

2022年9月16日 全9頁

# SFDR、レベル1ベースの開示実例（更新②）

## 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36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（原則として2022年7月29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（‘PAI’）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‘PAI’の開示項目を踏まえ、各項目のデータアクセスの見込みを提示しているFMPが4社あった。具体的な社名入りの‘Exclusion List’を開示しているFMPが8社あった（列挙された日本企業は計104社）。
- 8条ファンド・9条ファンドのボリュームを開示しているFMPは10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27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、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、いずれも5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 SFDR<sup>1</sup>は、

<sup>1</sup> SFDR: Sustainable Finance Disclosure Regulation

レベル1（本則）<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、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<sup>45</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		レベル2 (細則) 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、2023年1月1日から適用開始されるレベル2（細則）に委任されており、「詳細な」開示項目の開示はレベル2の適用まで行う必要はない<sup>6</sup>。

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。

<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。

■ [「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」\(2020年7月2日\)](#)

<sup>4</sup> 開示実例は、原則として、2022年7月29日時点のものである点に留意されたい。

<sup>5</sup> 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\(更新\)」\(2022年3月11日\)](#)

<sup>6</sup> レベル2は、2022年4月6日に欧州委員会によって採択されたのち、2022年7月25日にEU官報として公表されている。

### 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‘PAI’<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) PAI: Principal Adverse Impacts of investment decisions on sustainability factors

(※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36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’<sup>7</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36社を上位から選択している<sup>8</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（36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	95	19	Anima Holding	Italy
10	2	Amundi	France	101	20	Banco Santander	Spain
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	129	27	Talanx Group	Germany
39	8	Generali Group	Italy	145	28	Caixabank	Spain
56	9	LandesbankBaden-Württemberg	Germany	150	30	BBVA	Spain
59	10	Intesa Sanpaolo	Italy	152	31	Groupama Asset Mgmt.	France
61	11	Union Investment	Germany	156	32	Covea Group	France
62	12	Nordea	Denmark	153	33	Rothschild	France
65	13	MEAG	Germany	164	34	IDUNA Gruppe	Germany
71	14	NN Investment Partners	Netherlands	166	35	OP Financial Group	Finland
79	15	Société Générale	France	170	36	F Van Lanschot	Netherlands
82	16	DekaBank	Germany	174	37	Svenska Handelsbanken	Sweden
86	17	SEB	Sweden	182	38	ASR	Netherlands
91	18	Achmea	Netherlands	184	39	Metzler Asset Mgmt.	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FMP36社のうち、27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27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>7</sup> The world’s largest 500 asset managers: A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint study | October 2021

<sup>8</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、原則として、2022年7月29日時点の点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	22	Iceberg Data Lab	2
Sustainalytics	13	I CARE & CONSULT	2
ISS ESG	12	HUMPACT	1
Vigeo Eiris	5	RepRisk	1
REFINITIVE	4	FTSE Russel	1
Bloomberg	4	Climate Bonds Initiative	1
TRUCOST (S&P)	3	LUXEMBOURG GREEN EXCHANGE	1
EthiFinance	3	Verisk Maplecroft	1
CDP	3	Beyond Ratings	1
ISS - Oekom	3	Carbon Delta	1
ISS Ethix	3	Carbon 4	1

(注) 2022年7月29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‘PAI’）

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‘PAI’）」(Article 4)（前掲図表2参照）である。

‘PAI’とは、‘Principal Adverse Impacts of investment decisions on sustainability factors’の略語であり、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<sup>9</sup>。

### (1) ‘PAI’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、‘PAI’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、‘PAI’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、‘PAI’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<sup>10</sup>。

### (2) レベル2の‘PAI’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4社が、レベル2が定める‘PAI’の開示項目を踏まえ、各項目のプランを提示している。

<sup>9</sup> 本稿の調査結果は、原則として、2022年7月29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。

