

2022年10月27日 全6頁

# EU、「サステナビリティ選好」の反映義務化

## 「グリーンウォッシング」対策、個人投資家への販売局面にも

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

### [要約]

- EUにおける投資商品向けのグリーンウォッシング対策として、忘れてはならないのが、本年8月2日から適用が始まっている、MiFID IIの改正である。これにより、金融市場におけるグリーンウォッシング対策が、個人投資家への販売局面にも及ぶこととなった。
- 金融庁は、本年8月31日に公表した「2022事務年度 金融行政方針」にて、「ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待（中略）や国際的な動き等も踏まえ、各資産運用会社における適切な態勢構築や開示の充実等を図るため、2022年度末を目途に金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針を改正する」と述べている。
- ここでいう監督指針の改正の影響が、ESG投信の販売会社にまで及ぶか否かについては、現段階では定かではないように思われる。もっとも、プロダクトガバナンスの観点等からすれば、販売会社にも何らかの形（顧客に対する十分かつ合理的な説明等）で資産運用会社への協力が求められるようになる、と考えるのが自然だろう。
- そのように考えたときに参考になりうるのが、MiFID IIの改正と、これに付随するESMAのガイドラインである。そのため、ESG投信の販売会社は、監督指針の改正（又はその派生）の内容として、これらに類似するものが盛り込まれる可能性を意識しておくべきだろう。

## 1. 「グリーンウォッシング」対策としてのMiFID II改正

2022年に入り、「グリーンウォッシング」（うわべだけの欺瞞的な環境訴求）への懸念表明を意図した当局からのリリースが相次いだ。

もっとも、そうした懸念は、今に始まったことではない。とりわけ、欧州連合（EU）の「EUタクソノミー」<sup>1</sup>と、その開示フォーマットである‘SFDR’<sup>2</sup>は、運用商品におけるグリーンウォッ

<sup>1</sup> 環境面でサステナブルな経済活動領域、すなわち「グリーン」セクターを分類するための基準をいう。EUタクソノミーの概要については、[大和総研・田中大介のレポートやコラム](#)を参照されたい。

<sup>2</sup> EUを拠点とする資産運用会社等のサステナビリティ開示規制（Sustainable Finance Disclosure

シング対策の先駆けといえる。

EUにおける投資商品向けのグリーンウォッシング対策として、いま一つ、忘れてはならないのが、本年8月2日から適用が始まっている、MiFID II<sup>3</sup>の改正（以下、「MiFID II 改正」）<sup>4</sup>である。これにより、金融市場におけるグリーンウォッシング対策が、個人投資家への販売局面にも及ぶこととなった。

本稿では、MiFID II 改正と、これに付随する欧州証券市場監督局（ESMA）のガイドライン（以下、「ESMA ガイドライン」）<sup>5</sup>を概観し、日本の金融市場へのインプリケーションを探ることとする。

## 2. MiFID II 改正の概要

MiFID II 改正は、投資業者に対し、あらゆる顧客からそのサステナビリティに関する選好（以下、「サステナビリティ選好」）をヒアリングすることを義務付けている。

具体的には、まず、顧客のサステナビリティ選好の有無を、有るとした場合はそれが以下の三つのいずれにあるかを、「ヒアリング」することが求められる。

### 【MiFID II 改正： サステナビリティ選好の三類型】

- ① EU タクソノミーにおける「グリーン」セクター<sup>(※1)</sup>への投資
- ② SFDRにおける「サステナブル投資」<sup>(※2)</sup>
- ③ 「サステナビリティへの悪影響」（以下、「PAI」）<sup>(※3)</sup>を考慮した投資

(※1) 環境面でサステナブルな経済活動領域をいう（脚注1参照）。

(※2) SFDRは、開示規制ではあるが、事実上、資産運用会社に対し、「サステナブル投資」を奨励するものといえる。サステナブル投資に分類されるためには、①ESGのうち‘E’又は‘S’の促進に貢献することを目的とした経済活動への投資であり、②他のサステナブル投資目的を著しく阻害せず（DNSH: Do No Significant Harm）、③投資先の企業において‘G’に係るグッド・プラクティスを実践していること、が求められる。

(※3) ‘Principal Adverse Impacts on sustainability factors’、すなわち出資先の事業活動がサステナビリティにもたらす悪影響をいう。

