

2021年8月30日 全7頁

# SFDR、レベル1ベースの開示実例

## EU 資産運用会社等のサステナビリティ開示規制、大手の対応状況

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

### [要約]

- SFDR は、本則（レベル1）が2021年3月10日より適用されている。本項では、‘TAI / P&I 500’のうち、SFDRの開示情報の取得が容易であった30社のFMPを上位から選択し、レベル1ベースの開示実例（2021年7月16日時点）を調査した。
- ESGスコアの判定に採用された外部のデータプロバイダーとしては、MSCI、Sustainalytics、ISS ESGの3社が主流となっている。
- ‘PASI’の開示について、「従業員500人未満につき‘comply’ではなく‘explain’」のオプションを採用しているFMPは1社であった。「発行体の非財務情報開示が不足しており、‘PASI’測定が困難である旨」明らかにしているFMPが5社あった。細則（レベル2）が定める‘PASI’の開示項目（案）を踏まえ、各項目のデータアクセスの見込みを提示しているFMPが2社あった。具体的な社名入りの‘Exclusion List’を開示しているFMPが6社あった（列挙された日本企業は計107社）。
- 8条ファンド・9条ファンドのボリューム（全商品に占める割合）を開示しているFMPは3社であった。8条ファンド・9条ファンドの「イメージ」を開示しているFMPは8社であった。
- なお、欧州委員会は、欧州議会及びEU理事会に宛てたレターにおいて、レベル2の適用開始時期を、ドラフト案の提案よりも6ヶ月後ろ倒しにした、「2022年7月1日」とする計画を通知している。

### 1. SFDRのレベル1、2021年3月10日より適用開始

欧州連合（EU）を拠点とする資産運用会社等のサステナビリティ開示規制を定める SFDR<sup>1</sup>は、

<sup>1</sup> SFDR: EU Regulation on Sustainability-related Disclosures in the Financial services sector

本則である「レベル1」<sup>2</sup>が、2021年3月10日より適用されている<sup>3</sup>。

そこで、本稿では、大手の資産運用会社（以下、「FMP」（Financial Market Participant））を対象に、レベル1ベースの開示実例を調査することとしたい<sup>4</sup>。

## 2. レベル1の構成

調査の前提として、SFDRのレベル1の構成は、図表1のとおりである。

図表1 SFDR：レベル1の構成

	主要な 条文	開示項目	適用対象		細則 (レベル2) への委任
			FMP <sup>(※1)</sup>	FA <sup>(※2)</sup>	
事業体 レベル	Article 3	サステナビリティ・リスクについての方針	○	○	×
	Article 4	サステナビリティへの悪影響	○	○	○
	Article 5	サステナビリティ・リスクの統合に関連する報酬方針	○	○	×
商品 レベル	Article 6	サステナビリティ・リスクの統合	○	○	○ <sup>(※3)</sup>
	Article 7	サステナビリティへの悪影響	○	×	○
	Article 8	‘E’ 又は ‘S’ の促進についての契約前開示 <sup>(※4)</sup>	○	×	○
	Article 9	サステナブル投資についての契約前開示 <sup>(※4)</sup>	○	×	○
	Article 10	‘E’ 又は ‘S’ の促進、及びサステナブル投資のウェブ開示	○	×	○
	Article 11	‘E’ 又は ‘S’ の促進、及びサステナブル投資の定期報告 <sup>(※5)</sup>	○	×	○

(※1) FMP: Financial Market Participant

(※2) FA: Financial Adviser

(※3) FMP への適用についてのみ。

(※4) 「契約前開示」は、交付目論見書等を意味するものと解する。

(※5) 「定期報告」は、アニュアルレポート（年一回公表の運用報告書）を意味するものと解する。

(出所) EU 資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表1からわかるとおり、SFDRのレベル1の主要な条文の大半が、細則である「レベル2」に委任されており、「詳細な」開示項目の決定は、レベル2の採択を待つ必要がある<sup>5</sup>。

もっとも、「詳細な」開示項目をレベル2に委ねている条文であっても、レベル1で「大まかな」開示項目は明らかになっている。2021年3月10日より開示が求められているのは、その「大まかな」開示項目である。

