

## EU のサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始<sup>1</sup> — 遅延する細則策定と各社の対応 —

磯部 昌吾、富永 健司

### ■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）では 2021 年 3 月 10 日、金融商品の環境・社会・ガバナンス（ESG）関連情報の開示を義務付ける、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の適用が始まった。SFDR は下位法令（細則）の策定作業が遅延しており、細則が決定していない段階でのスタートではあるものの、欧州の資産運用会社等は一斉に取り組みを開示している。
2. SFDR は、金融商品の運用を行う資産運用会社のような金融市場参加者と、投資アドバイスを提供する証券会社等の金融アドバイザーに ESG 関連情報の開示を義務付ける規制である。開示対象は、エンティティ単位と、金融商品単位に分かれており、欧州金融監督機構（ESAs）の細則案では、それぞれにおいて実施面での課題が指摘されている。
3. そうした中でも、欧州の資産運用会社は、ライト・グリーンやダーク・グリーンと呼ばれる SFDR 第 8、9 条金融商品を一定程度揃えている。また、既存商品の大半で SFDR の枠組みを積極的に利用するケースや、SFDR への対応を念頭に置いた新規商品の開発を目指すケースも出てきている。
4. 今後の SFDR の細則の最終化と、EU タクソノミーのような SFDR の開示内容に影響を与える ESG 関連の規制を合わせて、投資家が得ることができる ESG 関連情報は更に増えることが想定される。EU から離脱した英国や、バイデン政権の下でこれから個別規制の検討に本格的に取り組む米国を前にして、EU の独自規制である SFDR とその下でのサステナブルファイナンスが今後国際的にどのような影響を与えていくのか引き続き注目であろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 富永健司、江夏あかね「欧州における金融市場参加者等を対象としたサステナビリティ開示規則」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年春号。
- ・ 磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類する EU タクソノミー分類基準の概要と金融規制等における利用」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年冬号。
- ・ 江夏あかね、磯部昌吾「EU ベンチマーク規則の改正—気候ベンチマークと ESG 関連開示—」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年春号。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2021 年 4 月 12 日時点の情報に基づいている。

## I 適用が開始された SFDR

欧州連合（EU）では2021年3月10日、金融商品の環境・社会・ガバナンス（ESG）関連情報の開示を義務付ける、サステナブルファイナンス開示規則（Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR）の適用が始まった<sup>2</sup>。2019年12月9日に成立したSFDRは、EU規制当局による下位法令（細則）の策定作業が遅延しており、細則が決定していない段階でのスタートではあるものの、欧州の資産運用会社等は一斉に取り組みを開示している。

欧州ファンド・資産運用協会（EFAMA）によると、欧州の資産運用会社は、2019年末時点で投資ファンド及び一任運用の16%に相当する約3.8兆ユーロにおいてESGインテグレーション<sup>3</sup>を実践しているとされるなど<sup>4</sup>、ESG運用を謳った投資の伸びは著しい。もともと、ESG運用といっても具体的な手法は多岐にわたり、明確な共通定義があるわけでもない。ESG運用に向かう資金が拡大する中でのSFDRの導入には、規制によって開示情報の共通化を図り、投資家が適切な情報を得られるようにするという狙いがある。また、気候変動対策などのサステナブルファイナンスの分野に民間資金を振り向けるというEUの政策目標を踏まえれば、どのような金融商品がそれに合致した投資を行っているのかを明らかにすることは、投資資金の呼び込みの第一歩といえるだろう。

本稿では、現在検討されている細則も含めてSFDRの内容を踏まえた上で、欧州の資産運用会社の対応状況を概説する。

## II SFDRの概要と課題

SFDRは、EUにおいて、金融商品<sup>5</sup>の運用を行う資産運用会社のような金融市場参加者<sup>6</sup>と、投資アドバイスを提供する証券会社等の金融アドバイザー<sup>7</sup>にESG関連情報の開示を義務付ける規制である。本章では、①SFDRの開示対象別の開示内容、②SFDRの細則の策定状況、③細則案の内容と課題、について概観する。

<sup>2</sup> SFDRの成立までの経緯については、富永健司、江夏あかね「欧州における金融市場参加者等を対象としたサステナビリティ開示規則」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年春号を参照。

<sup>3</sup> ここでいうESGインテグレーションとは、投資判断プロセスにESGリスク又は投資機会を系統的かつ明示的に組み入れることを指し、定量的なスクリーニングや発行体のファンダメンタル分析などが含まれる。

<sup>4</sup> EFAMA, “Sustainable investment in the European asset management industry: defining and sizing ESG strategies”, November 2020.

