

プロダクトガバナンスに 関する欧州の取り組み

PwC Japan有限責任監査法人
資産運用アシュアランス部

辻田 大
久保 直毅

2024年4月24日



アジェンダ

1. 国際規制
2. 欧州プロダクトガバナンス規制
3. 欧州プロダクトガバナンス実務

日米欧比較

日本は小規模ファンドの数が多い

項目	日本	米国	欧州
運用資産 (百万米ドル) (A)	2,078,258	34,554,286	20,907,462
公募ファンド数 (B)	14,382	11,587	61,634
1ファンド当たり 運用資産 (A/B)	144	2,982	339
ファンド形態	契約型	会社型	契約型 会社型
ガバナンス	プロダクトガバナンス	ファンドガバナンス	プロダクトガバナンス(契) ファンドガバナンス(会)

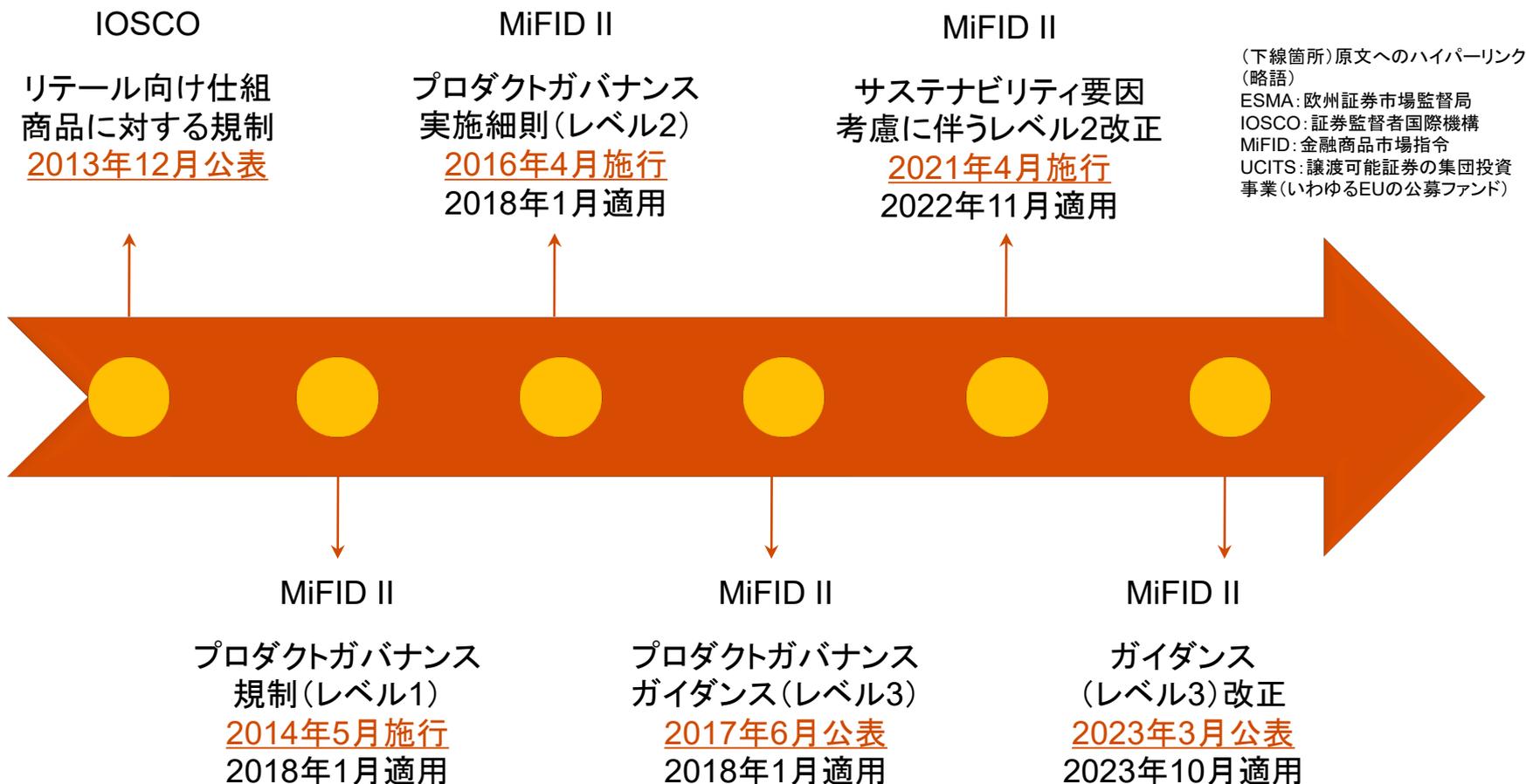
(参考) International Investment Funds Association、2023年9月発行、Industry Statistics Second Quarter 2023、閲覧日2024年4月23日
[https://cdn.ymaws.com/iifa.ca/resource/collection/A14742C3-5C26-477F-B658-DDBBBD643AC7/IIFA - Worldwide Open-End Fund Report - Q2 2023.pdf](https://cdn.ymaws.com/iifa.ca/resource/collection/A14742C3-5C26-477F-B658-DDBBBD643AC7/IIFA_-_Worldwide_Open-End_Fund_Report_-_Q2_2023.pdf)

