

欧州監督機構が公表した SFDR の改正に向けた提言 ー「サステナブル」と「トランジション」商品カテゴリーの創設ー

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）の金融監督を担う欧州監督機構（ESAs）は 2024 年 6 月、欧州委員会（EC）宛のサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の改正に向けた提言を公表した。EU では、SFDR が 2021 年 3 月に施行された後、EC のメイリード・マクギネス委員（金融サービス・金融安定・資本市場同盟担当）が 2022 年 12 月に規則の改正について言及し、EC が SFDR の見直しに向けた動きを進めてきた。
2. ESAs による提言における SFDR の主要な提案の一つとして、金融商品に関してサステナブル及びトランジションという新たな分類カテゴリーの創設が挙げられる。これは、金融商品の開示規則である SFDR が、実質的に金融商品のラベリングの枠組みとして利用されてきたことを受けたものであり、サステナビリティの特徴を示す新たな分類カテゴリーの導入が、利用者の理解度の向上に資するとの見方が示されている。
3. ESAs による今回の提言においては、新たな金融商品の分類カテゴリーにおける具体的な基準等の詳細は示されていない。なお、SFDR の改正についての具体的なスケジュールについては公表されていないが、EC は現状、SFDR の実施に関するステークホルダーの意見を基に、新たな仕組みの詳細を検討しているとみられる。今後、ESAs による提言を受けて、EC が SFDR の見直しをどのように具現化していくのかが注目される。
4. EU のサステナブルファイナンスで、相応の存在感を有する SFDR が見直されることを通じて、今後、欧州におけるサステナブルファイナンスの金融商品、同ファイナンスに関わる金融市場参加者の取り組みがどのように変貌していくのか目が離せない。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・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）の開始ー遅延する細則策定と各社の対応ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年春号。
- ・関田智也「トランジション・ファイナンス推進の機運が高まる欧州」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年春号。

I 欧州監督機構による SFDR の改正に向けた提言

欧州連合（EU）の金融監督を担う欧州監督機構¹（ESAs）は 2024 年 6 月、欧州委員会（EC）宛のサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の改正に向けた提言を公表した²。EU の金融市場において SFDR が 2021 年 3 月に施行された後、金融市場参加者等によるサステナビリティ関連情報開示が進んできた。

SFDR は、金融商品の運用を行う資産運用会社のような金融市場参加者と、投資アドバイスを提供する証券会社等の金融アドバイザーにサステナビリティ関連の開示を義務付ける EU における制度である³。SFDR が求める開示内容はエンティティ単位と金融商品単位に分かれている。例えば、金融商品単位の開示において、金融市場参加者は、（1）環境及び社会面の特徴を宣伝する金融商品（SFDR の 8 条に規定）、（2）サステナブル投資を目的とする金融商品（同 9 条に規定）について開示を行う必要がある。

金融市場において、サステナビリティ関連の開示が進む中、EU で販売されているファンド⁴に占める、SFDR の 8 条及び 9 条に合致する開示を行うファンドの割合は 2024 年 6 月時点で約 6 割（運用資産額ベース）に至っている⁵。他方、2022 年 12 月に、EC のメイリード・マクギネス委員（金融サービス・金融安定・資本市場同盟担当）が、金融商品の開示規則である SFDR が実質的に金融商品のラベリングの枠組みとして利用されており、このことが明確さの欠如とグリーンウォッシング⁶の懸念につながっていると述べ、SFDR の規則の改正について言及した。これを受け、EC は SFDR の見直しに向けた動きを進め⁷、ESAs が 2024 年 6 月に規則の改正に向けた提言を公表した。

本稿では、EC による SFDR に関する意見募集、ESAs による提言の概要を紹介した上で、金融市場参加者等の見方と今後の注目点について述べる。

¹ 欧州銀行監督機構（EBA）、欧州証券監督機構（ESMA）、欧州保険・企業年金監督機構（EIOPA）の総称。

² European Supervisory Authorities, “Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR),” June 18, 2024.

³ 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）の開始一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ォーターリー』2021 年春号、を参照されたい。

⁴ マネー・マーケット・ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、フィーダーファンド（マスターファンド〔主要な投資ファンド〕に投資することを目的として作られたファンド）を除く。

⁵ SFDR 8 条及び 9 条に合致する開示を行うファンドの運用資産額は計 5.95 兆ユーロ（Morningstar Sustainability, “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）。

⁶ 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タル「グリーンボンドガイドライン」）。

⁷ European Commission, “Opening remarks by Commissioner McGuinness at the ECON-ENVI joint committee meeting: state of play on the remaining technical screening criteria and on the work of the Platform on Sustainable Finance,” December 5, 2022.

