

2023年4月27日 全12頁

SFDR、レベル2開示実例（商品レベル）

【8条ファンド・9条ファンド】EU拠点最大手二社の対応状況

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

【要約】

- SFDR（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）は、レベル2（細則）が2023年1月1日から適用開始されている。そこで、本稿では、SFDRのレベル2ベースの開示（交付目論見書等）につき、実例を調査したうえで得た傾向等を紹介する。
- 調査対象は、EUに拠点を置く資産運用会社の最大手二社の、8条ファンド及び9条ファンドとする。
- 8条ファンドのうち、「8条ファンド+」の占める割合は、約95%（194本中184本）であった。
- 8条ファンドのうち、ESMA版“Names Rule”（案）の原則その1（80%ルール）の適用が想定される商品の割合は、約31%であった。
- 商品レベルの‘PAI’考慮で「性別による賃金格差」を指定している商品の割合は、約5%であった。
- 二社の8条ファンドにおける「‘E’ / ‘S’ 促進投資の最低割合」（中央値）は、それぞれ90%、75%であった。
- 8条ファンドのうち、‘Minimum rating coverage’を設定している商品の割合は、約19%であった。
- 8条ファンドのうち、参照ベンチマークを厳密に指定している商品の割合は、約10%であった。
- ESMAの諮問機関であるSMSGによると、8条ファンドの本数は増加し続ける一方、9条ファンドの本数は減少し続けているという。SMSGは、9条ファンドに分類されるファンドが皆無となる一方、8条ファンドの区分が無価値化するのではないかとの懸念を示している。

1. SFDR レベル 2 の適用が開始

‘SFDR’¹は、レベル 2（細則）²が 2023 年 1 月 1 日から適用開始されている³。そこで、本稿では、SFDR のレベル 2 ベースの開示（交付目論見書等）につき、実例を調査したうえで得た傾向等を紹介する⁴。

2. 調査対象

調査対象は、運用資産の規模の観点から世界最大手 500 社の資産運用会社をランク付けする‘TAI / P&I 500’⁵のうち、欧州連合（EU）に拠点を置く資産運用会社の最大手二社（それぞれ、「A 社」「B 社」とする）の、8 条ファンド及び 9 条ファンドとする（図表 1 参照）。

図表 1 調査対象^(注)

社名	拠点	8 条ファンド	9 条ファンド
A 社	Germany	72 本	5 本
B 社	France	122 本	5 本

(注) 情報取得が容易であった商品に限る。サブファンドが複数ある商品については、うち 1 本をランダムにサンプル抽出している。

(出所) 各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表 1 中の「9 条ファンド」とは、以下の内容を指す。

【9 条ファンド】(SFDR)

「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’（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であり、②他のサステナブル投資目的を著しく阻害せず、③投資先の企業が‘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。

同じく、図表 1 中の「8 条ファンド」とは、以下の内容を指す。

【8 条ファンド】(SFDR)

¹ 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、[拙稿大和総研レポート・コラム](#)を参照されたい。

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

³ 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。

⁴ 本稿は、原則として、2023 年 1 月 31 日時点の情報に基づいて作成している。

⁵ The world’s largest 500 asset managers: A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint study | October 2022

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。

なお、調査対象となる 8 条ファンドのうち、「8 条ファンド+」⁶の占める割合は、二社トータルの約 95%（194 本中 184 本）であった。この割合は、A 社単体では約 88%（72 本中 63 本）、B 社単体では約 99%（122 本中 121 本）となる。

3. 8 条ファンド・9 条ファンド共通の傾向

(1) ESMA 版“Names Rule”（案）の適用が想定される商品

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”（案）」）を公表している⁷。

ESMA 版 “Names Rule”（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、以下の 2 つの「原則」を提唱している。

【原則その 1（80%ルール）】（ESMA 版 “Names Rule”（案））

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」又は「8 条ファンド」に区分したうえで、「サステナブル投資目的」という特性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）又は ‘S’（社会）の促進」という特性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）が、ポートフォリオの 80%以上を占めることが求められる。

【原則その 2（50%ルール）】（ESMA 版 “Names Rule”（案））

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+」に区分したうえで、原則その 1（80%ルール）の遵守に加えて、サステナブル投資がポートフォリオの 50%以上を占めることが求められる。

調査対象となる商品は、ファンド名に ‘ESG’、「インパクト」や「サステナブル」等の用語が入っているものと、そうでないものがある。そこで、調査対象のうち、ESMA 版 “Names Rule”（案）の適用が想定される商品を保守的に抽出してみたところ、その割合は、図表 2 のとおりである。

