



プライベート エクイティにおける 責任投資とは

リミテッド・パートナー(LP)用 ガイドブック

第2版

2011年6月

国連責任投資原則(PRI)について

国連責任投資原則(PRI)とは何か

近年、環境、社会およびコーポレートガバナンス(ESG)の問題が投資パフォーマンスに影響を及ぼすという認識が高まってきましたが、投資においてどのようにESG問題を考慮すればよいのか、そのフレームワークがありませんでした。そこで、2005年に当時のアナン国連事務総長の呼びかけに応えた世界12カ国20の大手機関投資家が投資家グループをつくり、多くの専門家の協力の下で国連責任投資原則(Principles for Responsible Investment, 以下PRI)を策定しました。翌年の2006年にニューヨーク証券取引所において公開されたPRIは、機関投資家が、ESGの問題を投資の意思決定や株主としての行動に組み込み、長期的な投資パフォーマンスを向上させ、受託者責任をより果たすことを目的としています。そして責任投資の実践は、投資行為を通じて持続可能な社会に貢献し、社会的な利益とも整合すると考えられます。PRIは多くの機関投資家の賛同を集め、2012年3月現在、世界で249の資産オーナー、589の運用機関、165のサービスプロバイダーが、この考え方に賛同し署名しており、世界最大級の投資家コミュニティを形成しています。

PRI6つの原則

PRIは具体的にはシンプルな6つの原則から成り立っています。投資期間が長く、広く分散されたポートフォリオを運用する機関投資家の考えが反映されていますが、機関投資家だけでなく、広く運用機関やその他の投資サービス機関にも開かれています。また、PRIの実施についてベストプラクティスや有益な情報の提供を行う他、署名機関の間の連携が図られています。

国連責任投資原則(The Principles for Responsible Investment)の要旨

私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの)環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題(ESG)が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であると考えます。さらにこれらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。したがって、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の事項へのコミットメントを宣言する。(PRI日本語訳より)

1. 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます
2. 私たちは活動的な株式所有者となり、株式の所有方針と所有習慣にESG問題を組入れます
3. 私たちは、投資対象に対してESG問題について適切な開示を求めます
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します

目次

1. 責任投資原則について	4
2. 本ガイドブックについて	5
3. 責任投資とプライベート・エクイティの概要	7
ESGの要素が企業に与える影響	7
ガバナンス(企業統治)に関する課題	7
プライベート・エクイティの特徴とESGを組み込んだ場合の影響	8
プライベート・エクイティの投資形態別の特徴	10
4. LP向け指針	11
全般的に考慮すべき指針	12
投資前に考慮すべき指針	12
投資後に考慮すべき指針	13
情報開示時に考慮すべき指針	15
5. 補足資料	17
デューデリジェンスとエンゲージメントに関するGP向け質問例	17
ESGに関するサイドレター例	21
ESGに関する規範と基準例	23
ESGに関する検討課題の範囲例	25
謝辞	27

1. 責任投資原則について

国連の責任投資原則(PRI)は、環境、社会、企業統治(ESG)の課題を投資プロセスに組み込み、長期的リターンを改善し、持続可能なマーケットを創造することを支援するフレームワークです。責任投資原則(以下「原則」)は、年金基金及び運用機関によって、年金基金及び運用機関のために策定されました。

6つの原則:

1. 私たちは、投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
2. 私たちは、活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有の仕方にESG課題を組入れます。
3. 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために協働します。
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

PRIの署名機関は原則を全てのアセットクラスに適用する必要がありますが、投資活動に本原則を適用する最善の方法については、各署名機関が決めます。2011年の調査によると、PRI署名機関の94%が独自の責任投資方針を策定しております。

PRI事務局は、必要に応じて専門家グループの会合を開催し、署名機関が本原則を導入する支援方法を検討しております。2008年3月以降、PRIはプライベート・エクイティのための正式な推進部会を運営しております。

詳細はこちらをご覧ください: www.unpri.org/areas-of-work/implementation-support/private-equity¹

PRIのイニシアティブには、48か国から850を超える金融機関が署名し、運用資産残高は約25兆ドルに達します。²

原則、署名機関リスト、その他の情報は、こちらをご覧ください: www.unpri.org.

1 訳者注: 原文ではwww.unpri.org/privateequityとありますが、PRIウェブサイトの全面改訂により新しいアドレスを記載しています。

2 訳者注: 2011年6月時点

2. 本ガイドブックについて

PRI原則と同様、本ガイドブックは高い理想のもと策定されております。リミテッド・パートナー(LP)、ジェネラル・パートナー(GP)及び投資先企業それぞれが、プライベート・エクイティ投資に際して、ESGの要素を考慮することを促進するために、どのような役割を果たすことができるかを説明しております。¹

GPが長期的なリスク調整後リターンを改善する目的のもと、持続的及び効果的に、ESGに関する重大なリスクや機会(ESGを考慮することにより生じるビジネス機会)を特定しコントロールするために投資先企業と協働することを求めるLPを本ガイドブックでは対象としております。LPが受益者に対し受託者責任を果たすこと、また、LPがGP自身に受託者責任を確約させることを支援します。

本ガイドブックは、すべてのプライベート・エクイティ投資(ベンチャー・キャピタル、グロース、ミドルマーケット、バイアウト、メザニン、共同投資、セカンダリー投資、ディストレスト及びスペシャル・シチュエーション、ファンド・オブ・ファンズを含む)に適用できます。またプライベート・エクイティのファンド形態に似たその他の非公開市場戦略、例えばインフラや不動産などに投資する投資家にも適用できます。

本編は3つのセクションから構成されております：

1. 責任投資とプライベート・エクイティの概要

ESG方針を策定、導入する際に考慮すべきプライベート・エクイティの特徴を説明しております。

2. LP向け指針

LPが下記の場面で実際にどのようにESGを考慮できるかを詳しく説明しております。

- 投資方針及び投資の意思決定(原則1に該当)
- 株式所有者のモニタリングやエンゲージメント(投資先への関わり方)などの活動(原則2に該当)
- GPや投資先企業に対して求める情報開示(原則3に該当)

3. 補足資料

デューデリジェンスとエンゲージメントに関するGP向け質問例、ESGに関するサイドレター例、ESGに関する規範と基準例、ESGに関する検討課題の範囲例などESG方針導入のための補足資料になります。

¹ 本ガイドブックでは、プライベート・エクイティ・ファンドをリミテッド・パートナーシップと呼び、LP、GP、リミテッド・パートナーシップといった用語を使用しています。しかし実際には、プライベート・エクイティ・ファンドは有限責任会社(LLC)などその他の法的形態をとる場合もあります。

本ガイドブックは、チェックリストではありません。プライベート・エクイティにおける責任投資に取り組もうとするLPのための出発点となるものです。また、本ガイドブックはGPのマネジメントにおける役割や意思決定の裁量を変更することを意図しておりません。ESG情報の開示のために、新たな手段が必要だということを示唆するものでもありません。LPが除外方針¹を効果的に導入することを支援しますが、投資家が投資除外方針を策定すること、若しくは他人に除外方針の策定を奨励することを示唆しておりません。

下記の省略語が使用されております：

- GP – General partner (ジェネラル・パートナー：PE運用機関)
- LP – Limited partner (リミテッド・パートナー：投資家)
- PRI – Principles for Responsible Investment (責任投資原則)
- ESG – Environmental, social, and corporate governance (環境、社会、企業統治)

本ガイドブックは、アセットオーナー、ファンド・オブ・ファンズ、GPIにより構成されるPRIプライベート・エクイティ運営委員会により作成、承認されました。本ガイドブック作成にGPとLPの両者が関わったことから、プライベート・エクイティに関するESGの課題に、より効果的に対応していこうという両者の関心の一致が見て取れます。

運営委員会のメンバーについては、30ページをご参照ください。

¹ 訳者注：特定のセクターや、活動、国などに関連した投資を、投資対象から除外する方針のこと。

3. 責任投資とプライベート・エクイティの概要

責任投資は、投資の意思決定や株式所有活動においてESGの要素を考慮する投資手法です。¹短期・長期におけるリスクや機会を考慮した上で投資が実施され管理されれば、長期的なリスク調整後のリターンにつながると、PRI署名機関は考えています。ESGを考慮しないアセットマネージャーは、PRIに署名している顧客の利益に完全には一致していません。

