

## 欧州委員会が公表した SFDR 改正法案 —サステナビリティ金融商品の新基準と今後の注目点—

富永 健司

### ■ 要 約 ■

1. 欧州委員会（EC）は 2025 年 11 月、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の改正法案（以下、改正法案）を公表した。2021 年 3 月に SFDR が施行された後、EC は 2022 年 12 月に同規則の包括的な評価を行うことを公表し、ステークホルダーとの協議を続けてきた。
2. 改正法案においては、サステナビリティ金融商品の分類カテゴリーとして、トランジション、ESG（環境・社会・ガバナンス）ベーシックス、サステナブルの 3 種類が創設され、各カテゴリーに、最低基準、除外基準、主な悪影響の開示要件が定められた。また、現行の SFDR で求められている開示項目について削除や簡素化が図られた。特に重要なものとして、エンティティ単位で求められている、サステナビリティ要素に関する主な悪影響についての開示項目が削除された点が挙げられる。
3. さらに、改正法案では現行の SFDR 上のサステナブル投資の定義が削除され、サステナビリティ金融商品の分類カテゴリーにおける投資の種類が欧州連合（EU）タクソノミーや EU ベンチマーク規則を参照する形とされるなど、関連規則との整合性が高められた。
4. 今後の注目点として、（1）サステナビリティ金融商品のカテゴリーに基づいてどのようにファンドが分類されていくか、（2）トランジション商品カテゴリーに該当する金融商品の提供がどの程度拡大していくか、が挙げられる。特に、世界的にトランジション投資の重要性が高まっていることを踏まえると、今後トランジション商品カテゴリーの最低基準や除外基準の内容とその影響が重要な論点となることが見込まれる。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 富永健司「ファンド名称への ESG 用語使用の終わり始まり—EU における ESG ファンド市場の構造変化—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年春号。
- ・ 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ォーターリー』2024 年夏号。

## I 欧州委員会が公表した SFDR の改正法案

欧州委員会（EC）は 2025 年 11 月、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の改正法案（以下、改正法案）を公表した<sup>1</sup>。現行の 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対して、サステナビリティ開示を義務付ける欧州連合（EU）の制度である。

SFDR の改正を巡る動きを振り返ると、2021 年 3 月に SFDR が施行された後、2022 年 12 月に EC が包括的な評価を行うことを公表した。その後、EC は 2023 年 9 月に SFDR の評価に関する市中協議を実施する等、ステークホルダーとの協議を続けてきた<sup>2</sup>。さらに、2024 年 6 月には EU の金融監督を担う欧州監督機構（ESAs）が、同年 12 月には EC の諮問機関である「サステナブルファイナンス・プラットフォーム（PSF）」が、それぞれ現行規則に関する提言を公表した<sup>3</sup>。EC によれば、こうした広範な協議や意見収集の結果、現行の SFDR に関して、（1）開示が長く複雑で、比較可能性が低いことで、個人投資家の間で混乱が生じている、（2）同規則が開示の枠組みではなく、金融商品のラベリングとして利用されておりグリーンウォッシングの懸念がある、（3）金融市場参加者に規則対応のための過度な負担が生じている、等の問題が明らかになった。

改正法案では、市中協議や各種提言を踏まえ、サステナビリティ金融商品の分類カテゴリーの創設や、エンティティ及び商品単位の開示項目の削除や簡素化が提案されている。本稿では、改正法案のポイントを概観した上で、今後の注目点を示す。

## II 改正法案のポイント

本章では改正法案の内容について紹介する。改正法案の主なポイントとして、（1）サステナビリティ金融商品の分類カテゴリー創設、（2）エンティティ及び商品単位の開示要件についての簡素化、（3）関連規則との整合性向上、の 3 点が挙げられる。以下、各ポイントについて概説する。

### 1. サステナビリティ金融商品の分類カテゴリー創設

改正法案では、サステナビリティ金融商品の分類カテゴリーとして、トランジション、ESG（環境・社会・ガバナンス）ベーシックス、サステナブルの 3 種類が示された（図表 1）。

<sup>1</sup> European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR), Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) and repealing Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288,” November 20, 2025.