Ⅱ EC が実施した金融市場参加者等への SFDR に関する意見募集

SFDR の実施により金融市場参加者等によるサステナビリティ関連の開示が進展する中、マクギネス委員は 2022 年 12 月、SFDR の枠組みについての包括的な見直しを発表した。これを受けて、EC は 2023 年 9 月、SFDR の実施に関するコンサルテーションペーパーを公表した⁸。同ペーパーは、(1) SFDR の要件、(2) サステナブルファイナンス関連規則との関係性、(3) SFDR の変更、(4) 金融商品の分類システム、が柱となっている⁹。

本コンサルテーションの結果では、下記の 2 点が注目される。1 点目は、SFDR の政策目標である金融セクターにおけるサステナビリティ関連の開示を通じた透明性向上等の意義について、回答者全体の約 9 割が賛同を示したことである。2 点目は、SFDR の実施状況に対する見方については意見が分かれたことである。すなわち、回答者全体の約 8 割は SFDR が本来意図されている開示枠組みとしてではなく、ラベリング及びマーケティングツールとして利用されているとの見方を示した。

一方、SFDR の変更に関連し、SFDR のエンティティ単位の開示について、ほとんどの回答者はサステナビリティ要素に与える主な悪影響（Principal Adverse Impacts、PAIs）に関する重要指標の絞り込み等の簡素化が必要との意見を示した。他方、金融商品単位での開示については、サステナビリティの内容を宣伝しているかどうかに関わらず、統一的な開示要件を課すべきとの見解が示された。金融商品の分類システムについては、新たな分類カテゴリーを創設する案（回答者の約 5 割が賛成、約 2 割が反対）が、既存の SFDR の 8 条及び 9 条の内容をカテゴリー化する案（回答者の約 3 割が賛成、約 4 割が反対）に対してより好ましいとの見方が示された。ESAs はこうした結果を受けて、SFDR の改正に向けた提言をまとめるに至った。

Ⅲ ESAs による提言の内容

本章では、ESAs が EC によるコンサルテーションの結果を受けてまとめた、SFDR の改正に向けた提言の内容について紹介する。ESAs による提言は、(1) 金融商品の分類カテゴリー及びサステナビリティ指標、(2) サステナブル投資の定義、(3) 金融商品開示の関連書類、(4) 金融商品の範囲、(5) PAIs についての透明性、の 5 つの柱で構成されている。以下、各ポイントについて概説する。

⁸ European Commission, “Consultation document: Targeted consultation on the implementation of the Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR),” September 14, 2023; European Commission, “Consultation document: Implementation of the SFDR,” September 14, 2023.

⁹ 意見募集において、(1) SFDR 及び EU のサステナブルファイナンスの枠組みに総じて精通する公的機関とステークホルダー（金融市場参加者、投資家、非営利組織、規制当局等）、(2) SFDR に関するより一般的な知識を有する個人及び組織、を対象とする 2 種類のコンサルテーションが実施された。回答件数は前者が 324 件、後者が 51 件だった。後者については、SFDR の要件及びサステナブルファイナンス関連規則との関係性、の内容についてのみ意見が募集された。

1. 金融商品の分類カテゴリー及びサステナビリティ指標

ESAs による提言の中で、金融市場において特に重要とみられるのは、金融商品に関する分類カテゴリーの創設と、分類カテゴリーにおけるサステナビリティ指標（Sustainability Indicator）の導入、である（図表 1）。

金融商品に関する分類カテゴリーの創設は、金融商品の開示規則である SFDR が、実質的に金融商品のラベリングの枠組みとして利用されてきたことを受けたものであり、サステナビリティの特徴を示す新たな分類カテゴリーの導入が、利用者の理解度の向上に資するとの見方が示されている。

金融商品に関する分類カテゴリーとしては、サステナブル及びトランジション商品の 2 種類が示されている。サステナブル商品カテゴリーは、環境及び社会面で持続可能である経済活動及び資産に投資する商品が該当する。具体的な該当要件としては、（1）サステナブル投資へのフォーカス、（2）明確で客観的な最低限の閾値の遵守、（3）EU タクソノミーに基づく環境面のサステナビリティ、が挙げられている。

