

2022年12月23日 全5頁

# ESMA、「8条ファンドの最低水準」の導入へ

## 【SFDR】ESMA版“Names Rule”のガイドライン案、数値基準の導入提案

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

### 【要約】

- 2022年11月18日、欧州証券市場監督局（ESMA）は、ESMA版“Names Rule”のガイドライン案を公表している。
- ESMA版“Names Rule”のガイドライン案は、形式的には9条ファンドも対象としているが、実質的なターゲットは8条ファンドである。すなわち、9条ファンドであれば優にクリアできているであろう「最低水準」が提案されている。それがゆえに、これまでに水面下で進められていた、「8条ファンドの最低水準」の議論の具現化といえる。
- もっとも、ファンド名に紐づけるという形での数値基準が提案されてはいるものの、ここで占められるべき投資の「質」の担保の仕方は、引き続き曖昧である。すなわち、その「質」の担保の仕方として、何らかの外形的な制約が新たに提案されているわけではない。
- また、ファンド名は何ら‘E’（環境）又は‘S’（社会）の促進を匂わせない名称にして、それを「8条ファンド」として運用しているファンドがあった場合、それらのファンドはESMA版“Names Rule”のガイドライン案の対象外であるように思われる。

### 1. SFDR レベル2 適用開始直前、重要アップデートあり

‘SFDR’<sup>1</sup>のレベル2（細則）<sup>2</sup>は2023年1月1日から適用が開始されるが<sup>3</sup>、それを目前に控えたタイミングで、重要なアップデートがあった。

2022年11月18日、欧州証券市場監督局（ESMA）は、‘Consultation Paper On Guidelines on funds’ names using ESG or sustainability-related terms’ と題する意見募集文書（以下、「ESMA版“Names Rule”のガイドライン案」）を公表している。

<sup>1</sup> 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（Sustainable Finance Disclosure Regulation）をいう。SFDRの概要については、[拙著レポート・コラム](#)を参照されたい。

<sup>2</sup> COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2022/1288 of 6 April 2022

<sup>3</sup> SFDRのレベル1（本則）（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）は、2021年3月10日より適用されている。

本稿では、ESMA 版 “Names Rule” のガイドライン案の内容を簡単に紹介する。

## 2. ESMA 版 “Names Rule” のガイドライン案

### (1) 背景

ESMA 版 “Names Rule” のガイドライン案は、運用商品における「グリーンウォッシング」（うわべだけの欺瞞的な環境訴求）の防止を主題としており、これまでに水面下で進められていた、「8 条ファンドの最低水準」の議論<sup>4</sup>の具現化といえる。

ある種の数値基準の導入を提案しており、ESMA 自身が 2022 年 5 月 31 日に公表した ‘Supervisory briefing: Sustainability risks and disclosures in the area of investment management’ の推奨<sup>5</sup>を更に推し進めたものである。

米国証券取引委員会（SEC）が 2022 年 5 月 25 日に公表した “Names Rule” の強化案<sup>6</sup>との類似性から、「ESMA 版 “Names Rule”」の呼び名に相応しい。

### (2) 原則その 1（80%ルール）

ファンド名に ‘ESG’ 又は「インパクト」に関連する用語が入っている場合は、それを「9 条ファンド」<sup>7</sup>又は「8 条ファンド」<sup>8</sup>に区分したうえで、ポートフォリオの 80%以上を、「サステナブル投資」目的<sup>9</sup>を獲得するための投資戦略に即した投資（9 条ファンドの場合）、又は ‘E’（環境）若しくは ‘S’（社会）の促進を獲得するための投資戦略に即した投資（8 条ファンドの場合）で占めることが求められる（以下、「原則その 1（80%ルール）」）。

<sup>4</sup> 「8 条ファンドの最低水準」の議論の概要については、[拙著レポート「8 条ファンドと EU タクソノミー適格割合」（2022 年 6 月 15 日）](#)を参照されたい。

<sup>5</sup> ESMA は、このガイダンスで、‘sustainable’ 又は ‘sustainability’ という用語を名称に用いることができる運用商品は、「9 条ファンド」及び「8 条ファンド+」のいずれかに区分されるものに限るべきである、と「推奨」していた。[拙著コラム『「グリーンウォッシング」対策、まずは商品名から？』（2022 年 6 月 28 日）](#)も併せて参照されたい。

<sup>6</sup> SEC が 2022 年 5 月 25 日に公表した “Names Rule” の強化案の概要については、脚注 5 のコラムを参照されたい。

<sup>7</sup> 9 条ファンドとは、「サステナブル投資」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。サステナブル投資に分類されるためには、①ESG のうち ‘E’ 又は ‘S’ の促進に貢献することを目的とした経済活動への投資であり、②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）、③投資先の企業において ‘G’ 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>8</sup> 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’ 又は ‘S’ 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。

<sup>9</sup> 「サステナブル投資」の定義（脚注 7 参照）のうち、「①ESG のうち ‘E’ 又は ‘S’ の促進に貢献することを目的とした経済活動への投資であること」を指す。

### (3) 原則その 2 (50%ルール)

ファンド名に「サステナブル」又はそれに準ずる用語が入っている場合は、それを 9 条ファンド又は「8 条ファンド+」<sup>10</sup>に区分したうえで、原則その 1 (80%ルール) の遵守に加えて、ポートフォリオの 50%以上をサステナブル投資で占めることが求められる (以下、「原則その 2 (50%ルール)」)。