<sup>5</sup> ①UCITS、②オルタナティブ投資ファンド（AIF）、③ポートフォリオ・マネジメント・サービスによって管理されているポートフォリオ、④保険型投資商品、⑤年金商品、⑥年金スキーム、⑦汎欧州個人年金商品（PEPP）。

<sup>6</sup> ①UCITS管理会社、②オルタナティブ投資ファンド・マネージャー（AIFM）、③ポートフォリオ・マネジメント・サービスを提供する投資サービス会社及び銀行、④保険型投資商品を提供する保険会社、⑤職域年金基金（IORP）、⑥年金商品提供者、⑦PEPP提供者、⑧適格ベンチャー・キャピタル・ファンド・マネージャー等。

<sup>7</sup> 次の2つのものを指す。

①投資アドバイスを提供する銀行及び投資サービス会社、AIFM、UCITS管理会社。

②保険型投資商品に関するアドバイスを提供する保険仲介会社及び保険会社。

## 1. SFDR の開示対象別の開示内容

SFDR の開示対象は、エンティティ単位と、金融商品単位に分かれる（図表 1）。

図表 1 SFDR の概要

開示内容	開示対象	開示方法	開示手段	適用開始日	細則の策定状況			
(第 3 条) 投資判断/投資アドバイスにおけるサステナビリティ・リスクの反映方針	金融市場参加者 金融アドバイザー (エンティティ単位)	内容を開示	ウェブサイト	2021/3/10 (注 1)	必要なし			
(第 4 条) 投資判断/投資アドバイスが環境・社会等のサステナビリティ要素に与える主な悪影響と対処		遵守又は説明			未策定			
(第 5 条) サステナビリティ・リスクの反映と合致した報酬政策		内容を開示						
(第 6 条) 投資判断/投資アドバイスにおけるサステナビリティ・リスクの反映方法とリターンへの影響評価	金融市場参加者 金融アドバイザー (金融商品単位)	遵守又は説明	契約前 開示	2022/12/30	必要なし			
(第 7 条) 個々の金融商品が環境・社会等のサステナビリティ要素に与える主な悪影響	金融市場参加者 (金融商品単位)	内容を開示				2021/3/10 (注 2)	未策定	
(第 8 条) 環境・社会的な特性を宣伝する金融商品（ライト・グリーンな金融商品）における当該特性の基準と参照指標								
(第 9 条) サステナブル投資を目標とする金融商品（ダーク・グリーンな金融商品）における当該目標に照らした参照指標の一致性								
(第 10 条) 第 8・9 条の金融商品に関するウェブサイト上での説明				第 8・9・11 条の情報を開示	ウェブサイト			2021/3/10
(第 11 条) 第 8・9 条の金融商品が有する特性/目標の達成状況				内容を開示	継続開示			2022/1/1 (注 2)

(注) 1. 第 4 条については、2021 年 6 月末からは、従業員 500 名超の金融市場参加者は、投資判断が与える主な悪影響に関するデューデリジェンス方針をウェブサイトで公表する義務が発生。  
2. このほかに、EU タクソノミー規則に合致した経済活動への投資状況（投資全体に占める割合を含む）についての開示規制が、気候変動に関する 2 つの環境目標については 2022 年 1 月 1 日から、その他の環境分野に関する 4 つの環境目標については 2023 年 1 月 1 日から適用開始。

(出所) SFDR より野村資本市場研究所作成

## 1) エンティティ単位での開示内容

エンティティ単位での開示では、金融市場参加者と金融アドバイザーは自社のウェブサイトにおいて、投資判断／投資アドバイスにおけるサステナビリティ・リスクの反映などの自社の方針を公表しなければならない。ここでいうサステナビリティ・リスクとは、金融商品の価値に悪影響を与える可能性がある ESG 関連の事象のことである。