<sup>2</sup> 詳細は、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ォーターリー』2024 年夏号、を参照されたい。

<sup>3</sup> 詳細は、富永健司「ファンド名称への ESG 用語使用の終わり始まり—EU における ESG ファンド市場の構造変化—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年春号、を参照されたい。

図表 1 サステナビリティ金融商品に関する分類カテゴリー毎の基準・投資の種類・開示要件

分類カテゴリーと基準

カテゴリー名	最低基準	除外基準	主な悪影響の開示要件
トランジション	サステナビリティ指標で測定される投資戦略に基づき、明確で測定可能な環境面又は社会面のトランジション目標を満たす投資額が全体の 7 割以上であること	1. EU CTB 2. 石炭・燃料油・気体燃料の探査・採掘・流通・精製に関する新規プロジェクト開発企業 3. 発電目的の石炭探査・採掘・流通・精製の新規プロジェクトを開発しているが、段階的廃止計画を有していない企業	サステナビリティ要素に関する主な悪影響 (PAIs) を特定・開示し、対応策を説明すること
ESG ベーシックス	サステナビリティ指標で測定される投資戦略に基づき、サステナビリティ要素を統合する投資額が全体の 7 割以上であること	EU CTB	—
サステナブル	サステナビリティ指標で測定される投資戦略に基づき、明確で測定可能な環境面又は社会面のサステナビリティ目標を満たす投資額が全体の 7 割以上であること	1. EU PAB 2. 石炭・燃料油・気体燃料の探査・採掘・流通・精製に関する新規プロジェクト開発企業 3. 発電目的の石炭探査・採掘・流通・精製の新規プロジェクトを開発しているが、段階的廃止計画を有していない企業	PAIs を特定・開示し、対応策を説明すること

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	1. 非人道的な兵器に関連する事業に関与する企業 2. 煙草の栽培・生産に関与する企業 3. 国際連合グローバル・コンパクト (UNGC) 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 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 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 6. 収入の 5 割以上を気体燃料の探査・採掘・製造・流通から得ている企業 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
EU CTB	1. 非人道的な兵器に関連する事業に関与する企業 2. 煙草の栽培・生産に関与する企業 3. UNGC の原則又は OECD 多国籍企業行動指針に違反している企業