他方、トランジション商品カテゴリーについては、現時点で環境及び社会面でサステナブルとは言えないものの、将来的にサステナブルとなる経済活動及び資産に投資する商品が当てはまる。具体的な該当要件としては、（1）トランジション投資へのフォーカス、（2）複数の重要業績評価指標（KPI）の設定、（3）当初の野心に加えて、徐々に増加するトランジション投資の割合に関する考慮、が挙げられている。

ESAs の提言は、上記の商品カテゴリーの創設に加えて、環境面、社会面、又はその両面を対象とするサステナビリティ指標の導入を提案している。当該指標はサステナビリ

図表 1 ESAs が提案する金融商品のサステナビリティ関連カテゴリー及び指標

「サステナブル」商品カテゴリー

- サステナブル投資へのフォーカス
- 明確で客観的な最低限の閾値の遵守
- EUタクソノミーに基づく環境面のサステナビリティ

「トランジション」商品カテゴリー

- トランジション投資へのフォーカス
- 複数の重要業績評価指標 (KPI) の設定
- 当初の野心に加えて、徐々に増加するトランジション投資の割合に関する考慮

分類カテゴリー外の商品

- サステナブル及びトランジション商品のカテゴリーの条件を満たさない商品

サステナビリティ指標

選択肢1: サステナブル及びトランジション商品カテゴリーに共通する同一の指標

選択肢2: カテゴリー毎の指標
(分類カテゴリー外の商品には付与されない)

評価例

A B C D E

サステナブル商品カテゴリー

トランジション商品カテゴリー

（出所）European Securities Markets Authority, “ESAs propose improvements to the sustainable finance disclosure regulation,” June 18, 2024、を基に野村資本市場研究所作成

ティの特徴を段階的に示すことで、サステナビリティ情報を理解しやすくする可能性があると考えられている。こうした仕組みは、前述の EC による SFDR に関するコンサルテーションのフィードバックにおいて指摘された、利用者が金融商品のサステナビリティの目的や程度を判断することが困難であるとの意見に対応するものである。

金融商品のサステナビリティ指標については、2つの選択肢が示されている。第1の選択肢としては、サステナブル及びトランジション商品カテゴリーに共通する同一の指標とする方法であり、第2の選択肢としては、カテゴリー毎の指標として設定する方法である。

2. サステナブル投資の定義

提言において、SFDR で定義されているサステナブル投資は、プリンシプル・ベースであり、市場参加者の裁量の余地があることから、サステナブル投資の定義を厳格化し、主要な指標についてより詳細な規定を設けるべきとの見方を示している。より詳細な規定の制定を通じて、EU における金融セクターが提供するサステナビリティ投資商品の比較可能性を高めることにつながると説明されている。少なくとも、現状区別が難しいとされる SFDR におけるサステナブル投資と、EU タクソノミーと整合する経済活動に対する投資との関係を明確化すべきとされている。

一方、提言では、SFDR に基づくサステナブル投資について、(1) 環境面のサステナビリティに関する開示については、EU タクソノミーに準拠、(2) その他の経済活動及び社会面のサステナビリティに関する開示については、ソーシャル・タクソノミーが作成されていない現状を踏まえて PAIs 等の指標を活用、と提案している。

3. 金融商品開示の関連書類

ESAs は、金融商品の契約前開示に関して、読み手の多様性を考慮して実施することを提案している。具体的には、個人投資家に対して、簡潔で理解しやすい形式でのサステナビリティ指標において簡素な開示を行う一方、機関投資家に対しては、専門的な内容を含むより包括的な情報開示を行っていく方法が示されている。また、社会的にデジタル化が進展していることを踏まえて、開示内容のデジタル化についても検討していくことが提案されている。

4. 金融商品の範囲

ESAs による提言は、現状 SFDR の対象外となっている、ユーロミディウム・ターム・ノート¹⁰ (MTN) プログラムにより発行される仕組債について適切な開示を検討する余地

¹⁰ スキームや使用通貨等について、多様な形態での発行を規定した1つのプログラムに基づいて発行される債券のこと。

があるとしている。ESAs は仕組債について、SFDR と同等のサステナビリティ開示の枠組みが不在であることにより、グリーンウォッシングのリスクがあるとの見解を示している。また、仕組債については、サステナビリティを発行体・資産・パフォーマンスが連動する指数のいずれの単位で評価するべきかとの課題もあるとされている。

