

## 欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関する法整備の提案

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 欧州委員会は 2018 年 5 月 24 日、サステナブルファイナンスに関する法整備の提案を公表した。今回の提案は、欧州委員会が 2018 年 3 月 8 日に採択したアクションプランを受けたものとなっている。
2. 今回の法整備の提案は、(1) 欧州連合 (EU) 共通のサステナビリティ分類、(2) 投資家の義務と開示、(3) 低炭素関連ベンチマーク、(4) 顧客に対するサステナビリティに関するより良いアドバイスの実施、の 4 項目で構成されている。なお、EU のグリーンボンド基準 (EU GBS) については、詳細に関する検討が別途行われているため、今回の法整備の提案には含まれていない。
3. 今回示された法整備案では、第 2 次金融商品市場指令 (MiFID II) を始めとした金融関連法令等の改正をはじめとして、金融市場や金融市場参加者の経営に少なからず影響が及ぶ可能性のある項目が複数示された上、2019 年から 2022 年半ばにかけて採択される予定という内容となった。
4. 金融市場の観点からは、法整備案がサステナブルファイナンスへの資金の流れを振り向けるに当たって、どの程度実効性が伴うものかに加え、EU のみならず、これらが日本を含めた世界各国にどのような影響を及ぼしうるかが焦点になると考えられる。

### I. 欧州委員会のアクションプランに基づく提案

欧州委員会は 2018 年 5 月 24 日、サステナブルファイナンスに関する法整備の提案（法整備案）を公表した<sup>1</sup>。欧州連合 (EU) では、持続可能な開発目標 (SDGs) やパリ協定を受けて、サステナブルファイナンスの確立に向けた取組みが活発化している。今回の提案は、欧州委員会が 2018 年 3 月 8 日に採択したアクションプランを受けたものとなっている<sup>2</sup> (図表 1 参照)。

<sup>1</sup> European Commission, *Sustainable Finance: Making the Financial Sector a Powerful Actor in Fighting Climate Change*, 24 May 2018.

<sup>2</sup> 欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関するアクションプランの詳細については、江夏あかね・富永健司「欧州におけるサステナブルファイナンスの確立に向けた取組み」『野村資本市場クォーターリー』第 21 巻第 4 号 (2018 年春号)、207-219 頁、を参照されたい。

図表 1 EUにおけるサステナブルファイナンス確立に向けた主な動き

時期	詳細
2015年9月25日	国際連合、「持続可能な開発目標 (SDGs)」採択
2015年9月30日	欧州委員会、資本市場同盟のアクションプランを公表
2015年12月12日	第21回気候変動枠組条約締約国会議 (COP21) において、パリ協定採択
2016年12月22日	欧州委員会、「サステナブルファイナンスに関するハイレベル専門家グループ」(HLEG) を設立
2018年1月31日	HLEG、最終報告書を公表
2018年3月8日	欧州委員会、サステナブルファイナンスに関するアクションプランを採択
2018年5月24日	欧州委員会、サステナブルファイナンスに関する法整備案を提案
2019年5月 (予定)	欧州議会及び欧州理事会における合意
2019年～2022年半ば (予定)	委任法令の採択

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

アクションプランでは、10の項目が掲げられたが、今回の法整備案では、その一部がカバーされており、4つの項目で構成されている。また、各項目には、どの金融市場参加者や金融商品が影響を受けるかなど、より具体的な内容が示されている。なお、債券市場で注目を集めているEUのグリーンボンド基準 (EU GBS) については、欧州委員会が設置したテクニカル・エキスパート・グループ (TEG) にて、詳細に関する検討が進められていることから、今回の法整備案には含まれていない。

## II. 法整備案の概要

### 1. EU 共通のサステナビリティ分類 (タクソノミー)

EU レベルではこれまで、環境面でサステナブルな経済活動を分類する仕組みが存在せず、市場発のイニシアチブで分類する仕組みを策定する動きがあったものの、EU における優先分野を反映するのに十分ではなかった。そのため、サステナブルな投資を愛好しようとする個人投資家等を混乱させかねない状況だった。さらに、「グリーンウォッシュ」(基本的な環境面での基準を満たしていないにもかかわらず、グリーンやサステナブルな金融商品として装い、マーケティングすること) のような問題も発生していた。このような状況を背景に、提案の1項目として、EU 共通のサステナビリティ分類が掲げられたのである。

提案においては、上記の問題を解決すべく、ある経済活動が環境面でサステナブルか否かを判断する基準を欧州委員会による委任法令<sup>3</sup>として盛り込むとされた。対象分野としては、(1) 気候変動の緩和、(2) 気候変動の適用、(3) 水資源と海洋資源の持続可能な利用