⁶ 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。

⁷ ESMA 版 “Names Rule”（案）の詳細については、[拙稿大和総研レポート「ESMA、『8 条ファンドの最低水準』の導入へ」（2022 年 12 月 23 日）](#)を参照されたい。

図表2 ESMA版“Names Rule”（案）の適用が想定される商品の割合

		8条ファンド	9条ファンド
原則その1 (80%ルール)の適用が想定される商品の割合	2社トータル	約31% (194本中60本)	70% (10本中7本)
	A社単体	約38% (72本中27本)	40% (5本中2本)
	B社単体	約27% (122本中33本)	100% (5本中5本)
【参考】原則その1 (80%ルール)に抵触していることが想定される商品の割合	2社トータル	約18% (60本中11本)	0% (7本中0本)
	A社単体	約33% (27本中9本)	0% (2本中0本)
	B社単体	約6% (33本中2本)	0% (5本中0本)
原則その2 (50%ルール)の適用が想定される商品の割合	2社トータル	約11% (194本中13本)	10% (10本中1本)
	A社単体	約8% (72本中6本)	20% (5本中1本)
	B社単体	約6% (122本中7本)	0% (5本中0本)
【参考】原則その2 (50%ルール)に抵触していることが想定される商品の割合	2社トータル	約92% (13本中12本)	0% (1本中0本)
	A社単体	約83% (6本中5本)	0% (1本中0本)
	B社単体	100% (7本中7本)	—

(出所) 各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表2のとおり、調査対象の大半を占める8条ファンドにおいて、ESMA版“Names Rule”（案）の原則その1（80%ルール）、原則その2（50%ルール）の適用が想定される商品の割合は、それぞれ約31%、約11%と、比較的低いものであった。

このことから、調査対象となる8条ファンドの多くは、ファンド名に「ESG」、「インパクト」や「サステナブル」等の用語が入っていないことが伺える。

(2) 名称に「インパクト」が付く商品

調査対象のうち、名称に「インパクト」が付く商品は、二社トータルで5本であった。割合でいうと、約2%（204本中5本）である⁸。

該当する5本のうち、3本が8条ファンド、残りの2本が9条ファンドであった。このことから、『「インパクト投資」=9条ファンド』という関係にはないことが伺える。

なお、ESMA版“Names Rule”（案）では、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、「アウトカム目標」（‘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。

⁸ A社単体では0%（77本中0本）、B社単体では約4%（127本中5本）である。

上記 5 本のうち 4 本の商品の契約前開示に、こうした「アウトカム目標」の記載があった。

(3) ‘S’ 促進目的のサステナブル投資の最低割合

調査対象のうち、‘S’ 促進目的のサステナブル投資の最低割合を設定している商品は、二社トータルで 5 本であった。割合でいうと、約 2% (204 本中 5 本) である⁹。

ちなみに、該当する 5 本の商品における、‘S’ 促進目的のサステナブル投資の最低割合は、中央値 8%、平均値 8%、最大値 10%、最小値 5%、となっている。

これらのことから、調査時点では、‘S’ 促進目的のサステナブル投資の最低割合を設定している商品が極めて珍しいものであること、そしてそれらの商品の最低割合がかなり低く設定されていることが伺える。

(4) 商品レベルの ‘PAI’ 考慮態様と、事業体レベルの ‘PAI’ との関係

SFDR のレベル 2 では、商品レベルの契約前開示の開示項目の一つに、資産運用会社等の運用活動がもたらす「サステナビリティへの悪影響」、すなわち ‘PAI’ (Principal Adverse Impacts of investment decisions on sustainability factors) の考慮態様の記載が定められている¹⁰。

それとは別に、SFDR のレベル 2 では、ウェブサイト上の開示項目の一つに、事業体レベルの ‘PAI’ が定められている。

A 社と B 社において、商品レベルの ‘PAI’ の考慮態様が、事業体レベルの ‘PAI’ の開示項目 (最低 18 項目) を指定したものの有無を調査した結果は、図表 3 のとおりである。

図表 3 から、調査時点では、事業法人向け出資にあたって、温室効果ガス (GHG) 排出のうち、「5. 再生不能エネルギー」と「6. エネルギー消費インテンシティ」を考慮することは困難であることが伺える。