<sup>2</sup> 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

<sup>3</sup> SFDRの概要については、以下の拙著大和総研レポートを参照されたい。

[「EU 金融機関等のサステナビリティ開示規制」\(2020年7月2日\)](#)

<sup>4</sup> 開示実例は、2021年7月16日時点のものである点に留意されたい。

<sup>5</sup> 本稿執筆時点では、レベル2は未採択である。レベル2は欧州委員会が採択するものだが、その前段階として、欧州の銀行・証券・保険の監督当局が協同でレベル2のドラフトを策定する。本稿執筆時点では、2021年3月公表のドラフト案が最新のステータスである

### 3. レベル1ベースの開示実例、調査の概要

#### (1) 調査対象とする開示項目、「ウェブサイト上で確認可能なもの」に限る

レベル1ベースの開示実例を調査するにあたっては、対象とする開示項目は、FMPのウェブサイト上で確認可能なものに限定せざるを得ない。

該当する開示項目は、図表2のとおりである。なお、図表2にあるとおり、「サステナビリティ・リスクの統合に関連する報酬方針」(Article 5)は本稿の調査対象から除外している。それは、各社の開示実例に差異が見受けられなかったためである。

図表2 レベル1ベースの開示項目、「ウェブサイト上で確認可能なもの」

Article 3	<p><u>サステナビリティ・リスクについての方針</u></p> <p>‘information about their policies on the integration of sustainability risks in their investment decision-making process’</p>
Article 4	<p><u>サステナビリティへの悪影響（事業体レベルの‘PASI’<sup>(※1)</sup></u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ‘information about their policies on the identification and prioritisation of principal adverse sustainability impacts and indicators’</li> <li>✓ ‘a description of the principal adverse sustainability impacts and of any actions in relation thereto taken or, where relevant, planned’</li> <li>✓ ‘brief summaries of engagement policies’</li> <li>✓ ‘a reference to their adherence to responsible business conduct codes and internationally recognised standards for due diligence and reporting and, where relevant, the degree of their alignment with the objectives of the Paris Agreement’</li> </ul>
Article 5 <sup>(※2)</sup>	<p><u>サステナビリティ・リスクの統合に関連する報酬方針</u></p> <p>‘include in their remuneration policies information on how those policies are consistent with the integration of sustainability risks’</p>
Article 10	<p><u>8条ファンド・9条ファンドのウェブ開示</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ‘a description of the environmental or social characteristics or the sustainable investment objective’</li> <li>✓ ‘information on the methodologies used to assess, measure and monitor the environmental or social characteristics or the impact of the sustainable investments selected for the financial product, including its data sources, screening criteria for the underlying assets and the relevant sustainability indicators used to measure the environmental or social characteristics or the overall sustainable impact of the financial product’</li> </ul>

(※1) PASI: Principal Adverse Sustainability Impacts

(※2) 本稿では調査対象から除外。

(出所) EU資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

#### (2) 調査対象とするFMP、「情報取得が容易であった30社」を上位から選択

調査対象とするFMPは、運用資産の規模の観点から世界最大手500社の資産運用会社をラン

ク付けする‘TAI / P&I 500’<sup>6</sup>のうち、SFDRの開示情報（レベル1ベース）の取得が容易であった30社を上位から選択している<sup>7</sup>。

