

2023年5月25日 全4頁

SFDR の Q&A、9 条ファンドの要件緩和へ

「格下げ」のトレンドは終焉し、パッシブ・ファンドが増加するか

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

[要約]

- 2023年4月14日、欧州委員会は、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）のQ&Aを更新している。
- ここで更新されたSFDRのQ&A（更新Q&A）は、EUの銀行・証券・保険の監督当局（ESAs）から寄せられた質問（2022年9月9日公表）に対する回答をその内容としており、市場関係者が待望していたものである。
- 更新Q&Aは、運用商品を9条ファンドに分類するためのハードルを下げた、という点にその意義がある。
- まず、更新Q&Aが、「サステナブル投資」の定義のうち、「‘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）」という要件の解釈について、「何ら最低水準等の定めはなく、自社で決めた内容を開示することで足りる」としたことにより、9条ファンドから8条ファンドへの「格下げ」というトレンドが終焉する可能性がある。
- また、更新Q&Aが、ESAsステートメントの厳格な解釈、すなわち、9条ファンドは「（現金及びヘッジ目的の投資を除いて）100%『サステナブル投資』で構成」という要件を緩和し、「‘EU Paris-aligned Benchmarks’（PAB）又は‘EU Climate Transition Benchmarks’（CTB）にトラックするパッシブ・ファンドであれば、自動的に9条ファンドに分類可能」としたことにより、9条ファンドに占めるパッシブ・ファンドの市場シェアが増加する可能性がある。

1. SFDR、待望のQ&A更新

2023年4月14日、欧州委員会は、「SFDR」¹のQ&Aを更新している²。

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 [欧州委員会ウェブサイト（‘Daily News 14 / 04 / 2023’）](#)、最上段のトピックを参照されたい。

ここで更新された SFDR の Q&A (以下、「更新 Q&A」) は、欧州連合 (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 (2022 年 9 月 9 日公表)³ に対する回答をその内容としており、市場関係者が待望していたものである。

本稿では、更新 Q&A のうち、筆者が重要と考えるものを紹介する。

2. 更新 Q&A が待ち望まれていた背景

市場関係者が更新 Q&A の公表を待望していた背景には、すでに SFDR のレベル 2 (細則)⁴ が 2023 年 1 月 1 日から適用開始されていることに加えて⁵、次の (1) (2) のような事情がある。

(1) 9 条ファンドから 8 条ファンドへの「格下げ」

欧州証券市場監督局 (ESMA) の諮問機関である SMSG (Securities and Markets Stakeholder Group) は、2023 年 3 月 16 日、「グリーンウォッシング」(うわべだけの欺瞞的な環境訴求) に関する助言文書を公表している⁶。

この文書によると、「8 条ファンド」⁷の本数は増加し続ける一方、「9 条ファンド」⁸の本数は減少し続けているという。SMSG が引用した記事⁹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 条ファンドに分類されていた ETF の 70% が 8 条ファンドに「格下げ」されているという。

その影響もあってか、モーニングスターのレポート¹⁰によると、2023 年 3 月末時点において、EU のファンド資産総額に占める 9 条ファンドの割合は、3.2%にとどまっている。ちなみに、8 条ファンドの割合は、53.8%にのぼる。

同レポートによると、こうした「格下げ」が起きたのは、ESAs が 2022 年 6 月 2 日に公表し

³ [List of additional SFDR queries requiring the interpretation of Union law](#)

⁴ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2022/1288 of 6 April 2022

⁵ 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。

⁶ [‘SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing’](#)

⁷ 「サステナブル投資」(脚注 8 参照) 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。

⁸ 「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、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。

⁹ [N. Turner, “Article 9 downgrades a result of “signing up with no plan””, ESG CLARITY, 30 January 2023](#)

¹⁰ [Morningstar, “SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2023 in Review”, 4 May 2023](#)