また、金融市場参加者と金融アドバイザーは、自社が積極的に取り組む内容だけでなく、それが同時に負の影響をもたらしていないのかという点も開示しなければならない。具体的には、投資判断／投資アドバイスが環境・社会等のサステナビリティ要素に与える主な悪影響（Principal adverse impacts, PAI）について開示し、金融市場参加者の場合にはそれに対する自社のアクションの内容を明らかにしなければならない（SFDR 第 4 条）。PAI の開示内容の詳細については、後述するように欧州委員会が細則を定めることとなっている。

## 2) 金融商品単位での開示内容

金融商品単位の開示では、商品性に応じて開示内容が分かれる。まず、金融市場参加者と金融アドバイザーは全ての金融商品において、リターンに影響を与える可能性があるサステナビリティ・リスクを評価して開示する。また、金融市場参加者は、①環境・社会的な特性を宣伝（promote）する金融商品（第 8 条金融商品、ライト・グリーンな金融商品とも呼ばれる）と、②サステナブル投資を目標とする金融商品（第 9 条金融商品、ダーク・グリーンな金融商品とも呼ばれる）については、それぞれの商品性を踏まえた追加の開示を行う必要がある。投資家に対して契約前開示を行うほかに、その後の年次での継続開示も行わなければならない。詳細な開示項目については、後述するように欧州委員会が細則を定めることとなっている。

もともと、第 8 条金融商品と第 9 条金融商品を巡っては、それぞれにどのような金融商品が該当するのかは、定義が明確ではないことから判然としない部分がある。まず、第 8 条金融商品には、どのような行為が環境・社会的な特性の「宣伝」に該当するかが定義されていない。すべての金融商品において、リターンに影響を与える可能性があるサステナビリティ・リスクの開示が SFDR によって求められている中で、どのような行為が宣伝に該当するのか明確ではないというわけである。

また、第 9 条金融商品についても、インパクト投資を行うファンドが該当すると考える意見もあるが、どの程度のサステナブル投資を目標にすれば該当するのかは明確ではない。第 9 条金融商品でいうサステナブル投資は、①環境目標<sup>8</sup>に貢献する経済活動又は社会目標に貢献する経済活動<sup>9</sup>に投資し、②環境及び社会目標のいずれにも

<sup>8</sup> エネルギー・再生可能エネルギー・原材料・水・土地の利用や廃棄物・温室効果ガスの排出、生物多様性や循環型経済への影響に関する指標によって計測される環境目標が例示されている。

<sup>9</sup> 特に、不平等への対処への貢献や社会的結束（Social Cohesion）・社会的統合・労使関係を改善する投資、人的資本や経済的又は社会的に不利なコミュニティへの投資が例示されている。

重大な悪影響を与えず、③投資先企業が健全な経営ストラクチャー・雇用関係・従業員報酬・税務コンプライアンスなどの観点から良好なガバナンス慣行を有していることが条件となる。炭素排出量の削減を目標とする金融商品については、低炭素経済に向けた投資促進のための EU 共通の金融指標の枠組みである EU 気候ベンチマーク<sup>10</sup>の利用の有無を開示する必要があるが、第 9 条金融商品において EU 気候ベンチマークの利用が義務付けられているわけではない。

こうした中で、個々の金融市場参加者は、未策定の細則も含めて必要な開示内容を踏まえて、自社商品が第 8 条金融商品と第 9 条金融商品に該当するかの判断を求められている。

## 2. SFDR の細則の策定状況

SFDR の適用開始日は、一部を除いて 2021 年 3 月 10 日であり、既に適用開始となっている。しかしながら、定量情報も含めた詳細な開示内容については、欧州金融監督機構 (ESAs) の提案を踏まえて、欧州委員会が細則において定めることになっている。新型コロナウイルス禍 (コロナ禍) もあり検討が難航する中で、ESAs は 2021 年 2 月になって欧州委員会に細則案を提出したものの、それを踏まえた欧州委員会による細則策定は前述の図表 1 のように未だ完了していない。

欧州委員会は細則策定の遅延を見越して、2020 年 10 月の段階で、SFDR は当面は細則無しの状態、プリンシプル・ベースでの適用となる旨を ESAs に伝達した<sup>11</sup>。これを踏まえて、ESAs は 2021 年 2 月 2 日、細則の適用開始日を 2022 年に遅らせることを提案する細則案を欧州委員会に提出した<sup>12</sup>。その上で、最終的な欧州委員会の細則策定の段階で内容が変わる可能性はあるものの、当面は ESAs の細則案を参考にするよう各 EU 加盟国当局に要請する声明を公表した<sup>13</sup>。もっとも、このような ESAs の声明の下で法令として拘束力を持つ細則がないままに SFDR の適用が始まることには、困惑する声も出ている<sup>14</sup>。

<sup>10</sup> EU 気候ベンチマークについては、江夏あかね、磯部昌吾「EU ベンチマーク規則の改正－気候ベンチマークと ESG 関連開示－」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年春号を参照。

<sup>11</sup> European commission, “Subject: Application of Regulation (EU) 2019/2088 on the sustainability-related disclosures in the financial services sector”, 20 October 2020.

