

2022 年 4 月 7 日 全 6 頁

## 9 条ファンドの EU タクソノミー適格割合、前倒しでの開示へ

8 条ファンド又は 9 条ファンドの記述、プロスペクトスの 3 割に記載

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

### [要約]

- 2022 年 3 月後半、欧州連合（EU）の銀行・証券・保険の監督当局（ESAs）と、ESAs の一角を成す欧州証券市場監督局（ESMA）はそれぞれ、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 の運用方針について、重要な更新情報を公表している。
- ESAs は、SFDR のレベル 2（細則）が適用開始される見込みである 2023 年 1 月 1 日以前であっても、9 条ファンドの契約前開示（プロスペクトス）や定期報告（運用報告書）においては、EU タクソノミー適格割合の数値を開示すべき旨提言している。
- もっとも、本稿執筆時点では、レベル 2 は未採択である。そこで、ESAs は、EU タクソノミー適格割合の算出・開示にあたっては、レベル 2 のドラフトの提案を参照すべき旨提言している。
- また、ESMA によると、EU 籍のファンド 27,000 本をサンプルとして、各商品のプロスペクトスを調査したところ、そのうちの 3 割に、8 条ファンド又は 9 条ファンドに関する記述が含まれている。
- もっとも、欧州委員会は、現時点で流通している「8 条ファンド」の一部について、いわゆる「グリーンウォッシング」の懸念があるとして、8 条ファンドに何らかの「最低水準」を設けることを検討しているという。ESMA としては、技術的な助言の提出という形で、欧州委員会の検討に助力することとしている。

## 1. SFDR、監督当局より重要な更新情報あり

2022年3月後半、欧州連合（EU）の銀行・証券・保険の監督当局（以下、‘ESAs’<sup>1)</sup>）と、ESAsの一角を成す欧州証券市場監督局（以下、‘ESMA’<sup>2)</sup>）はそれぞれ、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>3)</sup>の運用方針について、重要な更新情報を公表している。

ESAsによる公表は‘Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation’（2022年3月24日。以下、「ESAsガイドライン」）<sup>4)</sup>を、ESMAによる公表は‘Key priorities for the asset management industry in 2022: sustainable finance and systemic risk’（2022年3月24日。以下、「ESMAスピーチ」）<sup>5)</sup>をそれぞれ指す。

本稿では、これら二つの更新情報の概要を紹介することとしたい。

## 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）は、2021年3月10日より適用されている<sup>6)</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<br>条文  | 開示項目                             | 適用対象     |         | レベル2<br>への委任 |
|------------|------------|----------------------------------|----------|---------|--------------|
|            |            |                                  | FMP (※1) | FA (※2) |              |
| 事業体<br>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<br>レベル  | Article 6  | サステナビリティ・リスクの統合                  | ○        | ○       | ○ (※3)       |
|            | 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 (※4)       | ○        | ×       | ○            |
|            | Article 9  | サステナブル投資についての契約前開示 (※4)          | ○        | ×       | ○            |
|            | 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 (※5) | ○        | ×       | ○            |

(※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

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

<sup>2)</sup> ESMA: European Securities and Markets Authority

<sup>3)</sup> SFDR: EU Regulation on Sustainability-related Disclosures in the Financial services sector

<sup>4)</sup> [ESMA ウェブサイト](#) 参照

<sup>5)</sup> [ESMA ウェブサイト](#) 参照

<sup>6)</sup> SFDRの概要については、[拙著大和総研レポート「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）を参照されたい。

図表 1 からわかる通り、レベル 1 の主要な条文の大半が、細則である「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<sup>7</sup>。

もっとも、「詳細な」開示項目をレベル 2 に委ねている条文であっても、レベル 1 で「大まかな」開示項目は明らかになっている。2021 年 3 月 10 日より開示が求められているのは、その「大まかな」開示項目である<sup>8</sup>。

なお、レベル 2 は、2023 年 1 月 1 日から適用開始される見込みとなっている<sup>9</sup>。

### 3. レベル 2 適用開始までの間の暫定措置

「9 条ファンド」情報の開示は、いわゆる「EU タクソノミー」との整合性を開示させる、という機能がメインとなっている。

SFDR のレベル 1 で規定されている「9 条ファンド」とは、「サステナブル投資」<sup>10</sup>を運用ポートフォリオのメインに据えたものであり、「ダークグリーン・ファンド」とも呼ばれている。