1

国際規制

プロダクトガバナンス規制のタイムライン

2013年7月にESMAは経済レポートを公表し、リテール投資家がリスクとリターンの源泉を理解しないまま、オルタナティブUCITSや仕組商品を購入している可能性がある旨を警鐘している



(参考)IOSCOリテール向け仕組商品に対する規制

ツールキット

1. 規制アービトラージ
2. バリュチェーン
3. 想定投資家の特定と分析
4. 金融モデルの利用
5. 商品承認プロセス
6. 商品基準
7. 一般的な開示基準
8. 短期または概要開示
9. コストと報酬
10. 時価評価の利用
11. 仮定シナリオ
12. バックテストイング
13. 情報に基づく投資意思決定の向上
14. 販売チャネルの考慮
15. 販売後の実務

ツールキット3: 想定投資家の特定と分析

①商品の発行者は、仕組商品に焦点をあてるべき投資家のタイプ、クラスまたは特徴を特定し、分析すること、②商品の発行者は、法律上可能な限り、販売会社等に当該商品を販売すべき適切な投資家のタイプを伝えること

ツールキット5: 商品承認プロセス

商品の発行者は、商品設計の管理、投資家の利益、利益相反の管理を考慮した上で、商品組成で発生する特定(または共通)の課題に対処するための商品承認プロセスを構築すること

ツールキット14: 販売チャネルの考慮

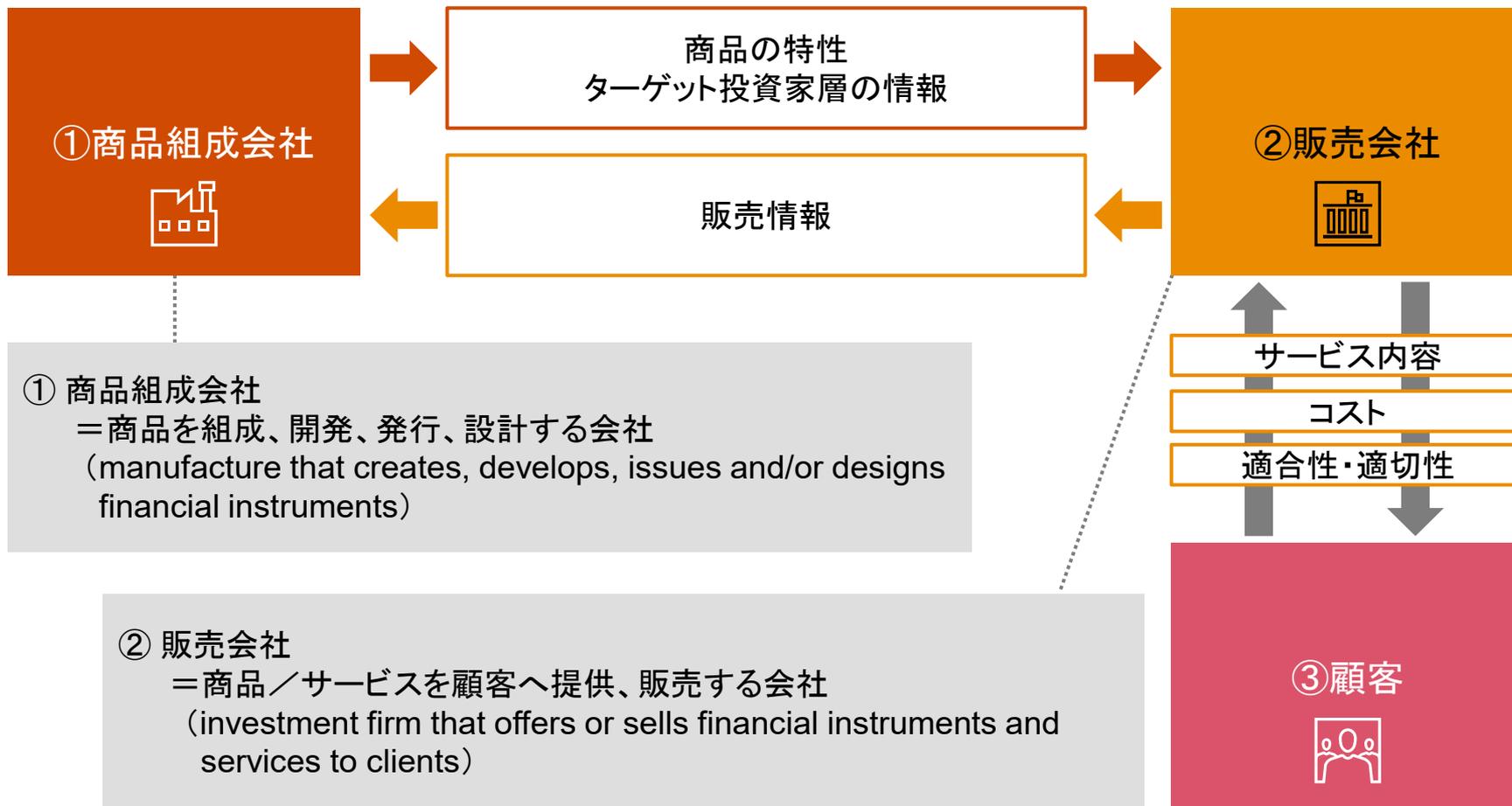
商品がどのようにリテール投資家に販売されたかに関して、商品の発行者もある程度の責任をとることを推奨すること