⁹ A 社単体では約 5% (77 本中 4 本)、B 社単体では約 0.8% (127 本中 1 本) である。

¹⁰ 8 条ファンド及び 9 条ファンドの組成にあたって、‘PAI’ を考慮していない場合は、その旨記載することで足りる。

図表3 商品レベルの‘PAI’の考慮態様と、事業体レベルの‘PAI’との関係

指標		指定		備考
【事業法人向け出資】				
■ 気候変動その他の環境関連				
温室効果ガス (GHG) 排出	1. GHG 排出	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
	2. カーボンフットプリント	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
	3. GHG インテンシティ	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
4. 石炭・石油向けエクスポージャー	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定	
	B社	△	全127本のうち1本(8条ファンド)のみが指定	
5. 再生不能エネルギー	A社	×	—	
	B社	×	—	
6. エネルギー消費インテンシティ	A社	×	—	
	B社	×	—	
生物多様性	7. 保護地域	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
水	8. 水質汚染	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
廃棄物	9. 有害廃棄物・放射性廃棄物レシオ	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
■ 社会、雇用、人権、反腐敗・反贈収賄関連				
社会・雇用	10. 国際的なガイドラインの非遵守	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	△	全127本のうち1本(8条ファンド)のみが指定
	11. 国際的なガイドラインを遵守するメカニズムの欠如	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
	12. 性別による賃金格差	A社	△	全77本のうち、(5)記載の10本のみが指定
		B社	×	—
13. 取締役会の性別多様性	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定	
	B社	×	—	
14. 非人道的兵器向けのエクスポージャー	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定	
	B社	△	全127本のうち1本(8条ファンド)のみが指定	
【ソブリン向け出資】				
環境	15. GHG インテンシティ	A社	△	全77本のうち、(5)記載の10本、及びその他の1本(8条ファンド)の計11本のみが指定
		B社	×	—
社会	16. ‘social violations’	A社	○	8条ファンド72本すべて、9条ファンド5本のうち4本が指定
		B社	×	—
【不動産向け出資】				
石炭・石油	17. 不動産を通じた石炭・石油向けエクスポージャー	A社	×	—
		B社	×	—
資源効率	18. 資源非効率な不動産向けエクスポージャー	A社	×	—
		B社	×	—

(出所) EU 資料及び各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(5) 商品レベルの‘PAI’考慮で「性別による賃金格差」を指定

調査対象のうち、商品レベルの‘PAI’考慮で「性別による賃金格差」（図表3の「12.」参照）を指定している商品は、二社トータルで10本であった。割合でいうと、約5%（204本中10本）である¹¹。

該当する10本の傾向を抽出すると、8条ファンド（6本）の「商品の運用により促進される‘E’ / ‘S’の特性」、及び9条ファンド（4本）の「サステナブル投資目的」が、いずれも‘SDGs’（Sustainable Development Goals）にリンクしたものであった。

これらのことから、調査時点では、商品レベルの‘PAI’考慮で「性別による賃金格差」を指定している商品が極めて珍しいものであること、そしてそれらの商品の投資戦略はいずれも‘SDGs’にリンクしたものとなっていることが伺える。

4. 8条ファンドの傾向

(1) ‘E’ / ‘S’ 促進投資、サステナブル投資、EUタクソノミー適格投資の最低割合

SFDRのレベル2では、8条ファンドの契約前開示の開示項目の一つに、‘E’又は‘S’を促進するための投資（以下、「‘E’ / ‘S’ 促進投資」）の最低割合、サステナブル投資の最低割合、「EUタクソノミー適格」のある投資¹²（以下、「EUタクソノミー適格投資」）の最低割合の記載が定められている¹³。

調査対象となる8条ファンド、計194本（A社72本、B社122本）におけるそれぞれの最低割合を抽出した結果は、図表4のとおりである。

図表4 ‘E’ / ‘S’ 促進投資、サステナブル投資、EUタクソノミー適格投資の最低割合（8条ファンド）

	‘E’ / ‘S’ 促進投資の最低割合		サステナブル投資の最低割合		EUタクソノミー適格投資の最低割合	
	A社	B社	A社	B社	A社 ^(※)	B社
中央値	90%	75%	5%	10%	0.1%	0%
平均値	88%	79%	11%	8%	0.4%	0%
最大値	100%	90%	50%	25%	5%	0%
最小値	70%	50%	1%	0%	0%	0%