た、レベル2の明確化を図る文書¹¹（以下、「ESAs ステートメント」）が影響しているという。

9条ファンドの保有資産について、SFDR レベル2の前文15は、基本的には「サステナブル投資」¹²のみで構成することを求めている。ただし、「基本的には」とあるように、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。

ESAs ステートメントによるこの「確認」を受けて、市場では、「残りの投資」として許容される資産の内容が、現金及びヘッジ目的の投資に限られる、と厳格に解釈された。

こうした厳格な解釈が普及した結果、9条ファンドから8条ファンドへの「格下げ」が多発したと考えられている。

(2) パッシブ・ファンドの減少（9条ファンド）

モーニングスターのレポート¹³によると、2023年3月末時点において、9条ファンドに占めるパッシブ・ファンドの市場シェアは、6.1%にとどまっている。

この数値は、2022年12月末時点の5.1%からは微増となっているが、それでも、2022年9月末時点の24.1%からは大幅な減少であることに変わりはない。

こうした大幅な減少が起きたのも、ESAs ステートメントの厳格な解釈が普及した影響であると考えられる。つまり、それだけ、パッシブ・ファンドで「(現金及びヘッジ目的の投資を除いて)100%『サステナブル投資』」を実現するのは困難、ということだろう。

3. 更新 Q&A の概要

(1) 「‘E’ 又は ‘S’ の促進に貢献することを目的とした経済活動」の解釈

「サステナブル投資」の定義¹⁴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）」という要件の解釈について、これまで何ら明確なガイドライン等がなく、市場関係者としては落としどころを決めかねる状況が続いていた。

更新 Q&A は、この点について、「何ら最低水準等の定めはなく、自社で決めた内容を開示することで足りる」という、極めて柔軟性に富む見解を示している。

なお、更新 Q&A は、「サステナブル投資」の定義のうち、「他のサステナブル投資目的を著しく阻害しないこと」という要件の解釈について、移行計画でその要件を「将来的に満たす」ことをターゲットにしている投資は、「サステナブル投資」とはいえない、としている。

¹¹ [‘Clarifications on the ESAs’ draft RTS under SFDR’](#)

¹² 脚注 8 参照

¹³ 脚注 10 参照

¹⁴ 脚注 8 参照

(2) PAB 又は CTB にトラックするパッシブ・ファンドの位置付け

2019年12月、EU公認の気候ベンチマークとして、‘EU Paris-aligned Benchmarks’（以下、‘PAB’）及び‘EU Climate Transition Benchmarks’（以下、‘CTB’）が導入されている¹⁵。

しかしながら、PAB 又は CTB にトラックするパッシブ・ファンドといえども、ESAs ステートメントの厳格な解釈、すなわち、9条ファンドは「(現金及びヘッジ目的の投資を除いて) 100%『サステナブル投資』で構成」という要件を満たすことは極めて困難である。

更新 Q&A は、この点について、「PAB 又は CTB にトラックするパッシブ・ファンドであれば、自動的に9条ファンドに分類可能」としており、実質的に要件を緩和している。

4. 「格下げ」のトレンドは終焉し、パッシブ・ファンドが増加するか

以上が、更新 Q&A の概要である。

更新 Q&A は、運用商品を9条ファンドに分類するためのハードルを下げた、という点にその意義がある。

まず、更新 Q&A が、「サステナブル投資」の定義のうち、「‘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）」という要件の解釈について、「何ら最低水準等の定めはなく、自社で決めた内容を開示することで足りる」としたことにより、9条ファンドから8条ファンドへの「格下げ」というトレンドが終焉する可能性がある。

また、更新 Q&A が、ESAs ステートメントの厳格な解釈、すなわち、9条ファンドは「(現金及びヘッジ目的の投資を除いて) 100%『サステナブル投資』で構成」という要件を緩和し、「PAB 又は CTB にトラックするパッシブ・ファンドであれば、自動的に9条ファンドに分類可能」としたことにより、9条ファンドに占めるパッシブ・ファンドの市場シェアが増加する可能性がある。

以上

¹⁵ PAB 及び CTB 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。