日

## 概览和范围

本文介绍了标普全球评级就可持续融资（募集资金分配给特定环境或社会项目）类型提供第三方意见（SPO）的分析思路。本文还解释了我们如何为环境项目评定标普全球评级绿色。此外，我们还提供了可持续融资如何解决我们视为发行人最重要的可持续发展因素的背景，以及我们对发行人管理与可持续融资相关的其它可持续发展因素的看法。

SPO 不是信用评级，不考虑信用质量，亦不作为考量因素纳入我们的信用评级。

我们的 SPO 是对可持续金融工具、计划、交易或框架，以及对我们认为与实施该工具、计划、交易或框架相关的发行实体特点的时点性分析。我们用“融资”一词来指代任何可根据该分析思路进行评估的可持续金融工具、计划、交易或框架。

## 我们得出四个分析结果

**符合性评估：**我们对融资文件是否符合发行人指定的特定第三方已发布的可持续金融原则和指引的意见。

**绿色度：**我们对每项经济活动或金融投资如何符合低碳气候韧性愿景的定性意见。

**发行人可持续发展背景：**我们对融资如何促成解决我们视为发行人最重要的可持续发展因素的意见。我们识别并考量哪些可持续发展因素对发行人最为重要，以及如何通过融资来应对这些因素；此外，我们还会评审发行人针对融资相关可持续发展因素所制定的战略。

**欧盟分类方案评估：**应发行人要求，我们对融资是否符合欧盟分类方案提供评估意见。

此分析思路适用于各种金融工具和融资框架，包括由公司实体、项目和结构融资平台、金融机构、多边开发银行，以及主权、地区和地方政府发行的金融工具和融资框架。

我们的意见不限于发行人标定的绿色、社会或可持续发展的新项目债券。我们可为任何再融资、债券、银行贷款、私募、项目融资债、混合债券、投资组合、基金持股、资产支持证券和其它金融交易（流通股和优先股交易除外）提供 SPO。

我们的分析思路适用于融资完成前后以及项目实施前后。我们有关某个框架的 SPO 并不自动适用于该框架下的个别交易。我们需要独立审阅交易文件来对任何特定交易进行符合性评估。

为了帮助传达 SPO 分析结果，我们的 SPO 报告包括重要分析结论摘要，以“优势”、“不足”和“关注”三部分来呈现。摘要中，我们强调融资与其所述可持续发展目标相关的优势和不足，并指出融资相关的潜在风险。该摘要呈现我们分析的其它领域结果的一种方式，而非单独的分析工作。

### 作者

**Charlie Cowcher, CFA**

伦敦  
+44 7977 595797  
charlie.cowcher  
@spglobal.com

**Beth Burks**

伦敦  
+ 44 20 7176 9829  
beth.burks  
@spglobal.com

**Luis Solis**

马德里  
+34 914233218  
luis.solis  
@spglobal.com

**Florence Devevey**

巴黎  
+33 140 75 25 01  
florence.devevey  
@spglobal.com

**Patrice Cochelin**

巴黎  
+ 33144 207325  
patrice.cochelin  
@spglobal.com

**Hans Wright**

伦敦  
+ 44 20 7176 7015  
hans.wright  
@spglobal.com

- 与我们对标准实践的看法相比，我们认为“优势”是融资中比较突出的正面特点。例如，我们会认为能够解决重大可持续发展因素、并支持融资实施的价值链政策是发行人的优势。我们也可将远远超出《原则》最低要求的元素的纳入视为优势。
- 我们认为“不足”是我们分析中所发现的重大限制性因素，可能妨碍融资实现其可持续发展目标可带来的全部益处。例如，我们会认为未能将柴油动力备用发电机排除在新建楼宇的融资之外，是发行人的一个不足之处。
- 我们认为“关注”是融资相关的潜在问题或风险。一般而言，需要关注的领域是发行人计划缓解的风险，或发行人采取缓解措施后仍然存在的残留风险。例如，如果发行人面临需要采取积极措施来缓解的重大物理气候风险，我们可能会将此视为关注事项。

