

2022年3月11日 全8頁

SFDR、レベル1ベースの開示実例（更新）

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、本則である「レベル1」が、2021年3月10日より適用されている。本稿では、‘TAI / P&I 500’のうち、SFDRの開示情報の取得が容易であった33社の資産運用会社（FMP）を上位から選択し、レベル1ベースの開示実例（2022年1月31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。
- サステナビリティへの悪影響（‘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。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3社あった。具体的な社名入りの‘Exclusion List’を開示しているFMPが7社あった（列挙された日本企業は計97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13社であった。8条ファンドのアセットアロケーションを開示しているFMPは4社、9条ファンドのアセットアロケーションを開示しているFMPは1社であった。
- なお、欧州委員会は、8条ファンドの区分について、いわゆる「グリーンウォッシング」（うわべだけの欺瞞的な環境訴求）の懸念があるとして、何らかの「最低水準」を設けることを検討しているという。

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 SFDR¹は、

¹ SFDR: EU Regulation on Sustainability-related Disclosures in the Financial services sector

本則である「レベル1」²が、2021年3月10日より適用されている³。

そこで、本稿では、EUを拠点とする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⁴⁵。

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 (※1)	FA (※2)	
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	○	○	○ (※3)
	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 (※4)	○	×	○
	Article 9	サステナブル投資についての契約前開示 (※4)	○	×	○
	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 (※5)	○	×	○

(※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⁶。

もともと、「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。

² 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

³ 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。

■ [「SFDRのレベル2、『2023.1.1』開始に後ずれ」\(2021年12月24日\)](#)

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

⁴ 開示実例は、2022年1月31日時点のものである点に留意されたい。

⁵ 本稿は、以下の拙著大和総研レポートの更新版にあたる。

[「SFDR、レベル1ベースの開示実例」\(2021年8月30日\)](#)

⁶ 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10月公表のドラフト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’^(※1)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ ‘information about their policies on the identification and prioritisation of principal adverse sustainability impacts and indicators’ ✓ ‘a description of the principal adverse sustainability impacts and of any actions in relation thereto taken or, where relevant, planned’ ✓ ‘brief summaries of engagement policies’ ✓ ‘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’
Article 5 ^(※2)	<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"> ✓ ‘a description of the environmental or social characteristics or the sustainable investment objective’ ✓ ‘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’

(※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33社」を上位から選択

調査対象とするFMPは、運用資産(AUM)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 500’⁷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33社を上位から選択している⁸。

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	91	18	Achmea	Netherlands
10	2	Amundi	France	95	19	Anima Holding	Italy
18	3	BNP Paribas	France	106	21	Robeco Group	Netherlands
20	4	Natixis Investment Managers	France	111	23	Swedbank	Sweden
23	5	AXA Group	France	125	24	Willis Towers Watson	Ireland
25	6	Aegon Group	Netherlands	127	26	Danske Bank	Denmark
29	7	Deutsche Bank	Germany	145	28	Caixabank	Spain
39	8	Generali Group	Italy	150	30	BBVA	Spain
56	9	Landesbank Baden-Württemberg	Germany	152	31	Groupama Asset Mgmt.	France
59	10	Intesa Sanpaolo	Italy	156	32	Covea Group	France
61	11	Union Investment	Germany	160	33	Rothschild	France
62	12	Nordea	Denmark	164	34	IDUNA Gruppe	Germany
65	13	MEAG	Germany	170	36	F Van Lanschot	Netherlands
71	14	NN Investment Partners	Netherlands	174	37	Svenska Handelsbanken	Sweden
79	15	Société Générale	France	182	38	ASR	Netherlands
82	16	DekaBank	Germany	184	39	Metzler Asset Mgmt.	Germany
86	17	SEB	Sweden				

（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FMP33社のうち、25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25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。

⁷ The world’s largest 500 asset managers: A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint study | October 2021

⁸ 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、2022年1月31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	20	Sustainalytics	12
ISS ESG	10	Vigeo Eiris	5
REFINITIVE	3	TRUCOST (S&P)	3
Bloomberg	3	EthiFinance	2
Factiva	2	ISS Ethix	2
CDP	2	ISS - Oekom	2
RepRisk	1	FTSE RusseI	1
Climate Bonds Initiative	1	Verisk Maplecroft	1
Iceberg Data Lab	1	Beyond Ratings	1
Carbon Delta	1	TruValueLabs	1
MarketPsych	1	Glass Lewis	1
EC EDGAR	1	EGGS / PROXINVEST	1
I CARE & CONSULT	1		

(注) 2022年1月31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(3)のような結果を得ている⁹。