投資のすべての段階において、投資家は受託者責任を負っており、投資先を管理する必要があります。このことから、PRI署名機関はESGの要素から生じる可能性があるリスクと機会を特定し、うまく対処致します。ESGの要素は企業、セクター、アセットクラス、時代によって異なることがあります。

ESGの要素が企業に与える影響

ESGの要素は上場会社、非上場会社ともに下記の領域で影響を及ぼすことがあります：

- 資本および営業費用
- 債務およびその他関連する貸借対照表項目
- オペレーションの混乱
- 競争力
- キャッシュフロー予測
- 法務コンプライアンス
- 資本へのアクセス
- 経営管理
- 商品／サービスへの需要
- 評判／ブランド

株式の所有構造やガバナンスは、上場株、非上場株によって異なりますが、投資対象であるアセットは同じ、企業です。重大なESGリスクや機会を特定し、うまく対処していくために必要となる情報や分析は、上場、非上場株ともに同じです。上場株においてESG考慮をしてきた機関投資家は、非上場株においても同じスキルを活用できます。LPはこれまで投資先企業のESG関連情報をGPIに要求してきませんでしたが、そういった情報は依頼をすれば入手可能であり、GPIは前向きに情報を収集する可能性があります。

ガバナンス(企業統治)に関する課題

プライベート・エクイティは長期投資であり、GPが企業経営者と受益者である投資家の間の架け橋となります。最善のプライベート・エクイティ投資においては、GPIに運用の執行を任せつつ、ESGの課題により着目させることによって利益を享受すべきです。責任投資は、プライベート・エクイティの投資家にとって自然な流れといえます。

¹ 本ガイドブックでは、「責任投資」と「ESGインテグレーション」は同義で使われており、「ESG要素を投資決定と株式所有活動に組み込む」ことを意味します。責任投資原則は2ページに記載されております。

しかし、LPは上場、非上場株の違いを認識する必要があります。主な違いの一つは、GPの役割およびその役割の違いによるガバナンス上の異なる課題です。プライベート・エクイティは、上場株で投資家が取り組むガバナンスの課題（企業経営者と多様な株主の利害を一致させる等）には直面しません。しかし、プライベート・エクイティ業界も依然GPと多様なLPの利害の一致をどう図るかというガバナンスの課題に直面しております。

投資家が上場会社のガバナンスや情報開示のやり方について変革を主張してきたのと同様に、LPもまた、プライベート・エクイティにおけるガバナンス、情報開示を考慮すべきです。ILPA¹が制定しているプライベート・エクイティ原則（第2版）のPEファンドガバナンスのベストプラクティスを参照することをお勧めします。

プライベート・エクイティの特徴とESGを組込んだ場合の影響

LPがESGを実践するうえで認識しておくべきプライベート・エクイティの主な特徴は、以下の通りです：

■ 通常、プライベート・エクイティ・ファンドはリミテッド・パートナーシップ（集団投資スキーム）の形態をとります。リミテッド・パートナーシップはGPによって運営され、GPは、ソーシング（案件収集）、投資分析、投資実行、ファンドの投資アドバイス、最終的な投資先企業売却まで責任をもって遂行します。LPは、そのリミテッド・パートナーシップに出資します。

■ プライベート・エクイティ・ファンド投資は長期投資であり、通常LPは10～15年間に渡り出資を確約します。出資金は約5年間またはそれ以上に渡る投資期間において投資され、残りの期間で投資回収、ファンドの償還が行われます。

■ プライベート・エクイティは買収した後に売却する（buy-to-sell）投資形態であり、買収して所有し続ける（buy-to-own）投資形態ではありません。投資先企業を約3～7年間保有した後、全ての投資をファンドの存続期間内に売却することになります。

■ ファンドへの出資時、ファンドの投資先はまだ確定しておりません。LPは、特定の投資戦略（通常、地域、セクター、企業規模による制約が含まれます）を選択した上で出資を確約しますが、ファンドに組込まれる資産（投資先企業）はファンドが投資を開始するまで知ることが出来ません。それゆえLPは、ファンドの投資戦略やGPの過去の運用実績はもちろん、GPとLPの利害が一致しているかどうかを確認するため、ファンドの条件やガバナンスの評価にも基づいて、投資を決定することになります。

■ プライベート・エクイティ投資は、比較的流動性の低い投資です。セカンダリーマーケットが近年成熟してきているとはいえ、LPは持分を簡単に転売することはできません。また転売には通常GPの承認が必要になります。さらに、LPの変更は、他のファンド投資家との協議が必要になる場合があります。

■ GPは、法律上及び実務上、投資の意思決定と株式所有活動におけるすべての権限を有します。通常、LPはGPの能力、判断力を考慮してファンドに出資し、ファンドの運営をGPに委任することになります。GPはLPからファンドに関連する様々な点について意見を聞くことはありますが、LPが相談以上の見解を述べることは、その地の法律や関連する特別な事情にもよりますが、有限責任という地位を損なうことになりかねません。

■ LPは具体的な投資決定を行うこと、又は投資決定に対して大きな影響力を行使することはできませんが、意思決定及び意思決定のプロセスには影響を与えることができます。つまり、LPは、受託者責任を果たすため、ESGに関するリスクマネジメント含め、投資案件の特定、評価並びに投資の意思決定に使われる投資方針、システム、リソースについてモニタリングし、必要があればGPへの働きかけも行うべきです。

1 訳者注：Institutional Limited Partners Associationの略で、PEに投資する機関投資家のための国際的組織。

■ GP・LP間の情報伝達について、GPが使う主な方法は以下の4つです。

I. リミテッド・パートナー・アドバイザー・コミッティ(LPAC) : 一般的にLPACは、ファンドに多額の出資をしているLPからなり、LPの利益代表となります。LPACの行うことや役割はファンド毎に異なりますが、利益相反、評価方針、投資期間延長、その他LPの意見が必要な場合の課題について同意、または撤回などを行います。LPACメンバーがESGインテグレーションにコミットし、その能力を持っていれば、ESGインテグレーションを推進する効果的な会議体になることができます。

II. 年次総会(AGM) : 年次総会では、一般的にGPが前年度のファンド投資状況とそのパフォーマンスについて全てのLPに対して報告を行います。開催方法はファンド毎に異なりますが、通常は 情報共有が目的であり、意思決定についてLPに正式な意見を求める場ではありません。

III. GPによる定期的な運用報告 : GPによる報告義務の頻度や内容は、通常ファンド運営に関する書類において規定されております。LPは何を報告してほしいかを定める際に、ILPAが作成した標準的な報告書のテンプレートを参考にすることができます。また、特別な報告を必要とする場合には、その旨GPからサイドレターを徴求することもあります。

IV. 個別会合 : GPとLPは電話又は直接会う会合を設定することもあります。ファンド運営書類に記載がない限り、当該会合はGPの裁量で開催されます。

■ 通常GPは比較的少数の会社に対して多額の投資を行います。このような集中投資のリスクを軽減する要素は、以下の通りです。

- 会社に投資する前にGPが行うデューデリジェンスの量
- 投資前及び投資後における、GPの投資先企業に対する経営・財務情報へのアクセス度合い
- 投資後における、取締役会での議決、経営への参画、経営陣の追加や変更、投資先企業の売却の時期など投資先の経営に対するGPの影響力およびコントロール度合い

■ 通常GPは投資先企業に対し影響力を求めます。バイアウトの場合、GPは投資先企業の全部または過半数の持分をしばしば取得します。持分が過半数に満たない場合であっても、1名以上の役員を指名することがあります。そうすることでGPは重要な株主として、また取締役会に出席する取締役として、会社の戦略、ガバナンス、上級役員に影響力を行使することができます。

■ プライベート・エクイティにおける株式所有及びガバナンスモデルは、LP、GP、投資先企業の利害一致に基づいています。このため、投資先企業がESG課題にどのように取り組んでいくのかについてLPは影響力を行使することができます。

■ ファンドに出資しているLPはそれぞれ責任投資に対するアプローチが異なります。ESG課題についてGPに働きかけを行っているLPが、必ずしも他のLPから支援を得られるわけではありません。LPによっては、ESG要素がリスク調整後のリターンにどのように影響を与えるかについては違った考えを持っている可能性があるからです。

