

# SFDR施行後の プライベート・エクイティ市場における ダイナミクスの変化

## 導入に際して GP と LP が直面する課題

**Dr Maximilian Tucher**  
Director, Operational Transaction Services, Financial Advisory,  
Deloitte Germany

**Carsten Auel, CFA, CAIA**  
Director, Sustainable Finance, Audit and Assurance,  
Deloitte Germany

### 要点

- 大方のプライベート・エクイティ企業（PEファーム）は主要な悪影響（Principle Adverse Impacts; PAI）に関するステートメントを開示しているものの、出資者の機関投資家であるリミテッド・パートナー（LP）は、サステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）に基づく報告義務に対応する、各種のデータを必要としています。
- プライベート・ファンドにとって、評判を守り、持続可能な方法での資金配分を望む投資家を引きつけ、2023年から始まるLPからのデータ要請（2022年度分）に対応するためには、SFDRに準拠することが極めて重要になります。
- PEファームにとっては、SFDRの導入に際して、ESG投資に関連する包括的で質の高いデータに関する、アクセス可能で明確な指針や業界内部における合意が存在していないことが問題となっています。
- SFDRの下で、投資家にとっては、企業サステナビリティ報告指令（CSRD）がPAI報告における潜在的なデータソースになりえます。しかしながら、ほとんどの投資先企業においては、2025年まではCSRDに基づくESG報告（2024年度分）が要請されていません。



### SFDR施行後のプライベート・エクイティ市場におけるGPとLPのダイナミクスの変化

SFDRの施行後、1年が経過しましたが、EUの規制当局とPEファームを含む金融市場参加者（FMP）は、導入に際して大きな問題に直面しています。

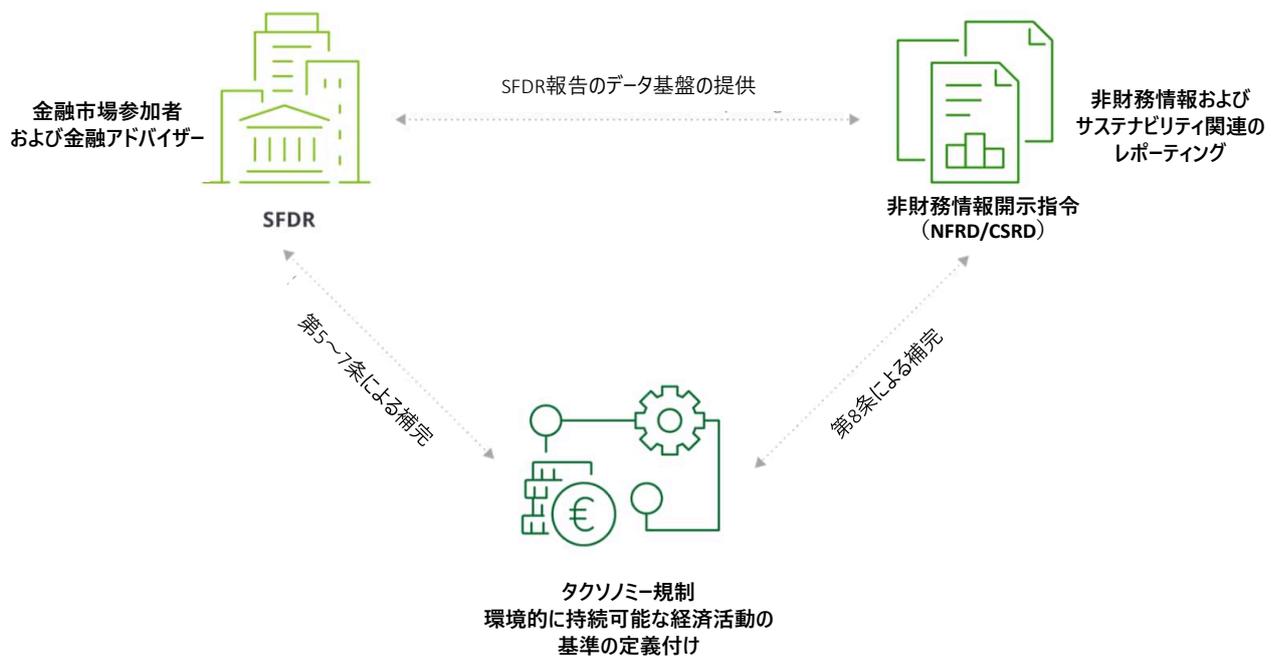
#### SFDRの目的

この新しい規制は、投資やアドバイザーのプロセスへのESGファクターの統合を促進し、投資商品の透明性を向上させることを狙いとしています。新規制の下で、サステナブル・ファンドを比較する投資家の作業は容易になり、グリーン・ウォッシングの防止につながる