調査対象としたFMP一覧は、図表3のとおりである。

図表3 調査対象とするFMP（30社）

TAI / P&I 500 順位	EU 拠点内 順位	社名	拠点	TAI / P&I 500 順位	EU 拠点内 順位	社名	拠点
5	1	Allianz Group	Germany	85	17	DekaBank	Germany
10	2	Amundi	France	91	18	Banco Santander	Spain
14	3	BNP Paribas	France	93	19	SEB	Sweden
21	4	AXA Group	France	105	20	Robeco Group	Netherlands
23	5	Natixis Investment Managers	France	106	21	Anima Holding	Italy
24	6	Aegon Group	Netherlands	117	23	Achmea	Netherlands
27	7	DWS	Germany	118	24	Swedbank	Sweden
49	8	Generali Group	Italy	129	25	Willis Towers Watson	Ireland
58	9	Landesbank Baden-Württemberg	Germany	131	26	Danske Bank	Denmark
61	10	Intesa Sanpaolo	Italy	144	29	BBVA	Spain
64	11	Union Investment	Germany	149	30	Caixabank	Spain
69	12	MEAG	Germany	151	31	Groupama Asset Mgmt.	France
72	13	Nordea	Denmark	152	32	Covea Group	France
75	14	NN Investment Partners	Netherlands	168	34	Metzler Asset Mgmt.	Germany
79	15	Societe Generale	France	177	36	IDUNA Gruppe	Germany

（出所）‘TAI / P&I 500’を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

#### 4. サステナビリティ・リスクについての方針

調査対象とした開示項目（三項目）の一つ目が、「サステナビリティ・リスクについての方針」（Article 3）（前掲図表2参照）である。

「サステナビリティ・リスク」とは、投資の価値に重大な悪影響をもたらさうる ESG（Environmental, Social, and Governance）関連のイベントや条件をいう。

調査対象としたFMP30社のうち、15社が、運用商品の投資先のESGスコアを判定するにあたって、外部のデータプロバイダーを採用している旨明らかにしている。その15社が挙げたデータプロバイダーと、その採用を明示された数は、図表4のとおりである。

図表4からわかるとおり、ESGスコアの判定に採用された外部のデータプロバイダーとしては、MSCI、Sustainalytics、ISS ESGの3社が主流となっている。

<sup>6</sup> Thinking Ahead Institute: The world’s largest 500 asset managers | Joint study with Pensions & Investments | October 2020

<sup>7</sup> FMPにおいて「SFDRの開示情報（レベル1ベース）の取得が容易であったか否か」の判断は、2021年7月16日時点のものである点に留意されたい。

図表 4 ESG スコア、外部のデータプロバイダー採用明示

データプロバイダー	採用明示社数	データプロバイダー	採用明示社数
MSCI	12	Sustainalytics	8
ISS ESG	6	TRUCOST	2
REFINITIV	2	VIGEO EIRIS	2
ISS-ETHIX	2	Bloomberg	2
EthiFinance	1	RepRisk	1
FTSE Russell	1	Climate Bonds Initiative	1
GDP	1	Iceberg Data Lab	1
Verisk Maplecroft	1	Morningstar Sustainability Rating	1
S-Ray	1	TruValue Labs	1
Factiva	1	EGGS / PROXINVEST	1
I CARE & CONSULT	1		

(注) 2021年7月16日時点

(出所) 各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

## 5. サステナビリティへの悪影響（事業体レベルの‘PASI’）

調査対象とした開示項目（三項目）の二つ目が、「サステナビリティへの悪影響（事業体レベルの‘PASI’）」（Article 4）（図表2参照）である。

‘PASI’とは、‘Principal Adverse Sustainability Impacts’の頭字語であり、FMPの運用活動がもたらすサステナビリティへの主要な悪影響をいう。

この開示項目について、本稿の調査では、次の(1)から(4)のような結果を得ている<sup>8</sup>。

### (1) ‘PASI’開示、従業員500人未満につき‘comply’ではなく‘explain’を採用

従業員500人未満のFMPについては、‘PASI’の開示は必須ではなく、‘comply or explain’となっている。

調査対象としたFMPのうち1社が、‘PASI’の開示をしない、すなわち‘explain’のオプションを採用する旨明らかにしている。

開示をしない理由としては、同社はアフィリエイトへの運用委託を主とするスタイルを採っているところ、‘PASI’測定に必要な情報をアフィリエイトから収集することが困難である点、等を挙げている。