■ 通常GPは投資先企業の経営・財務情報にフル・アクセスできます。投資先企業のレポートは上場会社に比べて開示される情報が少ないと言われますが、要求をすれば、結果的にかなりの追加情報を得ることが可能です。戦略、リスク管理、KPI¹⁾についての情報を得ることができます。

1 訳者注: Key Performance Indicatorの略で、重要な業績評価指標のこと。

プライベート・エクイティの投資形態別の特徴

ファンド・オブ・ファンズ

多くの機関投資家はファンド・オブ・ファンズを通じてプライベート・エクイティに投資しています。ファンド・オブ・ファンズはLPの代理としてGPと関わります。ファンド・オブ・ファンズはプライベート・エクイティ投資の経験、知識が豊富なため、GPのESGへの取組みに対してより効果的に監視し、影響力を与えることができます。しかし、ファンド・オブ・ファンズは一任勘定を持っていない限り、ファンド・オブ・ファンズ全てのLPの利益にかなった投資戦略を採用することになります。少数のLPしかESGの組み込みに興味を示さない場合には、そのLPが受託者責任に一致すると考えるレベルでのESG要素を反映することは困難な場合があります。

共同投資

共同投資を通じてGPと共にある投資先企業に直接投資したがる機関投資家も多く存在します。共同投資家は、GPがその投資先企業に投資しているファンドのLPである場合がほとんどです。共同投資によって、LPはデューデリジェンスのプロセスに直接参加することができます。持分の金額にもよりますが、共同投資家は役員を指名する権利を得ることも可能です。共同投資家の役割には、様々な専門知識や社内リソースが必要になります。他のLPに比べると、共同投資家は、投資先企業に関して多くの情報を入手できます。また投資前や投資後におけるESG関連リスクや機会をより詳細に評価する機会を得ることができます。

セカンダリー投資

投資先が見えないファンドに出資するプライマリーファンド投資とは違い、セカンダリー投資は、既存ファンドが保有するLP持分の買収(セカンダリーファンド投資)又は特定の非上場企業の株式の買収(セカンダリー直接投資)を行います。セカンダリー投資はLPに流動性とポートフォリオを再構築する機会を提供します。プライマリーファンド投資とは違い、ポートフォリオが見えるため、理論的には、投資前の段階で投資先企業のESGデューデリジェンスを行うことが可能です。しかし通常、セカンダリー投資時点で、(プライマリー投資時点で交わされた)既存の書類(契約書等)にESG課題を組み込むことを再交渉する機会はLPにはありません。

新興市場

新興市場のプライベート・エクイティ・ファンドに出資するLPが増加傾向にあるなか、LPは先進国市場での投資戦略とは異なる下記の要因を考慮する必要があります：

- 新興市場におけるプライベート・エクイティ投資には、先進国市場と同じレベルの所有権や支配権が伴わないことがあります。よって他の投資家や企業経営者との利害の一致がますます重要になります。
- GPはデューデリジェンスの過程で先進国市場と同等の監査済み情報を入手できないことがあります。新興市場では多くの法的手続きがより長い期間を要し、ファンド期間を超えることもあります。
- ESG要素に影響を与える規制制度にも違いがあります。結果として、追加の法務・コンプライアンスが必要になりますが、法務・コンプライアンスが必ずしも十分な基準を満たすとは限りません。

新興市場のリスクは先進国市場とは異なるため、新興市場に投資するGPはESG要素を考慮する経験をより多く持っている場合もあります。開発金融機関は新興市場のLPのコミュニティにおいて重要な役割を果たしています。彼らは、ESGに関する必要要件を詳細化し使用しており、数年間にわたって、GPにESGの要素を考慮させるように働きかけてきております。

4. LP向け指針

全般的に考慮すべき指針

LPの投資意思決定や責任投資方針の有効性は、内外の様々な利害関係者によって決まります。例えば、GPは様々なLPの利害を考慮して行動するため、ESGアプローチを効果的にするには、他のLPが何を期待しているのかに配慮することも重要です。

1. LPは、プライベート・エクイティにおける責任投資についての基本方針（及び関連した実務マニュアル）を策定する必要があります。基本方針には下記の内容を含みます：

■ LPがGPに対して期待すること（GPの規模や活動内容によって期待は異なります）

■ LPがESG課題としてみなす要素

■ 必要に応じて、特にどのESG要素が優先されるかを示すこと

2. LPは、責任投資方針や実務マニュアルを他のLPやGPと共有し、それらの内容を公表することを検討するのも良いでしょう。¹

3. LPは、上場・非上場株市場のESG課題を考慮した経験を持つ他のLP、GP、投資コンサルタント、社内チームから、ESG方針について意見を求めても良いでしょう。

4. LPは、GPや他のLPが使用しているESG方針を確認したり、可能な範囲で、DDQ（デューデリジェンス時の質問事項）や、ファンド契約書やサイドレターの主要条件、報告要件の内容との整合性を高める努力したりするのも良いでしょう。「5. 補足資料」に、質問例やサイドレター例を載せておりますので、ESGの組み込みと整合性を高める際にご参照ください。

5. LPは、スタッフ、コンサルタント、サービス・プロバイダー、仲介業者及びGPが、責任投資への取り組みを意識し、関連したトレーニングを受けている、又は専門知識を入手できるようになっていることを確認するのも良いでしょう。

6. LPは、社内のデューデリジェンス及びファンド選定プロセスにおいて、ESG基準に正しく配慮する必要があります。これには、GPのESGへの取り組みを評価する報告書に投資評価基準や評価セクションを設けることも含まれます。

7. LPは、仲介業者（投資コンサルタントやファンド・オブ・ファンズ等）や、ファンド選定やデューデリジェンス、モニタリングプロセスを代って務めるサービス・プロバイダーとの契約においてESG基準を組み込むのも良いでしょう。

8. LPは、基本方針やシステム、専門知識へのアクセスなどを評価したり、過去の事例を確認したりすることによって、GPや仲介業者、サービス・プロバイダーが、ESG要素を十分組込めるかどうかを判断しても良いでしょう。

9. LPは、GPがLPAC²やAGM³（又は同様のファンドガバナンス会議体）などを利用してESGを組み込む際の情報を提供し、LPの意見にも耳を傾けるようGPに勧めることも良いでしょう。LPACがESGの組み込みを管理していれば、LPは下記について明確にすべきです：

■ そのような役割が、LPACの委任範囲と一致していること。

¹ PRI署名機関用のサイトには、ESG方針の例が載っています。LPにはこの専用サイトを使って、各自の方針やツールを他のプライベート・エクイティ投資家と共有することをお勧めしております。より詳細な内容についてはintranet.unpri.orgをご覧ください。（訳者注：原文ではextranet.unpri.orgとありますが、PRIウェブサイトの全面改訂のため新しいアドレスを記載しています。）

² 訳者注：Limited Partner Advisory Committeeの略で、LPによって構成されるアドバイザリー委員会を指します。7ページをご参照下さい。

³ 訳者注：Annual General Meetingの略で、GPが投資家のために開催する年次総会を指します。7ページをご参照ください。

■ LPACメンバーが、ESGの組み込みに真摯に取り組んでおり、能力があること。

■ LPAC会議の議事録がすべてのLPに開示されていること。

ILPA原則(第2版)¹⁾にはLPACの役割や実務を示したものが載っていますのでご活用ください。

10. LPは、同じファンドに投資する他のLPと協力して、GPのESG方針やその実行について意見していくのも良いでしょう。協働する場合、LPは守秘義務を尊重し、GPが決定権を有する問題の意思決定プロセスまでコントロールしてしまうことを避ける必要があります。

投資前に考慮すべき指針

LPは、ファンドの運営管理において受動的に係るパートナーです。LPがファンドに出資した後は、GPが投資と株式保有決定について全ての裁量権を持つことになります。ファンドに出資する前に、LPは、GPが投資決定や保有活動にESGの要素を組み込むための必要な方針やシステム、リソースをどの程度持っているかを評価する必要があります。またファンド期間中、GPがESGに関する情報開示を行うことも確認すべきです。LPは投資前に、投資契約又はサイドレターにて、ESG組み込みへのLPの期待を正式に明確化しておくべきでしょう。投資後ではより困難になるおそれがあります。