2

欧州プロダクトガバナンス 規制

商品組成会社・販売会社・顧客の関係

商品組成会社と販売会社間で相互牽制の仕組みがある



プロダクトガバナンス規制の概要

商品組成時と販売後におけるモニタリングが要求されている

商品組成会社

販売会社

1

商品組成におけるモニタリング態勢

商品承認プロセスの整備・運用(10頁)

- ◆ 商品ごとにターゲット投資家層を特定
- ◆ ターゲット投資家層のリスクをすべて検討
- ◆ 当初の販売方針はターゲット投資家層のニーズと合致

商品レビュー態勢の整備・運用(11頁)

- ◆ 商品がターゲット投資家層のニーズに合致しているか継続的に分析
- ◆ 当初の販売方針はターゲット投資家層のニーズと継続的に合致

2

販売会社と商品組成会社の情報交換の仕組み(12頁)

ターゲット投資家層の情報、商品承認プロセス等必要なすべての情報を販売会社へ提供

商品の特徴とターゲット投資家層を理解できる情報の入手経路を構築



商品組成会社・販売会社はマネジメント向けコンプライアンスレポートを作成し、いつでも当局の要望に応じて提出できる必要がある

商品組成会社におけるモニタリング態勢

商品組成会社は商品の性質、投資サービス、商品のターゲット投資家層を考慮して、適切かつ釣り合いの取れた方法で、態勢を構築する必要がある

事前態勢

- ◆ 新規に商品を立ち上げることで投資家に不利益となるような利益相反取引がないか分析する
- ◆ 商品がマーケットに対して悪影響を与えることがないか検討する
- ◆ 商品にあった投資家層のニーズ、特徴、目的(サステナビリティ関連目的を含む)を特定する
- ◆ マーケットの状況が悪化した状況も含めたシナリオ分析を実施する
- ◆ 商品がターゲット投資家層のニーズに合致しているか検討する(商品がターゲット投資家層のサステナビリティ要因に合致しているか)
- ◆ ターゲット投資家層のニーズ、目的、特徴との関係で、商品の費用体系が適切か、開示が適切か検討する

事後態勢

- ◆ 商品がターゲット投資家層のニーズ、特徴、目的(サステナビリティ関連目的を含む)に合致しているか継続的に分析する
- ◆ 商品のリスクとリターンに重要な影響を与える潜在的な事象が発生していないかを分析する
- ◆ 当初想定しなかったケースが発生した場合には(例:リターンの急激な悪化、特定の発行体の財務状況の悪化)、販売会社へ関連情報の提供、商品承認プロセスの変更、追加発行の停止、販売商品の見直し、販売チャネルの見直し、販売会社との協議、販売会社の変更、当局への報告を検討する

(下線)2021年レベル2改正で追加。2022年11月より適用

販売会社におけるモニタリング態勢

販売会社は商品の性質、投資サービス、商品のターゲット投資家層を考慮して、適切かつ釣り合いの取れた方法で、態勢を構築する必要がある

事前態勢

- ◆ 商品ごとにターゲット投資家層のニーズ、特徴、目的(サステナビリティ関連目的を含む)を特定し、それに応じた販売戦略を立案する
- ◆ 販売会社は営業目標達成ではなく、顧客の利益を第一に考えて、顧客の状況とニーズを適切に特定し、分析する
- ◆ ニーズ、特徴、目的が一致しない顧客グループを特定する