(※) A社において、EUタクソノミー適格投資の最低割合を設定している（「0%」とはしていない）「8条ファンド+」（49本）には、投資のEUタクソノミー適格について監査人の保証又は第三者のレビューを受けているケースは皆無である。

(出所) 各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

前述のとおり、調査対象の大半を占める8条ファンドにおいて、ESMA版“Names Rule”（案）の原則その1（80%ルール）の適用が想定される商品の割合は、約31%と比較的低いものであ

¹¹ A社単体では約13%（77本中10本）、B社単体では0%（127本中0本）である。

¹² 「EUタクソノミー」（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）が定める「グリーン」への投資をいう。

¹³ サステナブル投資の最低割合と、EUタクソノミー適格投資の最低割合の記載は、8条ファンドのうち、「8条ファンド+」のみに求められる。

った（図表 2 参照）。

にもかかわらず、図表 4 のとおり、A 社と B 社の 8 条ファンドにおける「E / S 促進投資の最低割合」（中央値）は、それぞれ 90%、75%と、かなりの高水準となっている。このことから、調査対象となる 8 条ファンドにあつては、ESMA 版 “Names Rule”（案）の原則その 1（80%ルール）の適用がなさそうな商品においても、「E / S 促進投資の最低割合」が比較的高く設定されていることが伺える。

なお、「EU タクソノミー適格投資の最低割合」（「8 条ファンド+」のみ）については、B 社は設定しておらず、A 社においても 0.1%（中央値）と極めて低い水準となっている。これについては、投資先におけるその事業の EU タクソノミー適格の開示が不十分であることが要因ではないかと推測する。

(2) ‘E’ / ‘S’ 特性

SFDR のレベル 2 では、8 条ファンドの契約前開示の開示項目の一つに、商品の運用により促進される ‘E’ 又は ‘S’ の特性（以下、「E / S 特性」）の記載が定められている。

調査対象となる 8 条ファンド、計 194 本（A 社 72 本、B 社 122 本）におけるそれぞれの ‘E’ / ‘S’ 特性の獲得アプローチを抽出した結果は、図表 5 のとおりである。

図表 5 ‘E’ / ‘S’ 特性の獲得アプローチ（8 条ファンド）

アプローチ	A 社	B 社	キーフレーズ（要約）
Multi Asset Sustainability Strategy	11 本	—	運用資産の 70%以上を、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、SFDR ターゲット・ファンド（8 条ファンド・9 条ファンド）に出資
best-in-class approach	30 本	112 本	<ul style="list-style-type: none"> ✓ SRI ^(※1) 格付に基づく ESG 促進（A 社） ✓ ESG スコアにおいて参照ベンチマークや投資ユニバースを上回ることを企図（B 社）
CEWO ^(※2) -Strategy	18 本	—	二酸化炭素排出量上位 10 社の、低炭素企業へのトランジションを企図
SDGs	6 本	1 本	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ‘SDGs’ に貢献する企業に出資（A 社及び B 社） ✓ 運用資産の 50%以上を「サステナブル投資」に出資（A 社）
Sustainability Key Performance Indicator Strategy	6 本	—	GHG インテンシティを低下させることを企図
移行	1 本	—	低炭素社会、自然資本保全、気候変動への適応への移行を企図
グリーンボンド原則	—	1 本	運用資産の 10%以上を、ICMA ^(※3) が発行するガイドラインの要件を満たす、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドに出資
カーボンフットプリント	—	5 本	参照ベンチマークのカーボンフットプリントをトレース
不動産運用	—	1 本	運用対象となる不動産の ESG 格付を考慮
EU Paris-aligned Benchmarks	—	1 本	投資ユニバースを、「EU Paris-aligned Benchmarks」への組入要件を満たすもの ^(※4) に限定
インパクト投資	—	1 本	「インパクト・テーマ」 ^(※5) への貢献を企図

(※1) SRI: Socially Responsible Investment

(※2) CEWO: Climate Engagement with Outcome

(※3) ICMA: International Capital Market Association

(※4) ‘EU Paris-aligned Benchmarks’ への組入要件の詳細については、[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。

(※5) ここでは、「水資源へのアクセス向上」、「サステナブルなエネルギー資源へのトランジション」、「サステナブルな食糧供給の確保」、「資源効率」、「教育や健康の改善」等をいう。

（出所）各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表5のとおり、「E」/「S」特性の獲得アプローチは11個に分類が可能であり、そのうちもっともポピュラーなのは「best-in-class approach」である。

