

欧州における金融市場参加者等を対象とした サステナビリティ開示規則

富永 健司、江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）では、サステナブルファイナンスを推進する一環で、機関投資家や運用会社を含む金融市場参加者等を対象に、サステナビリティに関する開示の充実を促す制度改正が進められている。2019年12月9日には、サステナビリティ開示規則が成立した。
2. サステナビリティ開示規則の対象者は、金融市場参加者、投資アドバイス及び保険アドバイスを行う金融アドバイザーである。具体的な対象行為としては、サステナビリティ・リスクの考慮、サステナビリティに関する負の影響の検討、金融商品に関するサステナビリティ関連の情報提供等が挙げられる。
3. サステナビリティ開示規則は、投資プロセスにおいて、サステナビリティに関する考慮や開示の透明性の向上を促す内容となっている。対象となる金融市場参加者等が広範にわたることから、関係者のみならず、域内外の金融市場から注目を集めている。ただし、より具体的な内容は、各金融セクター当局により構成される共同委員会より今後示される技術的助言で明らかになる見込みである上、適用時期が早いもので2021年3月10日とされていることから、現状では欧州におけるサステナブルファイナンス関連の資金フローにも特段の影響は出ていないとみられる。
4. 技術的助言の策定に先立ち、共同委員会は2020年4月23日、技術的助言案を含む共同コンサルテーションペーパーを発表した。今後、2020年9月1日まで意見募集が行われた後、内容が最終化され、技術的助言が欧州委員会に提出される予定である。こうした動きに関連して、昨今の新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、サステナビリティ考慮の観点からその影響及び対処等についても今後議論となることも考えられる。サステナビリティ開示規則の導入のインパクトは、共同委員会による技術的助言の内容や、新型コロナウイルス感染拡大に伴う環境変化の中で各金融市場参加者がどの程度迅速かつ適切に対応可能かによると言える。

野村資本市場研究所 関連論文等

・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。

I EUの金融市場参加者等を対象としたサステナビリティ開示規則の制定

欧州連合（EU）では、サステナブルファイナンスを推進する一環で、機関投資家や運用会社を含む金融市場参加者等を対象に、サステナビリティに関する開示の充実を促す制度改正が進められている。2019年12月9日には、金融市場参加者等の投資プロセスにおいて、サステナビリティを考慮するとともに、開示の充実を促す規則（サステナビリティ開示規則）が成立した¹（図表1参照）。当該規則は、機関投資家や運用会社を含む金融市場参加者等を対象としており、対象となり得る金融市場参加者等が広範にわたることから、域内外の金融市場から関心を集めている。

持続可能な開発目標（SDGs）やパリ協定の目標を達成すべく、欧州委員会が2018年3月8日に採択したサステナブルファイナンスに関するアクションプランでは、10の項目の1つとして「機関投資家及び資産運用会社の義務の明確化」が挙げられた。その背景として、EUにおける機関投資家や運用会社の受託者責任に関する既存の法律等²では、機関投資家や運用会社の投資プロセスで、サステナビリティ要素とリスクに関する考慮に関する論点が明確ではない上、金融サービスセクター間で統一されておらず、結果として開示も不十分であることが指摘された。これを受けて、欧州委員会は2018年5月24日、サステナビリティ開示規則案を公表し、その後の意見募集期間を経て、2019年12月9日に同規則が官報に掲載され、成立した。

図表1 サステナビリティ開示規則に関する動向

年月	詳細
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
2018年7月24日	欧州委員会、欧州証券市場機構（ESMA）にサステナビリティ要素とリスクの統合に関して、技術的助言を要請
2018年12月19日	ESMA、第2次金融商品市場指令（MiFID II）、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）におけるサステナビリティ・リスクと要素の統合に関して意見募集を開始
2019年4月30日	ESMA、MiFID II、UCITS 指令、AIFMD におけるサステナビリティ・リスクと要素の統合に関する技術的助言を発表
2019年12月9日	開示規則が官報へ掲載され、発効

（出所）各種資料、より野村資本市場研究所作成

¹ European Union, “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,” *Official Journal of the European Union*, 9 December 2019.

² EUにおける機関投資家等の受託者責任に関する法律等としては、ソルベンシーII、第2次職域年金基金指令（IORP II）、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）、第2次金融商品市場指令（MiFID II）が含まれている。（European Commission, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 8 March 2018, p.8）

Ⅱ サステナビリティ開示規則のポイント

サステナビリティ開示規則は、幅広い金融市場参加者等を対象に、投資プロセスにおいて、サステナビリティに関する考慮や開示の透明性の向上を促す内容となっている。そして、これまで国や金融サービスのセクター間で異なっていたサステナビリティ関連開示を、具体的な項目を挙げることである程度統一化し、金融商品間の比較可能性を高める効果も期待されているとみられる。