<sup>10</sup> この調査結果は、2022年1月31日時点の開示事例に基づくものから変更がない（[脚注5の拙著大和総研レポート](#)参照）。

うち2社が、レベル2が定める‘PAI’の開示テンプレートをを用いた開示を行っている。

うち1社が、レベル2、Annex IのTable 1（18項目の開示必須指標）のうち一部の項目（項目1「GHG排出」、項目2「カーボンフットプリント」、項目3「GHGインテンシティ」（事業法人向け出資）、項目4「石炭・石油セクター向けエクスポージャー」、項目13「取締役会の性別多様性」、項目14「非人道的兵器向けのエクスポージャー」、項目15「GHGインテンシティ」（ソブリン向け出資）について、21年末時点での進捗を数値化している。

### (3) ‘Exclusion List’に列挙された日本企業

調査対象としたFMPのうち8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FMP8社の‘Exclusion List’に列挙された日本企業は、計104社であった。その理由の内訳としては、「気候変動その他の環境関連」が26社、「国際的なガイドラインの非遵守」が5社、「非人道的兵器向けのエクスポージャー」が9社、「健康・ウェルビーイング関連」が1社、「アルコール」が47社、そして「ギャンブル」が16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、①ESG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、②他のサステナブル投資目的を著しく阻害せず（DNSH: Do No Significant Harm）、③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<sup>11</sup>。

<sup>11</sup> 本稿の調査結果は、原則として、2022年7月29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を開示

調査対象としたFMPのうち10社が、8条ファンド・9条ファンドのボリュームを開示している。

うち、最小のケースが「AUMのうち、2.5%が8条ファンド、3.7%が9条ファンド」、最大のケースが「AUMのうち、100%が8条ファンド又は9条ファンド」であった。

### (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27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、5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、23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<sup>12</sup>。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、5社が8条ファンドのアセットアロケーションを、5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。

具体例を一部挙げると、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51%以上を、出資先のPAIを考慮したエクスポージャー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、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、ESG格付の低いエクスポージャーや、ESG格付の付されていないエクスポージャーを、20%以内にとすることとしている。また、別のFMPは、9条ファンドについて、ポートフォリオのうち、70%以上をグリーンボンド又はソーシャルボンドとし、残りの部分についても何らかの（‘E’又は‘S’の観点から）サステナブルな債券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、ポートフォリオに含まれる出資先の売上の50%以上を、その9条ファンドが掲げるストラテジーに関連する事業から生じたものとするとしている。

<sup>12</sup> この「23社」のうち2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「5社」のうちの2社でもある。

## 7. 8条ファンドの「最低水準」の設定、少し先になりそうか

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

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、5 社が 8 条ファンドのアセットアロケーションを、5 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<sup>13</sup>。そうした中で、これらのファンドのアセット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<sup>14</sup>。8 条ファンドのアセットアロケーションを示した FMP5 社の開示実例（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る。

ちなみに、本年 5 月 16 日付の欧州委員会のレター<sup>15</sup>は、EU の銀行・証券・保険の監督当局（以下、‘ESAs’）に対する、グリーンウォッシング対策に関する情報収集依頼となっている。このレターによると、ESAs に対し、1 年以内に進捗報告、2 年以内に最終報告の提出を求めている。ここでいう「グリーンウォッシング対策に関する情報収集依頼」が、「8 条ファンドの最低水準」に関する検討材料であるとする、これが定まるのは少し先の話、ということになる。

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、大手の FMP による SFDR の開示実例は、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。

さらに、金融庁は、「2022 事務年度 金融行政方針」（2022 年 8 月 31 日公表）にて、「ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待（中略）や国際的な動き等も踏まえ、各資産運用会社における適切な態勢構築や開示の充実等を図るため、2022 年度末を目途に金融商品取引業者等向けの総

<sup>13</sup> レベル 2 の EU 官報（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定められていない。

<sup>14</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA) ‘Sustainable Finance Roadmap 2022-2024’（2022 年 2 月 11 日）参照

<sup>15</sup> 欧州委員会 ‘Request for input to the European Banking Authority (EBA), the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and the European Securities and Markets Authority (ESMA) related to greenwashing risks and supervision of sustainable finance policies.’ 参照



合的な監督指針を改正する」と述べている<sup>16</sup>。そのため、現状では SFDR 対応の必要がない日本の資産運用会社にあっても、ここでいう「監督指針」の「改正」に備えるべく、SFDR を参照しておくことが有用となる。

以上

---

<sup>16</sup> [金融庁ウェブサイト参照](#)