

サステナビリティの開示に関するアップデート

資産運用業界はサステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）の
仲介者開示テストに合格したのか

2021年3月10日は、サステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）として知られるEU規制2019/2088の最初のマイルストーンになりました。SFDRには、金融市場参加者（FMP）と金融アドバイザー（FA）が開示する非財務情報の透明性を向上させることによって、グリーンウォッシングを防止するとともに、サステナブル投資/責任投資に関連する戦略/商品を評価、比較する投資家の作業を容易にする狙いがあります。

デロイトは過去数カ月間にわたって、SFDRへの対応を図るさまざまなお客様をサポートするとともに、FMP、FA、業界団体との議論に数多く参加してきました。また、現在の慣行についてホリスティックな見解を形成して、規制に対する市場の反応を探るために、主要な市場参加者を対象に、「SFDRへの対応：それぞれの見解、アプローチ、課題」と称したベンチマーク分析/サーベイを実施しました。

SFDRの詳細は明確でなく、最終版の技術的細目（RTS、レベル2の開示規制）の公表に遅れが生じたため、2021年3月の期限を前に、関連当事者は不透明な規制環境への対応を迫られることになりました。その結果、FMPとFAはSFDRに対して異なるアプローチを採用することになりました。各当事者が策定すべき指針や手続について市場標準が存在しないことも、規制対応の分断化に拍車をかける結果となりました。

本稿では、サステナビリティの情報開示に関してこれまでに確認された主な市場慣行についてご紹介し、適切な慣行にフォーカスした上で、SFDR対応に関する今後の指針を提示します。

本稿で取り上げるSFDRのベンチマーク分析/サーベイは、欧州市場の一部のみを対象としていることにご留意ください。したがって、特定した市場慣行に関する評価は、規制に関する当社の理解・解釈に基づくものです。



現状の整理

SFDRの当初施行日において、FMPとFAはエンティティレベルと商品レベルの情報開示を、ウェブサイト上に掲載するよう求められました。該当する場合、契約締結前文書を修正して、サステナビリティ・リスクについての考察、サステナビリティの主要な悪影響（PASI）、そして更に野心的なサステナビリティの目標を掲げる商品については目標の達成方法を記載する必要があります。

大方の当事者は、これらの情報開示要件を満たすため、サステナビリティ導入にコミットした新しい指針や手続を策定する必要に迫られました。実際、デロイトのSFDRサーベイの回答者の過半数が、規制によって投資戦略の修正や新しいサステナブル投資戦略の立ち上げを迫られたと回答しています。

サステナビリティの情報開示に対するアプローチ

SFDRの主要な目的は、サステナビリティ・リスクと悪影響に関する考え方について、FMP/FAが最大限の透明性を最終投資家に提供することです。そのためには、ウェブサイト上において、開示情報の特定、アクセスが容易にできなければなりません。もっとも、これは定着した慣行ではなく、当社のベンチマーク分析においては、必要な情報は提供されているものの、SFDR関連の情報開示として明示されていないケースがあることも確認されています。

SFDRの主要な目的は、サステナビリティ・リスクと悪影響に関する考え方について、FMP/FAが最大限の透明性を最終投資家に提供することです。

規制に対する理解に基づいて、ウェブサイト上におけるサステナビリティ関連の情報開示として、以下の慣行が適切であると考えています。

- 01 SFDRに基づく情報開示であると明示すること**
最終投資家が求める情報が容易に識別可能となります。
- 02 ウェブサイト上のSFDR関連の情報開示を一箇所にまとめること**
ウェブサイト上の単一のセクション、タブ、ファイルに集約して、明確化と完全性の確保を図ります。
- 03 SFDRの用語を用いること**
「サステナビリティ・リスク」、「サステナビリティの主要な悪影響」、「サステナビリティ・ファクター」等の用語を用いることで、開示義務の識別をさらに容易にするとともに、規制の定義を採用します。
- 04 SFDRの条項に具体的に言及すること**
開示に適用される条項に言及し、場合によって各条項の要件を詳述します。

