

# ESMA が最終化した ESG ファンドの名称に関するガイドライン —グリーンウォッシングの規制強化と社会・環境面の移行の推進—

富永 健司

## ■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）の証券市場の監督を担う欧州証券市場監督機構（ESMA）は2024年5月、金融市場におけるグリーンウォッシングのリスクに対応するため、環境・社会・ガバナンス（ESG）及びサステナビリティに関連する用語を使用したファンドの名称に関するガイドラインを含む最終報告書を公表した。
2. ガイドラインの適用により、資産運用会社は、ESG・サステナビリティに関連する用語をファンドの名称に使用する際、（1）サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の8条又は9条に合致する開示を行う投資額が全体の8割以上であること、（2）除外基準のクリア、（3）その他の基準への対応、が求められることとなる。
3. ガイドラインの適用にあたっては、SFDRの8条又は9条に合致する開示を行うファンドを中心に広範な影響が見込まれている。具体的には、ガイドラインにおける除外基準による影響について、株式の売却か名称変更が求められる可能性があるとの見方がでている。
4. 今後の注目点として、（1）市場参加者によるファンドの名称変更等の対応、（2）グリーンボンド市場等における起債環境への影響、（3）トランジションファイナンスに関する基準の提示によるイメージ・信頼性の向上、が挙げられる。今後、ESMAがガイドラインを通じて、金融市場におけるグリーンウォッシングのリスクに効率的・効果的に対応し、社会・環境面の移行をどのように推進していくのか注目される。

## 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・富永健司「欧州監督機構が公表したSFDRの改正に向けた提言—『サステナブル』と『トランジション』商品カテゴリーの創設」『野村サステナビリティクオータリー』2024年夏号。
- ・板津直孝「ESG投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正—日米欧のファンドのESGウォッシュ規制動向—」『野村サステナビリティクオータリー』2023年夏号。
- ・江夏あかね・磯部昌吾「EUベンチマーク規則の改正—気候ベンチマークとESG関連開示—」『野村サステナビリティクオータリー』2020年春号。

## I ESMA による ESG ファンドの名称に関するガイドライン

欧州連合（EU）の証券市場の監督を担う欧州証券市場監督機構（ESMA）は2024年5月、金融市場におけるグリーンウォッシング<sup>1</sup>のリスクに対応するために、環境・社会・ガバナンス（ESG）及びサステナビリティに関する用語を使用したファンドの名称に関するガイドライン（以下、ガイドライン）を含む最終報告書を公表した<sup>2</sup>。

EUの金融市場では、ESG・サステナビリティに関するファンドに対しては、2021年3月に施行された、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）<sup>3</sup>に基づく開示が求められている。EUで販売されているファンドにおいて、SFDRに基づく金融商品の開示を行うファンドの割合は2024年6月末時点で約6割（運用資産額ベース）を占める<sup>4</sup>。ガイドラインの適用にあたっては、これらのファンドへの広範な影響が見込まれている。

本稿では、ESG・サステナビリティファンドの名称に関するガイドラインの概要を紹介した上で、金融市場への影響と今後の注目点について示すこととする。

## II ESG ファンドの名称に関するガイドラインの概要

本章ではガイドラインが策定された背景と対象、主要なポイントを示す。

### 1. ガイドラインが策定された背景と対象

ガイドラインは、UCITS指令及びオルタナティブ投資ファンドマネージャー（AIFM）指令の改正指令が2024年4月より施行されたことに伴い、策定された。同改正指令において、ファンドの名称について不明確、不公平、又は誤解を招く状況に対応するためのガイドラインの策定をESMAに求める規定が設けられたことで、ESMAは今回のガイドラインを含む最終報告書の公表に至った。

ガイドラインの対象となるのは、汎EUの公募ファンド（UCITS）の運用会社、オルタナティブ投資ファンドの運用会社<sup>5</sup>、マネー・マーケット・ファンド（MMF）の運用会社等である。これらの資産運用会社が、ファンドの名称に、ESG・サステナビリティ関連の用語を使用する（している）際に、ガイドライン内の勧告への対応が求められることとなる。

<sup>1</sup> 実際は環境改善効果がない、又は、調達資金が適正に環境事業に充当されていないにもかかわらず、環境面で改善効果があると称すること（環境省グリーンファイナンスポート「グリーンボンドガイドライン」）。

<sup>2</sup> European Securities and Markets Authority, “ESMA Guidelines establish harmonised criteria for use of ESG and sustainability terms in fund names,” May 14, 2024.