デューデリジェンス

11. LPは、正式なデューデリジェンスのプロセスにESGの組み込みや投資先企業のリスク管理についての質問を含める必要があります。GPの規模又はその活動内容によって、デューデリジェンスのプロセスが異なるかどうか検討すべきでしょう。デューデリジェンスにおける質問例については、「5. 補足資料」をご参照ください。

12. LPは、GPに対して、ESG方針を持っているか、持っていればその内容、導入の状況、方針の改定をどれくらいの頻度で検討、行っているかを尋ねるのも良いでしょう。

13. LPは、GPに対して、自社のPRIへの真摯な取り組みや責任投資方針を説明し、これに対しGPがどのようにファンドにおいて対応するかについて情報を求めるのも良いでしょう。

14. LPは、GPが過去、既存、見込の投資先企業においてどのようにESGに関連するリスクと機会を認識しているかについて具体例を求めるのも良いでしょう。

15. LPは、非公式な話し合いの場でも良いので、ESGが会社の定量・定性両面のパフォーマンスに与える影響をGPがどれだけ理解しているか、GPがESG課題の改善に真摯に取り組んでいるかどうかを評価する必要があります。

16. LPは、GPがファンドの初期段階で必要な手段を講じる意欲と能力があると判断した場合は、デューデリジェンスの過程でGPが十分な返答ができないとしても、そのGPを投資対象から排除するべきではありません。このような場合、GPがESG課題の重要性を認識している、又はLPと定期的に会ってESG要素を議論することに正式に真摯に取り組むことが、ファンドに出資する前にGPに期待できることが必要です。このアプローチが適切かどうかは、投資後も積極的にGPIによるESGの組み込みを奨励し、モニタリングし、支援する能力をLPが持っているかによります。

17. LPは、全てのGPと積極的に関わるほどの十分なリソースを持ってないことも考えられるため、デューデリジェンスのプロセスで得た情報をもとに、投資後もESGの組み込みに前向きに取り組むことを約束しているGPを優先順位付けするのも良いでしょう。

¹⁾ 訳者注: 2011年1月に策定されたILPAのプライベート・エクイティ原則(第2版)のこと。

契約書等

18. ファンドに出資する前に、LPはGPに対してESGを組み込むことについての説明と、必要があれば、確約を求めるべきです。正式な書類が必要な場合は、そのような確約をファンドの設立趣意書又はファンドの契約書やサイドレターなどに記載しておいても良いでしょう。サイドレターについては、「5. 補足資料」をご参照ください。

19. LPは、下記についての情報又は確約を求めても良いでしょう：

- GPは投資、所有、売却のプロセスにおいてESGの要素をどのように特定し対応するか
- ESGを組み込む際にGPが必要と見込んでいる専門家の知識等のリソース
- GPがLPの責任投資方針をどのように実践するか。この責任投資方針は必要があれば、LPの投資除外規定（セクター別や地域別の投資制約）なども含みます。
- GPがファンド期間中に開示するESG関連情報の範囲及び、開示の頻度について。

例えば：

- ファンドやGP運営会社についての四半期又は年次報告
- 投資先企業についての四半期又は年次報告
- キャピタルコール
- 投資に関する資料
- 必要な守秘義務の範囲内において、GPが投資先企業で発生する可能性のある重要なESG課題について情報を提供するつもりか、そのつもりがあればどのように提供されるのか。
- ESGの組み込みや、投資先企業のリスク管理並びにESGパフォーマンスへの取組みについて、LPACやAGM、その他の会議体を使って、LPの意見を聞くつもりがあるか、聞くつもりがあればどのように行うか。
- ESG課題についてある投資先企業を調査する権利、又は投資先企業とコミュニケーションを取る権利

投資後に考慮すべき指針

ファンド出資後、(GPの)株式所有活動においてLPは一般的に受動的な役割となります。多くのファンドはLPACを設立しGPとLPが話し合いの機会を持てるようにしていますが、意思決定における全ての責任はGPにあります。よって、LPは、GPが投資決定や株式所有活動においてESG課題をどのように組み込んでいるかをモニタリングし、懸念点や改善点についてGPに働きかけを行う必要があります。GPはファンド、投資先企業における幅広いESG関連情報を提供できますが、LPは、分析、利用に必要な情報のみを要求し、企業の機密情報は開示できない可能性があることも認識する必要があります。LPは、追加情報を依頼する場合の正当な理由を用意し、GPがその依頼に対応できるだけの合理的な期間を与える必要があります。

モニタリング

20. LPは公式に(電子メール、議事録、年次報告、ファンドレポート、投資先企業報告書など)または非公式に(電話、議事録のない会合など)GPからの情報を要求するのも良いでしょう。この情報には、GP及び投資先企業で行われているプロセスや活動、投資先企業のESGパフォーマンスなども含まれます。
21. GPがLPに対して具体的なESGの組み込みを確約している場合には、公式又は非公式の進捗報告を求めるのも良いでしょう。公式な情報提供が望ましい場合には、LPは可能な範囲で、すでにある方法を利用した情報提供を受け入れる必要があります。
22. LPはLPACや年次総会の場で、GPに対してESGインテグレーションや、投資先企業のESGリスク・機会について報告すること、及びLPの意見を聞くことを勧める必要があります。
23. LPは、株式所有期間中に生じた重大なESGリスクについてGPがLPに対して通知する際の基準及び手順を整備することをGPに求めても良いでしょう。また、LPはLPACや年次総会の場での議論を通じて、何をもって“重大”とするかを明確にするようGPに勧めても良いでしょう。
24. LPは、PRI原則の原則3と原則6に従い、GPが他のステークホルダーに対してESGに関する課題について守秘義務が課されていない情報を幅広く開示することをGPに対して勧めるべきです。

エンゲージメント(投資先への関わり方)

25. LPは、適宜公式又は非公式に、責任投資の重要性及び取組みの重要性を強調するようGPに働きかけることも良いでしょう。可能な範囲で、エンゲージメントがGPの投資先企業に関連して行われるようにします。
26. LPは、GPが、PRIや国連グローバルコンパクト、PE協会が作成したESG関連資料など(「5. 補足資料」を参照)を利用し、独自のESG方針を策定し導入することをGPに勧めるべきです。
27. 関連する法制度や契約上の守秘義務が許す範囲において、LPは課題別、セクター別の分析を含むESG関連調査をGPと共有しても良いでしょう。
28. LPは、重大なESGに関するリスクや機会があることを認識した場合、GPに注意を促し、問題に対処し行動を起こすことを要請しても良いでしょう。そのような行動の例としては、追加情報を求める、関連する投資先企業に働きかける、LPに結果を報告するなどが含まれます。
29. 法律の制約の範囲内で、同じファンドのLPは協力してGPに対し、ファンドレベルまたは特定の投資先企業におけるESGインテグレーションについて改善点を指摘し、またそれについての報告を求めるのも良いでしょう。
30. LPは、他のLPやGPと協働してプライベート・エクイティ業界のESG基準をさらに進展、改善しその持続可能性を促進するのも良いでしょう。
31. LPは出資しているGPに対してPRIの署名機関になること、PRIのプライベート・エクイティ促進部会に参加することを勧めるのも良いでしょう。

情報開示時に考慮すべき指針

投資に関わる当事者は、受託者責任を負います。受託者責任は、顧客や受益者に責任を負うLPに適用されると同様に、GPと投資先企業にも適用されます。

企業の守秘義務を守ることはもちろん重要ですが、LPへの情報開示及びLPによる情報開示は受益者への説明責任並びに報告にとって必要です。投資関連企業からESG情報が開示されなければ、LPはESG要素がどのように対処されているか効果的にモニタリングできず、また必要に応じてESGの組み込みの改善を求めることもできません。情報開示に関するいくつかの指針は、「投資前に考慮すべき要素—デューデリジェンス」と「投資後に考慮すべき要素—モニタリング」にもすでに記載されております。この章ではLPが開示を求め、そしてLPが受託者に開示するであろうより一般的な情報について説明しています。また不必要に複雑にし、情報量を多くしないように配慮する必要があります。多くの場合総合的な情報開示で十分です。積極的に開示されるべき情報もあれば、必要に応じて、依頼があった場合に開示される方が適切な情報もあります。