サステナビリティ・リスクの開示

2021年3月10日時点では、エンティティレベルで詳細なサステナビリティ・リスクの指針を策定していたのは、一部の参加者に限定されていました。このため、指針に関する市場慣行は確立されていませんでした。規制上は指針に反映すべきポイントが詳細に規定されていないため、サステナビリティ・リスクの考慮に関する透明性について、情報開示の慣行にはばらつきが見受けられます。

当社の分析ではさまざまなアプローチが確認されていますが、サステナビリティ・リスクの情報開示指針として、以下のポイントが適切な慣行であると考えています。



- 01 **キーワードを定義すること**
SFDRの定義に従って、「サステナビリティ・リスク」等のキーワードを定義付けします。
- 02 **ガバナンス構造について表記すること**
責任ある利害関係者とその役割を特定し、防衛線（“Lines of Defense”）に関する情報を開示し、リスク管理指針に言及することによって、サステナビリティ・リスク指針の運用状況を継続的にモニタリングするガバナンス構造を導入します。
- 03 **サステナビリティ・リスクのさまざまな種類の事例を定義付け、提供すること**
投資家に影響する環境、社会、ガバナンス（ESG）のファクターに起因するリスク（物理的リスク、移行に伴うリスク、風評リスク等）の例を定義付け、提供します。
- 04 **サステナビリティ・リスクの識別、優先順位付けのプロセスについて説明すること**
既存のサステナビリティ・リスクの種類、商品の運用スタイル（アクティブ、オープン・アーキテクチャ、インデックス・トラッキング等）、投資の戦略およびセクターについて考慮します（GRESBやSASB等の国際的に認知された枠組みのセクター・マテリアリティ・マトリクスへの言及等）。
- 05 **サステナビリティ・リスク評価の限界に関する情報を提供すること**
予想される可能性や影響に関する評価に主観が入るという点。
- 06 **サステナビリティ・リスクのモニタリング方法を開示すること**
除外リスト、問題のスクリーニング、国際基準の尊重等が考えられます。

当社の分析では、商品レベルのサステナビリティ・リスクに関連して、市場トレンドが形成される状況が確認されています。調査対象のFMPには、ライト・グリーンの商品（第8条）とダーク・グリーンの商品（第9条）のサステナビリティ・リスクについて常に検討する傾向が存在しますが、ESGニュートラルな商品（第6条）の多くについては無関係と考えてリスクは検討されていませんでした。ライト・グリーン/ダーク・グリーンの商品は、相対的に精巧なサステナビリティ投資戦略によってESGファクターの評価とモニタリングが適切に行なわれている結果、ESGニュートラルな商品ほど重大なサステナビリティ・リスクを伴わないケースも多いため、この状況は矛盾とも考えられます。

背景要因として、商品レベルのサステナビリティ・リスクの情報開示について規制当局が意図するアプローチに関して、一部の市場参加者は誤解している可能性があります。SFDRの下で、FMPとFAはサステナビリティ・リスクが関係しないと判断することが可能ですが、「オプトイン」か「オプトアウト」という選択ではありません。そうではなく、SFDRの下では、サステナビリティ・リスクが関連しないと判断する前に、同リスクを分析することが求められています。

サステナビリティの主要な悪影響（PASI）の開示

RTS最終版の公表の遅れを受けて、市場参加者は2021年3月10日時点でPASIを考慮するかどうか、判断に迷うことになりました。サーベイ回答者の大多数は、その時点ではPASIを考慮しなくてもよいというSFDRのオプションを選択しています。一部の回答者は、2022年1月時点でモニタリングすべき重要業績評価指標（KPI）の詳細規定を柱とする、レベル2要件の導入を待つ方針を示しています。

SFDRでは、PASIの表明に関して比較的詳細な規定が盛り込まれているため、FMPとFAのアプローチは概ね整合的です。PASIの指針に関連して、以下のような適切な慣行が追加的に見受けられます。

- 01 **投資プロセスのどの時点でPASIを考慮するかを特定すること**
- 02 **定量的・定性的な措置を定義付け、リストを作成すること**
RTSの最終リストを待つ間に、PASIの評価に用いられます。