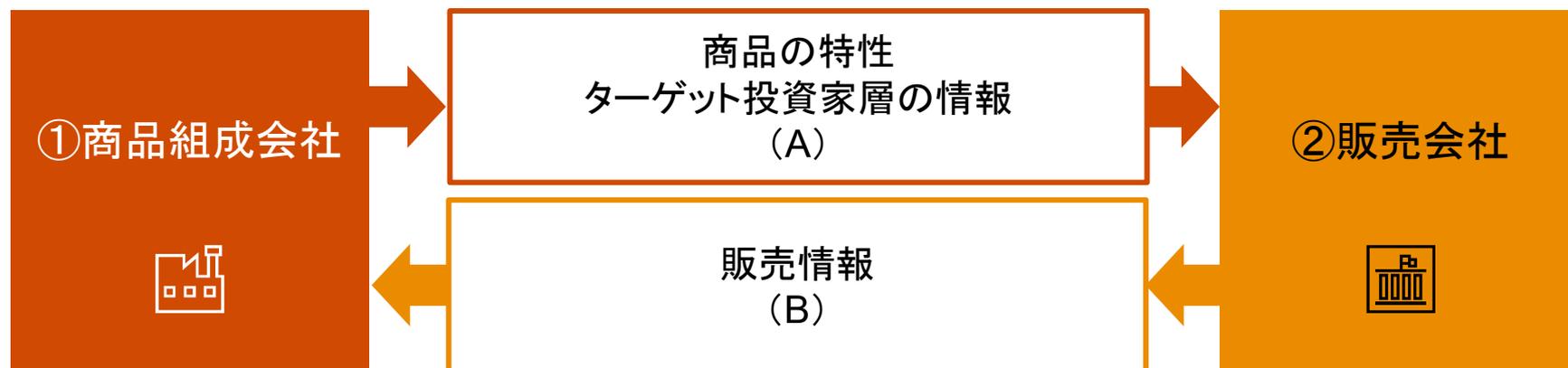
事後態勢

- ◆ 商品がターゲット投資家層のニーズ、特徴、目的(サステナビリティ関連目的を含む)に合致しているか継続的に分析する
- ◆ ターゲット投資家層に重要な影響を与える潜在的な事象が発生していないかを分析する
- ◆ もし特定の商品やサービスがターゲット投資家層のニーズと相違したことが判明した場合、あるいはターゲット投資家層のニーズと一致しなくなった場合、ターゲット投資家層を再定義し、プロダクトガバナンス態勢を再構築する

(下線)2021年レベル2改正で追加。2022年11月より適用

情報交換の仕組み

商品組成会社と販売会社間の情報交換の仕組みの構築が要求されている



(A) 販売に必要なすべての情報を販売会社へ提出

- 適切な販売チャネルの情報
- 商品承認プロセス
- ターゲット投資家層の分析結果
- 商品のサステナビリティ要因

(B) 事後分析に必要なとなる情報を商品組成会社へ提供

- 当初想定していなかった投資家への販売情報
- 実際に商品を購入した投資家層のタイプ
- 購入した投資家からの苦情、質問、フィードバックのサマリー

(下線)2021年レベル2改正で追加。2022年11月より適用

釣り合いの取れた方法 (Proportionality)

プロダクトガバナンス規制は商品の性質、投資サービス、ターゲット投資家層を考慮した上で、商品の複雑性と公表情報の入手可能性に応じて、釣り合いの取れた方法で適用することができる