ことが見込まれています。EUの広範なサステナブル・ファイナンスの枠組みにおいて、SFDRはEUタクソミー規制やCSRDとともに、開示ツールとして位置付けられています。SFDRに基づく開示義務は、以下の3つの分野に大別されます。

1. 投資判断やアドバイザーのプロセスへのサステナビリティ・リスクの統合
2. サステナビリティ・ファクターに関する投資判断やアドバイザーにおけるPAIの考慮
3. ESG特性を促進する商品（第8条商品）やサステナブル投資を目的とする商品（第9条商品）の透明性の向上

#### 密接な関係にあるEU規制: CSRD、SFDR、EUタクソミー



出典：デロイト

#### 1年経った現時点における課題

2021年3月10日の施行時以来、SFDR（規制の技術的細則（RTS）を含まない）は解釈の余地が大きく、汎用的で定性的な開示内容となる傾向が存在しているため、幅広い解釈が可能な状態となっています。また、より詳細な定量的開示を含むRTSの導入は何度か延期されることとなり、2023年1月1日に適用開始

となる見通しです。SFDRの導入に際して、ESG投資に関連する包括的で質の高いデータに関する、アクセス可能で明確な指針や業界内部における合意が、現時点では存在していません。規制が複雑であることに加えて、必要なデータの収集作業には困難が伴うことから、PEファームはLPファームのSFDR報告要件に関連して、多くの不確実性に直面しています。

## ESGデータに関する問題点

スケジュールが変更された上に、整合性が欠落しているにもかかわらず、多くのLPにとってはすでに、広範なESG報告が不可欠となっています。SFDRの定量的PAI開示要件の下で、大規模なLPには、2022年の直接的、間接的投資について、18項目のPAI（環境指標（9項目）、社会指標（5項目）、ソブリン指標（2項目）、不動産指標（2項目））に関する報告が義務付けられています。報告は四半期末を基準とし、2023年6月30日までに公表する必要がありますことから、2022年度に関しては、PEファンドからのPAIデータの収集作業がすでに完了していなければなりません。投資のアプローチにPAIの観点を組み込んでいないファンドが、多種多様な投資先企業から標準的なデータを収集、管理する場合には、LPはSFDRに基づくデータ規制順守に際して、大きな課題に直面することになります。