「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<sup>11</sup>。

レベル 1 においては、9 条ファンドについて、EU タクソノミーが定める「グリーン」への投資、すなわち「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」）を開示することまでは要求していない。

EU タクソノミー適格割合の開示を提案しているのは、ESAs が 2021 年 10 月に公表した、レベル 2 のドラフトである<sup>12</sup>。

ESAs ガイドラインは、レベル 2 が適用開始される見込みである 2023 年 1 月 1 日以前であっても、9 条ファンドの契約前開示（プロスペクトス）や定期報告（運用報告書）においては、EU タクソノミー適格割合の数値を開示すべき旨提言している。

もっとも、本稿執筆時点では、レベル 2 は未採択である。そこで、ESAs ガイドラインは、EU タクソノミー適格割合の算出・開示にあたっては、レベル 2 のドラフトの提案を参照すべき旨提言している。

<sup>7</sup> 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 が協同でレベル 2 のドラフトを策定する。本稿執筆時点では、2021 年 10 月公表のドラフトが最新のステータスである。

<sup>8</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、[拙著大和総研レポート「SFDR、レベル 1 ベースの開示事例（更新）」（2022 年 3 月 11 日）](#)を参照されたい。

<sup>9</sup> 本稿執筆時点におけるレベル 2 のステータスについては、[拙著大和総研レポート「SFDR のレベル 2、『2023.1.1』開始に後ずれ」（2021 年 12 月 24 日）](#)を参照されたい。

<sup>10</sup> SFDR のレベル 1 の規定上、「サステナブル投資」（前掲図表 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: Do No Significant Harm）、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。

<sup>11</sup> EU タクソノミーの概要については、[大和総研・田中大介のレポートやコラム](#)を参照されたい。

<sup>12</sup> 脚注 7、脚注 9 参照

なお、ESAs ガイドラインは、EU タクソノミー適格割合の算出・開示にあたっては、見積もりの使用は認めないが、（運用先による開示がない場合は）運用先から直接ヒアリングしたり、サードパーティーの提供する情報に依拠したりすることは認めることとしている。

## 4. 8 条ファンドの最低水準

レベル 2 の内容面における注目点の一つに、「8 条ファンドに何らかの最低水準が設けられるか否か」という議論がある。

SFDR のレベル 1 で規定されている「8 条ファンド」とは、サステナブル投資には該当しないものの、結果として ESG のうち「E」（環境）又は「S」（社会）を促進している投資をポートフォリオのメインに据えたものであり、「ライトグリーン・ファンド」とも呼ばれている。

レベル 1 には、8 条ファンドの厳格な要件の定めはない。レベル 2 のドラフトにおいても、そうした要件は提案されていない。

ESMA スピーチによると、こうしたリーガル・ステータスの中、EU 籍のファンド 27,000 本（合計すると運用資産（AUM）10 兆ユーロ相当）をサンプルとして、各商品のプロスペクトスを調査したところ、そのうちの 3 割に、8 条ファンド又は 9 条ファンドに関する記述が含まれている。

もっとも、欧州委員会は、現時点で流通している「8 条ファンド」の一部について、いわゆる「グリーンウォッシング」（うわべだけの欺瞞的な環境訴求）の懸念があるとして、8 条ファンドに何らかの「最低水準」を設けることを検討しているという<sup>13</sup>。

ESMA スピーチでもその点についての言及があり、ESMA としては、技術的な助言の提出という形で、欧州委員会の検討に助力することとしている。

この「最低水準」が数値基準であるとする、例えば、ポートフォリオに占める「E」又は「S」を促進するエクスポージャーの割合を一定以上とすることが考えられる。そして、「E」又は「S」を促進の裏付として、ESG 格付けが用いられる可能性がある。というのも、現に、レベル 1 ベースの開示実例を見ても、そのようなアプローチで 8 条ファンドを区分している資産運用会社等が出てきており、そうした先進的な事例が欧州委員会の検討に影響を与える可能性があるためである<sup>14</sup>。

ただし、ESG 格付けについては、その提供業者に対する視線が厳しくなっている。証券監督者国際機構（IOSCO）による報告書（2021 年 11 月 23 日公表）<sup>15</sup>や、これを踏まえた、ESMA によるアンケート（2022 年 2 月 3 日から同年 3 月 11 日までの間実施）<sup>16</sup>及び欧州委員会による意

<sup>13</sup> [ESMA ‘Sustainable Finance Roadmap 2022-2024’（2022 年 2 月 11 日）](#) 参照