<sup>12</sup> ESAs, “Final Report on draft Regulatory Technical Standards”, 2 February 2021. なお、ESAs は、本細則案に加えて、後述する EU タクソノミー規則が SFDR の細則と紐づく部分について別途市中協議文書を 2021 年 3 月 15 日に公表している。ESAs, “Joint Consultation Paper, Taxonomy-related sustainability disclosures”, 15 March 2021. を参照。

<sup>13</sup> ESAs, “Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation”, 25 February 2021.

<sup>14</sup> Linklaters, “What do the ESAs say about compliance with Level 1 SFDR whilst Level 2 is on its way?”, 26 February 2021.

### 3. ESAsの細則案とその課題

ESAsの細則案については、検討の遅延だけでなく、エンティティ単位と金融商品単位の開示のそれぞれにおいて実施面での課題が指摘されている。ESAsは、細則案の適用を、一部を除いて2022年1月1日から開始することを提案している。

#### 1) エンティティ単位での開示

SFDRでは、金融市場参加者と金融アドバイザーに対して、PAIを開示することを求めているところ、その詳細は細則によって定めることとなっている。ここでいうサステナビリティ要素は、環境・社会・雇用・人権尊重・反腐敗・反賄賂という多岐に渡るテーマを対象にしている。

実際、ESAsの細則案では、金融市場参加者に対しては、①18項目の義務指標と、②気候・その他環境関連と社会・雇用・人権尊重・反腐敗・反賄賂でそれぞれ最低1項目の選択指標の開示を求めている（図表2）。

ESAsが2020年4月に公表した当初案と比較すると、開示指標の数はほぼ半減したものの、一般的に投資先企業が開示していない非財務情報も含めて多くの指標の開示を求めている。また、金融アドバイザーに対しても、少なくとも18項目の義務指標に基づいて金融商品をランク付けして選定しているかを開示することを求めている。

図表2 ESAsの細則案が求めるエンティティ単位でのPAIの開示指標

義務指標	環境	気候変動	①温室効果ガス（GHG）排出量（スコープ3は2023年から）、②カーボン・フットプリント、③GHG強度、④化石燃料企業向けエクスポージャーの割合、⑤非再生可能エネルギー消費・生産の割合、⑥気候変動への影響が大きいセクター向け投資におけるエネルギー消費密度
		その他	⑦生物多様性に悪影響を与える投資の割合、⑧有害物質の水中への排出量、⑨有害廃棄物の排出量
	社会・雇用・人権尊重・反腐敗・反賄賂		⑩国連グローバル・コンパクト原則やOECD多国籍企業行動指針に対する違反に関与した企業への投資割合、⑪⑩の遵守をモニターするプロセス等の欠如した企業への投資割合、⑫投資先企業の平均的なジェンダー報酬ギャップ、⑬投資先企業の平均的な女性取締役の比率、⑭問題兵器の製造・販売に関与する企業への投資割合
	ソブリン向け投資		⑮GHG強度、⑯国際条約等の社会的違反を行う投資先数
	不動産投資		⑰化石燃料の採掘・貯蔵・輸送・生成に関連する不動産への投資割合、⑱エネルギー効率が悪い不動産への投資割合
選択指標	気候・その他環境関連（最低1項目を選択）		排出量、エネルギー消費、水資源利用・廃棄物・土壌汚染・森林破壊、EUグリーンボンド基準を満たさない証券の割合など16項目 ※このほかに、ソブリン投資向け指標が1項目、不動産投資向け指標が5項目
	社会・雇用・人権尊重・反腐敗・反賄賂（最低1項目を選択）		サプライヤー行動規範の欠如、CEO報酬比率、重大な人権問題の発生件数、反腐敗／反賄賂政策の欠如など17項目 ※このほかに、ソブリン投資向け指標が7項目