1. 対象者

サステナビリティ開示規則の対象者は、金融市場参加者、投資アドバイス及び保険アドバイスをを行う金融アドバイザーである（図表 2 参照）。開示規則の対象者は、金融商品の組成時や、投資アドバイス又は保険アドバイスの提供時に規則の遵守が求められている。具体的な対象行為としては、サステナビリティ・リスクの考慮、サステナビリティに関する負の影響の検討、金融商品に関するサステナビリティ関連の情報提供等が挙げられる。

図表 2 サステナビリティ開示規則の対象者等

項目	詳細
金融市場参加者	保険会社、投資会社、職域年金基金、年金商品提供者、オルタナティブ投資ファンド運用会社、汎欧州個人年金商品（PEPP）提供者、譲渡可能証券の集団投資事業（UCITS）指令管理会社、ベンチャーキャピタル運用会社等
投資アドバイス及び保険アドバイスをを行う金融アドバイザー	保険型投資商品に関するアドバイスを提供する保険仲介機関及び保険会社、投資アドバイスを提供する銀行・投資会社・オルタナティブ投資ファンド運用会社・UCITS 管理会社等

（出所）European Union, “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,” *Official Journal of the European Union*, 9 December 2019、より野村資本市場研究所作成

2. 内容

開示規則において、サステナビリティに関する開示要件は、事業者求められる要件と、事業者が扱う金融商品に求められる要件とに大別される。各要件について、ウェブサイト、契約前開示、定期報告書を通じた開示が求められる。

事業者求められる開示要件は、（1）投資判断の過程におけるサステナビリティ・リスクの統合に関する方針、（2）サステナビリティ要素に関する負の影響についてのデューデリジェンスの方針に関する声明、（3）サステナビリティ・リスクの統合に関連した報酬規程、等である。このうち、サステナビリティ要素に関する負の影響は、影響の大きさ、活動の性質と規模、金融商品の種類等を勘案することが求められる。他方、こうした影響を考慮しない場合は、理由を示す必要がある。

サステナビリティ・リスクは、同規則において、投資価値に多大な負の影響をもたらす可能性のある、環境、社会及びガバナンス（ESG）に関する事由又は状態と定義付けられ

ている。同規則で、サステナビリティ・リスクの統合に関連した報酬規程については、サステナビリティ・リスクの統合方針との一貫性があるかという点についての説明が求められている。

一方、金融商品に求められる開示要件は、(1) 金融商品によるサステナビリティ要素に関する負の影響の考慮方法に関する説明、(2) 金融商品がどのように ESG 要素に対応しているかについての説明、(3) サステナブル投資の目的を持つ金融商品について、関連ベンチマーク指数の説明又はどう投資目的が達成されるかについての開示、等である。このうち、金融商品がどのように ESG 要素に対応しているかについての説明では、参照ベンチマークが設定されている場合、当該指数の ESG 要素との整合性についての情報開示が求められる。

サステナブル投資は、同規則において、環境目的に寄与する経済活動への投資と定義づけられている。具体的には、エネルギー、再生可能エネルギー、原料、水、土地等の使用、廃棄物発生及び温室効果ガスの排出、生物多様性及びサーキュラーエコノミーへの影響に関する指標によって計測される。これに加えて、社会目的に寄与する経済活動への投資、人材又は経済的・社会的に恵まれないコミュニティへの投資も含まれる。ここでの社会目的への寄与とは、具体的には、格差問題への対処、社会的結束・社会的結合・労使関係の促進・改善等を指す。ただし、他の環境・社会目的に重大な害を及ぼさないものであることに加え、投資先企業が健全なガバナンス慣行に従っていることが前提とされる。

3. 適用スケジュール

サステナビリティ開示規則は、原則として 2021 年 3 月 10 日より適用される。ただし、一部の項目については適用時期が異なる。例えば、金融商品に求められる要件の中で、サステナビリティ要素に関する負の影響の考慮方法についての適用時期は 2022 年 12 月 30 日とされている。

III 今後の注目点

サステナビリティ開示規則をめぐっては、幅広い金融市場参加者等を対象として、投資プロセスにおいて、サステナビリティに関する考慮や開示の透明性の向上を促す内容となっていることから、対象となり得る金融市場参加者等からは大きな注目が集まっている。ただし、下記のとおり、より具体的な内容は各金融セクター当局の共同委員会より今後示される技術的助言で明らかになる見込みである上、適用時期が早いもので 2021 年 3 月 10 日とされていることから、現状では欧州におけるサステナブルファイナンス関連の資金フローにも特段の影響は出ていないとみられる。

サステナビリティ開示規制の内容を踏まえて、銀行・保険・証券の各セクター向けのより詳細な内容については、今後、欧州銀行監督機構（EBA）、欧州保険年金機構（EIOPA）

及び欧州証券市場機構（ESMA）による共同委員会を通じて、技術的助言が策定される予定である。技術的助言のスケジュールは各項目によって異なる。例えば、サステナビリティ要素に関する負の影響についてのデューデリジェンスの方針等、内容・方法論・情報提供についての技術的助言は2020年12月30日までに行われる予定である。