考え方

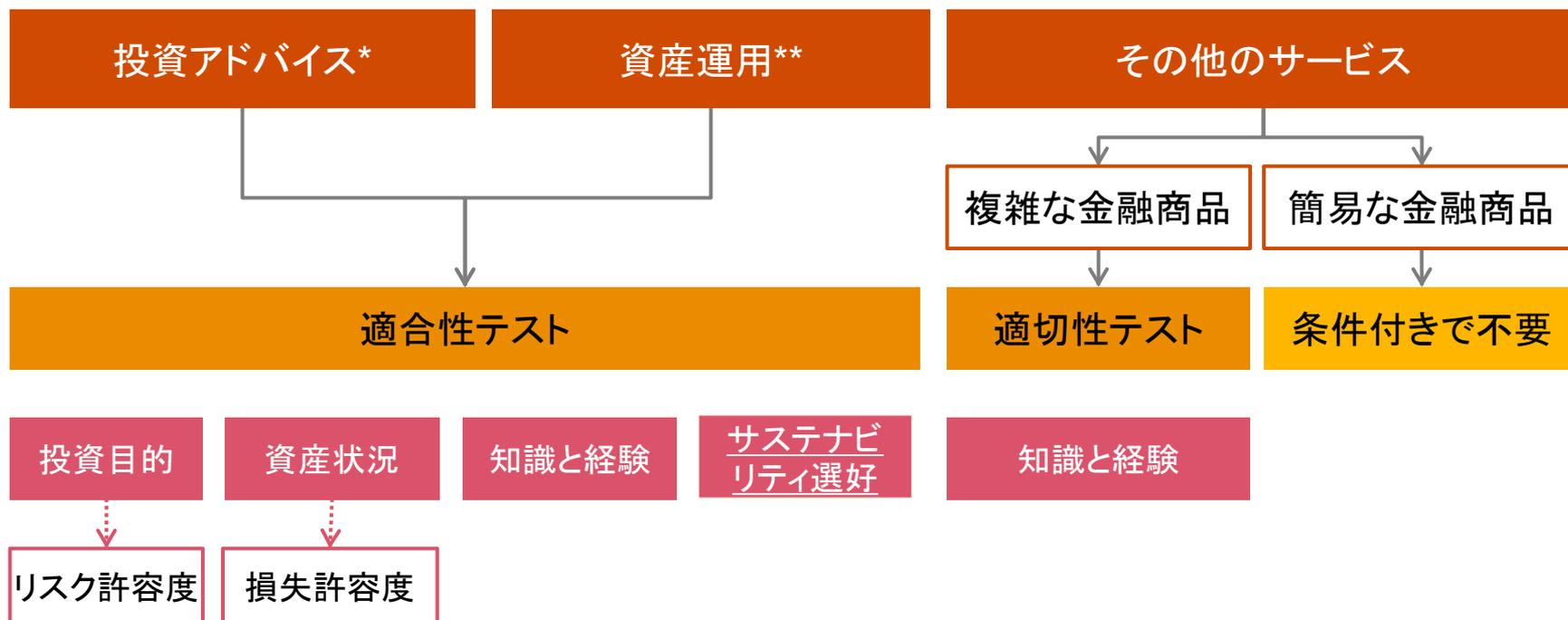
- ◆ コストや負担の複雑性、リスクとリターンの特性、流動性、革新性といった商品の特徴、性質を考慮して、適切かつ釣り合いの取れた方法で、ターゲット投資家層を特定する必要がある

明示されている事例

- ◆ よりシンプルで一般的な商品については、ターゲット投資家層の特定を詳細に行う必要はない。ベイルイン商品やより一般的でない商品については、ターゲット投資家層の特定をより詳細に行う必要がある
- ◆ 仕組商品のように複雑リターン特性をもつ、より複合的な商品については、ターゲット投資家層の特定を詳細に行う必要がある
- ◆ CFD(差金決済取引)や類似の商品のターゲット投資家層は、投資に伴う損失を高い確率で被ることを許容でき、ポジティブなリターンを獲得する機会はずかだが投機的な投資を求めているような、内在するリスクを理解し、そのような高いリスクを求めている顧客に限定されるべきである
- ◆ 商品組成会社がよりシンプルで一般的な商品のターゲット投資家層を特定した場合、販売会社は自社で設定したターゲット投資家層を変更する必要はない
- ◆ 特定のシンプルな商品が発注サービスだけで販売されよう場合には、事後的なレビューの頻度は少なくともよいし、レビューの粒度も詳細でなくてもよい。顧客からの不平や商品のリスクとリターンの特性に影響を与えるような市場イベントが発生したときだけ臨時的なレビューが行われることもあり得る
- ◆ プレインバナナな商品を販売してはいけない投資家層は、限定的な投資家グループになるであろう。他方、より複雑な商品を販売してはいけない投資家層は、広範囲な投資家グループになるであろう
- ◆ 一般的なUCITSファンドのターゲット投資家層を、リテール投資家とプロフェッショナル顧客の両方を含むように幅広く特定することも可能である

(参考) 適合性テストおよび適切性テスト

プロダクトガバナンスに関する販売会社の義務は適合性、適切性の分析に取って変わる訳ではなく、分析の前に追加で実施すべき義務である



* 適合性報告書 (Statement on suitability)

投資会社は投資アドバイスを提供する際には、取引前に提供しようとする投資サービスの内容がどのように顧客の選好、目的、その他の特徴に適合しているかをまとめ、報告書としてリテール顧客に提出しなければならない

** 適合性継続診断書 (Periodic assessment on suitability)

投資会社は資産運用を提供する際には、継続的に投資がどのように顧客の選好、目的、その他の特徴に適合しているかをまとめ、報告書としてリテール顧客に提出しなければならない