LPによる情報開示

32. 規制、契約、受託者責任の内容に応じて、LPは、評議委員会、投資委員会、執行委員会、顧客、受益者等、LPが説明責任を果たすべき当事者に対し、関連情報を開示する必要があります。
33. LPは、PE投資に関する責任投資方針や、その方針の効果を実践、モニタリングするためのツールやシステム、リソースを開示するのも良いでしょう。
34. 規制、契約、受託者責任の内容に応じて、GPのESG組み込みへの取り組みがLPの方針と合致しまた効果的に実施されているかについて記録し続けたり開示したりしても良いでしょう。このような分析は、GPを様々な評価基準によって分類することで、まとめて実施しても良いでしょう。
35. LPは下記についての情報を記録しつづけることも良いでしょう：
 - LPのESG方針、又はサイドレターのESG関連条件の重大違反
 - 会社に重大な影響を与えるとみられる、又はトップニュースになりかねないESGに関する事件
 - ESGの観点から改善の余地がある分野
36. LPは社内リスク報告にESG関連情報を組入れる必要があります。その内容が定性的評価項目になる可能性があることを留意します。

GPによる情報開示

37. 投資前、投資後において、LPはGPからとりわけ下記についての評価を求める必要があります：
 - GPのESG組み込みへの全般的な取組みがLPの利益に合致しているか
 - GPがESG要素を組み込むために、一般的なスタッフのトレーニングや専門家の知識など、適切な資源を投じているか
 - GPが、継続的、効果的にESG組み込み手法を改善しているか

- 投資先企業の経営陣がESG要素に留意し、ESG要素に関して十分な専門知識を持っていることをGPが継続的、効果的に確認しているか
- GPが、継続的、効果的に投資先企業のESGに関するリスク及び機会を評価しているか
- GPのポートフォリオにおいて全般的なESGリスクと機会には何があるか

投資先企業による情報開示

38. LPは、どのようにGPと投資先企業が効果的に重大なESGリスクと機会を特定し、うまく対処しているかについて評価するため、投資先企業に関する情報を求めるべきです。例えば下記のような情報がよく知られています：

- 投資先企業が戦略計画やリスク管理にESG要素を組み込んでいるか
- 投資先企業がどのような重大なESGリスクや機会に直面しているか
- 投資先企業がどのような方針と手順を導入し、重大なリスクを軽減し、重要な機会を活かしているか
- 投資先企業がどのようなKPIを使ってESG関連方針や手順の有効性をモニタリングしているか

39. LPは、GPに対して、どのようにLPが投資先企業のESG情報を使っているか、情報開示の最適なフォーム、情報開示の頻度を説明するのも良いでしょう。LPはGPや他のLPと協力して、全てのLPに適したESG開示の取組みを整備すべきです。

40. GPが一部の投資先企業について集約されたESGデータのみ開示する場合は、LPの依頼に応じ、GPがポートフォリオのどの会社についても詳細なESG情報を開示する意思があることを、LPは確認するのも良いでしょう。

41. 不必要に開示範囲を限定することなく、可能な範囲で、LPがESG情報を依頼する方法は、ILPA原則（第2版）の関連するガイダンス、及びILPAの年次、四半期報告テンプレートに一致すべきです。

5. 補足資料

デューデリジェンスとエンゲージメントに関するGP向け質問例

下記の質問リストは、投資前のデューデリジェンスプロセス、及び投資後のGPに対するエンゲージメントにESG課題を組込む際に役立ちます。これは、チェックリストではありません。

各LPは、各自の投資手法や企業利益に合致した取組みを策定する必要があります。必要のない情報を求めるべきではありません。しかし、下記5つの項目—「ファンド運用方針」、「GPのESGへの取組み」、「デューデリジェンスにおけるGPのESGへの取組み」、「株式所有時・出口時におけるGPのESGへの取組み」、「LPとの対話・情報開示・ステークホルダーとの関係におけるGPの取組み」で示した質問を考慮する必要があります。取組みを策定する際、LPは上場株でのESG経験を生かすことができます。

ファンドによってESG関連のリスクや機会は異なるため、GPがESG課題に対応する能力も、GPによって異なる場合があります。よって、LPはGP毎に違う質問を用意する必要があります。多くの場合、投資先企業においてどのように方針が実践されているか、事例を求めるべきです。

ファンド運用方針

ファンドに出資する前に、LPは下記を審査します：

- ファンド運用方針が、持続可能性に関連したテーマ（クリーンエネルギー、教育、健康など）を重視しているか
- ファンド運用方針が、LPの投資除外方針の内容と一致しているか（例えば、特定のセクターや国に投資を行わないなど）
- ファンド運用方針が、比較的高いESG関連リスクや機会があるセクター、又は地域に集中しているか

質問の例：

- あなたのファンドは、【ここにESG方針に関連したセクターを入れます】に投資する予定ですか？その場合、このセクターにおいて特に重要であると認識するESG関連のリスクと機会には何がありますか？
- あなたのファンドは、【ここにESG方針に関連した地域を入れます】に投資する予定ですか？その場合、この地域において特に重要であると認識するESG関連のリスクと機会には何がありますか？
- あなたのファンドが特定のセクターをターゲットとしている場合、投資分析及び／又はデューデリジェンスプロセスにおいて重視するESGリスク又は機会があるかどうか、セクター毎に示してください。
- あなたのファンドが特定の地域をターゲットとしている場合、デューデリジェンス及び／又はポートフォリオの見直し期間中に重視するその国及び／又は地域特有のESGリスク又は機会をあげてください。
- あるセクター又は地域を投資対象から除外する正式な方針又はESG基準に基づく正式な方針を持っていますか？
- 私達は現在、下記における投資を除外する方針を持っています：【必要であればここに投資除外方針の内容を挿入します】。あなたのファンド方針は、この範囲に該当する投資を行いますか？そうであれば、私達の資金をそのような投資に使わないようにする意思はありますか？

■ 私達の投資除外リストはファンドの投資期間中も時々見直され改定されます。その場合、私達の資金を除外する投資対象を拡大する意思はありますか？

GPのESGへの取組み

ファンドに投資する前、LPは、GPが投資意思決定及び株式所有活動期間中にESG関連リスクを特定し管理するための責任投資方針、システム、プロセスを持っているかを審査する必要があります。投資後においても、GPの方針、システム、プロセスが引き続き効果的に機能し改善されているかの確認を継続すべきです。GPのファンドに出資している他のLPがESG要素に興味を示しているかを尋ねることも有益でしょう。

質問の例：

■ 投資先企業のESGの要素を特定し、うまく対処する手法を説明した方針を持っていますか？持っていれば、そのコピーを提示してください。持っていなければ、ESG要素が投資のリターンに影響を与えたと考えるか、また方針の導入を検討するかどうかを教えてください。

■ 責任投資方針を持っている場合、ESGへの取組みをLP、スタッフ、投資先企業に対してどのように伝達していますか？

■ 責任投資方針を持っている場合、その導入によって貴社、ファンド、投資先企業に利益がもたらされましたか？いくつか例を提示してください。

■ 責任投資方針を持っている場合、その方針を遂行する責任者がいますか？責任投資方針を持っていない場合、投資先企業のリスク管理を担当する責任者はいますか？どちらの場合も、その名前、役職、責任の内容を教えてください。

■ ESG関連リスクや機会についてのアドバイスを受けるため、社内、社外においてどのような専門家を使っていますか？環境、社会、企業統治のそれぞれについて最も重要な専門家を教えてください。その専門家それぞれについて、最近受けたアドバイスの簡単な内容についても教えてください。

■ 潜在的なESG関連リスクについての情報をどこで得ますか？（例えば、企業データ、役員、幹部とのインタビュー、競合のベンチマーク、産業規範やガイドライン、社内のESG専門家、社外のESG専門家、格付会社など）

■ ESG要素及び／又は投資先企業のリスク管理の理解を深めるために、案件チームや投資先企業に対してトレーニング、支援、追加のリソースを提供していますか？

■ 従業員の勤務評価を行う際、ESG要素及び／又は投資先企業のリスク管理が評価プロセスに組み入れられていますか？組み入れられている場合、直接的、間接的に従業員の報酬に影響を与えますか？説明して下さい。

■ 貴社や投資先企業において責任投資方針を実践及び／又は投資先企業のリスク管理の改善を行う際、何か障害はありましたか？

■ 直近ファンドの出資金において、PRI署名機関のLPが占める割合はどのくらいですか？

■ 他のLPはESG関連の質問をしていますか？その場合、そのLPの連絡先を開示できますか？

■ サイドレターにESG関連の確約は含まれていますか？含まれている場合、関連する文章又は内容を提示してください。私達とサイドレターを締結する意思はありますか？

デューデリジェンスにおけるGPのESGへの取り組み

GPのデューデリジェンス期間中、重大なESG関連リスクや機会が特定され、必要に応じて、追跡調査やリスク軽減計画が検討されます。もしデューデリジェンス期間中に重大なESGリスクや機会が認識されなければ、投資後にGPが問題に対処することは困難になります。さらに、リスクが確認されなければ、GPは、売却や買収契約において、重大なESG関連リスクに関する規定を含めることはできません。

質問の例：

■ デューデリジェンス中に重大になりかねないESGリスクや機会を認識、評価するプロセスを説明してください。(例えば、デューデリジェンスの範囲と実施について)

■ 投資プロセスにおけるESG考慮をどのように準備していますか(社内人材、社外コンサルタント等)? また、これらの人材は【ここにLPの具体的なESG課題を挿入してください】について特有の専門知識を持ち合わせていますか?