技術的助言の策定に先立ち、共同委員会は2020年4月23日、技術的助言案を含む共同コンサルテーションペーパーを発表した³。今後、2020年9月1日まで意見募集が行われた後、内容が最終化され、技術的助言が欧州委員会に提出される予定である。

なお、ESMAは2019年4月30日、第2次金融商品市場指令（MiFID II）、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）におけるサステナビリティ・リスクと要素の統合に関する技術的助言を発表しており、この内容が共同委員会の技術的助言にある程度反映される可能性があるとみられる（図表3参照）。

図表3 ESMAによるMiFID II、UCITS指令、AIFMDに関する技術的助言の概要

項目	内容
MiFID II 関連	
組織要件	- 顧客への投資サービスの提供時の、ESG要素の考慮 - リスク管理時の、サステナビリティ・リスクの考慮 - サステナブル投資に起因する顧客の利益相反の特定 - ESGの考慮が、投資アドバイス提供時や運用時における、不適切販売、回転売買、ESGに関する選好を満たしていることについての不実表示、につながらないことを担保する措置 - コンプライアンス、内部監査、管理者、シニアマネジメントの部署によるサステナビリティ・リスクに関連する側面の考慮
プロダクト・ガバナンス	- 金融商品のESG特性が顧客のESGに関する選好と適合しているかについての精査 - 提供及び推奨する商品が、顧客のESGに関する選好と適合していることを担保する措置 - 定期的な金融商品の見直し時における、提供及び推奨する商品が、顧客のESGに関する選好と適合しているかの評価
UCITS指令、AIFMD 関連	
組織要件	- 遵守すべき組織要件に、サステナビリティ・リスクの考慮を含めること - 人材雇用における、サステナビリティ・リスクの効率的統合への必要な力量及び専門知識の考慮 - サステナビリティ・リスクの統合がシニアマネジメントの責務であることの明確化
運営状況	サステナビリティ・リスクの統合に伴い生じ得る利益相反の特定。例えば、報酬や関連スタッフによる個人取引から生じるものや、グリーンウォッシング、不適切販売、投資戦略又は回転売買の不実表示につながり得るもの
リスク管理	リスク管理規程におけるリスク管理項目に、サステナビリティを追加

（出所）European Securities and Markets Authority, *ESMA's Technical Advice to the European Commission on Integrating Sustainability Risks and Factors in MiFID II (Final Report)*, 30 April 2019; European Securities and Markets Authority, *ESMA's Technical Advice to the European Commission on Integrating Sustainability Risks and Factors in the UCITS Directive and AIFMD (Final Report)*, 30 April 2019、より野村資本市場研究所作成

³ Joint Committee of the European Supervisory Authority, *Joint Consultation Paper: ESG Disclosures*, 23 April 2020.

さらに、ESMA は昨今の新型コロナウイルス（COVID-19）の感染拡大を受けて、金融市場への影響を注視していくとの姿勢を示すと共に、発行体による新型コロナウイルス感染症に伴う影響に関する開示や運用会社のリスク管理の継続等を推奨している⁴。今後、上記委員会の技術的助言の策定の際に、投資プロセスにおけるサステナビリティの考慮の観点から、新型コロナウイルスの影響及び対処等をどのように検討するかということについても論点となる可能性がある。

欧州のサステナビリティ関連ファンドは、2019 年に急速な資金流入を記録した⁵。サステナビリティ開示規則の導入を通じて、サステナビリティ・リスク等の比較可能性が確保されるなど投資の利便性向上が期待される。その一方で、サステナビリティ関連ファンドの組成にどのように影響し、投資がさらに加速するかは、共同委員会による技術的助言の内容や、新型コロナウイルス感染拡大に伴う環境変化の中で各金融市場参加者がどの程度迅速かつ適切に対応可能かによると言える。

⁴ European Securities and Markets Authority, *ESMA Recommends Action by Financial Market Participants for COVID-19 Impact*, 11 March 2020.

⁵ モーニングスターによると、2019 年のサステナブル・ファンドへの資金流入額は 1,200 億ユーロと過去最高になった。その結果、同ファンドの資産残高は 2018 年比で 58%増の 6,680 億ユーロとなった。なお、モーニングスターでは、欧州のサステナブル・ファンドについて、ESG クライテリアが主要な銘柄選択プロセスの 1 つとなっている、サステナビリティ関連テーマを目的としている、若しくは金融面のリターンとともに測定可能なポジティブインパクトを訴求していると目論見書に示されている、欧州のオープンエンドファンド及び上場投資信託（ETF）と定義付けている。（Morningstar, *European Sustainable Funds Landscape*, August 2019, p.1; Morningstar, *Record-Shattering Year for Sustainable Investments*, 4 February 2020）