<sup>3</sup> 委任法令とは、EU の機能に関する条約 (TFEU) 第 290 条に規定されているもので、欧州議会や理事会が立法手続きに従って採択した立法行為について、本質的でない特定の要素を補足または修正するために、一般的に適用する非立法行為を欧州委員会に委任することができる仕組み。委任法令については、委任する権限の目的、内容、範囲及び期間について、その立法行為で明確に規定することとされている。また、委任法令は、非立法行為であるため、「委任された (delegated)」という語をその法行為の名称の前に付けて区別する。(植月 献二「リスボン条約後のコミトロジー手続—欧州委員会の実施権限の行使を統制する仕組み—」『外国の立法』第 249 号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2011 年 9 月、9-10 頁)

と保全、(4) 循環経済、廃棄物抑制、リサイクル社会への移行、(5) 汚染の防止と管理、(6) 健全なエコシステムの保全、が挙げられている。また、環境面でサステナブルであると判断されるには、他の環境分野の目的に害を与えないことや、社会面やガバナンス面の要件も最低限遵守し、実施すること、などの条件が挙げられた。

一方、タクソノミーについては、国や EU レベルの規制当局が市場参加者に対して環境面でサステナブルな金融商品に関する要件を設定する際や、金融市場関係者が金融商品を環境面でサステナブルとして販売する際に活用されることを想定している。

今後の流れとしては、欧州議会と欧州理事会による合意を受けて、欧州委員会が環境面でサステナブルな経済活動の判断を盛り込んだ委任法令を 2019 年末から 2022 年半ばにかけて採択し、採択から 6 ヶ月後に施行することを目指している。上記の 6 つの対象分野のうち、気候変動の緩和及び適用については 2019 年末まで、その他の分野については 2022 年半ばの採択を目標としている。

## 2. 投資家（運用会社、保険会社等）の義務と開示

従来は、運用会社等が顧客や受益者のために投資を行う際、どのようにサステナビリティ要因やリスクを投資決定やアドバイスのプロセスに盛り込んでいるか、不透明な面があった。そのため、提案においては、機関投資家、運用会社、保険会社、投資アドバイザーが受託者責任の一環として、環境・社会・ガバナンス（ESG）のリスクと機会を投資決定プロセスに組み込むべく、EUにおける統一されたアプローチを示すこととされた。そして、金融市場参加者が投資家に対し、ESG のリスクと機会への統合を遵守しているかについてどのように説明すべきかも委任法令に盛り込むこととされた。この提案は、現行の EU における各法制等をベースに、新たな委任法令で詳細を特定する形で含まれることとなった。

影響を受ける金融市場関係者及び金融商品等については、(1) 譲渡可能証券の集団投資事業（UCITS）指令、オルタナティブ投資ファンド運用者指令（AIFMD）、ベンチャーキャピタルファンド（EuVECA）規則、欧州社会企業家ファンド規則（EuSEF）の規制下にある運用会社、(2) 機関投資家、(3) ソルベンシー2 の規制下にある保険引受、(4) 職域年金基金指令改正（IORP II）の規制下にある職域年金基金、(5) 保険販売業務指令（IDD）の規制下にある保険販売業者、(6) 第 2 次金融商品市場指令（MiFID II）の規制下にある投資アドバイザー及びポートフォリオマネージャー、が挙げられている。なお、より厳格性を担保すべく、上記の金融市場参加者が扱う金融商品及びサービス（個人のポートフォリオ管理及びアドバイス）については、サステナブル投資目的であるか否かを問わず、委任法令の対象として影響を受けることとなる。

一方、提案においては、(1) 金融市場参加者が投資及びアドバイスへの ESG リスクの統合プロセス、(2) ESG リスクのどの部分が提供される金融商品やサービスに対してどの程度リターンを及ぼすのか（サステナブル投資目的あるか否かを問わず）、を開示する義務があることも示された。

今後の流れとしては、義務の特定を盛り込んだ委任法令を 2019 年中に採択することを目指している。

### 3. 低炭素関連ベンチマーク

多くの投資家がベンチマークに基づき、投資商品やアセットアロケーション戦略によるパフォーマンスを測定するが、欧州委員会は、低炭素関連のパフォーマンス評価を行う際、必ずしも適切な低炭素関連のインデックスがベンチマークとして参照されているわけではないと指摘している。

これを踏まえて、提案では、新たなベンチマークのカテゴリーとして、(1) 低炭素ベンチマーク、(2) ポジティブな炭素へのインパクトに関するベンチマーク、を設定するとされた。1 点目の低炭素ベンチマークは、既存の基礎的なインデックス（株式の S&P500 指数等）を元に、炭素排出量をどの程度削減するかという観点で銘柄が組み入れられる。

2 点目のポジティブ炭素ベンチマークについては、パリ協定により掲げられた目標よりもより野心的な内容となる<sup>4</sup>。ベンチマークに組み入れる株式は、カーボンフットプリントを上回って炭素排出量を削減した分を元に決定される<sup>5</sup>。なお、既存の ESG ベンチマークについては、ベンチマーク提供業者に対して、どのように ESG の要素を勘案したかを開示することが求められた。