我们认为“不足”比“关注”更为严重。

## 符合性评估

### A. 判定可持续融资交易或框架的符合性

应发行人要求，我们就融资文件是否符合特定第三方发布的可持续金融原则和指引（《原则》）提出意见。我们可根据多项《原则》提出符合性意见，并按照所评估融资依据的具体《原则》来调整我们的分析。本文发布之日，属于符合性意见范围内的《原则》包括：

- ICMA《绿色债券原则》（GBP）
- ICMA《社会责任债券原则》（SBP）
- ICMA《可持续发展债券指引》（SBG）
- LMA/APLMA/LSTA《绿色贷款原则》（GLP）
- LMA/APLMA/LSTA《社会责任贷款原则》（SLP），和
- ACMF《绿色债券标准》（AGBS）。

**我们的符合性分析通常产生两种可能的评估结果：符合，或不符合。**符合意见意味着，我们认为融资达到了符合相关《原则》的最低要求。极少数情况下，我们判定融资在概念上是符合的，这表明我们认为其达到了符合相关《原则》的最低要求，但融资的特点在技术上与《原则》的范围并不匹配。在这种情况下，我们对分析进行必要修改后，尽可能地采用《原则》。例如，这可能适用于与金融工具并无直接关联的资金或其它可持续发展框架。

**我们的符合性分析分为与各项《原则》通用领域相匹配的标准化分析要素。**我们用来决定符合性意见的分析要素如下：

- 募集资金用途，
- 项目评估与遴选流程，
- 募集资金管理，和
- 报告。

对于与我们融资分析相关的每个要素，我们评估该融资是否满足相关《原则》相应章节的最低符合性要求。所有相关分析要素的评估结果都必须符合，以达到整体符合评估结果。

**当我们评估融资是否符合 ICMA《可持续发展债券指引》时，我们会考量所有项目是否同时符合《绿色债券原则》和《社会责任债券原则》。**例如，在评估募集资金用途时，我们认为，融资若要符合

《可持续发展债券指引》，所有具有绿色和社会协同效益的项目都应同时满足《绿色债券原则》和《社会责任债券原则》的资格标准。

在相关情况下，我们评估是否遵守 ICMA《气候转型金融手册》（Climate Transition Finance Handbook /CTFH），并在 SPO 分析中加以评注。有关是否遵守 CTFH 的评估不会对我们的符合性意见产生影响。

应发行人要求，若融资文件提及可持续发展目标（SDG），我们会考量其对哪些目标作出了贡献。我们将融资所资助的活动与 ICMA 的 SDG 映射进行比较，并在我们的 SPO 分析中概述预期关联。我们的 SDG 映射评估不会对我们的符合性意见产生影响。

## B. 募集资金用途分析

募集资金用途分析考量融资文件中的承诺是否符合相关《原则》的募资用途要求。我们重点关注发行人的可持续发展项目募资用途承诺是否设定得足够清晰。在考量绿色项目募集资金用途符合性时，我们要求直接受融资支持的项目类别的绿色评估为三种绿色之一。在考量社会项目募集资金用途符合性时，我们要求社会项目必须是直接致力于解决或改善特定社会问题，或对特定目标人群具有明确社会效益的项目。

各类《原则》和可持续发展分类方案对合格绿色项目或环境项目的要求可能不同，对募集资金用途亦然。若某《原则》要求项目遵循特定分类方案，我们会在募集资金用途分析中加以考量。

## C. 项目评估与遴选流程

我们重点分析发行人在文件中所列项目评估与遴选流程的清晰程度如何，能否保证所选项目符合相关《原则》的环境和社会要求。不同《原则》对于环境或社会项目的要求不同。

通常，《原则》要求发行人明确项目遴选流程、项目遴选过程中所采用的评估标准，包括排除标准（若适用），以及支持遴选流程的总体可持续发展目标。

ICMA 的《绿色债券原则》和《社会责任债券原则》，以及 LMA 的《绿色贷款原则》和《社会责任贷款原则》会考量发行人是否清晰传达了有关项目社会和环境风险的识别及管理流程的补充信息（无论何种项目类别）。我们会在评估过程中考量这一内容。

## D. 募集资金管理

募集资金管理分析考量融资文件是否符合相关《原则》的募资管理要求。我们关注发行人所作承诺是否足够清晰，以保证募资在融资全生命周期一直专门用于支持合格的可持续发展项目。