商品の分類

モーニングスター社がルクセンブルグ籍ファンドを対象に暫定的な調査を行ったところ、欧州のファンドの約18%がライト・グリーン（第8条）、約3.6%がダーク・グリーン（第9条）に分類されることがわかりました。両者を合わせて、欧州ファンドの資産全体の25%程度に相当します。したがって、残りのファンドは全てESGニュートラル（第6条）となります。商品の分類比率を尋ねたSFDRサーベイにおいても、同様の傾向が確認されています。ダーク・グリーンの商品は比較的珍しいようですが、市場における「インパクト・ファンド」の比率の低さが影響しているとみられます。

SFDRでは、金融商品をライト・グリーンやダーク・グリーンと分類するための明確な基準や閾値が規定されていないため、商品の分類に際して対応の違いが顕在化しています。一例を挙げると、グリーンボンドへの投資がサステナブル投資の目的を自動的に満たすかどうかに関して、議論が続いています。また、フランスのサステナビリティ・ディスクロージャーAMFドクトリン2020-03の下でライト・グリーンに該当する商品には、非財務の分析比率の最低水準である90%が適用される一方で、ドクトリン対象外のライト・グリーンの商品には67%といった低い閾値が設定されています。

市場が商品の分類に二の足を踏んでいる背景には、事前に定義された分類基準が存在しないこと、RTS最終版が存在しないこと、一部のEU加盟国が表面的な態度を示していることがあるようです。当社はお客様と作業を進める過程で、2つの重要な懸念事項を確認しました。一点目として、一部のFMPは、自社の商品をライト・グリーンやダーク・グリーンに分類しても差し支えないほど野心的なESGの目標を掲げているかどうか、判断が難しいと考えています。二点目として、2022年1月までにレベル2の商品開示要件を満たすことが可能かどうかについて、懐疑的な向きもあります。このような不透明感を背景に、自社の金融商品を「格下げ」するなど、保守的なアプローチを採用するFMPが数多く存在することも、サーベイでは確認されています。

契約締結前文書における情報開示

一部のFMPは、レベル1の情報開示要件を適用するため、契約締結前文書の本文中の幅広いセクションにおいて、SFDR関連の開示を記載する方針を掲げています。他方では、SFDR関連の商品レベルの情報開示を別紙に集約させる方針も見受けられます。当社では、開示内容が明確かつ簡潔である限り、いずれの選択肢も妥当であると考えています。

契約締結前文書では、以下のような明確かつ簡潔な情報開示の慣行が確認されています。

01 相違点を明確にすること

ESG統合型商品（ESGニュートラル）と野心的なサステナビリティの目標を掲げる商品（ライト・グリーン/ダーク・グリーン）の相違点を明確にします。

02 商品分類に名称を付すこと

SFDRに明示的に言及しつつ、SFDRの用語を用いることによって、「投資目的」や「投資方針」のセクションにおいて商品分類に名称を加えます。

03 金融商品の分類一覧を作成すること

最終投資家に全商品の一覧を提供します。

2021年3月時点ではRTSは義務ではなかったため、当社の分析対象の当事者の中で、ライト・グリーン/ダーク・グリーンの商品に対して契約締結前文書のテンプレートを採用する動きは皆無でした。

2021年2月に公表されたRTSの草案では、契約締結前文書の別紙を用いる形のテンプレートが提供されていますが、2021年3月時点ではRTSは義務ではなかったため、当社の分析対象の当事者の中で、ライト・グリーン/ダーク・グリーンの商品に対して契約締結前文書のテンプレートを採用する動きは皆無でした。

もともと、一部の回答者は、投資プロセスの各ステップの説明、ESG基準の採用・モニタリングの方法に関する説明、環境や社会の特性を推進しない純資産やサステナブル投資の目標を掲げない純資産の開示など、レベル2要件にリンクした追加情報を提供しています。



結論

SFDRのレベル1要件には解釈の余地が大きく、本稿の執筆時点においてレベル2要件は最終決定されていませんが、当社の分析対象のFMPとFAは、新型コロナウイルスの感染が拡大する中でも、2021年3月という野心的な期限を例外なく順守しています。

その結果、足元では市場慣行に大きなばらつきが見受けられますが、規制当局が規制の意図について詳細な追加情報を提供し、市場参加者間の学習が進む過程で、収斂に向かうと予想しています。