## 投資の種類とその他開示項目

カテゴリー名	投資の種類	その他開示項目
トランジション	<ol style="list-style-type: none"> <li>EU PAB 又は EU CTB を参照して運用されるポートフォリオへの投資</li> <li>タクソミーに適合する投資</li> <li>1 つ以上のサステナビリティ要素に関する信頼性他の高い移行計画を有する企業又は経済活動への投資</li> <li>健全性・透明性・説明責任が確保された情報による、信頼性の高い科学的根拠に基づく目標を有する企業又は経済活動への投資</li> <li>信頼性の高いサステナビリティ関連のエンゲージメント戦略を伴う投資</li> <li>サステナブル商品カテゴリーに該当する投資と上記 1～5 の投資との組み合わせ</li> <li>ポートフォリオレベルの信頼性の高い移行目標を有する投資 (例: ポートフォリオ排出量の削減)</li> <li>適切な開示によって正当化される、トランジションに貢献する企業・経済活動・その他の資産に対する投資</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>カテゴリーの基準を満たしている旨の説明</li> <li>金融商品が貢献するトランジション目標</li> <li>最低基準を遵守するためのトランジション戦略</li> <li>投資の種類と投資割合</li> <li>投資戦略の実施に必要な期間を経た後、最低基準の閾値を達成するための段階的導入期間</li> <li>タクソミーに適合する投資によって、環境目標がどの程度満たされているかの割合</li> <li>投資戦略の実行及び目標の進捗を測るサステナビリティ指標と、パフォーマンスが相対的に低い資産への対処方法</li> <li>除外基準等を遵守している旨の説明</li> <li>上記 2～7 に関するデータソース</li> <li>(インパクトを伴うサステナビリティ金融商品のみ) 環境又は社会目標の観点から意図されているインパクト及びインパクトを測定・管理・報告するための規定</li> </ol>
ESG ベーシックス	<ol style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価が投資ユニバース又は参照ベンチマークの平均を上回っている投資</li> <li>適切なサステナビリティ指標で投資ユニバース又は参照ベンチマークの平均を上回る投資</li> <li>サステナビリティ要素に関するプロセス、パフォーマンス、成果の実績がある企業・経済活動への投資</li> <li>サステナブル商品カテゴリーに該当する投資と上記 1～3 の投資との組み合わせ</li> <li>サステナビリティ要素を統合したその他の投資</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>カテゴリーの基準を満たしている旨の説明</li> <li>金融商品が統合しているサステナビリティ要素</li> <li>最低基準を遵守するための投資戦略</li> <li>投資の種類と投資割合</li> <li>投資戦略の実施に必要な期間を経た後、最低基準の閾値を達成するための段階的導入期間</li> <li>投資戦略の実行及び目標の進捗を測るサステナビリティ指標と、パフォーマンスが相対的に低い資産への対処方法</li> <li>除外基準等を遵守している旨の説明</li> <li>上記 2～7 に関するデータソース</li> </ol>
サステナブル	<ol style="list-style-type: none"> <li>EU PAB を参照して運用されるポートフォリオへの投資</li> <li>タクソミーに適合する投資</li> <li>EU グリーンボンドへの投資</li> <li>環境又は社会目標を追求する EU プログラムによる予算保証や、金融商品を通じた資金調達・投資活動を行う企業・プロジェクト・ポートフォリオへの投資(共同投資を含む)</li> <li>上記 1～3 に類似する資産への投資(ただし、サステナビリティ基準に基づく高いパフォーマンスの理由について開示されていることが必要)</li> <li>欧州社会起業ファンド(EuSEF)への投資</li> <li>環境又は社会目標に貢献する企業・経済活動・その他資産に対する投資(ただし正当な理由が開示されていることが必要)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>カテゴリーの基準を満たしている旨の説明</li> <li>金融商品が貢献するサステナビリティ目標</li> <li>最低基準を遵守するための投資戦略</li> <li>投資の種類と投資割合</li> <li>投資戦略の実施に必要な期間を経た後、最低基準の閾値を達成するための段階的導入期間</li> <li>タクソミーに適合する投資によって、環境目標がどの程度満たされているかの割合</li> <li>投資戦略の実行及び目標の進捗を測るサステナビリティ指標と、パフォーマンスが相対的に低い資産への対処方法</li> <li>除外基準等を遵守している旨の説明</li> <li>上記 2～7 に関するデータソース</li> <li>(インパクトを伴うサステナビリティ金融商品のみ) 環境又は社会目標の観点から意図されているインパクト及びインパクトを測定・管理・報告するための規定</li> </ol>

(出所) European Commission, "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR), Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) and repealing Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288," November 20, 2025、より野村資本市場研究所作成

## 1) 分類カテゴリーの種類と基準

改正法案において、各分類カテゴリーはそれぞれ、7 条（トランジション）、8 条（ESG ベーシックス）、9 条（サステナブル）に規定されている<sup>4</sup>。

トランジション商品カテゴリーは、企業・経済活動・その他資産のトランジションを支援又はトランジションに貢献することを目的とした金融商品で構成される。ESG ベーシックス商品カテゴリーは、サステナビリティ要素に基づいた戦略が示され、設計された金融商品が含まれる。サステナブル商品カテゴリーは、持続可能性や、環境面・社会面の目標を追求し、積極的に貢献する金融商品が該当する。各カテゴリーには、(1) 最低基準、(2) 除外基準、(3) サステナビリティ要素に関する主な悪影響（Principal Adverse Impacts, PAIs）の開示要件、を遵守することが定められている。