例如，ICMA《原则》要求发行人对存续期内的所有绿色债券和社会责任债券的募资净额进行监督，包括适时跟踪募资状态，并根据合格绿色项目和社会责任项目的资金配置情况调整净募资余额。ICMA 的《绿色债券原则》和《社会责任债券原则》还要求发行人向投资者披露未配置资金的临时处置计划类型。

## E. 报告

我们的分析考量融资文件是否符合相关《原则》对报告的要求。

本节内容涉及各类《原则》对报告有不同的要求。因此，我们会按照对标的《原则》进行对应分析。例如，ICMA 的《原则》规定，发行人应每年报告募集资金用途，直至募集资金全部投放完毕。同时规定所呈信息必须包含一份列有获得融资项目的清单，对每个项目的介绍（包括配置到每个项目

上的资金规模），以及预期的环境和社会影响。而《东盟绿色债券标准》规定，发行人须至少每年报告一次，但对报告的具体内容为建议性质，非强制要求。

## 决定绿度

**绿度是我们对获融资活动与低碳气候韧性（LCCR）愿景相符程度的定性意见。**绿度评定基于我们对气候和非气候环境因素的分析得出。我们的分析并不反映活动的社会风险或效益。因此，我们不会为获融资的社会活动决定绿度。

**在决定某个项目类别的绿度时，我们首先考量该项目类别的基础活动（通常称为项目）。**

我们应用《绿度评估分析思路》（Analytical Approach: Shades Of Green Assessments）进行分析。若某项目类别中的所有活动均获同一绿度，或该项目类别聚焦某一特定绿度的活动，我们就授予该项目类别此绿度。

**若某项目类别包含的活动被评估为多个绿度，我们可能将该项目类别的绿度评估为两个相邻绿度区间。**例如，若一项目类别包含中绿和深绿活动，我们就将该项目类别的绿度评估为中绿至深绿区间。我们用绿度区间表示某项目类别内部活动获评不同绿度。但绿度区间不能横跨两个以上绿度。例如，绿度区间不能为深绿至浅绿。若某一项目类别内的活动涵盖所有绿度，我们将根据其特征授予该项目类别一个单一绿度，或一个绿度区间。

**我们不为社会项目类别评定绿度。**但是，若社会项目类别下的活动有明确的环境风险，我们将对这些风险以及发行为降低这些风险所采取的行动进行评估和评论。我们可能关注的社会项目相关风险包括碳锁定、森林砍伐、生物多样性减少以及气候物理风险敞口。

**在决定融资的整体绿度时，我们以获融资项目类别的加权平均绿度衡量，权重为融资发行三年后每个项目的预期融资投放占比。**若我们无法掌握足够信息以形成充分意见，我们将保守计算活动的资金配置权重。若融资包含社会项目类别，我们不会评定融资的整体绿度。

部分发行人，如金融机构、主权政府和地方政府，会协助其它实体开展活动，而非自己独立开展。在分析此类发行人时，我们关注发行人协助开展的基础活动。例如，金融机构可能发行住房抵押贷款支持证券（RMBS），其底层资产由支持能效建筑的贷款池构成。要决定此类项目的绿度，我们会评估底层地产的特征，或分析被纳入 RMBS 资产池必须满足的最低要求。

## 发行人可持续发展背景

我们提供发行人可持续发展背景，以表达我们对融资将如何助益解决发行人最重要的可持续发展因素的看法。可持续发展背景也包含发行人如何管理融资涉及的其它可持续发展因素。

我们针对以下两部分内容提供背景信息：

- 我们对融资涉及的可持续发展因素，以及发行人最重要可持续发展因素的重叠部分进行分析评估。评估时，我们会考量发行人所处行业、地域、经营活动以及融资范围。
- 我们通过考量公开声明、行动、目标和政策，来评估发行人应对可持续发展因素重叠部分的策略。