<sup>3</sup> SFDRの詳細は、磯部昌吾・富永健司「EUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始—遅延する細則策定と各社の対応—」『野村サステナビリティクオータリー』2021年春号、を参照されたい。

<sup>4</sup> Morningstar, “SFDR article 8 and article 9 funds: Q2 2024 in review Slow recovery for article 8 funds; further outflows for article 9 funds,” July 25, 2024.

<sup>5</sup> EUの私募ファンドを主要な対象とした法令であるAIFM指令によって定義される、EUにおいてオルタナティブ投資ファンドを管理・マーケティングを行う会社。

## 2. ガイドラインの内容

ガイドラインの主要なポイントは、(1) ESG・サステナビリティ関連の具体的な用語、(2) SFDRに関連する開示とその他の基準、に大別される。

### 1) ESG・サステナビリティ関連の具体的な用語

ESGファンドの名称に関するガイドラインにおいては具体的な用語として、サステナビリティ、環境(Environmental)、社会(Social)、ガバナンス、移行(Transition)、インパクト、が挙げられている。この中で、移行関連の用語に関するカテゴリーについてはガイドラインが最終化される過程で、新たに設けられたものである。この点についてESMAは、化石燃料に関連する事業による収益を得ている企業への投資を阻害せずに、よりグリーンな経済への移行を推進するためとの考え方を示している(図表1)。

図表1 ESMAが示すファンドで使用されるESG・サステナビリティの用語の事例

用語の種類	内容・使用ケース
サステナビリティ	・サステナブルという単語から派生した言葉 (サステナブリィ[Sustainably]、サステナビリティ[Sustainability]等)
環境(Environmental)	・投資家に環境面の特徴を宣伝する印象を与える言葉(グリーン、環境、気候等) ・ESGや社会的責任投資(SRI)といった言葉が含まれる可能性もある
社会(Social)	・投資家に社会面の特徴を宣伝する印象を与える言葉(社会、平等等)
ガバナンス	・投資家にガバナンスに焦点を当てているとの印象を与える言葉 (ガバナンス、論争[Controversies]等)
移行(transition)	・移行という単語から派生した言葉 (移行中[transitioning]、移行の[transitional] ) ・改善する(improve)、進展する(progress)、進化(evolution)、 変革(transformation)、ネットゼロ(netzero)等から派生した単語
インパクト	・インパクトという単語から派生した言葉 (インパクティング[Impacting]、インパクトフル[Impactful]等)

(出所) European Securities and Markets Authority, "ESMA Guidelines establish harmonised criteria for use of ESG and sustainability terms in fund names," May 14, 2024、より野村資本市場研究所作成

## 2) SFDR に関する開示とその他の基準

ガイドラインは、ESG・サステナビリティに関する用語をファンドの名称に使用する際、SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であることを求めている（図表 2）。ここで、SFDR の 8 条とは「環境及び社会面の特徴を宣伝する金融商品」を、同 9 条とは「サステナブル投資を目的とする金融商品」についての開示を規定する内容である<sup>6</sup>。

図表 2 ESG・サステナビリティ関連の用語を使用するファンドに対する勧告と除外基準

### 使用する用語とファンドに対する勧告

関連用語	内容	除外基準
サステナビリティ	・ SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること ・ SFDR のサステナブル投資に対するコミットをしていること	EU PAB
環境	・ SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること	EU PAB
社会	・ SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること	EU CTB
ガバナンス	・ SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること	EU CTB
移行	・ SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること ・ 社会又は環境面の移行に向けた明確で測定可能な経路が示されていること	EU CTB
インパクト	・ SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること ・ 財務的リターンと共にポジティブで測定可能な社会又は環境面のインパクトを生み出す目的があること	EU PAB

### EU PAB 及び EU CTB の除外基準の内容

種類	対象となる企業
EU PAB	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 非人道的な兵器に関する事業に関与する企業</li> <li>2. 煙草の栽培・生産に関与する企業</li> <li>3. 国際連合グローバル・コンパクト (UNGCR) の原則又は経済協力開発機構 (OECD) 多国籍企業行動指針に違反している企業</li> <li>4. 収入の 1%以上を石炭の探査・採掘・流通・精製から得ている企業</li> <li>5. 収入の 1 割以上を燃料油の探査・採掘・流通・精製から得ている企業</li> <li>6. 収入の 5 割以上を液体燃料の探査・採掘・製造・流通から得ている企業</li> <li>7. 収入の 5 割以上を、温室効果ガスの排出について 1 キロワット時の電力を生成する際に排出される二酸化炭素相当量が 100g 超の発電から得ている企業</li> </ol>
EU CTB	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 非人道的な兵器に関する事業に関与する企業</li> <li>2. 煙草の栽培・生産に関与する企業</li> <li>3. UNGCR の原則又は OECD 多国籍企業行動指針に違反している企業</li> </ol>