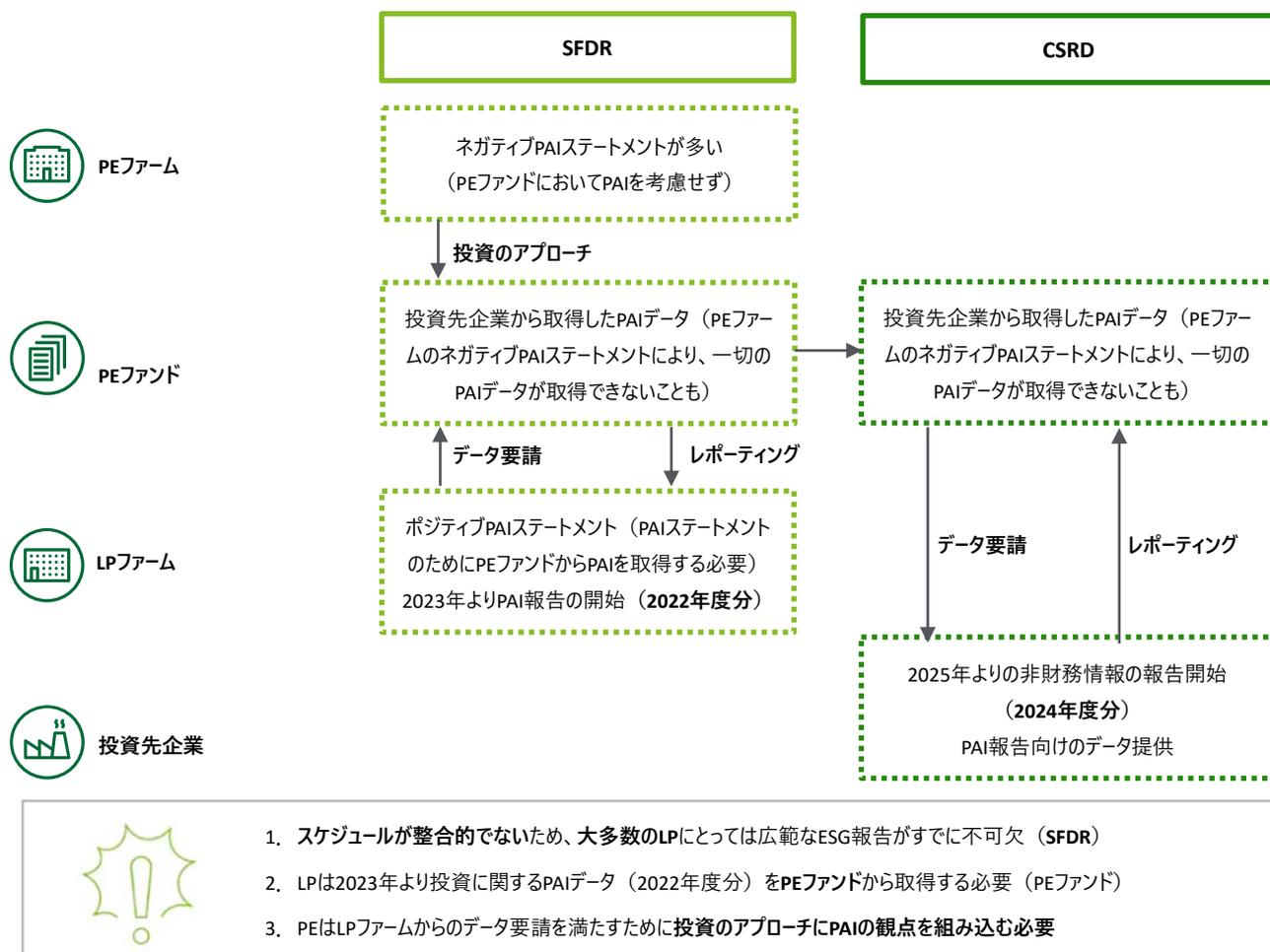
SFDRの下で、従業員数500名未満のFMPに対しては、サステナビリティ・ファクターに関する投資判断のPAIの概要を示したデューデリジェンス指針に関するPAIステートメントを公表するために、「順守」または「説明」のいずれかの基準を選択することが認められています。PEファームのほとんどが従業員数500名未満であることから、同セクターの大部分にとっては、規制適用対象外の道を選び、PAIに関する問題から完全に解放されるという選択肢もあります。デロイトの分析によると、大方のPEファームがネガティブPAIステートメント（PAIを考慮しないという声明）を公表しており、サステナビリティに対する優先順位が比較的低いか、これらの影響を考慮するための関連データを収集するプロセスが未整備である様子がうかがえます。プライベート・ファンドにとって、評判を守り、持続可能な方法での資金配分を望む投資家を引きつけ、LPからのデータ要請に対応するためには、SFDRに準拠することが極めて重要になります。



これに対して、（LPなどの）機関投資家のほとんどは、500名を超える従業員を雇用しているため、悪影響に関する情報の開示が求められ、ポジティブPAIステートメント（PAIを考慮するという声明）につながります。データが不足する場合、LPは投資先企業とのエンゲージメント、自社のリサーチ、第三者のデータプロバイダー、合理的な想定などを情報源として、データを確保するため「最善の努力」をしなければなりません。PAIデータはサステナブル・ファンドのみに適用される、という誤解をたびたび目にしますが、PAI報告はエンティティ・レベルで適用されるため、サステナブルであるかどうかを問わず、すべての商品が集計の対象になります。その結果、PEファームは、情報の収集と集計を義務付けられるLPから、ファンドのPAIデータを何度も要求されることになります。LPの投資判断プロセスにおいて、ESGは重要な役割を果たすようになっているため、ジェネラル・パートナー（GP）がさまざまなESG関連のテーマにフォーカスした幅広い質問を日常的に受けるのも、意外なことではありません。多くのLPが何を求めているのか、なぜそれが重要なのかを理解できない状況において、GPがこうした質問に答えようと努めていることも、状況を複雑にしています。