トランジション商品カテゴリーに該当する金融商品については、最低基準として、環境又は社会面のトランジション目標を満たす投資額が全体の 7 割以上であることが求められる。加えて、除外基準には、EU 気候移行ベンチマーク（EU CTB）<sup>5</sup>の除外対象、化石燃料関連の新規プロジェクト開発企業等が含まれている。さらに、商品単位の PAIs を特定・開示し、対応策を説明することが求められている。

ESG ベーシックス商品カテゴリーについては、最低基準として、サステナビリティ要素を統合する投資額が全体の 7 割以上であることが求められる。除外基準については、EU CTB の除外対象が設定されている。

サステナブル商品カテゴリーについては、最低基準として、環境又は社会面のサステナビリティ目標を満たす投資額が全体の 7 割以上であることが求められる。加えて、除外基準として、各カテゴリーの中で最も厳格な EU パリ協定適合ベンチマーク（EU PAB）の対象等が設定された。さらに、トランジション商品カテゴリーと同様、商品単位の PAIs を特定・開示し、対応策について説明するとの要件が定められている。

## 2) 投資の種類とその他開示項目

サステナビリティ金融商品の分類カテゴリーにおいては、基準に加えて、該当する投資の種類とその他開示要件が示されている。トランジション商品カテゴリーに該当する金融商品の投資の種類には、EU PAB 又は EU CTB を参照して運用されるポートフォリオへの投資、タクソノミーに適合する投資、信頼性の高い移行計画を有する企業又は経済活動への投資等が含まれている。また、その他開示項目として、金融商品が貢献するトランジション目標、トランジション戦略、投資の種類と投資割合等が示されている。

ESG ベーシックス商品カテゴリーの投資の種類には、ESG 評価が投資ユニバース又は参照ベンチマークの平均を上回っている投資等が含まれる。また、その他開示項目

<sup>4</sup> 現行の SFDR においては、SFDR の 8 条は「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となっている。

<sup>5</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ォーターリー』2020 年春号、を参照されたい。

として、金融商品が統合しているサステナビリティ要素、投資戦略、投資の種類と投資割合等が示された。

サステナブル商品カテゴリーの投資の種類には、EU PAB を参照して運用されるポートフォリオへの投資、タクソノミーに適合する投資、EU グリーンボンドへの投資等が含まれる。また、その他開示項目として、金融商品が貢献するサステナビリティ目標、投資戦略、投資の種類と投資割合等が示された。

## 2. エンティティ及び商品レベルの開示要件についての簡素化

改正法案では、現行の SFDR で求められている開示項目の削除や簡素化が図られた。特に重要なものとして、エンティティ単位で求められている、PAIs に関する開示項目が削除された点が挙げられる。当該規則では、金融市場参加者に対して、定められた形式に基づいて環境及び社会分野における各種指標（温室効果ガス、生物多様性、水、廃棄物、社会及び従業員に関する 18 指標等）の開示と PAIs の考慮に関する声明を公表することが求められている。市中協議では、ほとんどの回答者が PAIs に関する指標の絞り込みが必要と指摘しており、開示要件の簡素化が優先事項とされていた。

また、商品単位で求められている開示要件についても簡素化される。現行の SFDR では、細則に示されたテンプレートに沿った詳細な開示が必要となっているが、今後改正が見込まれる細則では、同テンプレートは最大 2 頁に限定される模様である<sup>6</sup>。

## 3. 関連規則との整合性向上

改正法案では、現行の SFDR 上のサステナブル投資の定義が削除され、サステナビリティ金融商品の分類カテゴリーにおける投資の種類が EU タクソノミーや EU ベンチマーク規則を参照する形とされるなど、関連規則との整合性が高められている。例えば、トランジション商品カテゴリーでは、同カテゴリーに該当する投資の種類として、EU PAB 又は EU CTB を参照して運用されるポートフォリオへの投資やタクソノミーに適合する投資が含まれている。また、同カテゴリーの基準に関連して、EU CTB 又は EU PAB を参照して運用する金融商品については、当該基準は満たされたものと見なされる。さらに、タクソノミー適合投資の割合が全体の 15%以上の金融商品については、同カテゴリーの最低基準が満たされたものと見なされるとの規定も含まれている。

<sup>6</sup> European Commission, “Questions and answers on the Sustainable Finance Disclosure Regulation,” November 20, 2025.