(下線)2021年4月にCommission Delegated Regulation (EU) 2021/1253で追加。2022年8月より適用

3

欧州プロダクトガバナンス 実務

欧州各国当局による導入後の検査とサーベイ結果

英国

- 2021年2月に英国FCAは、運用会社8社に対するプロダクトガバナンスの検査結果のサマリーを公表した
- 全ての運用会社は販売会社から最終顧客のデータを入手することに苦労している
- データの機密性と運用会社の規模の関係で、運用会社が販売会社へデータを要求するような影響力を行使することはできないと感じている
- 当局はそのような課題を認識しているが、顧客の最善の利益を確保するために、運用会社は販売会社とより協調的な関係構築に取り組むことができるはずである

ドイツ

- 2022年11月に独BaFinは、金融機関14社に対するサーベイ結果のサマリーを公表した
- ターゲット投資家層の特定と釣り合いの取れた方法に関して改善の余地がある
- 複雑な商品とシンプルな商品を区別していない商品組成会社がある(理由)①7社中2社はターゲット投資家層の特定を全ての商品で同一に適用しているから、②3社は商品の複雑性をターゲット投資家層の特定で分類基準にしていないから
- 12社の販売会社中3社しか複雑な商品について、より詳細にターゲット投資家層を特定していなかった

フランス

- 2021年10月に仏AMFは、金融機関5社に対する検査結果のサマリーを公表した
- 5社全てがグループの手続を適用しているが、そのうち1社のみが毎年グループの手続を承認し、自社に適用している
- グループあるいは自社グループの商品組成会社が特定したターゲット投資家層をそのまま適用し、各社特有の顧客の特徴を考慮していない
- 5社全てが親会社の販売方針を適用しているだけで、各社は批判的な目で吟味していない

(参考)ESMAが提示するグッドプラクティス(1)

- 2023年3月にESMAはガイドラインを公表し、実務の参考のためにグッドプラクティスのみを紹介している
- EU当局がプロダクトガバナンス規制の遵守態勢をチェックした際に、以下のグッドプラクティスが存在した

(商品組成会社による販売戦略)

- プロダクトガバナンス規制を遵守する販売会社の能力を検証するために、潜在的な販売会社に対して定性的チェックを通じてデューデリジェンスを実施している。このデューデリジェンスは、販売契約が締結される前に実施され、定期的に更新される。デューデリジェンスは、プロダクトガバナンスに関する内部統制だけでなく、販売会社のビジネスモデルのさまざまな側面(ターゲット投資家層の種類や販売方法を含む)に関する情報を収集することを目的としたアンケート調査である
- より複雑な商品の販売戦略を定義する際には、販売戦略の一環として(追加的な)措置を適用し、ターゲット投資家層以外への販売を防止することの重要性を販売会社に強調している。例えば、商品組成会社は、複雑な商品がアドバイスを伴わないサービスを通じて販売される場合には、顧客の最善の利益のために、オンライン上では説得力のある技法のみを適用するように販売会社へ要求することもありうる

(販売会社によるターゲット投資家層の分析)

- 商品組成会社が実施したターゲット投資家層の分析を、批判的な視点で見直している。例えば、商品組成会社が識別したよりも、該当商品に対してより高いレベルの顧客の知識、経験、またはリスク許容度が要求されるために、販売会社がより狭い範囲でしかターゲット投資家層を識別できない結果となることもある
- より複雑な商品のターゲット投資家層を分析する際に、商品組成会社が実施したターゲット投資家層の分析の背後にある理論的根拠をより理解するために、販売会社が商品組成会社と積極的にやり取りをしている
- 販売会社および商品組成会社は、双方の会社が交換すべき情報の範囲、その時期および手段に関する明確かつ詳細なルールを販売契約に盛り込んでいる
- ファンドの販売会社が、商品のターゲット投資家層を適切に特定できるようにMiFID適用以外の商品組成会社に対しても、MiFID商品組成会社と同レベルの情報を要求している

(参考)ESMAが提示するグッドプラクティス(2)

(販売会社の販売戦略)

- 特定の商品に適合した販売戦略を評価する際に、商品組成会社はアドバイスされていない販売でも問題ないと判断していたが、当該商品がアドバイスされていない販売にとっては複雑すぎたり、あるいは当該商品が利益相反の可能性のあることを理由に、販売会社はアドバイスに基づく販売に限定した。このような決定は、商品組成会社による商品の定期的なレビューに関連する情報であるため、商品組成会社にも報告されている
- あらかじめ定められた販売戦略に応じて、ターゲット投資家層以外へ、または販売してはいけないネガティブターゲット投資家層への販売の可能性を効果的に制限して、商品が特定されたターゲット投資家層へ確実に販売されるように、販売会社のシステムを遮断している。例えば、プロ顧客(および適格取引先)をターゲット投資家層とする商品がリテール顧客へ販売されることや、非常に経験豊富な顧客をターゲット投資家層とする高度な商品が基本的な知識と経験しか持たないリテール顧客へ販売されることを制限している