在本节分析中，我们可能考量与发行人相关的其他实体的背景（如相关）。

## 欧盟分类方案评估

在我们的欧盟分类方案评估中，当经济活动被经由授权立法纳入欧洲法的技术筛选标准覆盖时，我们就将获融资的合格项目是否符合欧盟分类方案出具意见。

我们的分析旨在协助读者了解，可使用融资框架或某项具体交易的募集资金予以支持的经济活动，如何与欧盟分类方案相符。欧盟分类方案界定了六个环境目标（欧盟目标）：

- 减缓气候变化，
- 适应气候变化，
- 水与海洋资源的可持续利用和保护，
- 向循环经济转型，
- 污染预防和控制，和
- 生物多样性和生态系统的保护和恢复。

我们的评估按欧盟分类方案设定的三个条件来组织结构。根据分类方案，一项经济活动被认定为环境可持续，须具备以下三条：

- 对欧盟目标中的至少一个环境目标做出重大贡献。
- 对任何其它欧盟目标无重大伤害（DNSH）。
- 满足最低保障。

欧盟分类方案技术筛选标准对“重大贡献”和“无重大伤害”（DNSH）进行了界定。

我们关注可证明（一项经济活动）符合上述三个条件的证据。证据是指融资中做出的承诺——以及发行人提供的回复、其相关内部政策和程序中的承诺——表明该发行人能够满足上述个条件的标准。

## 确认整体与欧盟分类方案的一致性

仅当我们的意见为“完全符合”时，我们认为融资符合欧盟分类方案。如下表概述，我们将融资不符合欧盟分类方案的情形予以区分为两类：部分符合和不符合。

表 1

### 有关融资整体与欧盟分类方案的一致性意见

<b>完全符合*</b>	融资可予支持的所有经济活动在技术指标的覆盖范围内。
	所有活动符合重大贡献和无重大伤害的所有技术指标。
	发行人的程序满足最低保障。
<b>部分符合*</b>	融资不完全符合，但至少有一项融资可予支持的经济活动在技术指标的覆盖范围内。
	至少一项活动符合重大贡献和无重大重大伤害的重大技术指标。
	发行人的程序满足最低保障。
<b>不符合§</b>	不在技术指标覆盖范围内的所有活动，至少与本分析方法中的“一致性评估”章节内的募集资金用途和项目评估与甄选流程中定义的一致。
	融资活动不在技术指标覆盖范围内，不满足重大贡献和无重大伤害标准。
	发行人的程序不满足最低保障。
	活动不在技术指标的覆盖范围内，不符合上述募集资金用途或，也不符合上述项目评估和甄选流程。

\*必须满足上述所有要素。§满足上述要素之一。

## 每一项经济活动与欧盟分类方案的一致性

首先，按照下表，我们考虑可使用融资支持的每项经济活动是否符合或者不符合欧盟分类方案，或者不在技术指标的覆盖范围内。

表 2

### 每一项经济活动与欧盟分类方案的一致性意见

符合	该项经济活动符合重大贡献和无重大伤害的技术指标，同时发行人的程序满足最低保障。
不符合	该项经济活动不符合重大贡献或无重大伤害的技术指标，或者发行人的程序不满足最低保障。
不在技术指标的覆盖范围内	该项经济活动不在技术指标的覆盖范围内。

## 运用重大贡献和无重大伤害技术指标来评估每项经济活动

我们审核融资涵盖的每项经济活动，以评判经济活动是否符合或者不符合重大贡献标准，或者不在技术指标的覆盖范围内。

表 3

### 与重大贡献标准的一致性

<b>符合</b>	该项经济活动符合欧盟分类方案有关对欧盟目标做出贡献的描述，并符合重大贡献技术指标的所有标准。同时，在融资中也具体指明承诺将满足重大贡献技术指标。
<b>不符合*</b>	该项经济活动符合欧盟分类方案有关对欧盟目标做出贡献的描述，但是不符合重大贡献技术指标。
	信息缺失或外部因素导致我们无法得出经济活动符合重大贡献标准的结论。
	该项经济活动与合欧盟分类方案有关对欧盟目标做出贡献的描述不相符。
	在融资中未具体指明将满足重大贡献的技术指标。
<b>不在技术指标的覆盖范围内</b>	该项经济活动不在技术指标的覆盖范围内。