(注) SFDR の 8 条では環境及び社会面の特徴を宣伝する金融商品、SFDR の 9 条ではサステナブル投資を目的とする金融商品の開示が規定されている。

(出所) European Securities and Markets Authority, “ESMA Guidelines establish harmonised criteria for use of ESG and sustainability terms in fund names,” May 14, 2024、より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> サステナブル投資とは、環境面の目的に貢献する経済活動（エネルギー・再生可能エネルギー・原材料・水・土地の使用に関する主要な資源効率、廃棄物・温室効果ガスの排出、生物多様性・循環経済へのインパクトに関する指標等によって計測される）に対する投資、社会面の目的に貢献する経済活動（不平等の解消・社会的結束・社会統合・労使関係の向上の強化、人的資本・環境的及び社会的に不利な状況にあるコミュニティ）に対する投資、を意味する。ただし、そうした投資が環境及び社会面の目的を著しく阻害せず、投資先の企業が良好なガバナンス慣行（健全な経営構造・労使関係・従業員報酬・税務コンプライアンス等）に基づく場合とする（“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 (Text with EEA relevance),” Official Journal of the European Union, December 9, 2019.）。

さらに、ESG・サステナビリティに関連する用語をファンドの名称に使用する際、SFDRに基づく開示に加えて、除外基準等が設けられている。除外基準については、EUにおいて気候変動に関するベンチマーク（金融指標）として定められているEUパリ協定適合ベンチマーク（EU PAB）、EU気候移行ベンチマーク（EU CTB）<sup>7</sup>の内容が参照されている。具体的には、環境・インパクト・サステナビリティ関連の用語を使用する場合、EU PABの除外基準が適用される。他方、移行・社会・ガバナンスに関連する用語を使用する際には、EU CTBの除外基準が適用されることとなる。

この他に、インパクト及び移行関連の用語を使用する際には、追加的な基準が設けられている。具体的には、インパクトに関連する用語を使用する場合、資産運用会社は、ファンドが行う投資が財務的リターンと共にポジティブで測定可能な社会又は環境面のインパクトを生み出す目的があることを確保しなくてはならない。他方、移行に関連する用語を使用する場合、資産運用会社は、投資において社会又は環境面の移行に向けた明確で測定可能な経路があることを示す必要がある。

### III 金融市場への影響と今後の注目点

ガイドラインの適用により、資産運用会社は、ESG・サステナビリティに関連する用語をファンドの名称に使用する際、（1）SFDRの8条又は9条に合致する開示を行う投資額が全体の8割以上であること、（2）除外基準のクリア、（3）その他の基準への対応、が求められることとなる。

ガイドラインは、世界の類似する制度と比較して厳格な内容となっている。例えば、ESG・サステナビリティファンドの名称に関する規則に関して、導入が先行する米国では証券取引委員会（SEC）が、ファンドの名称が投資のフォーカス<sup>8</sup>としてESG要素の考慮を示唆するものである場合、通常の環境下においてファンドにおけるESG投資額が全体の8割以上とするポリシーを採用していることを定めている<sup>9</sup>。ESMAのガイドラインは、SECの規則との比較において、投資額の閾値の水準は同様となっている一方、特に除外基準が設定されていることで、相対的に厳格な内容となっていると考えられる。

この除外基準による影響について、モニングスターの分析を紹介したい。同社によれば、ガイドラインの影響を受ける可能性がある、EUのESG・サステナビリティ関連の用語を名称に含むファンドの数は約4,300本である。この中で、株式の保有データを取得可能だった約2,500本のファンドを抽出して分析したところ、1,600本超のファンドが、ガイド

<sup>7</sup> 詳細は、江夏あかね・磯部昌吾「EUベンチマーク規則の改正—気候ベンチマークとESG関連開示—」『野村サステナビリティクオータリー』2020年春号、を参照されたい。

<sup>8</sup> 投資のフォーカス（Investment focus）とは、ファンドの投資が、特定の投資・投資対象、業界・業界グループ、国・地域、あるいはESG要素の考慮を含む特定の特徴、に焦点を当てていることを指す。

<sup>9</sup> Securities and Exchange Commission, “SEC adopts rule enhancements to prevent misleading or deceptive investment fund names,” September 20, 2023.

