

2021年12月24日 全5頁

# SFDR のレベル 2、「2023.1.1」開始に後ずれ

CFA 協会公表のガイドラインとの整合性にも留意が必要か

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

## [要約]

- EU の銀行・証券・保険の監督当局（ESAs）は、2021年10月22日、SFDRにEUタクソノミーとの整合性を示すための開示項目を追加した、レベル2ドラフト・ファイナルを公表している。
- この後のプロセスとしては、レベル2ドラフト・ファイナルを踏まえ、欧州委員会がレベル2を正式に採択することが待たれる。私見だが、レベル2ドラフト・ファイナルの内容は、SFDRの影響を受ける市場参加者にとって、対応に苦慮する、厳しいものである。そのため、今後の注目点は、欧州委員会による採択にあたって、レベル2ドラフト・ファイナルの内容がどこまで「素通り」してくるか、である。
- レベル2ドラフト・ファイナルの特記事項としては、「SFDRの『DNSHテスト』、免除されない」、「ソブリン・スプリット」、「EUタクソノミー適格割合、最大で六通りの算出・開示が求められる」、「『サステナブル投資』、『S』の最低割合の開示が求められる」、「EUタクソノミー適格割合、デリバティブは分子に不算入」といった点が挙げられる。
- 欧州委員会が欧州議会及びEU理事会に宛てたレター（2021年11月25日付）によると、レベル2の適用開始時期は、「2023年1月1日」となる。
- SFDRの影響（直接・間接問わず）を受ける本邦の資産運用会社等においては、レベル2の適用開始に向けて準備を進めていくと同時に、CFA協会が2021年11月に公表した、資産運用会社等のESG開示に係るガイドラインの採用についても別途検討することになる。

## 1. SFDR のレベル 2、ドラフト・ファイナル公表

欧州連合（EU）の銀行・証券・保険の監督当局（以下、「ESAs」<sup>1</sup>）は、2021年10月22日、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>2</sup>のレベル2（細則）に

<sup>1</sup> ESAs: European Supervisory Authorities

<sup>2</sup> SFDR(EU Regulation on Sustainability-related Disclosures in the Financial services sector)

係るドラフトのファイナル（以下、「レベル2ドラフト・ファイナル」）を公表している。

本稿では、レベル2ドラフト・ファイナルの特記事項を紹介する。

## 2. 改めて、SFDRの概要と、レベル2の進捗状況

SFDRのレベル1（本則）<sup>3</sup>は、2021年3月10日より適用されている<sup>4</sup>。レベル1の構成は、図表1の通りである。

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 への委任
			FMP <sup>(※1)</sup>	FA <sup>(※2)</sup>	
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	○	○	○ <sup>(※3)</sup>
	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 <sup>(※4)</sup>	○	×	○
	Article 9	サステナブル投資についての契約前開示 <sup>(※4)</sup>	○	×	○
	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 <sup>(※5)</sup>	○	×	○

(※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からわかる通り、レベル1の主要な条文の大半が、レベル2に委任されており、「詳細な」開示項目の決定は、レベル2の採択を待つ必要がある。

本稿執筆時点では、レベル2は未採択である。レベル2は欧州委員会が採択するものだが、その前段階として、ESAsが草案（以下、「レベル2ドラフト」）を策定する。

レベル2ドラフトは、2020年4月23日公表の案を経て、一度、2021年2月4日に最終化（欧州委員会に提出）されている。もっとも、ここまでのレベル2ドラフトには、いわゆるEUタクソノミー（「環境面でサステナブルな経済活動」を分類するシステム）<sup>5</sup>との整合性を示すための開示項目が欠けていた。

<sup>3</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)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。

[「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> 大手資産運用会社等によるレベル1への対応状況については、以下の拙著大和総研レポートを参照されたい。

[「SFDR、レベル1ベースの開示実例」\(2021年8月30日\)](#)

<sup>5</sup> EUタクソノミーの概要については、以下の大和総研レポートを参照されたい。

[「気候変動に関するEUタクソノミーの細則案」\(2021年4月19日、田中大介\)](#)