（出所）ESAsより野村資本市場研究所作成

自社が重視している個別のテーマであれば、その情報を投資先企業から個別に収集して投資判断に活かすというのは当然あり得ることである。他方で、特にインデックス運用では投資先企業が数百銘柄となるため、企業側に一律の様式での開示規制のようなものがなければ、個々の金融市場参加者が幅広いテーマの指標のデータを収集するのはハードルが高い。この点、ESAs の細則案では、利用可能なデータがない場合には、投資先企業から直接入手する以外に、外部のデータ提供プロバイダーの利用や合理的な仮定を置くなどによって最善の努力を行うことも認めている。

このほか、そもそも金融商品単位ではなく、エンティティ単位で PAI の数値を詳細に開示することに対しては懐疑的な見方もある。SFDR では、金融商品単位の PAI の開示も求めているものの、欧州委員会による細則の策定は求めている。このため、金融商品単位よりもエンティティ単位のほうが、PAI の開示内容が詳細であるというアンバランスな状況が生まれている。

国際資本市場協会（ICMA）は、①アセット・マネージャーは顧客の選好に応じて運用を行っている面があり完全にアセット・アロケーションを制御していない、②金融商品に投資をしている投資家にとって金融市場参加者のエンティティ単位での PAI の数値は関係がないという点を指摘している<sup>15</sup>。

例えば、100 種類の金融商品を扱う資産運用会社があったとして、そのうちの 1 種類に投資する投資家にとって、100 種類の金融商品全体の投資がもたらす PAI の情報はどのような意義があるのかという議論である。他の金融商品であっても PAI に懸念があるようなものを扱う資産運用会社の金融商品には投資を行いたくないという投資家のニーズを否定はできないが、その場合であっても、まずは自らが投資する金融商品の PAI の情報のほうが重要性は高いと考えられる。

## 2) 金融商品単位での開示

SFDR では、第 8 条金融商品と第 9 条金融商品については、金融市場参加者に対して、その特性に合わせた追加的な契約前開示と継続開示を求めており、欧州委員会がそのための細則を策定することとなっている。契約前開示では、ESAs の細則案は図表 3 の内容を金融商品単位で開示することを求めている。

この中では、第 8、9 条金融商品のいずれについても、EU タクソノミーに合致した投資の割合を開示することを求めている。EU タクソノミーは、環境面でサステナブルな経済活動に関する EU 共通分類である。上位法令である EU タクソノミー規則は 2020 年 6 月 22 日に成立し、目下、欧州委員会が分類基準の詳細について下位法令である細則の策定作業を行っている<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> ICMA, “Overview and comments on ESAs final recommendations on SFDR RTS”, 22 February 2021.

<sup>16</sup> EU タクソノミー規則については、磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類する EU タクソノミー—分類基準の概要と金融規制等における利用—」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年冬号を参照。

図表3 ESAsの細則案が求める金融商品単位での契約前開示

第8条金融商品（ライト・グリーンな金融商品）	第9条金融商品（ダーク・グリーンな金融商品）
① サステナブル投資を部分的に行う意図の有無（Yesの場合、EUタクソノミーに沿った活動を行う企業への投資の有無）	① サステナブル投資目標の達成の計測に利用する指標と、EUタクソノミーに沿った活動を行う企業への投資の有無
② 宣伝している環境・社会的な特性の内容	② 投資戦略
③ 投資戦略	③ アセット・アロケーションの計画
④ アセット・アロケーションの計画	④ EUタクソノミーに合致する投資の割合と、サステナブル投資の要件（環境・社会目標への貢献と”do not significantly harm”）を満たす方法
⑤ （①がYesの場合）EUタクソノミーに合致する投資の割合と、サステナブル投資の要件（環境・社会目標への貢献と”do not significantly harm”）を満たす方法	⑤ 環境・社会等のサステナビリティ要素に与える主な悪影響を考慮しているか
⑥ 環境・社会等のサステナビリティ要素に与える主な悪影響を考慮しているか	⑥ （参照指標がある場合）当該指標がサステナブル投資目標に沿ったものであるか
⑦ （参照指標がある場合）当該指標が、宣伝している環境・社会的な特性に沿ったものであるか	⑦ （炭素排出の削減を目標にしている場合）EU気候ベンチマークを参照指標にしているか