### (2) 発行体の非財務情報開示が不足しており、‘PASI’測定が困難である旨

調査対象としたFMPのうち5社が、「発行体の非財務情報開示が不足しており、‘PASI’測定が困難である旨」明らかにしている。

大手のFMPによるこのような意思表示は、未だ採択されていないレベル2の内容に影響を及

<sup>8</sup> 本稿の調査結果は、2021年7月16日時点の開示事例に基づくものである点に留意されたい。

ばす可能性がある。

なお、その5社の中には、前記(1)で、‘PASI’の開示につき‘explain’のオプションを採用したFMPも含まれている。

### (3) レベル2の‘PASI’（案）を踏まえ、各項目のデータアクセスの見込みを提示

調査対象としたFMPのうち2社が、レベル2が定める‘PASI’の開示項目（案）<sup>9</sup>を踏まえ、各項目のデータアクセスの見込みを提示している。

うち1社が、投資先による「水質汚染」や「廃棄物」へのデータアクセスが不可、という見込みを示している。

### (4) ‘Exclusion List’に列挙された日本企業

調査対象としたFMPのうち6社が、具体的な社名入りの‘Exclusion List’（ESGやサステナビリティへの観点から、投資対象から除外する企業のリスト）を開示している。

この6社の‘Exclusion List’に列挙された日本企業は、計107社であった。

## 6. 8条ファンド・9条ファンドのウェブ開示

調査対象とした開示項目（三項目）の三つ目が、「8条ファンド・9条ファンドのウェブ開示」（Article 10）（前掲図表2参照）である。

昨今、市場関係者の間で「6条ファンド」（非ESGの、通常のファンドの意）、「8条ファンド」、「9条ファンド」という用語が定着しているが、これらは、SFDRのレベル1の条文に由来している。

SFDRは、開示規制ではあるが、事実上、FMPに対し、「サステナブル投資」を奨励するものといえる。「サステナブル投資」に分類されるためには、ESGのうち‘E’又は‘S’の促進に貢献することを目的とした経済活動への投資であり、投資先の企業において‘G’に係るグッド・プラクティスを実践していること、が求められる。

「9条ファンド」は、このサステナブル投資を運用ポートフォリオのメインに据えたものであり、「ダークグリーン・ファンド」とも呼ばれている。これに対し、「8条ファンド」は、サステナブル投資には該当しないものの、結果として‘E’又は‘S’を促進している投資を運用ポートフォリオのメインに据えたものであり、「ライトグリーン・ファンド」とも呼ばれている。

この開示項目について、本稿の調査では、次の(1)・(2)のような結果を得ている<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> 脚注5参照

<sup>10</sup> 本稿の調査結果は、2021年7月16日時点の開示事例に基づくものである点に留意されたい。

## (1) 8条ファンド・9条ファンドのボリューム（全商品に占める割合）を開示

調査対象としたFMPのうち3社が、8条ファンド・9条ファンドのボリューム（全商品に占める割合）を開示している。

それぞれ、「60%が8条ファンド又は9条ファンド」、「85%が8条ファンド、5%が9条ファンド」、「83%が8条ファンド、12%が9条ファンド」という内容である。自ら進んで開示するだけあり、極めて高い割合である。

## (2) 8条ファンド・9条ファンドの「イメージ」を開示

調査対象としたFMPのうち8社が、自社における8条ファンド・9条ファンドの「イメージ」を開示している。

具体的には、うち3社が、8条ファンド・9条ファンドへの分類の基準を大まかに示している。それ以外の5社が、8条ファンド又は9条ファンドに該当する実際のファンド名を示している。

## 7. SFDRのレベル2、適用開始時期は「2022年7月1日」か

以上が、大手FMPにおけるSFDRの開示事例（レベル1ベース）をまとめた本稿の調査結果である。

目下、市場関係者の関心は、SFDRのレベル2に関する確定情報にある。

レベル2の適用開始時期について、最新のドラフト案<sup>11</sup>では、「2022年1月1日」とする提案がされている。

もともと、この提案は、実現しない可能性が濃厚である。というのも、レベル2を採択する欧州委員会は、欧州議会及びEU理事会に宛てたレター（2021年7月8日付）において、レベル2の適用開始時期を、ドラフト案の提案よりも6ヶ月後ろ倒しにした、「2022年7月1日」とする計画を通知しているためである。

レベル2の適用開始時期の後ろ倒しは、SFDR対応に追われるFMPにとっては、安心材料となるだろう。

以上

<sup>11</sup> 脚注5参照