次いで、上記①②であればそれらの投資がポートフォリオに占める最低割合を、上記③であればその質的要素又は量的要素を、「顧客に決めさせる」ことが求められる。

この改正により、「サステナビリティ」を謳う投資商品の販売におけるグリーンウォッシング

Regulation)をいう。SFDRの概要については、[拙著レポート・コラム](#)を参照されたい。

<sup>3</sup> EU版の金融商品取引法である“MiFID: Markets In Financial Instruments Directive”（2007年11月施行）の改定版をいう。

<sup>4</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms

<sup>5</sup> ESMA ‘Final Report: Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements’（2022年9月23日公表）

を防止することが意図されている。

### 3. ESMA ガイドラインの概要

ESMA は、MiFID II 改正の円滑な実施を図るべく、本年 9 月 23 日に ESMA ガイドラインを公表している。

ESMA ガイドラインの概要は、以下のとおりである。

#### (1) 想定局面

ESMA ガイドラインは、個人投資家への投資サービスの提供局面を想定している。

ここでいう「投資サービス」は、投資助言及びポートフォリオ・マネジメントである。

#### (2) 想定する投資商品の範囲

ESMA ガイドラインが想定する投資商品には、投資信託のような「運用商品」にとどまらず、株式や債券といった「金融商品」全般、及び「仕組預金」も含まれる。

#### (3) 質問表の活用

ESMA ガイドラインは、顧客のサステナビリティ選好を正しく把握するための手段として、質問表（電子媒体も可）の活用を例示している。

ESMA ガイドラインは、質問表の活用にあたっては、誤解を招く表現、紛らわしい表現、不正確な表現、過度な専門用語の使用を避けるべきとしている。また、記載必須の項目（例えば、財政状況）を設けるべきとしている。

#### (4) 「混合オプション」への言及

顧客のサステナビリティ選好は、①EU タクソノミーにおける「グリーン」セクターへの投資、②SFDR における「サステナブル投資」、③PAI を考慮した投資、の三つのうち、二つ以上に該当するケース（以下、「混合オプション」）がありうる。

ESMA ガイドラインによると、投資業者は、顧客からの明確な要請がない限り、混合オプションについて言及することは求められていない。また、投資業者は、明確な優先度合いの指示なしに混合オプションが提示された場合、それを採用することは求められていない。

## (5) 「最低割合」の提示

前記（2.参照）のとおり、顧客のサステナビリティ選好が①EU タクソノミーにおける「グリーン」セクターへの投資、②SFDR における「サステナブル投資」、のいずれかに該当する場合は、それらの投資がポートフォリオに占める「最低割合」を顧客に決めさせることが求められる。

ESMA ガイドラインによると、投資業者は、この場合、例えば、「最低 20%」、「最低 25%」、「最低 30%」といった標準的な数字を提示して、そこから選択できるようにすることで、顧客による「最低割合」の指定を容易にすることが認められる。

## (6) 「PAI を考慮した投資」に関するヒアリング方法

前記（2.参照）のとおり、投資業者は、まず、顧客のサステナビリティ選好が、①EU タクソノミーにおける「グリーン」セクターへの投資、②SFDR における「サステナブル投資」、③PAI を考慮した投資、の三つのいずれにあるかをヒアリングすることが求められる。次いで、上記③であればその質的要素又は量的要素を、「顧客に決めさせる」ことが求められる。

ESMA ガイドラインによると、投資業者は、SFDR が定める PAI 一覧を提示することで、顧客が考慮する PAI の指定を容易にすることが認められる。

もともと、ESMA ガイドラインは、PAI が SFDR の定めるものに限定されないこと、及び、顧客のサステナビリティ選好が「PAI を考慮した投資」であると判断するにあたって、顧客が考慮する PAI の項目数に最低限の個数がないことを明確にしている。

## (7) サステナビリティ選好の「指定がない場合」

顧客からのヒアリングの結果、サステナビリティ選好はあるものの、それが①EU タクソノミーにおける「グリーン」セクターへの投資、②SFDR における「サステナブル投資」、③PAI を考慮した投資、の三つのいずれにあるかの指定がない場合がありうる。