(3) 「Minimum rating coverage」の設定あり

調査対象となる8条ファンド、計194本（A社72本、B社122本）のうち、運用資産の一定割合以上につき、一定の格付が付与されていることを条件とする「Minimum rating coverage」を設定しているものは、二社トータルで36本であった。割合でいうと、約19%（194本中36本）である¹⁴。

「Minimum rating coverage」は、以下の①から④の4種類が確認された。

① 運用資産の90%以上にSRI格付あり

調査対象となる8条ファンド、計194本（A社72本、B社122本）のうち、「運用資産の90%以上にSRI格付あり」という「Minimum rating coverage」を設定しているものが、23本（いずれもA社）あった。

そのうえ、ここでいう「SRI格付」には、商品ごとにそれぞれ異なる最低水準が設定されている。たとえば、「格付スケール『0-4（0がワースト、4がベスト）』のうち、『1』以上」といった具合である（『1』以上はあくまでも例示である点に留意されたい）。

なお、該当する23本の「E」/「S」促進投資の最低割合（図表4参照）を確認すると、すべて「90%」であり、「Minimum rating coverage」の数値と合致していた。したがって、該当する23本の「E」/「S」促進投資の定義（内容）は、「SRI格付」の最低水準を満たしたものと位置付けることが可能である。

② 運用資産の90%以上にESG格付あり

調査対象となる8条ファンド、計194本（A社72本、B社122本）のうち、「運用資産の90%以上にESG格付あり」という「Minimum rating coverage」を設定しているものが、5本（いずれもB社）あった。

もっとも、ここでいう「ESG格付」の最低水準は提示されていない。

なお、該当する5本の「E」/「S」促進投資の最低割合（図表4参照）を確認すると、すべて「90%」であり、「Minimum rating coverage」の数値と合致していた。

¹⁴ A社単体では約42%（72本中30本）、B社単体では約5%（122本中6本）である。

③ 運用資産である不動産の 90%以上に ESG 格付あり

調査対象となる 8 条ファンド、計 194 本（A 社 72 本、B 社 122 本）のうち、「運用資産である不動産の 90%以上に ESG 格付あり」という ‘Minimum rating coverage’ を設定しているものが、1 本（B 社）あった。

もっとも、ここでいう「ESG 格付」の最低水準は提示されていない。

なお、該当する 1 本の「‘E’ / ‘S’ 促進投資の最低割合」（図表 4 参照）を確認すると、「50%」であり、「Minimum rating coverage」の数値とは異なっていた。

④ 運用資産の 70%以上に SRI 格付あり

調査対象となる 8 条ファンド、計 194 本（A 社 72 本、B 社 122 本）のうち、「運用資産の 70%以上に SRI 格付あり」という ‘Minimum rating coverage’ を設定しているものが、7 本（いずれも A 社）あった。

そのうえ、ここでいう「SRI 格付」には、商品ごとにそれぞれ異なる最低水準が設定されている。たとえば、「格付スケール『0-4（0 がワースト、4 がベスト）』のうち、『1』以上」といった具合である（『1』以上はあくまでも例示である点に留意されたい）。

なお、該当する 7 本の「‘E’ / ‘S’ 促進投資の最低割合」（図表 4 参照）を確認すると、すべて「70%」であり、「Minimum rating coverage」の数値と合致していた。したがって、該当する 7 本の「‘E’ / ‘S’ 促進投資」の定義（内容）は、「SRI 格付」の最低水準を満たしたものと位置付けることが可能である。

(4) 「参照ベンチマーク」を厳密に指定

SFDR のレベル 2 では、8 条ファンドの契約前開示の開示項目の一つに、「‘E’ / ‘S’ 特性の獲得に際して用いた指数（以下、「参照ベンチマーク」）の有無と、「有」とした場合はその概要の記載が定められている。

調査対象となる 8 条ファンド、計 194 本（A 社 72 本、B 社 122 本）のうち、参照ベンチマークを厳密に指定し、「有」としている商品は、二社トータルで 19 本であった。割合でいうと、約 10%（194 本中 19 本）である¹⁵。

このことから、調査時点では、参照ベンチマークを厳密に指定している 8 条ファンドが比較的少数であることが伺える。

¹⁵ A 社単体では約 18%（72 本中 13 本）、B 社単体では約 5%（122 本中 6 本）である。

5. 9条ファンドの傾向

(1) サステナブル投資、EUタクソノミー適格投資の最低割合

SFDR のレベル 2 では、9 条ファンドの契約前開示の開示項目の一つに、サステナブル投資の最低割合、「EUタクソノミー適格」のある投資（以下、「EUタクソノミー適格投資」）の最低割合の記載が定められている。