■ 直近のファンドからデューデリジェンスで確認された重大なESG要素の事例を教えてください。必要であれば、その後の対応について説明してください。

■ どのような状況下で、またどのようなプロセスを通じて、【LPに関連したESG課題を挿入して下さい】に対する投資先企業の対応を見直し、評価するかどうかを検討しますか?

株式所有時・出口時におけるGPのESGへの取り組み

投資先企業の株式を所有する平均的な期間は、3年から7年です。¹その期間中、会社内や、規制環境、市場において様々な変化が起こり、投資時には重大でなかったESG関連リスクや機会が生じることがあります。よってLPは、ESG要素が投資期間中も監視されるよう、GPの方針、システム、リソースの程度を審査する必要があります。

質問の例：

■ 投資先企業に関する規制が遵守されているか定期的に評価するため、どのようなプロセスを採用していますか?

■ 実際の投資先企業、又は投資見込企業において、貴社又はサービス・プロバイダーがESGリスク及び／又は機会を認識し、軽減策を提案したデューデリジェンスの資料を提示してください。

■ 投資先企業のESG要素の特定と管理、及び／又は一般的なリスク管理をどのように監督し評価していますか? このプロセスにおいて、どのような機関、システム、ツール、情報源を利用していますか? ESG及び／又はリスク管理に対する投資先企業の対応をどう評価しているか、例を提示してください。

■ 投資先企業の経営チーム及び役員会の専門知識を審査する場合、ESG又はリスク管理の専門知識の評価を行いますか?

■ 可能であれば、投資先企業の役員会が、定期的に議論する議題として関連したESG要素を取り上げるように求めますか?

■ 投資先企業の標準的な報告書(四半期、年次)にリスク管理表を含めますか? 現在の投資先企業における【ここに数字を挿入して下さい】つのESGリスクを含むリスクの内容を【ここに数字を挿入して下さい】つ提示してください。

¹ 訳者注: 本記述は、欧米を中心とするPE専門部会での見解であり、様々な戦略により株式の所有期間は1年以下から10年程度の間で異なります。

■ デューデリジェンス中には認識されず、株式所有期間に認識された重大なESG要素があった直近ファンドについて例を【ここに数字を挿入して下さい】つ提示してください。その後を取った対応の内容についても含めてください。

■ 投資先企業の管理チームの業績を評価する際、ESG要素及び／又は投資先企業のリスク管理が評価プロセスに組み込まれていますか？ESG要素及び／又は投資先企業のリスク管理が、報酬に直接的、間接的に影響を与えますか？説明してください。

■ ESG要素が、投資先企業及び／又はファンドのリスク評価にどう影響するかを、どのようなプロセスで評価しますか？

■ 投資先企業の売却の際に、生じる可能性のあるESG及び／又は投資先企業リスク要因を確認していますか？その場合、そのために使用するシステム、ツール、リソースを説明してください。出口の手法によって対応は異なりますか？（例えばIPO、トレードセール、又は金融機関の買い手など）

■ 投資先企業がESG、持続可能性、企業の社会的責任基準、国連グローバルコンパクト¹やセクター別持続可能性指針などの行動規範を遵守することを、どのような状況下で認識し、推奨しますか？いつ検討し、どんな結果だったか、例を提示してください。

■ 私達が投資先企業において重大になりかねないESG要素について質問がある場合、どのようにその質問を貴社に伝達すべきですか？どんな条件があれば、直接投資先企業に聞くことができますか？

LPとの対話・情報開示・ステークホルダーとの関係におけるGPの取組み

出資を検討する際に、GPのESGに対する取り組みが完全に整備されていない、又は実施されていないという理由だけで、そのGPへの投資を除外するべきではありません。このような場合、出資決定は、GPがESGインテグレーションについて継続して情報開示、対話を持つ公式な伝達手段を持っているかどうか次第になります。そのような伝達手段は、LP、GP間でまず重要になりますが、他のステークホルダーとの情報伝達手段を持つGPのファンドの価値も評価して良いでしょう。これらの情報伝達手段はGPや投資先企業にも応用できるかもしれません。よってLPは、ファンドに投資する前に、GPが情報開示や対話のためにどんな伝達手段をもっているか、または今後持つことを確約しているかを考慮する必要があります。

質問の例：

■ 下記のどの手段を使って、定期的にESG関連情報をLPに対して伝達しているか、教えてください。

- キャピタルコール
- 投資メモ
- ファンド及び／又はGP管理会社の報告（その頻度を教えてください）
- 投資先企業の報告書（その頻度を教えてください）
- リミテッド・パートナー・アドバイザー・コミッティ（LPAC議事録が全てのLPに回覧されているかを教えてください）
- 年次総会

¹ 訳者注：人権、労働、環境、腐敗防止の分野における10の普遍原則を推進するため、2000年に発足した国連のイニシアティブのこと。33ページをご参照ください。

■ 現在ESG関連情報を定期的に開示していない場合、上記のどのチャネルを使ってESG関連情報を伝達する用意がありますか？

■ 投資先企業の報告用として、標準的なテンプレートを持っていますか？持っている場合、ESG要素を含めていますか？【ここに具体的なESG課題を挿入してください】を含めていますか？

■ ESG関連課題（例えばトップニュースになるリスク、災害、産業事故など）を直ちにLPに伝達すべきと判断する手続きを持っていますか？

■ 投資先企業が、ESG、持続可能性又は企業責任情報を含めた報告書を公表していますか？そうであれば、例を提示してください。

■ どんな状況において、投資先企業がESG要素について社外のステークホルダーと直接コミュニケーションを取る、又は働きかける必要があると考えますか？

■ 投資先企業の代理として、又は投資先企業と一緒に社外のステークホルダーと対話を持ったことはありますか？

■ どのような状況において、GPが投資先企業に関連する課題についてステークホルダーと直接対話を持つ必要があると考えますか？

ESGに関するサイドレター例

LPは、ファンドに出資する前に、ESGインテグレーションについて正式なGPの確約が必要かどうかを検討すべきです。正式な確約を文書化する1つの方法として、サイドレターに条件を含める方法があります。ESGインテグレーションの確約を唯一の目的としてサイドレターを締結することはまれですが、ESG関連の規定をサイドレターに含む傾向が高まっています。下記は、過去数年に渡ってファンド書類に含められたことのある規定の概要について説明しています。

このリストは、すべてを網羅しているわけではなく、限られたサイドレターの例が基になっています。詳細に規定されている箇所があれば、概要のみ提示されている箇所もあります。

これらの規定がGPやパートナーシップに対して効果的かどうか、又はどの管轄区域においても実行できるかどうかの審査は行っていません。LPは、どのESG関連のサイドレター規定が自分たちに適用できるか注意深く検討し、規定の内容について個別の弁護士に相談する必要があります。

LPがサイドレターにGPの正式な確約を含めたい場合は、具体的な文言を提示するのではなく、確約の目的の概要を弁護士に説明することをお勧めします。

除外リスト（又は排除リスト）

サイドレターには、(i)個人の株式、(ii)ある活動（例えばクラスター爆弾など）に関連した株式、又は(iii)ある国に関連した株式への投資、を排除する除外リストを記載することができます。¹