データの取得に関するアプローチはエンティティによって異なるため、似たようなファンドであってもPAI指標の報告値には大きな違いが生じています。容易に入手可能で比較可能なデータが存在せず、規制当局からの適切なガイダンスもなければ、PEファームは関連性のない基準に基づいて異なる情報を利用することとなり、その結果、投資家にとって、開示されたデータを信頼し、比較することが困難になるかもしれません。

CSRDに基づく企業のサステナビリティ報告は、SFDRに基づく投資家PAI報告のデータソースとなる可能性があります。新しい指令（2021年4月に初案公表）によって、非財務情報開示指令（NFRD）が規定する既存のサステナビリティ報告の要件は、修正・強化される見通しです。その結果、対象企業の範囲が大幅に広がるだけでなく、欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）が開発した調和的な報告基準が導入されることとなります。もっとも、SFDRとCSRDのスケジュールは整合的ではありません。ほとんどの投資先企業の場合、後者のESG報告は2025年（2024年度分）までは要求されていません。



出典：デロイト

### 規制の複雑性と不確実性

PEファンドが保有するプライベート資産に関するESGデータ入手の際の課題は、規制の文言が不明確であることによって、さらに増幅されています。（第6条、第8条、第9条に基づく）商品の分類方法や、一部の企業や商品に対する規制の適用方法などにおいて、曖昧性や不確実性が残っています。

SFDRは開示規制であり、ESGファクターの統合に関する透明性を向上させるものですが、その一方で、サステナブルな商品（第8条商品）にどのような最低要件を定めるかについて、議論が継続しています。明確な定義が存在しないために、さまざまな解釈がなされ、投資家の間では混乱が深まっています。SFDRの要件はEUタクソミーの報告義務によって補完されていますが、いずれの場合も、明確な基準や適格投資の定義、いわゆる「ライトグリーン」金融商品に対する最低限の指針が提供されていません。規制当局でさえも、「ライトグリーン」な金融商品の間で、戦略の有効性が大幅に異なると指摘しています。

PEファンドにとっては、必要なすべてのESGデータにアクセスできる情報源を確保しつつ、データ費用とポートフォリオ・システムにスコアリングを統合する方法を管理することが可能となるような、プロセスを導入することが不可欠になります。もっとも、非金融系の投資先企業においても、SFDRに準拠するデータに対する投資家の要請を満たすために、ESGデータ管理について、より専門的なアプローチを採用する必要があります。GPとLPの双方にとって、デューデリジエンスの作業の中に包括的なESGデータを取り入れることは、「その方が好ましい（nice-to-have）」ことから「そうしなければならない（must-have）」ことに変わりつつあります。現在、PEファンドには、これらの要件を満たすのに必要なプロセス、枠組み、システム、データを導入することが求められています。より環境に優しく持続可能な経済への移行に際して、プライベート・エクイティ市場は極めて重要な役割を担うことから、この点はとりわけ重要になるでしょう。

## 結論

プライベート・エクイティのマネジャーは、サステナブル商品の設計、サステナビリティの構造的な統合、レポートのワークフロー、ESG のデューデリジェンスなど、有意義な ESG 戦略を実施するために十分な計画を、確実に用意する必要があります。このような対策は、サステナブル・ファイナンスに関する規制が進化し続ける中で、エンティティ、ファンド、投資先企業の各レベルにおいて直面する課題を軽減するのに役立つでしょう。



注意事項：本資料はDeloitte Globalが2022年10月に発表した内容をもとに、デロイト トーマツ グループが翻訳・加筆したものです。和訳版と原文（英語）に差異が発生した場合には、原文を優先します。

# Deloitte.

## デロイト トーマツ

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、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、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 5 千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](http://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ァ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ァ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 の各メンバーファ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、互いに他のファ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](http://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 のメンバーファームであり、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ー、リスクアドバイザー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約 345,000 名のプロフェッショナルの活動の詳細については、（[www.deloitte.com](http://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ァ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や完全性に関して、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、そのメンバーファーム、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間接に発生した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ァ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

© 2022. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001