調査対象となる 9 条ファンド、計 10 本（A 社 5 本、B 社 5 本）におけるそれぞれの最低割合を抽出した結果は、図表 6 のとおりである。

図表 6 サステナブル投資、EUタクソノミー適格投資の最低割合（9条ファンド）

	サステナブル投資の最低割合		EUタクソノミー適格投資の最低割合	
	A社	B社	A社 ^(※)	B社
中央値	80%	80%	0.4%	0%
平均値	80%	88%	0.36%	0%
最大値	80%	100%	0.5%	0%
最小値	80%	80%	0.1%	0%

(※) A社において、EUタクソノミー適格投資の最低割合を設定している（「0%」とはしていない）「8条ファンド+」（49本）には、投資のEUタクソノミー適格について監査人の保証又は第三者のレビューを受けているケースは皆無である。

(出所) 各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表 6 のとおり、A 社と B 社の 9 条ファンドにおける「サステナブル投資の最低割合」（中央値）は、いずれも 80%と、かなりの高水準となっている。このことから、調査対象となる 9 条ファンドにあっては、ESMA 版 “Names Rule”（案）の要件を満たすことは困難ではないことが伺える（図表 2 参照）。

なお、「EUタクソノミー適格投資の最低割合」については、B 社は設定しておらず、A 社においても 0.4%（中央値）と極めて低い水準となっている。これについては、投資先におけるその事業の EUタクソノミー適格の開示が不十分であることが要因ではないかと推測する。

(2) サステナブル投資目的

SFDR のレベル 2 では、9 条ファンドの契約前開示の開示項目の一つに、サステナブル投資目的の記載が定められている。

調査対象となる 9 条ファンド、計 10 本（A 社 5 本、B 社 5 本）におけるそれぞれの、「サステナブル投資目的」という特性の獲得アプローチを抽出した結果は、図表 7 のとおりである。

図表 7 「サステナブル投資目的」という特性の獲得アプローチ（9条ファンド）

アプローチ	A社	B社	キーワード（要約）
SDGs	5本	2本	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ‘SDGs’ に貢献する企業に出資（A社及びB社） ✓ 運用資産の 80%以上を「サステナブル投資」に出資（A社）
グリーンボンド原則	—	3本	運用資産を、ICMA ^(※) が発行するガイドラインの要件を満たすグリーンボンドに出資

(※) ICMA: International Capital Market Association

(出所) 各社資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表 7 のとおり、「サステナブル投資目的」という特性の獲得アプローチは 2 つに分類が可能であり、そのうちよりポピュラーなのは「SDGs」である。

6. ‘greenbleaching’ と、8 条ファンドの「無価値化」

以上が、EU 拠点最大手二社の資産運用会社の、商品レベルの「契約前開示」（交付目論見書等）を調査したうえで得た傾向等（SFDR レベル 2 ベース）である。

ESMA の諮問機関である SMSG（Securities and Markets Stakeholder Group）は、2023 年 3 月 16 日、「SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing」と題する文書を公表している。

この文書によると、8 条ファンドの本数は増加し続ける一方、9 条ファンドの本数は減少し続けているという¹⁶。現に、調査対象に占める 9 条ファンドの割合は、約 5%（204 本中 10 本）にとどまっている（図表 1 参照）。その理由として、SMSG は、9 条ファンドに分類するための要件、すなわち「サステナブル投資」の定義（p. 2 参照）が不明瞭に過ぎる点を挙げている。

そして、このことが、「従来であれば 9 条ファンドに分類していた商品を、法的リスクを避けるべく、8 条ファンドに分類する」という動き、すなわち ‘greenbleaching’ につながっているのではないかと指摘している。

また、その結果として、9 条ファンドに分類される商品が皆無となる一方、8 条ファンドの区分が無価値化するのではないかと、という懸念を示している¹⁷。

以上

¹⁶ SMSG が引用した記事によると、SFDR のレベル 2 開示が適用開始される直前の 2022 年の第 4 四半期だけで、9 条ファンドに区分されていた ETF の 70% が 8 条ファンドに「格下げ」しているという。

¹⁷ 現に、調査対象に占める 9 条ファンドの割合は、約 5%（204 本中 10 本）にとどまっている（図表 1 参照）。