(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¹⁰。

⁹ 本稿の調査結果は、2022年1月31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。

¹⁰ この調査結果は、2021年7月16日時点の開示事例に基づくものから変更がない（[脚注5の拙著大和総研レポート](#)参照）。

(2) レベル2の‘PASI’（案）を踏まえ、各項目のプランを提示

調査対象としたFMPのうち3社が、レベル2が定める‘PASI’の開示項目（案）¹¹を踏まえ、各項目のプランを提示している。

うち1社が、ESGの‘S’における‘PASI’についてのプランを提示している。たとえば、『『過度なCEO報酬』レシオ』¹²については、委任投票やエンゲージメントにより、現時点でも対応可能としている。また、「重大な人権侵害」¹³については、通常よりも厳しい内容のエンゲージメント方針にて対応する予定としている。

(3) ‘Exclusion List’に列挙された日本企業

調査対象としたFMPのうち7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FMP7社の‘Exclusion List’に列挙された日本企業は、計97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、通常の本ファンドの意）、「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）から（3）のような結果を得ている¹⁴。

¹¹ 脚注6参照

¹² 出資先における、最高額待遇者の総年収の、その他の従業員の総年収の中央値に対する比率（平均）をいう。

¹³ 出資先に関連する重大な人権侵害事例の数（加重平均）をいう。

¹⁴ 本稿の調査結果は、2022年1月31日時点の開示実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（AUM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（AUM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¹⁵。

(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13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、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。また、10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¹⁶。さらに、1社が、8条ファンドの契約前開示としての交付書面の事例を示している。

(3) 8条ファンド・9条ファンドのアセットアロケーションを開示

調査対象としたFMPのうち、4社が8条ファンドのアセットアロケーションを、1社が9条ファンドのアセットアロケーションを開示している。

ここでいう「アセットアロケーション」は、「定義」と言い換えることも可能である。

具体的には、あるFMPは、8条ファンドについて、ポートフォリオのうち、最低でも70%以上を、グリーンボンド等のサステナブルな債券とすることとしている。また、別のFMPは、同じく8条ファンドについて、ポートフォリオのうち、サステナビリティとの関連性がない資産や、ESG格付の低い債券へのエクスポージャーを、最大で15%以内にとすることとしている。さらに、別のFMPは、9条ファンドについて、ポートフォリオのうち、最低でも70%以上をグリーンボンドとし、残りの部分についても何らかのサステナブルな債券とすることとしている。

7. 8条ファンドの「最低水準」が設定されるか

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。

¹⁵ この調査結果は、2021年7月16日時点の開示事例に基づくものから変更がない（[脚注5の拙著大和総研レポート](#)参照）。

¹⁶ この「10社」のうち1社は、前文で「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」た「3社」のうちの1社でもある。

今回の調査における最大の収穫は、調査対象とした FMP のうち、4 社が 8 条ファンドの資産アロケーションを、1 社が 9 条ファンドの資産アロケーションを開示していたという点にある（6. (3) 参照）。

本稿執筆時点では、SFDR に 8 条ファンド及び 9 条ファンドの厳格な要件の定めはない¹⁷。そうした中で、これらのファンドの資産アロケーションを率先して開示する FMP が出てきているということは、そうした取組みが上流のトレンドとなる兆しといえよう。

なお、欧州委員会は、8 条ファンドの区分について、いわゆる「グリーンウォッシング」（うわべだけの欺瞞的な環境訴求）の懸念があるとして、何らかの「最低水準」を設けることを検討しているという¹⁸。8 条ファンドの資産アロケーションを示した FMP4 社の開示事例（6. (3) 参照）が、欧州委員会の検討に影響を与える可能性は十分にありそう。

SFDR は、あくまでも EU の「ローカル・ルール」だが、EU 域外の資産運用会社にも少なからぬ影響を及ぼしている。たとえば、日本の資産運用会社であっても、EU で投資信託（UCITS）を運用している場合は、SFDR の適用を直接的に受けることになる。また、SFDR はいわゆる「ルックスルー・アプローチ」を前提としているため、日本の資産運用会社が FMP から日本国内での資産運用を再委託された場合、日本の資産運用会社は、FMP の SFDR 対応に貢献する、すなわち運用先となる事業法人から必要なサステナビリティ情報を収集して FMP に還元することが求められる。

こうした状況もあり、日本国内において SFDR と同等のサステナビリティ開示規制が導入されるかどうかは現状不透明であるものの、大手の FMP による SFDR の開示事例は、EU の市場と関わりの深い日本の資産運用会社にとって示唆に富むものといえよう。

以上

¹⁷ レベル 2 の最新ドラフト（脚注 6 参照）においても、8 条ファンド及び 9 条ファンドの厳格な要件は提案されていない。

¹⁸ European Securities and Markets Authority (ESMA) ‘Sustainable Finance Roadmap 2022-2024’（2022 年 2 月 11 日）参照