そこで、ESAs は、2021 年 3 月 17 日、一度最終化したレベル 2 ドラフトに、EU タクソノミーとの整合性を示すための開示項目を追加する旨の改訂案（以下、「レベル 2 ドラフト改訂案」）を公表している<sup>6</sup>。ESAs が 2021 年 10 月 22 日に公表したレベル 2 ドラフト・ファイナルは、レベル 2 ドラフト改訂案を最終化したものにあたる。

この後のプロセスとしては、レベル 2 ドラフト・ファイナルを踏まえ、欧州委員会がレベル 2 を正式に採択することが待たれる。私見だが、レベル 2 ドラフト・ファイナルの内容は、SFDR の影響を受ける市場参加者にとって、対応に苦慮する、厳しいものである。そのため、今後の注目点は、欧州委員会による採択にあたって、レベル 2 ドラフト・ファイナルの内容がどこまで「素通り」してくるか、すなわち、そのままの内容で採用されるのか、である。

### 3. レベル 2 ドラフト・ファイナルの特記事項

レベル 2 ドラフト・ファイナルの特記事項は、レベル 2 ドラフト改訂案からの主な変更点に他ならない。以下、順を追って紹介する。

#### (1) SFDR の「DNSH テスト」、免除されない

前述の通り、EU タクソノミーとは、「環境面でサステナブルな経済活動」を分類するシステムをいう。筆者は個人的に、こうした経済活動を「グリーン」セクターと呼んでいる。「グリーン」セクターに分類されるためには、六つの環境保護目的<sup>7</sup>のうち一つ以上に対して「多大な貢献」をするものであり、他の環境保護目的を著しく阻害せず（DNSH: Do No Significant Harm）、ミニマムセーフガード<sup>8</sup>を遵守すること、が求められる。

SFDR の「サステナブル投資」（図表 1 参照）に分類されるためには、ESG のうち‘E’（環境）又は‘S’（社会）の促進に貢献することを目的とした経済活動への投資（サステナブル投資目的）であり、他のサステナブル投資目的を著しく阻害せず（DNSH）、投資先の企業において‘G’（ガバナンス）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。

レベル 2 ドラフト改訂案では、EU タクソノミーの「グリーン」セクターへの投資に該当すれば、すなわち「EU タクソノミー適格」のある投資に該当すれば、自動的に SFDR の「サステナブル投資」にも該当する、と解し、その場合は SFDR の「サステナブル投資」における「DNSH テスト」（DNSH の要件を満たすか否かの検証）を免除する旨提案していた。

これに対して、レベル 2 ドラフト・ファイナルでは、EU タクソノミー適格のある投資であつ

<sup>6</sup> EU タクソノミーとの整合性は、SFDR の「契約前開示」（レベル 1 の Article 8・9）と「定期報告」（レベル 1 の Article 11）において開示することが求められる（図表 1 参照）。

<sup>7</sup> 「気候変動の緩和」、「気候変動への適応」、「水資源や海洋資源のサステナブルな使用・保護」、「サーキュラーエコノミーへの移行」、「汚染（公害）の予防と防止」、そして「生物多様性及び生態系の保護・回復」の六つをいう。

<sup>8</sup> OECD 多国籍企業行動指針、国際連合「ビジネスと人権に関する指導原則」、等をいう。

でも、直ちに SFDR の「サステナブル投資」に該当するわけではない、としている。結果として、SFDR の「サステナブル投資」における「DNSH テスト」が免除されるケースはない、ということになる。

## (2) ソブリン・スプリット

レベル 2 ドラフトでは、「9 条ファンド」<sup>9</sup>（及び／又は「8 条ファンド」<sup>10</sup>）につき、EU タクソノミー適格のある投資の割合（以下、「EU タクソノミー適格割合」）を開示させる旨提案している。

この EU タクソノミー適格割合について、レベル 2 ドラフト・ファイナルでは、計算式にソブリン・エクスポージャーを含む場合と、含まない場合の二通りの算出・開示を求める旨提案している（以下、「ソブリン・スプリット」）。

ESAs は、レベル 2 ドラフト改訂案にはなかったソブリン・スプリットを提案した理由として、「グリーンボンド国債」と銘打たれた債券に EU タクソノミー適格があるか否かについては、適切な計測手法がないという点を挙げている。