（出所）ESAsより野村資本市場研究所作成

第8、9条金融商品に分類するにあたって数量基準はないにせよ、それが環境面での貢献を謳う金融商品であれば、その観点から実際にEUタクソノミーに合致した経済活動を行う投資先企業がどの程度含まれているかを、投資家が見えるようにするというわけである。

投資割合の計算は、ESAsの細則案では、図表4の算式によって行う。

図表4の算式②における「EUタクソノミーに合致する経済活動の割合」は、投資先企業（非金融事業法人）では、売上・資本支出・営業費用のいずれかをベースに計算する。計算にあたっては、別途、EUタクソノミー規則において、従業員500名超の大規模上場会社（非金融事業法人）に対して、環境面でサステナブルな経済活動に関連する売上・資本支出・営業費用の割合の開示を義務付けていることから、その情報を利用する。もっとも、中小銘柄や海外企業はEUタクソノミー規則による開示義務の対象外であることから、そういった企業が投資先である場合には、同等な情報に基づいて計算することを求めている。

図表4 EUタクソノミーに合致する投資の割合の計算方法

算式①：EUタクソノミーに合致する投資割合＝ EUタクソノミーに合致する投資総額（時価）／金融商品の投資総額（時価）
算式②：EUタクソノミーに合致する投資総額（時価）（注）＝ 投資先企業におけるEUタクソノミーに合致する経済活動の割合× 当該企業の株式及び債券への投資総額（時価）

（注） 欧州委員会は、EUタクソノミーに合致した経済活動を資金用途とするEU共通のグリーンボンドの基準（EUグリーンボンド基準）の導入を別途検討しているところ、同基準を満たすグリーンボンドへの投資については、投資の全額がEUタクソノミーに合致する投資額となる。また、一部の調達資金の用途を環境面でサステナブルな経済活動に限定する債券への投資については、資金用途が限定される割合×投資額（時価）が、EUタクソノミーに合致する投資額となる。

（出所）ESAsより野村資本市場研究所作成



いずれにせよ、EU タクソノミーの詳細な分類基準と、それに合致した経済活動が投資先企業に占める割合の計算方法のいずれも確定していないのが現状である。また、EUタクソノミーはEUにおける環境分野のタクソノミー（グリーン・タクソノミー）という位置づけにあるが、欧州委員会は、2021 年末までにソーシャル・タクソノミーも含めた EU タクソノミーの範囲の拡張に関する報告書を作成する予定である。従って、ソーシャル・タクソノミーについても、SFDR と紐づく可能性があるのかが明らかではないため、EU タクソノミーとともに、SFDR 対応上の不確実な課題として残っている状態である。

SFDR はこうした中で適用が始まったわけであるが、欧州の資産運用会社は自社商品が第 8、9 条金融商品にどの程度該当するかを既に明らかにしている。

### Ⅲ 資産運用会社の対応状況

SFDR の適用が開始される中、資産運用会社等により、SFDR への対応が進められている。欧州の大手資産運用会社であるアムンディや、UBS グループの資産運用子会社 UBS アセット・マネジメントは、図表 5 のような第 8、9 条金融商品についての分類を行っている。また、サステナブル投資に積極的に取り組むオランダの資産運用会社であるロベコ（Robeco）は、95%のファンドを第 8 条又は第 9 条金融商品に区分している。このほか、世界最大手の資産運用会社で欧州でも幅広く事業を展開するブラックロックは、第 8、9 条金融商品への対応のほかに、機関投資家向けの投資管理プラットフォーム Aladdin におけるデータ提供サービスの拡充も図っている。

図表 5 資産運用会社による SFDR への対応状況

名称	対応状況
アムンディ	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用資産残高 4,520 億ユーロ、656 本の金融商品が第 8、9 条金融商品に該当</li> <li>運用資産残高ベースで、欧州における同社の投資信託全体の 6 割が第 8、9 条金融商品に該当（2021 年 2 月末時点）</li> </ul>
UBS アセット・マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>第 8 条金融商品に該当するファンドは全体の 11.2%に当たる 303 本、第 9 条金融商品に該当するファンドは同 0.22%に当たる 6 本（2021 年 3 月 10 日時点）</li> </ul>
ロベコ	<ul style="list-style-type: none"> <li>第 8 条金融商品に該当するファンドの本数の割合は全体の 83%、第 9 条金融商品に該当するファンドの本数の割合は 12%、その他の割合は 5%（2021 年 3 月時点）</li> </ul>
ブラックロック	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020 年に欧州で設定又は改定されたファンドの 63%が第 8、9 条金融商品に該当するファンドと分類される</li> <li>サステナブル投資の拡大に向けて、①欧州での商品展開におけるサステナビリティの標準化、②第 8、9 条金融商品に該当しないファンドの、同金融商品の該当ファンドへの移行措置を検討</li> </ul>