これに関連した規定の例：

1. GPは、LPの除外リストに記載された株式に直接投資しないこと、又は投資先企業がそのような株式に投資することを許可しないことに同意します。

¹ 7月29日PRI事務局は、除外する具体的な活動や国の例を削除しました。これは、当該情報を掲載すると特定のセクターや国を投資対象から除外することを示唆していると解釈される恐れがあるからです。この修正は、PRIステークホルダーの意見を受けて反映されました。

2. GPは、追加の除外についてLPと話し合い、除外リストに追加することに同意します。
3. GPは、GPが除外リストに追加していない株式に投資する際、LPをその投資から免除することに同意します。
4. GPは、除外リストに違反があった場合、合理的な努力を尽くして改めることに同意します。もし違反が解決できなければ、LPは投資から免除される可能性があります。
5. GPは、合理的な努力を尽くして、除外リストにある株式への投資を回避することに同意します。
6. GPは、LPの除外リストを受領したこと確認しますが、その確認通知によって追加の義務を生じることはありません。
7. もしGPが除外リストに該当する会社への投資を提案した場合、GPは、キャピタルコールにおいてLPに通知します。また、LPは弁護士の意見を必要とすることなく、その投資から免除されます。
8. GPは合理的な努力を尽くしてLPの除外リストや責任投資方針に遵守します。GPは、投資家の除外リストやESG方針に違反した投資について、守秘義務の範囲で情報を提供します。また、投資家はその投資から免除されます。
9. GPは、合理的に見て投資が除外リスト又はLPの責任投資方針に違反すると予想される場合、LPに通知することを同意します。GPは、合理的な努力を尽くして、可能な解決策についてLPに相談することを同意します。但し、このことによって、上記の通知以外の義務がGPに発生することはありません。

ESGデューデリジェンス、報告及びモニタリング

1. 通常GPは、合理的な努力を尽くして、ESG基準を満たすためのデューデリジェンスや年次のモニタリングを行うなど、ESG課題に対処することに同意します。
2. GPは、GPの責任投資方針に準拠したESGレポートを定期的にLPへ提供します。四半期ごとの定期報告、年次報告（投資先企業も含む）、LPACを通じた不定期の報告があります。GPは合理的に請求された追加のESG情報をLPに提供します。
3. GPは、LPが除外リストに関連した投資のモニタリングを求め、GPが投資デューデリジェンスにESG課題をどのように組み込んでいるかについて質問をするかもしれないことを了承します。
4. GPは、ファンドのクローズ日から30日以内にESGコンプライアンスの責任者を指名し、合理的な請求があった場合は、その責任者がLPと会うことができるようにします。

外部の責任投資基準を満たすためのGPの努力

1. GPは、合理的な努力を尽くして、国連グローバルコンパクトの原則を考慮します。但し、(i)それがGPのファンドに対する受託者責任に合致している場合、(ii)GPがファンドの最善の利益のために行動することが妨げられていない場合、(iii)GPが責任投資方針を導入する必要がない場合、に限ります。
2. GPは、合理的な努力を尽くして、受託者責任範囲内及び投資価値の最大化という第1の義務の範囲内で、投資先企業（ファンドが役員会の席を獲得している場合）が関連した地域のガイドライン（例えば、機関投資家の主要方針・原則・立場のための協会など）に合致した企業統治活動を行うことを勧めることに同意します。但し、それに遵守する日付は状況に応じて、延期することができます。

3. GPは、(i)意図的に、国の法律やILO規約の違反を繰り返している、(ii)国連グローバルコンパクトに準拠しない銃器や兵器を製造する、又は国連やEUにより通商禁止が課されている国にある、投資先企業への投資は行いません。

GPによるLP方針の受領確認

1. GPはLPの責任投資方針の受領を確認します。しかしそれを確認することで、GPに新たに義務が生じることはありません。
2. GPは、LPが責任投資を考慮して投資することを要望していること、投資検討や見直しの際にそのLPの要望をGPが考慮することを勧めていることを認識します。
3. GPは公務の外部委託方針を受領することを確認します。

GPによるGP自身の責任投資方針への遵守

1. GPは自己の責任投資方針に遵守します。

ESGに関する規範と基準例

プライベート・エクイティの責任投資への取組みを策定する際、LPは下記の様々なリソースを利用することができます。

プライベート・エクイティに特化した説明資料

- AFIC (the Association Française des Investisseurs en Capital: フランスPE協会):
Développement Durable et Capital Investissement
- AFIC: Charte des Investisseurs en Capital
- BVCA (The British Private Equity and Venture Capital Association: 英国PE協会):
Guide to Responsible Investment
- BVCA: Walker Guidelines (on GP and portfolio company reporting)
- EVCA (The European Private Equity and Venture Capital Association: 欧州PE協会):
Corporate Governance Guidelines
- EVCA: Governing Principles
- EVCA: Reporting Guidelines
- IIGCC (The Institutional Investors Group on Climate Change: 気候変動に関する機関投資家グループ): A Guide on Climate Change for Private Equity Investors

- ILPA (Institutional Limited Partners Association: 機関投資家LP協会): Private Equity Principles 2.0
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions: 証券監督者国際機構): Private Equity Conflicts of Interest
- PEGCC (Private Equity Growth Capital Council: 米国PE協会): Guidelines for Responsible Investment
- 開発融資機関 (DFIs: Development finance institutions): 様々な開発融資機関がプライベート・エクイティ投資のESG方針を導入しています。

PRI署名機関は、様々なESG方針やツールをPRI署名機関専用のウェブサイトから入手することができます。

国連条約及びイニシアティブ

- 国連グローバルコンパクト(www.unglobalcompact.org/)
- 世界人権宣言(www.un.org/en/documents/udhr/)
- 労働の基本原則及び権利に関するILO宣言(www.ilo.org/declaration/)
- リオ協定(www.cbd.int/rio/)
- 国連腐敗防止条約(www.unodc.org/unodc/en/treaties/CAC/index.html)

その他政府間組織

- OECD多国籍企業ガイドライン(www.oecd.org/daf/investment/guidelines)
- OECD贈賄防止条約(www.oecd.org/daf/nocorruption/convention)
- OECDコーポレート・ガバナンス原則(www.oecd.org/daf/corporateaffairs/principles/text)

国際金融機関

- IFCパフォーマンス基準 (www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/Content/PerformanceStandards)
- 赤道原則 (www.equator-principles.com/index.shtml)

投資先企業に適用できる公共・民間の規範、基準、イニシアティブなど包括的なリストは、ドラフトISO 26000 Guidance on Social Responsibility (81～90ページのA.1とA.2)から入手できます。

ESGに関する検討課題の範囲例

ESG課題の包括的なリスト、又はESG課題を分類する方法はありません。この章では、投資家がESGとして参照する課題をリストにしています。包括的なリストではないので、投資家が考慮すべき課題の範囲を制限するものではありません。産業セクター又は地域によって独自に優先するESG課題を決める投資家もいるかもしれませんが、責任投資のコンセプトは、投資決定において考慮する課題の範囲を拡大させていくことです。

適切にESGの課題を特定し、対処できなければ、戦略、オペレーション、評判などにおいて様々なリスクや機会が生じることになります。状況によっては、それらのリスク、機会が重大なものになる可能性があります。重大かどうかの評価は、主観的なものになりがちですが、具体的なデータを基に、正式なプロセスで分析がなされることを、多くの投資家は期待しています。

その他のESGリストは、下記においても入手できます：

- CFA Institute publication Environmental, Social and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors
- ISO 26000 (draft standard) Guidance on social responsibility
- Global Reporting Initiative (GRI) Sustainability Reporting Guidelines. またGRIは、Sector Supplementsを策定しています。これは、各産業セクター（電力事業、物流・輸送、鉱業・金属、観光業、電気通信、自動車）における具体的なガイダンスを提供しています。
- The UN Environment Programme's Industry Report Cards on Environmental and Social Responsibility, これは、45を超える国際的事業・企業団体と連携をして策定されました。