\*满足上述任一要素。

我们审核融资涵盖的每项经济活动，以评判经济活动是否符合或者不符合无重大伤害标准，或者不在技术指标的覆盖范围内。

表 4

### 与无重大伤害标准的一致性

<b>符合</b>	该项经济活动满足其它欧盟目标的所有无重大伤害技术指标。同时，在融资中具体指明承诺将满足无重大伤害技术指标。
<b>不符合</b>	该项经济活动不满足其它欧盟目标的无重大伤害技术指标，或者在融资中未具体指明承诺将满足无重大伤害技术指标。
<b>不在技术指标的覆盖范围内</b>	该项经济活动不在技术指标的覆盖范围内。

在技术指标覆盖范围内的融资支持项目，我们在报告中提供一张概览表，列明这些活动与哪些标准相符，以及不符合哪些标准。

对于每项经济活动，如果我们的评估无法得出清晰明确其符合所有相关技术指标的判断，我们将视其为不符合。

### 按照最低保障要求对发行人进行评估

我们评估发行人是否符合或者不符合欧盟分类方案中定义的最低保障要求。我们的分析不受持续追踪影响，因此，如果发生违反保障要求的情形，并不会自动触发我们对意见进行重新审核。这是我们针对整个融资框架或交易文件的一次评估，不是单独针对单项经济活动的评估。

欧盟分类方案将最低保障定义为，开展一项经济活动的发行人实施的程序，以确保符合数个文本中陈述的指引和原则。这些指引和原则是：《经济合作与发展组织跨国企业准则》、《联合国工商企业与人权指导原则》、《国际劳工组织关于工作中基本原则和权利宣言》，以及《国际人权宪章》。

欧盟委员会的可持续金融平台（PSF）有一个常设专家团队，他们发布了一份《最低保障报告（终版）》，以提供背景信息，和帮助企业 and 投资者在实际操作中探索实施最低保障标准。该报告不代表官方法律解释或指引。

我们的最低限度评估，基于 PSF 建议的四个核心组成部分，考量发行人在融资本生命周期内是否符合最低保障。四个核心部分是：

## 募集资金用途第三方意见分析思路

- 人权，包括劳工的权利；
- 贿赂 / 腐败；
- 征税；和
- 公平竞争。

对上述所有核心议题，PSF 建议评估发行人，对于在这些议题上做出责任认定的任何司法案件，是否做出恰当的反应。PSF 还建议，如果被指控违反上述议题，评估发行人与利益相关者的互动。

表 5

### 与最低保障的一致性

<b>符合</b>	发行人承诺将满足欧盟分类方案描述的最低保障要求，并在融资中具体指明。 证据证明发行人的程序在融资生命周期内满足最低保障的全部核心议题。
<b>不符合</b>	在融资中未具体指明承诺将满足欧盟分类方案描述的最低保障。 并无充足证据证明发行人的程序满足融资生命周期内最低保障要求的所有核心构成部分。

如果我们的评估无法得出清晰明确发行人符合所有相关最低保障要求的判断，我们将该融资视为不符合。我们使用 PSF 建议的外部公开信息，以辨识不符合最低保障要求的迹象。我们不采用司法鉴定方法来寻找符合全部最低保障要求的证据。

## 相关研究

- Analytical Approach: Shades Of Green Assessments, 2023 年 7 月 27 日
- FAQ: Applying Our Integrated Analytical Approach For Use-Of-Proceeds Second Party Opinions, 2023 年 7 月 27 日

本报告不构成评级行动。

(注：中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。)

阅读英文版请点击：

[CIQ Pro: Research \(spglobal.com\)](https://www.spglobal.com)

版权©2024, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可, 严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容(包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品)或其任何部分(以下统称“内容”), 或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理(以下统称“标普各方”)并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏(无论成因), 使用内容得到的结果, 或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证, 包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证, 或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下, 标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失(包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本)负责, 即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析(包括评级)以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述, 并非事实的陈述, 或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息, 但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的, 监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级, 标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任, 也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开, 从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此, 标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程, 以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬(通常从发债人、承销商或债务人处收取)。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (免费网站), 及 [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) 和 [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (收费网站), 及 [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com) (收费网站), 及并可能通过其他渠道进行发布, 包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息, 请查阅 [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees)。

STANDARD & POOR'S, S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。