5. PAIs についての透明性

ESAs は提言の中で、SFDR において PAIs を考慮する（consider）との文言についての明確化を求めている。具体的には、（1）PAIs の考慮が商品単位なのか、エンティティ単位なのか、（2）PAIs を考慮するという言葉の範囲に緩和（mitigation）の意味が含まれているか、等について明確化が必要との見方を示している。その上で、ESAs は、PAIs の考慮が開示することだけではなく緩和に向けた行動を意図しているとの見解を示しつつ、緩和が求められない場合でも PAIs に関する情報は投資判断に有用であるとの考え方を提示している。そして、ESAs は新たな金融商品の分類システムの下で、（1）サステナブル商品カテゴリーにおける PAIs の考慮の義務化、（2）トランジション商品カテゴリーにおける PAIs に関する（緩和を伴わない）情報開示の義務化、（3）全ての金融商品に対する主要な PAIs の（緩和を伴わない）情報開示の義務化、について検討の余地があるとの考えを示している。

IV 金融市場参加者等の見方と今後の注目点

今回の ESAs の提言には、従来の SFDR の枠組みを大幅に変更する内容が含まれている。主要な変更点としては、サステナブル及びトランジション商品カテゴリーの創設及びサステナビリティ指標の導入が挙げられる。

今回の ESAs による提言に対する金融規制当局及び金融市場参加者からの主な見解を以下にて紹介したい。サステナブル及びトランジション商品カテゴリーに関して、例えばドイツ連邦金融監督庁（Bafin）が、現状の欧州における環境・社会・ガバナンス（ESG）投資においてトランジション関連の投資が求められていることを踏まえて、トランジション商品カテゴリーの創設を支持する考えを示している¹¹。また、米国を本拠とするグローバルな資産運用会社であるフェデレーテッド・ハーミーズは、新たな商品カテゴリーが投資戦略に焦点を当てていることに理解を示しつつ、金融市場参加者は戦略の目的・手法・指標についての説明をすることが必要との見方を示している¹²。オリックスグループの傘下で、世界で資産運用事業を展開するロベコも、SFDR の既存の枠組みでは広範な ESG 投資戦略の区別ができない一方、提案されたカテゴリーについては商品の目的及び戦略が相

¹¹ “Bafin calls for two-thirds cut in mandatory PAIs as part of SFDR reforms,” *Responsible Investor*, July 17, 2024.

¹² European Commission, “Targeted consultation on the implementation of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).”

対的に明確であるとしている。他方、エンティティ単位の PAIs の開示については、SFDR の現状の枠組みは対象となる全ての金融市場参加者に同一の（one-size-fits-all）要件を課しており、重要度の高い指標を選別することが必要との見方が示されている¹³。

ESAs による今回の提言においては、新たに提案された金融商品の分類カテゴリーが、具体的にどのような基準によって定義され、運用されていくかは記されていない。さらに、例えば、分類カテゴリーのラベルが付与されるプロセスやサステナビリティ指標の評価方法等の詳細についても示されていないようだ。なお、SFDR の改正についての具体的なスケジュールは公表されていないが、EC は現状、SFDR の実施に関するステークホルダーの意見を基に、新たな仕組みの詳細を検討しているとみられる。今後、ESAs による提言を受けて、EC が SFDR の見直しをどのように具現化していくのが注目される。

他方、冒頭で示したように資産運用会社は SFDR の 8 条及び 9 条の内容に合致する金融商品の導入を既に進めてきている。今回の ESAs による提言の内容が、市場で浸透している SFDR の枠組みを大きく変える可能性があることを踏まえると、EC が改正を進めるにあたって市場参加者の制度変更に対する理解を高めていくことが重要と言える。そのためにはステークホルダーとのコミュニケーションを通じて、利用者のニーズを的確に見極めていくことが必要であろう。

EU のサステナブルファイナンスで、相応の存在感を有する SFDR が見直されることを通じて、今後、欧州におけるサステナブルファイナンスの金融商品、同ファイナンスに関わる金融市場参加者の取り組みがどのように変貌していくのか目が離せない。

¹³ 前掲脚注 11 及び 12 参照。