（出所）各社ウェブサイト等より野村資本市場研究所作成

## 1. アムンディ

アムンディは2021年3月25日、SFDRに係る方針を公表している<sup>17</sup>。同社は当該方針の中で、2021年2月末時点で、運用資産残高4,520億ユーロ、656本の金融商品が第8、9条金融商品に該当すると発表した。また、欧州における投資信託に限れば、運用資産残高ベースで全体の6割に相当する3,280億ユーロが第8、9条金融商品に該当する。ただし、分類作業は継続中であるため、今後数値が増加する可能性がある。

アムンディは2018年末に発表したアクションプランに基づき、ESGの要素を全てのアクティブ運用を行うオープン・エンド型ファンドについて統合している。アムンディは、当該アクションプランへの取り組み等により構築された組織及び基盤の活用が、SFDRの迅速な遵守につながった、との見解を示している。

## 2. UBS アセット・マネジメント

UBS アセット・マネジメントは、SFDRの適用を受けて、①サステナビリティ・リスクの統合に係る方針、②サステナビリティ要素に係る主要な悪影響に関する方針、等を公表している<sup>18</sup>。

UBS アセット・マネジメントは、サステナビリティ要素に係る主要な悪影響に関して、内部的な手続きと手順に従って、その特定と優先順位付けを実施してきたが、SFDRの適用を受けて、同規則に整合的な内部手続きの枠組み強化に取り組んでいる。

UBS アセット・マネジメントによれば、2021年3月10日時点で運用を行うファンドについて、第8条金融商品に該当するファンドは全体の11.2%に当たる303本、第9条金融商品に該当するファンドは同0.2%に当たる6本である<sup>19</sup>。

## 3. ロベコ

ロベコは、SFDRを受けて、ファンドの分類と対応を進めている。同社によれば、SFDRに基づくファンドの分類の内訳は、2021年3月時点で、第8条金融商品に該当するファンドの本数の割合は83%、第9条金融商品に該当するファンドは同12%、その他のファンドは同5%である<sup>20</sup>。

ロベコは2019年より、顧客によるサステナブル投資に係る評価を支援する目的で、①サステナビリティ・インサイド（Sustainability Inside）、②サステナビリティ・フォーカス（Sustainability Focused）、③インパクト投資（Impact Investing）、との3種類のカテゴリ

<sup>17</sup> Amundi, “Statement on Sustainable Financial Disclosure Regulation”, 25 March 2021.

<sup>18</sup> UBS, “EU Sustainable Finance Disclosure Regulation”.

<sup>19</sup> UBS, “UBS Funds—Funds overview and legal information—”.

<sup>20</sup> Robeco, “Results of EU fund classification reflect sustainability of Robeco’s fund range”, 10 March 2021.

リーから構成される社内の分類システムを導入している。ロベコによれば、当該分類システムの導入が、SFDRに基づくファンドの分類を実施する際に役立つこととなった。

ロベコの社内分類システムにおいて、サステナビリティ・インサイドは、独自調査・投資除外・議決権行使及びエンゲージメントに基づく ESG を統合する戦略が該当する。ロベコの投資戦略の大多数は、サステナビリティ・インサイドに分類される。サステナビリティ・フォーカスは、明確なサステナビリティ方針、ESG特性に係る目標、ベンチマークを上回る環境フットプリント（製品・サービスの環境負荷を測る指標）の目標を掲げる戦略である。そして、インパクト投資は、国連の持続可能な開発目標（SDGs）など、特定のサステナビリティに係るテーマに貢献することを目指す戦略が該当する。

ロベコは、当該分類システムのカテゴリーのうち、サステナビリティ・インサイド及びサステナビリティ・フォーカスが SFDR の第 8 条金融商品に該当する一方、インパクト投資は、第 9 条金融商品に該当しているとの見解を示している。