ESMA ガイドラインによると、こうした場合、投資業者は、顧客からの指定がない旨を交付書面に記載したうえで、上記三つのいずれに該当する投資商品であっても推奨することができる。ただし、投資業者は、推奨する投資商品のサステナビリティに関する特性を顧客に説明しなければならない。また、投資業者は、その説明に関して、顧客と対面するスタッフ向けにインストラクション（指示・命令・教育）を与えなければならない。

## (8) サステナビリティ選好の「有無が不明な場合」

顧客からのヒアリングの結果、サステナビリティ選好の有無が不明な場合がありうる。

ESMA ガイドラインによると、こうした場合、投資業者は、サステナビリティに関する特性の

有無を問わず、投資商品を推奨することができる。また、サステナビリティに関する特性のある投資商品を推奨する場合でも、それを顧客に説明する必要はない。

#### (9) 顧客のサステナビリティ選好に合致しない投資商品の推奨

投資業者において、顧客のリスク許容度等を考慮した結果、顧客の利益の観点から、顧客のサステナビリティ選好に合致しない投資商品を推奨することが望ましいと考えるケースがありうる。

ESMA ガイドラインによると、こうしたケースでは、投資業者は、顧客がそのサステナビリティ選好を「変更」(‘adapt’)した場合に限り、そうした投資商品を推奨することが認められる。ただし、投資業者は、そうした投資商品を推奨する理由や、顧客による「変更」(‘adapt’)があった旨を交付書面に記載しなければならない。

#### (10) スタッフ向けのトレーニングの実施

ESMA ガイドラインによると、投資業者は、顧客に対し、サステナビリティ選好の理解が可能となるよう、①EU タクソノミーにおける「グリーン」セクターへの投資、②SFDR における「サステナブル投資」、③PAI を考慮した投資、の詳細や差異について、専門用語を用いずに説明しなければならない。それを可能とすべく、投資業者は、スタッフ向けのトレーニングを実施しなければならない。

#### (11) 対応コスト

ESMA ガイドラインのドラフト<sup>6</sup>に寄せられたコメントによると、MiFID II 改正と ESMA ガイドラインへの対応コストとしては、次のようなものが挙げられている。

まず、イニシャル・コストとしては、①内部手続きの変更に伴うコスト (例 プロダクトガバナンスの確保等)、②サステナビリティ選好のヒアリングに伴うコスト (例 スタッフ向けのトレーニングの実施等)、が挙げられている。

そして、ランニング・コストとしては、①ESG データの入手に伴うコスト (例 データプロバイダーとのライセンス契約等)、②IT システムの変更に伴うコスト、が挙げられている。

<sup>6</sup> ESMA ‘Consultation Paper: Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements’ (2022 年 1 月 27 日公表)

#### 4. 日本の金融市場へのインプリケーション

EUの動向に影響を受けてか、いよいよ、日本においても、ESG投信を取り扱う資産運用会社に対し、何らかの「規制」が定められそうである。

金融庁は、本年8月31日に公表した「2022 事務年度 金融行政方針」にて、「ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待（中略）や国際的な動き等も踏まえ、各資産運用会社における適切な態勢構築や開示の充実等を図るため、2022 年度末を目途に金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針を改正する」と述べている。

ここでいう監督指針の改正の影響が、ESG投信の販売会社にまで及ぶか否かについては、現段階では定かではないように思われる。もっとも、プロダクトガバナンスの観点等からすれば、販売会社にも何らかの形（顧客に対する十分かつ合理的な説明等）で資産運用会社への協力が求められるようになる、と考えるのが自然だろう。

そのように考えたときに参考になりうるのが、MiFID II 改正（2. 参照）と ESMA ガイドライン（3. 参照）である。例えば、金融庁は、「2022 事務年度 金融行政方針」にて、サステナブルファイナンスに関する専門人材の育成について、「金融関係団体等と連携し、サステナビリティに係る資格試験の創設等を推進するほか、ESG 投資に必要な知見・技能とそれを獲得する手段等（スキルマップ）を見える化し、広く国民に浸透を図る」と述べている。この方針は、ESMA ガイドラインでいう「スタッフ向けのトレーニングの実施」（3.（10）参照）との親和性が高いように思われる。

そのため、ESG投信の販売会社は、監督指針の改正（又はその派生）の内容として、MiFID II 改正と ESMA ガイドラインに類似するものが盛り込まれる可能性を意識しておくべきだろう。

以上