### (4) 原則に付随する推奨 (PAB 除外基準の適用)

原則その 1 (80%ルール) の対象となるファンド、又は原則その 1 (80%ルール) 及び原則その 2 (50%ルール) の対象となるファンドに対しては、それらの遵守に加えて、‘Exclusions for EU Paris-aligned Benchmarks’ (以下、「PAB 除外基準」) の適用を推奨している。

なお、PAB 除外基準は、低炭素化を志向する EU オフィシャルのベンチマークのうち、‘EU Paris-aligned Benchmarks’ のアドミニストレーターに対し、図表 1 に掲げる企業をポートフォリオから除外することを求めている<sup>11</sup>。

図表 1 PAB 除外基準

以下のいずれかに該当する企業を ‘EU Paris-aligned Benchmarks’ のポートフォリオから除外	
■ 非人道的兵器 (対人地雷、クラスター爆弾、化学兵器、細菌兵器) に関与している企業	■ 石炭採掘関連企業 (売上の 1%以上)
■ タバコの栽培・生産に関与している企業	■ 石油採掘関連企業 (売上の 10%以上)
■ 国連グローバル・コンパクトの定める 4 分野 (人権、労働、環境、腐敗防止) 10 原則、又は OECD 多国籍企業行動指針を遵守しない企業	■ ガス燃料採掘関連企業 (売上の 50%以上)
■ 「六つの環境保護目的」(EU タクソミー) <sup>(※)</sup> のうち一つ以上を著しく阻害する企業	■ 温室効果ガス (GHG) インテンシティが ‘100 g CO2 e/kWh’ 超の発電関連企業 (売上の 50%以上)

(※)「六つの環境保護目的」とは、①気候変動の緩和、②気候変動への適応、③水資源や海洋資源のサステナブルな使用・保護、④サーキュラーエコノミーへの移行、⑤汚染 (公害) の防止と管理、⑥生物多様性及び生態系の保護・回復、をいう。なお、「EU タクソミー」(環境面でサステナブルな経済活動領域、すなわち「グリーン」セクターを分類するための基準をいう)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。

(出所) EU 資料を参考に大和総研作成

### (5) 追加推奨その 1 (パッシブのケース)

パッシブのケース、すなわち、参照ベンチマークを指定したインデックス運用のケースであっても、原則その 1 (80%ルール) の遵守、又は原則その 1 (80%ルール) 及び原則その 2 (50%ルール) の遵守を推奨している。

<sup>10</sup> 8 条ファンドのうち、サステナブル投資を含むものの通称をいう。

<sup>11</sup> PAB 除外基準の詳細については、[大和総研レポート「EU の気候ベンチマークが始動」\(太田珠美/2020 年 9 月 25 日\)](#)を参照されたい。

## (6) 追加推奨その2（「インパクト投資」とアウトカム目的）

ファンド名に、「インパクト」、「インパクト投資」、又はそれらに準ずる用語が入っている場合は、原則その1（80%ルール）、又は原則その1（80%ルール）及び原則その2（50%ルール）を、「アウトカム目的」（‘the intention to generate positive, measurable social or environmental impact alongside a financial return’）のある投資によって遵守することを推奨している。

## (7) 「トランジション」についての意見募集

ESMA は、ファンド名に「トランジション」又はそれに準ずる用語が入っている場合について、特段の考慮をすべきか否かについて関係者に意見を求めている。

このような問いかけが行われていることは、仮に「特段の考慮」がなされないとしたら、「トランジション」又はそれに準ずる用語は‘ESG’に関連する用語と結びつきやすいため、（ファンド名にこれらの用語が入っている場合は、）少なくとも原則その1（80%ルール）の遵守が求められ、それに付随して PAB 除外基準の適用が推奨される、ということを示唆しているものと思われる。

## (8) 今後の動向

今後の動向としては、意見募集期間（2023年2月20日締切）を経て、ファイナル公表（2023年第2四半期から第3四半期の間を目途）から3ヶ月経過後の適用開始が想定されている。なお、既存のファンド（適用開始以前にローンチされたファンド）については、6ヶ月間の経過措置が付与される見込みである。

## 3. 影響度はいかに

以上が、ESMA 版 “Names Rule” のガイドライン案の概要である。

ESMA 版 “Names Rule” のガイドライン案は、形式的には9条ファンドも対象としているが、実質的なターゲットは8条ファンドである。すなわち、9条ファンドであれば優にクリアできているであろう「最低水準」が提案されている。

もっとも、ファンド名に紐づけるという形での数値基準が提案されてはいるものの、そこで占められるべき投資の「質」の担保の仕方は、引き続き曖昧である。すなわち、その「質」の担保の仕方として、何らかの外形的な制約が新たに提案されているわけではない。

また、ファンド名は何ら‘E’又は‘S’の促進を匂わせない名称にして、それを「8条ファンド」として運用しているファンドがあった場合、それらのファンドはESMA 版 “Names Rule” の

ガイドライン案の対象外であるように思われる。

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。たとえば、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 EU の資産運用会社等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、EU の資産運用会社等の 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 EU の資産運用会社等に還元することが求められる。こうした状況もあり、ESMA 版 “Names Rule” のガイドライン案は、EU の市場と関わりの深い日本の資産運用会社にとって無視できないものといえよう。

以上