(他のプロダクトガバナンス・プロセスとのタイミングと関係)

- 複雑さ、コスト、リスクという観点で、潜在的な新商品と販売会社が既に販売している商品とを比較してから、販売会社の販売ラインアップに含めるか、または入れ替えるかを判断している。例えば、ある販売会社は、販売ラインアップに既に同じ商品特性をもつより低額な商品があることを理由に、より高額な商品を自社の販売ラインアップに含めないこともある
- 顧客のリスク許容度、資産状況、損失許容度などに関連して、商品のターゲット投資家層を特定する際に、販売会社は、適合性評価のために採用したポートフォリオアプローチに基づき、ターゲット投資家層に属さない顧客に対しては、その顧客の資産の一定割合までしか当該商品を販売しないと決定している

(商品組成会社と販売会社によるプロダクトレビュー)

- 商品レビューの結果に基づいて、商品分類の粒度を精緻化している。例えば、債券商品の格付から、より粒度の細かい分類を設定している
- 商品レビューの結果、金利の低下によって付加価値を提供する期間が長くないことが明らかになったため、商品ラインアップから特定の商品を除外している

ESMAが提示するターゲット投資家層の事例

ターゲット投資家層を5つのカテゴリー(①タイプ、②知識と経験、③資産状況、④リスク許容度、⑤目的とニーズ)で特定する

複雑でないUCITSファンドのターゲット投資家層の分析例

商品

複雑でないUCITSファンドは、主に欧州投資適格債(国債、マネーマーケット、社債)に投資

ターゲット投資家層

対象とするタイプの顧客

- 顧客のタイプ: 複雑でないUCITSファンドの性質を考慮すると、リテール顧客、プロ顧客、適格取引先
- 顧客の知識と経験: ファンドと債券の特性とリスクに関する基本的な資本市場の知識、経験を有する顧客
- 損失負担能力を加味した顧客の資産状況: [x] の元本毀損を負担できる顧客
- 顧客のリスク許容度と当該商品のリスクとリターンの特性とターゲット投資家層との適合性: 債券市場のボラティリティのため、当該製品は[x]のリスクとリターンを有しており、それゆえに顧客は低から中程度のリスク許容度を持つ必要がある。顧客は、より高いリターンの機会と引き換えに好んで価格変動を受け入れる
- 顧客の目的とニーズ: 商品の期間に応じて、UCITSファンドは元本の増加を求め、中期的な投資期間(最低3年)を持つ顧客に適しているかもしれない
- 投資すべきでない顧客(ネガティブターゲット投資家層): この商品は、次のような顧客には適さないと見なされる
 - ◆ 全額の元本確保を必要とし、解約請求したら即時に全額返金される
 - ◆ リスク完全回避、リスク許容度がない

販売チャネル

商品はすべての販売チャネル(投資アドバイス、資産運用、アドバイスのない販売、純粋な執行サービスなど)の対象となる

欧州MiFIDテンプレート(EMT)

商品組成会社から販売会社への情報提供テンプレート

EUROPEAN MIFID TEMPLATE - EMT V4.2



NUM	DATA (consistent with TPT & EPT for common data point)	DEFINITION	CODIFICATION	COMMENT	Mandatory / Optional / Conditional / Indicative
Target Market Section					
31	01000_Target_Market_Reference_Date	Date to which the Target Market data within the EMT refer	YYYY-MM-DD ISO 8601	Date of the data set	M
Investor Type - Hierarchical logic (except for real estate funds in Germany and France)					
32	01010_Investor_Type_Retail	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Neutral means usage by Retail clients are available under certain conditions.	M
33	01020_Investor_Type_Professional	Yes or No or Professional Per Se or Elective Professional	Y / N / P / E	Y means both Professional Per Se and Elective Professionals are compatible. N means that neither Professional Per Se nor Elective Professionals are compatible. P means that Professional Per Se is compatible but Elective Professionals are not. E means that Elective Professional is compatible but Professionals Per Se are not. P is only used if the distinction Per Se is done in the Prospectus.	M
34	01030_Investor_Type_Eligible_Counterparty	Yes or No	Y / N		M
Knowledge and/Or Experience - Hierarchical logic					
35	02010_Basic_Investor	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Investors having the following characteristics: • basic knowledge of relevant financial instruments (a basic investor can make an informed investment decision based on the regulated and authorised offering documentation or with the help of basic information provided by point of sale); • no financial industry experience, i.e. suited to a first time investor	M
36	02020_Informed_Investor	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Having one, or more, of the following characteristics: • average knowledge of relevant financial products (an informed investor can make an informed investment decision based on the regulated and authorised offering documentation, together with knowledge and understanding of the specific factors/risks highlighted within them only) • some financial industry experience	M
37	02030_Advanced_Investor	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Investors having one, or more, of the following characteristics: • good knowledge of relevant financial products and transactions • financial industry experience or accompanied by professional investment advice or included in a discretionary portfolio service	M