#### 4. ブラックロック

米国に本拠を置くブラックロックは、2020 年に欧州で設定又は改定されたファンドの 63% が第 8、9 条金融商品に該当するファンドであることを明らかにしている<sup>21</sup>。また、同社によれば、2020 年のアクティブ・ファンドへの資金流入の 74%、そしてインデックス・ファンドへの資金流入の 38%（合計で 695 億ユーロ）が第 8、9 条金融商品に該当するファンドへの資金流入だった。

さらに、ブラックロックは、サステナブル経済への移行を加速させるため、欧州の顧客向けに、サステナブル投資を拡大させることを計画している。具体的には、①欧州での商品展開におけるサステナビリティの標準化、②第 8、9 条金融商品に該当しないファンドについての、同金融商品の該当ファンドへの移行措置の検討、が示されている。

欧州の商品展開におけるサステナビリティの標準化に関連して、ブラックロックは、2021 年において新規設定又は改定されるファンドの 7 割が第 8、9 条金融商品の該当ファンドと見込んでいる。これに加えて、同社は、第 6 条に該当するファンドについて、主力商品の中で運用資産額の半分超を占めるものについて、第 8 条又は第 9 条金融商品の該当ファンドへの移行措置を検討している。

このほか、ブラックロックは他の機関投資家向けに提供している投資管理プラットフォーム Aladdin において取り扱うサステナビリティ関連の重要業績評価指標（KPI）を、2019 年の 75 種類から 2021 年第 1 四半期末には 1,700 種類超まで拡大するとしており、SFDR の適用開始を機にしてデータ提供サービスの拡充も図っている<sup>22</sup>。

<sup>21</sup> BlackRock, “SFDR – frequently asked questions”, 31 December 2020.

<sup>22</sup> 前掲脚注 21 参照。

## IV 今後の注目点

SFDR は、2021 年 3 月 10 日から適用が開始され細則が確定するに至っていない中でも、EU の投資家に金融商品を販売する資産運用会社は、既に第 8、9 条金融商品を一定程度揃えている。また、既存商品の大半で SFDR の枠組みを積極的に利用するケースや、SFDR への対応を念頭に置いた新規商品の開発を目指すケースも出てきており、SFDR の適用をどのようにビジネスに活かすのかが欧州の資産運用会社にとっては 1 つのポイントになってきている。

他方で、ESAs の細則案を欧州委員会がどのように最終化するか次第であるが、それに基づく ESG 関連情報を投資家が得られるようになるのは、2022 年からの細則の適用開始日以降になる見込みである。加えて、欧州委員会が細則を検討している EU タクソノミー規則は SFDR と紐づいているほか、欧州委員会が別途検討するソーシャル・タクソノミーも今後の展開次第では SFDR に影響を与える可能性が考えられる。従って、SFDR によって投資家が得ることができる ESG 関連情報は更に増えることが想定される。今は過渡期であり様々な検討がやや乱立する感もあるが、今後の実施過程においては、投資家が投資判断に有用な情報を合理的なコストで実際に得られるようになったのかが問われることになるだろう。

また、SFDR は、サステナブルファイナンスの分野に民間資金を振り向けるという政策目標を踏まえた EU の独自規制である。ESG のテーマは多岐に渡るが、とりわけ重要視される気候変動対応では、2019 年の EU における二酸化炭素の排出量（英国を含む）は世界の 8.7% に過ぎず<sup>23</sup>、今後も発展途上国のシェアが高まるであろうことを考えれば、地球温暖化の回避という最終目標の達成には国際協調が欠かせない。もともと、英国は EU から離脱し、コロナ禍を経て EU 経済の世界的なプレゼンスは低下する方向にある。英国は気候変動対策に積極的であるが、SFDR については関連法令を英国政府がまだ検討中という段階にあり<sup>24</sup>、具体的な姿は見えていない。EU から協調を期待されている米国も、バイデン政権の下で米国規制当局が個別規制の検討に本格的に取り組むのはまだこれからである。

このような周辺環境がある中で、EU の SFDR とその下でのサステナブルファイナンスが今後国際的にどのような影響を与えていくのか引き続き注目であろう。

<sup>23</sup> European Commission, “Fossil CO2 emissions of all world countries”, 10 September 2020.

<sup>24</sup> HM treasury, “Review of the UK funds regime: A call for input”, January 2021.