### Ⅲ 今後の注目点

改正法案は今後、欧州議会と EU 閣僚理事会によって審議が行われる予定となっている。同法案によれば、当該規則は官報掲載後の 20 日後に施行され、施行日から 18 か月後に適用される。

今後の注目点として、(1) サステナビリティ金融商品のカテゴリーに基づいてどのようにファンドが分類されていくか、(2) トランジション商品カテゴリーに該当する金融商品の提供がどの程度拡大していくか、が挙げられる。

1 点目について、サステナビリティ金融商品のカテゴリーに基づく分類に関するモーニングスターの予備的分析について紹介したい。モーニングスターによる、除外基準等に基づく運用資産額ベースの数値によれば、EU で販売されているファンド（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を除く）のうち、トランジション商品カテゴリーの割合は 2~3%、ESG ベーシックス商品カテゴリーの割合は 32~41%、サステナブル商品カテゴリーの割合は 5%、その他の割合は 52~61%と予測されている<sup>7</sup>（図表 2）。新たなファンド分類において特に注目される点として、現行の SFDR の 8 条に基づくファンドの運用資産額は全体の 56%を占めているのに対して、新しく 8 条に規定される ESG ベーシックスは 32~41%と縮小することが予測されている点である。こうした傾向は、トランジション商品カテゴリーにおける除外基準の影響によるものと見られる。

