

2022年6月15日 全5頁

8条ファンドとEUタクソミー適格割合

EUタクソミー適格割合の開示、「8条ファンド+」のみか

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

[要約]

- 欧州委員会は、2022年4月6日、欧州連合（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のレベル2（細則）を採択している。
- レベル2についての‘Q&A’における欧州委員会の回答を「解釈」とすると、8条ファンドのうち、EUタクソミー適格割合の開示が求められるのは、「8条ファンド+」のみであろう。
- また、‘Q&A’によると、EUタクソミー適格割合の開示にあたっては、「信頼できるデータが不足している」という「言い逃れ」は認められず、その場合は「ゼロ%」と記載しなければならない。さらに、ESAsステートメントによると、プロスペクトスにおけるEUタクソミー適格割合の記述は、「拘束力のあるコミットメント」であり、そのブリーチ（不履行）は各国のルールにおいてペナルティの対象となる。
- なお、内閣官房は、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」と共に公表した「フォローアップ」（2022年6月7日閣議決定）にて、「ESG市場の信頼性向上に向けて、資産運用会社に対して適切な運用プロセスの構築・明確化や開示の充実、顧客への丁寧な説明などを一層求めていくため、2022年度末を目途に監督指針について所要の措置を講ずる」と述べている。
- そのため、現状ではSFDR対応の必要がない日本の資産運用会社にあっても、ここでいう「監督指針」での「所要の措置」に備えるべく、SFDRを参照しておくことが有用となる。

1. SFDR、欧州委員会によるレベル2の採択と、Q&A等の公表あり

欧州委員会は、2022年4月6日、欧州連合（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SFDR¹のレベル2（細則）を採択している。

¹ SFDR: Sustainable Finance Disclosure Regulation

また、同じく欧州委員会は、2022年5月25日、レベル2について、EUの銀行・証券・保険の監督当局（以下、「ESAs」）から寄せられた質問に対する回答（以下、「Q&A」）を公表している²。

さらに、ESAsは、2022年6月2日、レベル2の明確化を図る文書（以下、「ESAsステートメント」）を公表している³。

本稿では、レベル2に関するこれらの更新情報のうち、重要と思われる点をいくつか紹介したい。

2. 改めて、SFDRの概要と、レベル2の着地点

SFDRのレベル1（本則）は、2021年3月10日より適用されている⁴。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 ^(※1)	FA ^(※2)	
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	○	○	○ ^(※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（プロスペクタス）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、2023年1月1日から適用開始されるレベル2に委任されており、「詳細な」開示項目の開示はレベル2の適用を待つ必要がある。

もともと、「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⁵。

² [ESMA \(European Securities and Markets Authority: 欧州証券市場監督局\) ウェブサイト](#) 参照

³ [ESMA ウェブサイト](#) 参照

⁴ 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。

⁵ 大手資産運用会社等によるレベル1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ベースの開示実例\(更新\)」\(2022年3月11日\)](#)を参照されたい。

なお、欧州委員会が採択したレベル2は、ESAsが2021年10月22日に公表したドラフト（以下、「ESAsドラフト」）から、実質的な変更はなかった⁶。ESAsドラフトからの実質的な変更がないという着地点は、ESAsドラフトにて提案されていた事業体レベルの「サステナビリティへの悪影響」⁷で求められる開示項目の内容が高負荷であったことに鑑みると、適用対象である‘Financial Market Participant’（FMP）⁸にとっては、厳しいものといえる。

3. 8条ファンドとEUタクソノミー適格割合

SFDRにおける、商品レベルの「契約前開示」・「定期報告」⁹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。

「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¹⁰。

レベル2においては、商品レベルの「契約前開示」・「定期報告」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」）を開示することが要求されている。

このEUタクソノミー適格割合について、「9条ファンド」では必ず開示が求められる、という点に疑問の余地はない。ちなみに、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」¹¹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。