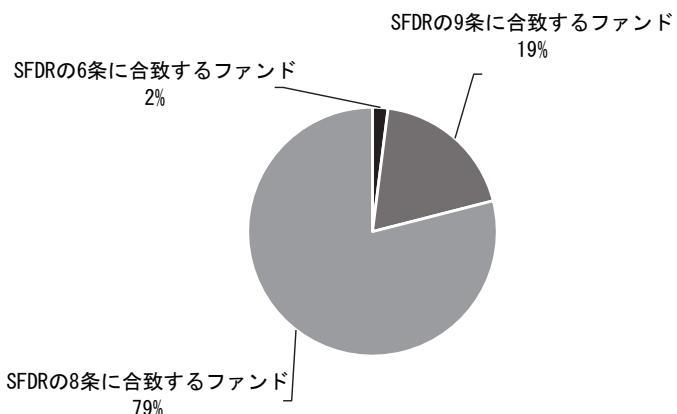
ラインの除外基準に抵触する可能性があることが明らかになった<sup>10</sup>。これらのファンドについては、その多くが SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行うファンドである（図表 3）。同社はその上で、これらのファンドについて、株式の売却か名称変更が求められる可能性があるとの見方を示すと共に、ファンドが名称を変更しない場合、必要な株式売却額は 400 億ドル（2024 年 5 月 28 日の時価を基準とした推定値）にのぼると試算している。

ガイドラインのスケジュールを確認すると、2024 年 11 月 21 日に適用が開始される<sup>11</sup>。ただし、既存のファンドに対しては、6 か月の経過措置が設けられており、2025 年 5 月 21 日までに対応することが求められることとなる。EU 各国の規制当局は、2024 年 10 月 21 日までに ESMA に対して、ガイドラインを、（1）遵守する、（2）遵守しないがその意図はある、（3）遵守せずその意図もない、のいずれかについて通知することが求められる。

今後の注目点として、（1）市場参加者によるファンドの名称変更等の対応、（2）グリーンボンド市場等における起債環境への影響、（3）トランジションファイナンスに関する基準の提示によるイメージ・信頼性の向上、が挙げられる。

1 点目は、市場参加者によるファンドの名称変更等の対応である。市場においては既に対象となるファンドの名称を変更する動きが見られている。2024 年において 6 月末時点で、SFDR の 8 条及び 9 条に合致する開示を行う計 30 本のファンドについて、名称から ESG 関連の用語を削除する動きが確認されている<sup>12</sup>。今後、こうした市場参加者によるガイドラインへ対応する動きがどのように展開していくのか注目される。

図表 3 ESMA のガイドラインによって影響を受けるファンド（1,600 本超）の SFDR 上の内訳



（出所）Morningstar, “EU guidelines on ESG funds’ names: A great reshuffle ahead New rule may force more than 1,600 funds to rebrand or divest up to \$40 billion-worth of stocks,” June 24, 2024、より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> Morningstar, “EU guidelines on ESG funds’ names: A great reshuffle ahead New rule may force more than 1,600 funds to rebrand or divest up to \$40 billion-worth of stocks,” June 24, 2024.

<sup>11</sup> European Securities and Markets Authority, “ESMA publishes translations of its guidelines on funds’ names,” August 21, 2024.

<sup>12</sup> Morningstar, “SFDR Article 8 and Article 9 funds: Q2 2024 in review Slow recovery for Article 8 funds; further outflows for article 9 funds,” July 25, 2024.

2点目は、グリーンボンド市場等における起債環境への影響である。国際資本市場協会（ICMA）は、グリーンボンドに投資するファンドが、公益事業セクターの企業等が発行する債券を保有している場合、ガイドラインの除外基準により、これらの債券の売却か、ファンドの名称変更が必要になる可能性を指摘している<sup>13</sup>。ICMAはこの点について、ガイドラインにおけるグリーンボンドの扱いが、EUにおける他のサステナブルファイナンス関連の規則と異なるため、規制上の不一致による混乱を引き起こす恐れがあるとの見解を示している。こうした状況は、グリーンボンド市場等における起債環境に影響を与える可能性がある。

3点目は、トランジションファイナンスに関する基準の提示によるイメージ・信頼性の向上である。ESMAはガイドラインにおいて、ファンドの名称に移行関連の用語を使用する際の基準を示した。ESMAは基準が示されたことで、EUにおける移行関連のファンドに関する定義が明確化され、同ファンドに対する信頼性が強化されるとの見方を示している<sup>14</sup>。こうしたことは、トランジションファイナンスのイメージ・信頼性の向上にもつながっていく可能性がある。

今後、ESMAがガイドラインを通じて、金融市場におけるグリーンウォッシングのリスクに効率的・効果的に対応し、社会・環境面の移行をどのように推進していくのか注目される。

<sup>13</sup> International Capital Market Association, “ICMA feedback on the application of Paris-aligned Benchmarks (PAB) exclusions to sustainable bond investments under the recent ESMA guidelines,” June 20, 2024.

<sup>14</sup> European Securities and Markets Authority, “TRV Risk Monitor ESMA report on trends, risks and vulnerabilities,” August 29, 2024.