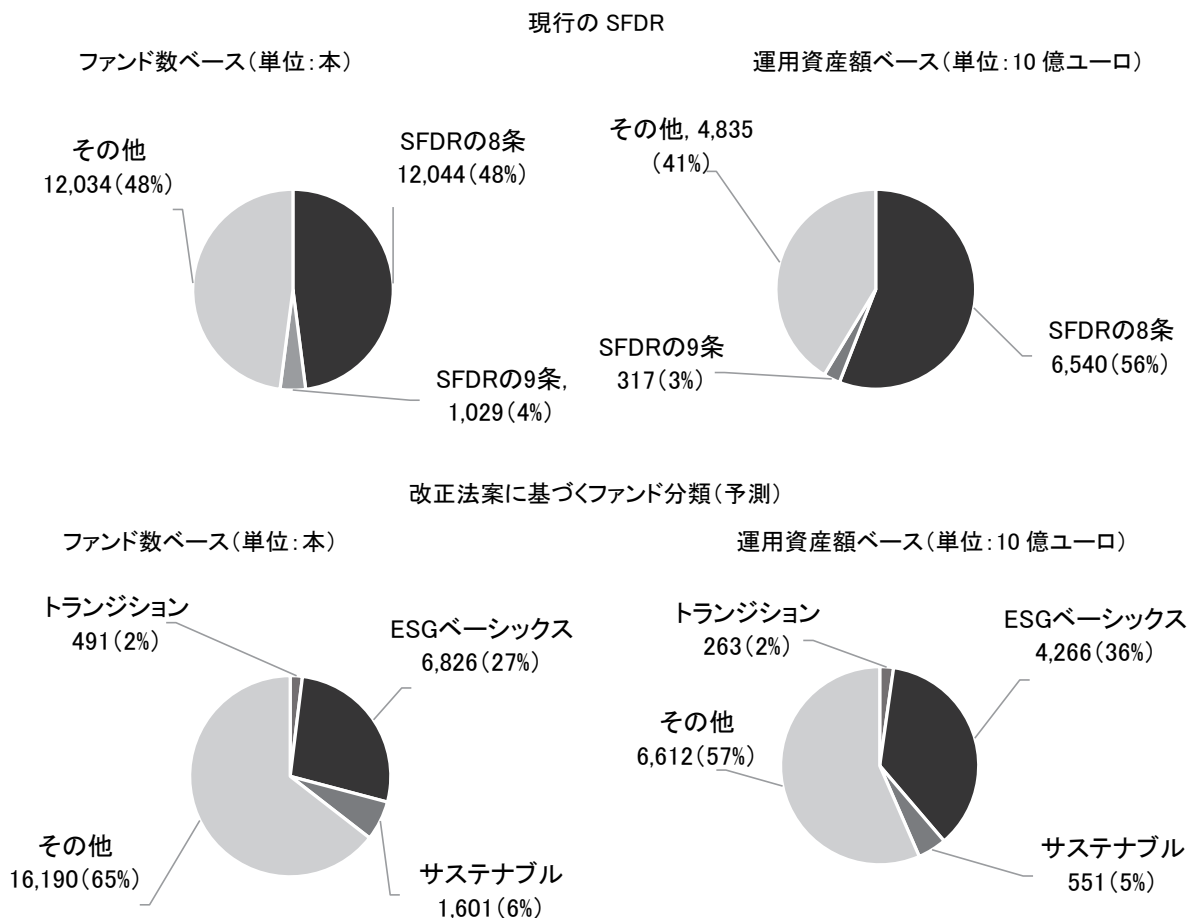
2 点目について、改正法案のサステナビリティ商品カテゴリーにおける最低基準及び除外基準は、欧州証券市場監督機構（ESMA）が 2024 年 5 月に公表した、ESG 及びサステナビリティに関連する用語を使用したファンドの名称に関するガイドライン（以下、ガイドライン）と類似しているものの、最低基準や除外基準の内容に違いが見られる。例えば、ガイドラインにおいては、移行（Transition）との用語をファンド名称に使用する場合における、SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額に関する閾値は全体の 8 割以上となっており、改正法案のトランジション商品カテゴリーで設定された最低基準の数値（全体の 7 割以上）とは異なっている。また、ガイドラインでは EU CTB の除外対象のみが基準として設定されているのに対し、改正法案のトランジション商品カテゴリーでは、EU CTB の除外対象に加えて、化石燃料関連の新規プロジェクト開発企業等も対象に含まれており、内容に違いが見られる。これらの基準の内容を踏まえながら、トランジション商品カテゴリーに該当する金融商品の提供が拡大していくかが一つの焦点となる。

ESMA によるガイドラインの導入は、ESG ファンドの名称変更の動きへとつながった<sup>8</sup>。改正法案は、ガイドラインと同様、サステナビリティ金融商品に基準を設けるものであり、ESG ファンド市場に大きな影響を及ぼすと考えられる。特に、世界的にトランジション投資の重要性が高まっていることを踏まえると、今後トランジション商品カテゴリーの最低基準や除外基準の内容とその影響が重要な論点となることが見込まれる。

<sup>7</sup> 図表 2 の改正法案に基づくファンド分類の予測数値は、厳格な仮定及び緩やかな仮定に基づく数値の単純平均。本文の数値とは必ずしも一致していない。

<sup>8</sup> 詳細は、富永健司「ファンド名称への ESG 用語使用の終わり始まり—EU における ESG ファンド市場の構造変化—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年春号、を参照されたい。

図表2 現行のSFDRに基づくファンド分類と改正法案に基づくファンド分類（予測）の比較



(注) 1. EU で販売されているファンドのうち、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）を除いたものが対象。  
 2. 改正法案に基づくファンド分類（予測）の数値は、厳格な仮定と緩やかな仮定に基づく値の単純平均。その他の値は SFDR の 6 条に合致するファンド。

(出所) Morningstar, “SFDR2.0 in Figures: Impact Analysis,” November 27, 2025、より野村資本市場研究所作成