問題となるのは、「8条ファンド」であっても、EUタクソノミー適格割合の開示が必ず求められるのか、という点である。

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。

この8条ファンドは、「サステナブル投資」を一切含まないものと、それを一部含むものに大別される。本稿では、便宜上、後者を「8条ファンド+」と呼ぶ。

この点、‘Q&A’における欧州委員会の回答を「解釈」とすると、8条ファンドのうち、EUタクソノミー適格割合の開示が求められるのは、「8条ファンド+」のみであろう。

留意すべきは、プロスペクタス交付の時点では「サステナブル投資」を含んでいなくとも、期

⁶ ESAsによるレベル2のドラフトの概要については、[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。

⁷ 前掲図表1、Article 4参照

⁸ 前掲図表1（※1）参照

⁹ 前掲図表1、Article 8・9・11参照

¹⁰ 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。

¹¹ SFDRのレベル1の規定上、「サステナブル投資」（前掲図表1、Article 9参照）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。

中に「サステナブル投資」を保有するに至った場合には、その8条ファンドは「8条ファンド+」に区分されるという点である。

4. 9条ファンドの中身

9条ファンドの中身、すなわちアセットアロケーションについて、レベル2の前文15では、基本的には「サステナブル投資」のみで構成することを求めている。ただし、当然、「サステナブル投資」以外の投資（以下、「残りの投資」）を組み入れることも想定しており、ESAs ステートメントでもその点を改めて確認している。

この点、「残りの投資」として許容される資産の内容であるが、市場観測では、現金及びヘッジ目的の投資に限られる。「ダークグリーン・ファンド」の呼び名にふさわしい厳格さであり、この解釈に驚きはない。

なお、9条ファンドの最低水準、すなわち「サステナブル投資」を何割以上保有すべきか、については、レベル1はおろか、レベル2においても、厳格な要件の定めはない¹²。

5. ‘S’ 促進目的のみの9条ファンドとEUタクソノミー適格割合

現状、EUタクソノミーは‘E’のみにフォーカスした基準である。

従って、‘S’促進目的に特化した9条ファンドについては、当面は、EUタクソノミー適格割合の開示は不要である。‘Q&A’が、その点を確認している。

もっとも、2022年2月28日、欧州委員会の諮問機関である‘Platform on Sustainable Finance’は、現状‘E’のみにフォーカスしているEUタクソノミーに‘S’の観点を付加することの検討を促すレポートを公表している¹³。

そのため、その検討の結果次第では、‘S’促進目的に特化した9条ファンドについても、いずれはEUタクソノミー適格割合の開示が求められる可能性がある点に留意されたい。

6. EUタクソノミー適格割合の記述へのコミットメント

EUタクソノミー適格割合の開示にあたっては、「信頼できるデータが不足している」という「言い逃れ」は認められず、その場合は「ゼロ%」と記載しなければならない。‘Q&A’が、その点を明確化している。

また、プロスペクタスにおけるEUタクソノミー適格割合の記述は、「拘束力のあるコミット

¹² 8条ファンドの最低水準に関する議論については、[拙著大和総研レポート「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」\(2022年4月7日\)](#)を参照されたい。

¹³ [欧州委員会ウェブサイト](#)参照

メント」であり、そのブリーチ（不履行）は各国のルールにおいてペナルティの対象となる。ESAs ステートメントが、その点を明確化している。

7. 日本企業への影響は？

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 FMP 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、「8 条ファンドと EU タクソノミー適格割合」や、「EU タクソノミー適格割合の記述へのコミットメント」といった点についての明確化は、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。

さらに、内閣官房は、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」と共に公表した「フォローアップ」（2022 年 6 月 7 日閣議決定）にて、「ESG 市場の信頼性向上に向けて、資産運用会社に対して適切な運用プロセスの構築・明確化や開示の充実、顧客への丁寧な説明などを一層求めていくため、2022 年度末を目途に監督指針について所要の措置を講ずる」と述べている¹⁴。

そのため、現状では SFDR 対応の必要がない日本の資産運用会社にあっても、ここでいう「監督指針」での「所要の措置」に備えるべく、SFDR を参照しておくことが有用となろう。

以上

¹⁴ [内閣官房ウェブサイト](#)参照