## (3) EU タクソノミー適格割合、最大で六通りの算出・開示が求められる

レベル 2 ドラフトでは、EU タクソノミー適格の有無の評価につき、一定の KPI<sup>11</sup>（重要業績評価指標）を使用すべき旨提案している。

レベル 2 ドラフト改訂案では、事業法人への投資の場合、定期報告<sup>12</sup>において、EU タクソノミー適格の有無の評価を、「売上、資本的支出（CAPEX<sup>13</sup>）、又は事業経費（OPEX<sup>14</sup>）」のいずれかの KPI を用いて行うことを求める旨提案していた。

これに対して、レベル 2 ドラフト・ファイナルでは、同じく事業法人への投資の場合、定期報告において、EU タクソノミー適格の有無の評価を、「売上、CAPEX 及び OPEX」の三種すべての KPI を用いて行うことを求める旨提案している。結果として、ソブリン・スプリットと相まって、六通りの EU タクソノミー適格割合の算出・開示を求めている。

<sup>9</sup> 「サステナブル投資」（(1) 参照）を運用ポートフォリオのメインに据えたものをいう。「ダークグリーン・ファンド」とも呼ばれている。

<sup>10</sup> サステナブル投資には該当しないものの、結果として‘E’（環境）又は‘S’（社会）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をいう。「ライトグリーン・ファンド」とも呼ばれている。

<sup>11</sup> KPI: Key Performance Indicator

<sup>12</sup> レベル 1 の Article 11（図表 1 参照）

<sup>13</sup> CAPEX: Capital Expenditure

<sup>14</sup> OPEX: Operating Expenditure

#### (4) 「サステナブル投資」、‘S’の最低割合の開示が求められる

レベル2 ドラフト・ファイナルでは、9条ファンド（及び／又は8条ファンド）につき、‘S’（社会）の促進に貢献することを目的としたサステナブル投資が含まれている場合、その最低割合の開示を求める旨提案している。レベル2 ドラフト改訂案にはなかった提案だが、‘S’（社会）の重要性が増していることがうかがえる。

#### (5) EU タクソノミー適格割合、デリバティブは分子に不算入

レベル2 ドラフト・ファイナルでは、EU タクソノミー適格割合の算出にあたって、デリバティブのエクスポージャーを分子に算入することを禁ずる旨提案している。

ESAs は、レベル2 ドラフト改訂案にはなかった提案をした理由として、デリバティブのエクスポージャーにEU タクソノミー適格があるか否かについては、適切な計測手法がないという点を挙げている。

### 4. スケジュール見通しと、「グローバル・スタンダード」との関係

欧州委員会が欧州議会及びEU 理事会に宛てたレター（2021年11月25日付）によると、レベル2の適用開始時期は、「2023年1月1日」となる。この日付は、レベル2ドラフトが提案している「2022年1月1日」、欧州委員会が欧州議会及びEU 理事会に宛てたレター（2021年7月8日付）で提示された「2022年7月1日」よりも後ずれしたものとなっている。

ときに、SFDR はあくまでもEUの「ローカル・スタンダード」であり、TCFD<sup>15</sup>の提言や、来るISSB<sup>16</sup>の基準のような、グローバルな枠組みではない<sup>17</sup>。そこへ、米国のCFA協会は、2021年11月1日、‘Global ESG Disclosure Standards for Investment Products’（以下、「CFA協会ガイドライン」）を公表している。

CFA協会ガイドラインの目的は、SFDRをはじめとする既存の規制やイニシアティブを補完することで、資産運用会社等のESG開示の実務に係る「グローバル・スタンダード」を確立させる点にある。とはいえ、CFA協会ガイドラインとSFDRとでは、その適用範囲や開示項目において相違があり、双方の関係は「大は小を兼ねる」というものではない。

そのため、SFDRの影響（直接・間接問わず）を受ける本邦の資産運用会社等においては、「2023年1月1日」からの見込みとなっているレベル2の適用開始に向けて準備を進めていくと同時に、CFA協会ガイドラインの採用についても別途検討することになる。

以上

<sup>15</sup> TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures（気候関連財務情報開示タスクフォース）

<sup>16</sup> ISSB: International Sustainability Standards Board（国際サステナビリティ基準審議会）

<sup>17</sup> ESG開示のグローバルな枠組みについては、[大和総研・藤野大輝のレポートやコラム](#)を参照されたい。