<sup>14</sup> SFDR の開示実例（2022 年 1 月 31 日時点）については、[拙著大和総研レポート「SFDR、レベル 1 ベースの開示実例」（2022 年 3 月 11 日）](#)を参照されたい。

<sup>15</sup> [IOSCO ‘IOSCO calls for oversight of ESG Ratings and Data Product Providers’（2021 年 11 月 23 日）](#) 参照

<sup>16</sup> [ESMA ‘ESMA launches Call for Evidence on ESG ratings’（2022 年 2 月 3 日）](#) 参照

見募集（2022 年 4 月 4 日から同年 6 月 6 日までの間実施）<sup>17</sup>は、ESG 格付けの提供業者におけるメソドロジーの透明性、ビジネスモデルや利益相反を議題に挙げている。

欧州委員会によると、上記の意見募集で得られたフィードバックを踏まえて、何らかの行動規範を、2023 年第 1 四半期までに採択するという。ESG 格付けの提供業者がそうした行動規範に従うことは、「8 条ファンド」の最低水準の質の担保にもつながろう<sup>18</sup>。

## 5. EU タクソノミーの拡大・発展、9 条ファンドの開示項目にも影響

以上が、ESAs ガイドライン及び ESMA スピーチの概要である。

なお、前述の通り、「9 条ファンド」情報の開示は、EU タクソノミーとの整合性を開示させる、という機能がメインとなっている。

2022 年に入り、EU タクソノミーについては、その範囲の拡大や発展を予期させる更新情報が相次いでいる。

まず、2 月 2 日、欧州委員会が、それまで規定上の取扱いについて「先送り」としてきた天然ガスと原子力エネルギーについて、一定の要件を満たすことを前提として、「グリーン」に区分することを認める旨の法案を公表している<sup>19</sup>。

また、2 月 28 日、欧州委員会の諮問機関である ‘Platform on Sustainable Finance’ (PSF) が、現状 ‘E’ のみにフォーカスしている EU タクソノミーに ‘S’ の観点が付加することの検討を促すレポートを公表している<sup>20</sup>。

さらに、3 月 29 日、PSF が、現状「グリーン」のみを分類するというシステムを、「グリーン」、「アンバー」（中間）、「レッド」（著しく有害）、「無色」（影響なし）の四区分に分類するシステムに改訂することの検討を促すレポートを公表している<sup>21</sup>。

これらの更新情報の動向は、当然ながら、SFDR の 9 条ファンドの開示項目にも影響を与えることとなる。

SFDR は、あくまでも EU の「ローカル・ルール」だが、EU 域外の資産運用会社にも少なからぬ影響を及ぼしている。例えば、日本の資産運用会社であっても、EU で投資信託（UCITS）を運用している場合は、SFDR の適用を直接的に受けることになる。また、SFDR はいわゆる「ルックスルー・アプローチ」を前提としているため、日本の資産運用会社が ‘Financial Market

<sup>17</sup> [欧州委員会ウェブサイト ‘Sustainable finance - environmental, social and governance ratings and sustainability risks in credit ratings’](#) 参照

<sup>18</sup> [拙著大和総研コラム「8 条ファンドの最低水準と ESG 格付け」](#)（2022 年 3 月 29 日）も合わせて参照されたい。

<sup>19</sup> [欧州委員会 ‘EU Taxonomy: Commission presents Complementary Climate Delegated Act to accelerate decarbonisation’](#)（2022 年 2 月 2 日）参照

<sup>20</sup> [PSF ‘Platform on Sustainable Finance’ s report on social taxonomy’](#)（2022 年 2 月 28 日）参照

<sup>21</sup> [PSF ‘Platform on Sustainable Finance’ s report on environmental transition taxonomy’](#)（2022 年 3 月 29 日）参照

Participant' (FMP)<sup>22</sup>から日本国内での資産運用を再委託された場合、日本の資産運用会社は、FMP の SFDR 対応に貢献する、すなわち運用先となる事業法人から必要なサステナビリティ情報を収集して FMP に還元することが求められる。

こうした状況もあり、日本国内において SFDR と同等のサステナビリティ開示規制が導入されるかどうかは現状不透明であるものの、9 条ファンドにおける EU タクソノミー適格割合の開示の前倒しや、8 条ファンドに最低水準を設ける方向での検討は、EU の市場と関わりの深い日本の資産運用会社にとって示唆に富むものといえよう。

以上

---

<sup>22</sup> 前掲図表 1 (※1) 参照