(出典) FinDatEx、2024年4月発行、European MiFID Template Version 4.2、閲覧日2024年4月23日、<https://findatex.eu/>

欧州フィードバックテンプレート(EFT)

販売会社から商品組成会社への情報提供テンプレート

EUROPEAN FEEDBACK TEMPLATE - EFT V1.0



NUM	DATA (consistent with TPT & EPT & EMT for common data point)	DEFINITION	CODIFICATION	COMMENT	Mandatory/ Optional/ Conditional
Deviation Report - Manufacturer Target Market Perspective					
Sales Outside Target Market (OTM) and/or in Negative Target Market (NTM) - Reported as Number of Transactions					
21	05010_Retail_Investor_Type_&_Self_Service	Number of transactions reported as identified in conflict with Retail Investor Type, using MIFID services Execution Only or Self Service with Appropriateness Test.	Numeric	If 00050 is set to M or B	C
22	05020_Retail_Investor_Type_&_Execution_With_Suitability_Test	Number of transactions reported as identified in conflict with Retail Investor Type, using MIFID services Advice or Portfolio Management.	Numeric	If 00050 is set to M or B	C
23	05030_Knowledge_and_Experience_&_Self_Service	Number of transactions reported as identified in conflict with Knowledge & Experience, using MIFID services Execution Only or Self Service with Appropriateness Test.	Numeric	If 00050 is set to M or B	C
24	05040_Knowledge_and_Experience_&_With_Suitability_Test	Number of transactions reported as identified in conflict with Knowledge & Experience, using MIFID services Advice or Portfolio Management.	Numeric	If 00050 is set to M or B	C
25	05050_Ability_To_Bear_Losses_&_With_Suitability_Test_France	Number of transactions reported as identified in conflict with Ability To Bear Losses, using MIFID services Advice or Portfolio Management.	Numeric	Field requested by AMAFI for use in France. If 00050 is set to M or B	O
Widening of Distribution Strategy Reporting Fields (ESMA para 51)					
26	06010_Outside_Intended_Distribution_Strategy_Retail_&_Self_Service	In reference to ESMA Product Governance Guidelines Article 51 this field is used to disclose if the Distribution Strategy of the Distributor is widened in relation to the Distribution Strategy intended by the Manufacturer with regards to Retail Clients.	Y/N	This field is NOT used to show deviations of the outcome in relation to the proposed Distribution Strategy but the potential widening in the manufacturer's intended distribution strategy for the purpose of upholding customer protection. The reporting is investor protection focused and therefore limited to Retail Clients and the use of the MIFID services of Execution Only and Self Service with Appropriateness Test, where not recommended by the www.esma.europa.eu	C
Deviation Report - Distributor Target Market Perspective (For Italy - only if it is an Italian distributor with a specific distribution agreement)					
Sales Outside Target Market (OTM) and/or in Negative Target Market (NTM) - Reported as Number of Transactions					
27	07010_Retail_Investor_Type_&_Self_Service_vs_DistributorTM_Italy	Number of transactions reported as identified in conflict with Retail Investor Type, using MIFID services Execution Only or Self Service with Appropriateness Test.	Numeric	If 00050 is set to D or B	C
28	07020_Retail_Investor_Type_&_Advice_vs_DistributorTM_Italy	Number of transactions reported as identified in conflict with Retail Investor Type, using MIFID service Advice.	Numeric	If 00050 is set to D or B	C
29	07030_Knowledge_and_Experience_&_Self_Service_vs_DistributorTM_Italy	Number of transactions reported as identified in conflict with Knowledge & Experience, using MIFID services Execution Only or Self Service with Appropriateness Test.	Numeric	If 00050 is set to D or B	C
30	07040_Knowledge_and_Experience_&_With_Suitability_Test_vs_DistributorTM_Italy	Number of transactions reported as identified in conflict with Knowledge & Experience, using MIFID services Advice or Portfolio Management.	Numeric	If 00050 is set to D or B	C

(出典) FinDatEx、2020年12月発行、European Feedback Template Version 1.0、閲覧日2024年4月23日、<https://findatex.eu/>

Thank you

www.pwc.com/jp

© 2024 PricewaterhouseCoopers Japan LLC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.