今後の流れとしては、欧州議会と欧州理事会による合意を受けることとなる。委任法令には、最低限の基準及び開示要件が示される予定となっている。

### 4. 顧客に対するサステナビリティに関するより良いアドバイスの実施

欧州委員会では、投資会社や保険販売業者が個人顧客に対するアドバイスにどのように ESG を盛り込むのが良いかについて検討を進めている。その上で、MiFID II や IDD の委任法令を改正することを視野に入れており、法整備案が公表された同日、意見聴取が開始された。改正により、投資会社等が投資商品が顧客のニーズと合致しているかを判断する際、各顧客のサステナビリティに関する選好についても考慮することになる。また、これを通じて、より広範な投資家がサステナブル投資にアクセスすることができると期待されている。

今後の流れとしては、意見聴取結果に基づき、MiFID II 及び IDD を改正するとともに、欧州証券市場監督機構 (ESMA) に対して、適合性評価ガイドラインにサステナビリティに関する選好を含める形で、2018 年第 4 四半期までに改訂を行うよう要請することとされた。

<sup>4</sup> パリ協定は、2015 年 12 月の第 21 回気候変動枠組条約締約国会議 (COP21) にて合意された、気候変動対策に関する国際的な法的枠組み。長期的な目標として、温暖化による破壊的な影響を免れるために必要とされる「2 度目標」(19 世紀の産業革命による工業化以前と比較して平均気温の上昇について 2 度を十分に下回る水準に抑制) を定めている。

<sup>5</sup> カーボンフットプリントは、商品やサービスの原材料の調達から生産、流通を経て最後に廃棄・リサイクルに至るまでのライフサイクル全体を通して排出される温室効果ガスの排出量を二酸化炭素に換算したもの。

## 5. その他の検討分野

欧州委員会では、テクニカル・エキスパート・グループ (TEG) を設立し、上記の4項目とは別に、以下の4点についても準備を進めている。1点目の気候変動の緩和及び適用をはじめとした環境関連活動に関するタクソノミーに関するレポートには、テクニカル・スクリーニング基準を通じてどのような経済活動が気候変動緩和や適用に貢献するかを見分ける内容が盛り込まれる予定となっている。2点目のEU GBSに関するレポートには、EUのタクソノミーを活用するなど、グリーンボンドの発行体が遵守すべきプロセスや基準などが記される予定となっている。3点目の低炭素ベンチマークのレポートには、ベンチマークのデザインや手法が示される予定となっている。4点目については、事業報告向けの環境関連の測定基準の開発が進められる予定となっている。

なお、上記以外の分野について、欧州委員会が2019年第2四半期に予定するスケジュールとしては、(1) グリーンボンドの債券内容説明書の内容を盛り込んだ委任法令の採択、(2) サステナビリティ格付け及び調査に関する包括的な研究報告書の公表、(3) 事業報告に関する法律等に関する適合性チェックの実施及び非財務情報の報告に関するガイドラインの修正、がある。

## III. 今後の注目点

EUにおけるサステナブルファイナンスの確立は、ESG関連の政策課題への対応という観点のみならず、域内の資本市場の活性化の一環として、重要施策に位置付けられている。今回示された法整備案では、MiFID II等の金融関連法令等の改正をはじめとして、金融市場や金融市場参加者の経営に少なからず影響が及ぶ可能性のある項目が複数示された。これらが、2019年から2022年半ばにかけて採択される予定という内容となっている。

金融市場の観点からは、法整備案がサステナブルファイナンスへの資金の流れを振り回けるに当たって、どの程度実効性が伴うものかに加え、EUのみならず、これらが日本を含めた世界各国にどのような影響を及ぼしうるかが焦点になると考えられる。

サステナブルファイナンスの背景となっているパリ協定の2度目標やSDGsの達成に向けた財源確保は、EUのみならず、世界各国においても、共通課題になっている<sup>6</sup>。そのため、サステナブルファイナンスの確立に向けて、他の地域に先駆けて包括的かつ迅速な取り組みが行われているEUの動きへの注目は続くと思われる。

<sup>6</sup> 国際エネルギー機関 (IEA) によると、パリ協定 (2度目標) の達成に向けて、2016~2040年までに必要な資金は総額75兆ドル (エネルギー供給40兆ドル、追加的に必要となるエネルギー効率改善35兆ドル) に上ると試算されている。国際連合によると、2030年にSDGsを達成するためには、2016~2030年までに毎年5~7兆ドル (このうち開発途上国は毎年3.3~4.5兆ドル) 必要と試算されている。(International Energy Agency, *World Energy Outlook 2016*, 16 November 2016; United Nations Conference on Trade and Development, *Development and Globalization Facts and Figures 2016*)