ESG課題の具体例

環境問題	社会問題	ガバナンス問題
■ 大気、水質汚染 ■ 生態系の多様性 ■ 気候変化(気候変化及びそれに伴う影響を軽減する規則を含む) ■ 森林破壊 ■ 生態系サービス ■ 燃料効率 ■ 有害物質 ■ 土地の劣化 ■ 資源枯渇 ■ 廃棄物管理 ■ 水不足	■ 顧客満足 ■ データ保護及びプライバシー ■ 雇用の多様性及び平等な機会 ■ 従業員にとって魅力的な職場環境、長い勤続年数 ■ 従業員の積極的な関与 ■ 政府、コミュニティとの関係 ■ 人材管理(トレーニング、教育を含む) ■ 人権 ■ 先住権 ■ 労働基準(組合、集団交渉の自由、児童労働、強制労働、労働衛生・安全、生活賃金) ■ 労働マネジメント関係 ■ マーケティングコミュニケーション ■ 製品の不正販売 ■ 製品安全及び賠償責任 ■ サプライチェーン管理	■ 会計基準 ■ 反競争的行為 ■ 監査委員会構成 ■ 役員会構成 ■ 贈賄及び汚職 ■ 企業倫理 ■ コンプライアンス(罰金、その他の制裁を含む) ■ 役員報酬 ■ ロビー活動 ■ 政治献金 ■ リスク管理 ■ 会長と最高経営責任者の分離 ■ ステークホルダーとの対話 ■ 後継者育成 ■ 内部通報体制

謝辞

このガイドブックの第1版、第2版は、アセットオーナー（投資家）、ファンド・オブ・ファンズ、GPから構成されたPRIプライベート・エクイティ運営委員会により策定、全会一致で承認されました。

第1版

このガイドの第1版は、アセットオーナー（投資家）、ファンド・オブ・ファンズ、プライベート・エクイティ運用会社、業界団体など30を超える代表者によって構成された運営委員会によって、2008年9月から2009年6月の間に策定されました。運営委員会には、PRI署名機関と非署名機関が参加し、PRI諮問員会に報告しました。Tom Rotherham、Kan Xi、Jerome Taggerが運営委員会の管理を担当しました。運営委員会のメンバーは下記の通りです：

所属会社名	名前
Actis（アクティス）	Ritu Kumar
AlpInvest Partners （アルプインベスト・パートナーズ）	Wim Borgdorff, Maaïke van der Schoot
AP2	Carl Rosen
APG	Rob Lake
Blue Wolf Capital Management （ブルーウルフ・キャピタル・マネジメント）	Mike Musuraca
CalPERS（カルパース）	Jesus Arguelles
CalSTRS（カルスターズ）	Margot Wirth
Doughty Hanson（ドーティ・ハンソン）	Guy Paisner
EVCA	Javier Echarri, Serge Raicher, Vincent Neate
La Caisse de dépôt et placement du Québec（ ケベック州投資信託銀行）	Pierre Piche, Michel Lefebvre
La Caisse des Dépôts et Consignations （フランス預託信託公庫：CDC）	Patricia Jeanjean
New Zealand Superannuation Fund （ニュージーランド退職年金基金）	Anne-Maree O’ Connor
Pantheon（パンテオン）	Carol Kennedy, Helen Steers
PCG AM	Michelle Davidson
PGGM （オランダ医療社会福祉事業関係者年金基金）	Leo Lueb
UN Global Compact	Stefan den Doelder
USS	David Russell
Washington State Investment Board（ワシントン 州投資運用委員会）	Liz Mendizabal

エイパックス・パートナーズ、ブラックストーン・グループ、カーライル・グループ、コールバーグ・クラビス・ロバーツ、シルバーレイク、TPG、ペルミラ、PECプレジデント・ダグ・ローウェンスタインは、米国プライベート・エクイティ協会の代表として参加しました。（当協会には、アポロ・グローバル・マネジメント、ベイン・キャピタル・パートナーズ、ヘルマン&フリードマン、マジソン・ディアボーン・パートナーズ、プロビデンス・エクイティ・パートナーズ、TPGも会員となっています。）

第2版

このガイドブックの第2版は、2011年1月から6月の間に見直し、改定されました。改定案は、運営委員会のメンバーなど様々な人から寄せられました。公式なコメントは、一か月間のコメント募集中に寄せられ、第1版の出版以来、非公式のコメントもPRI事務局に寄せられました。さらに、利害の一致、ガバナンス、透明性など、プライベート・エクイティのファンドガバナンスに関するベストプラクティスを定義している、ILPAのプライベート・エクイティ原則第2版の関連項目と整合するように作成されました。

所属会社名	名前
Actis	Ritu Kumar
AlpInvest Partners	Wim Borgdorff, Maaïke van der Schoot
Blue Wolf Capital Management	Haran Narulla
CalPERS	Jesus Arguelles
CBUS	Louise Davidson
Doughty Hanson	Guy Paisner
Hermes Equity Ownership Services (ハーミス・エクイティ・オーナーシップ・サービス)	Tom Rotherham (共同議長)
KKR	Elizabeth Seeger
Pantheon Ventures (パンテオン・ベンチャーズ)	Dushy Sivanithy
USS	David Russell

PRI事務局からはKatie Swanston (共同議長)とJonathan Kellarが代表で参加しました。

編集は、Joshua Kendall (PRI事務局)とAdam Garfunkelが担当しました。

PRIは、このプロジェクトに関連して無償で法律アドバイスを提供したシドレー・オースティン法律事務所 (Alyssa A Grikscheit、Ran Coel、Francesca Mead)に、謝意を表します。

免責事項

当資料は情報提供のみを目的として作成されており、予告なく変更されることがあります。当資料の著者および出版者は、法律、経済、投資、その他の専門分野、サービスについてアドバイスを提供する業務に従事しておりません。よってPRIは、当資料で言及されているウェブサイトや情報源の内容について、責任を負いません。これらのサイトで提供されているアクセスや情報は、PRIが推奨しているものではありません。特に明記しない限り、当資料で述べられている意見、研究結果、解釈、結論は、必ずしもPRIまたはPRI署名機関の意見を代表しているとは限りません。当資料に含まれる情報は、信頼できる最新の情報源から入手したものです。統計、法律、規制等の変更によって、当資料の情報が遅延、削除、不正確になる可能性があります。よってPRIは、当資料における情報の正確性について保証しません。PRIは、当資料の情報における誤り、削除について責任を負いません。また、当資料の情報を利用した結果生じた損害について、その損害の可能性について知らされていたとしても責任を負いません。すべての情報は現状のまま提供され、完全性、正確性、適時性の保証、当該情報を利用した結果の保証は伴いません。また明確に言及されていたかに否かに関わらず、収益、商品性、特定の目的への適合性の保証など、いかなる保証も伴いません。当資料に含まれる情報や意見は、明確に言及されていたか否かに関わらず、いかなる保証も伴いません。当資料に含まれる推奨は、LPのガバナンス資料や契約、定款、規制における義務を考慮した際に、特定のLPには適切ではない可能性があります。LPは、プライベート・エクイティ投資に関して、独立した弁護士に相談する必要があります。

PRIの国連パートナー

■ 国連グローバル・コンパクト

2000年に発足した国連グローバルコンパクトは、人権、労働、環境、腐敗防止の分野における10の普遍原則を推進するため、国連機関、労働・環境団体、政府と協働しています。集団行動の力を通じて、グローバルコンパクトは世界中のビジネス活動においてこれらの10原則が主流になることを目指し、国連の様々な目標の支援拡大を追求しています。130か国から、7700を超える企業やステークホルダーが参加する本イニシアティブは、企業の持続可能性に関する世界最大の自主的イニシアティブです。

詳細：www.unglobalcompact.org

■ 国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI)

UNEP FIは、持続可能性と金融パフォーマンスとの関連性を構築、推進するUNEPと民間金融セクターとのユニークなグローバルパートナーシップです。本イニシアティブは、約180の金融機関と協働しています。地域活動、包括的作業プログラム、トレーニング、調査などを通して、UNEP FIは、全レベルの金融機関業務の中で環境と持続可能性におけるベストプラクティスを見出し、その導入の促進、実現を果たすというミッションを遂行しています。

詳細：www.unepfi.org

連絡先

■ PRIに関する詳しい情報

<http://www.unpri.org/>

■ PRIに関するお問い合わせ

PRI事務局 日本ネットワークマネージャー
森澤みちよ michiyo.morisawa@unpri.org

本ガイドブックは、アーク・オルタナティブ・アドバイザーズ株式会社に
翻訳頂きました。