とは言え、この先、最も困難な実施期間が待ち受けています。今後に関しては、（公表後に）RTS最終版の期限（2022年1月）に間に合わせることで、ESG関連のデータへのアクセスおよびデータ・クオリティが、サーベイ回答者にとっての最大の課題となっています。

2021年3月から2022年1月までの暫定実施期間における対応を尋ねたところ、「わからない」という回答が比較的多く見受けられました。もっとも、その時点までには、回答者の大半はRTSの草案に対応済みであるとみられ、必要に応じて順守可能な状態にあります。RTS最終版の公表を待ってから2022年1月の期限に向けて対応する方針の回答者は、ごく一部に限定されています。

次のSFDRの期限にどのように対応するのかという問いに対して、「正解」は存在しません。規制当局の意向が不透明な環境ではありますが、「利用可能なESGデータの情報源」と「予想されるデータの必要性」の間のギャップを見極めるよう、お客様に対して勧めています。ギャップを評価した上で、どの程度の必要データが入手可能であるのかを明確にし、新しいベンダーと契約することでギャップへの対応は可能かどうかを判断するために、現在のESGのデータベンダーとの対話に速やかに取り組むべきでしょう。

サーベイでは、SFDRとEUタクソミー規制の整合性を適切に図ることについて、一部のFMPは懸念を示していました。EUタクソミー規制はSFDRを修正するものであり、2022年1月1日に施行される予定です。したがって、契約締結前の情報開示と、全てのライト・グリーン/ダーク・グリーンの金融商品に関する定期的な報告において、EUタクソミー規

制の開示要件を満たす必要も生じることになります。ESGニュートラルな商品については、文書内に既定の表明を記載するだけで事足りる見通しです。

最後に、継続的なデータ収集と報告要件を満たすために必要な取り組みについて、過小評価するべきでないことを、FMPに対して強調したいと思います。市場参加者は、商品の定期報告とエンティティ・レベルでのPASIの表明を用意するために、既に担当者を割り当てているべきです。また、情報開示要件を充足し、必要に応じて是正措置を講じるために、現在の社内リソースだけで十分かどうか評価するべきでしょう。

要点

- 2021年3月10日はSFDRの最初のマイルストーンになりました。資産運用業界の反応を探るために、デロイトはSFDRベンチマーク分析/サーベイを実施しました。
- サーベイでは、金融市場参加者/金融アドバイザーがサステナビリティの新しい開示規制に対応するために、幅広いアプローチを採用している状況が確認されました。開示される情報の種類と詳細は、エンティティごと、商品ごとに著しく異なりました。
- 本稿では、現在のSFDR関連の市場慣行についてホリスティックな見解を提供するとともに、規制対象のエンティティが今後直面する課題について考察を試みました。



FRANCESCA MESSINI
DIRECTOR
SUSTAINABILITY LEADER
RISK ADVISORY
DELOITTE



ELODIE VAN DE WOESTYNE
MANAGER
CONSULTING
INVESTMENT MANAGEMENT
DELOITTE



KATHARINA LAMPARSKI
ANALYST
CONSULTING
INVESTMENT MANAGEMENT
DELOITTE

注意事項：本誌はDeloitte Touche Tohmatsu Limitedが2021年5月に発行した原著をデロイト トーマツ グループが翻訳し、2021年7月に発行したものです。和訳版と原文である“An update on Sustainability disclosure (英語)”に差異が発生した場合には、原文を優先します。

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイト ネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション 合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のビジネス プロフェッショナル グループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスク アドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市以上に1万名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト (www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー フォーム およびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）のひとつまたは複数を含みます。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバー フォーム および関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバー フォーム ならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のフォームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーフォームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、リスク アドバイザリー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナル サービスの分野で世界最大級の規模を有し、150を超える国・地域にわたるメンバー フォーム や関係法人のグローバル ネットワーク（総称して“デロイト ネットワーク”）を通じ Fortune Global 500® の8割の企業に対してサービスを提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約312,000名の専門家については、(www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー フォーム およびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性及び完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバー フォーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生し得るいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバー フォーム およびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2021. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001