

## SEC 規則が未確定な段階での ESG 関連リスクを回避するために

–市場参加者は、ESG ルール制定の方向性について、SEC 委員の意見の相違や今後の強制執行に関連するリスクを見据えて対応する必要があります。

アリ・M・バーマン、デイビッド・オリウエンスタイン、ローランド・C・ライマーズ

- 米国証券取引委員会 (SEC) の直近の気候変動と取締役会のダイバーシティに関するルール制定プロセスは、今後、環境・社会・ガバナンス (ESG) 基準に関連する SEC の開示要件が、大幅な改革の時期を迎える可能性を示唆します。
- SEC の委員等からの情報の錯綜は、市場参加者に更なる不確実性をもたらすでしょう。
- 債権の発行体及びプライベート・ファンドのマネージャーは、ESG 問題に関する SEC の執行 (enforcement) 及び民事訴訟への波紋に備えるために、ルール制定プロセスへの参加を通じて SEC のアジェンダの形成に貢献するなど、一定の対策を講じることができます。

SEC の ESG 関連アジェンダは初期段階にあります。市場参加者は、執行措置や株主訴訟の可能性を含む新たな規制の枠組みに注意を払う必要があります。特に、今後の告知・意見募集期間終了後、SEC が気候関連の情報開示の規則制定化を迅速に進めるとの予想や、公開企業にダイバーシティを含む労働力の指標の開示を義務付ける規則化の可能性を考慮すると、[こちら](#)でお知らせしたように、これらの規制の動向を慎重に評価する必要があります。

### SEC の ESG タスクフォースの創設について

2021 年 3 月 4 日、SEC は執行部門 (Division of Enforcement) に「気候と ESG に関するタスクフォース」([Climate and ESG Task Force](#)) を設置することを発表し、ESG に対する SEC の組織的な取り組みは新たなレベルに達しました。このタスクフォースは、「既存のルール下において、発行体の気候変動リスクの開示における重要な齟齬または虚偽」の特定を含む、ESG に関連する不正行為や潜在的な違反を特定するための取り組みを展開することを主眼としています。タスクフォースの責任範囲は気候関連の情報開示にとどまらず、例えば、「投資顧問やファンドの ESG 戦略に関連する情報開示とコンプライアンスの問題」の分析もその責任に含まれます。このような広い範囲を対象としているため、タスクフォースは当然ながら、審査部門 (Division of Examinations) をはじめとする他の SEC 部門と密接に連携することが予想されています。

### 審査部門による ESG 投資のレビューは、プライベートファンドにも焦点を

審査部門は、SEC の ESG の取り組みにおいて重要な役割を果たすことになっています。実際、SEC の気候・ESG タスクフォースの設立を発表する前日の 2021 年 3 月 3 日に、SEC は「気候関連リスク

への更なる注力を含む」[2021 年の審査優先事項](#)を発表し、これには「気候変動に伴う物理的リスクの激化を踏まえ、議決権行使が投資家の最善の利益と期待、及び企業の事業継続計画に確実に合致するように」と述べられています。これらの優先事項を発表するにあたり、アリソン・ヘレン・リー審査委員は、委任状議決権行使方針と実務を分析することで、気候および ESG 関連リスクへの取り組みを強化すると述べました。

2021 年の審査の優先順位を発表した直後、SEC は「ESG 商品・サービスを提供している投資顧問会社、登録投資会社、プライベートファンドの最近の審査から得られた見解を強調する」目的で[リスクアラート](#)を発表しました。とりわけ、SEC は、ESG 関連の商品・サービスに対する需要と供給が急速に増加していることに加え、「標準化された正確な ESG の定義の欠如」がリスクをもたらすと指摘しました。これらのリスクに対処するため、SEC は「ESG 投資を謳っている」企業の審査では、(1) ポートフォリオの運用管理、(2) パフォーマンスに関する広告とマーケティング、および(3)コンプライアンス・プログラムなどの主要分野に焦点を当てることを強調しました。SEC の審査の優先順位に照らしてファンドマネージャーは、ESG 関連ビジネスをどのように行っているかに特に注意を払う必要があります。

関連して、プライベート・エクイティ・ファーム (PE 企業) は、ポートフォリオにある投資先企業が関連する ESG 基準に準拠しているか、また準拠し続けているかに細心の注意を払う必要があります。今となってはこれらの問題に注意を払うことは、PE 企業の通常のデューデリジェンスの一環となっています。PE 企業は ESG への配慮を示すために、自社の取締役会の ESG 担当役員が ESG コンプライアンス研修を監督する義務を果たすための十分なトレーニングを受けているかどうかを確認することが重要です。特に現政権下で、さらに世界的に ESG への関心が高まっていることを考慮して、PE 企業には、ポートフォリオにある企業の取締役会の役員候補者に対する ESG トレーニングを強化する時間を取ることを推奨します。ESG への懸念が高まるにつれ、SEC は ESG 基準の実施を監督する取締役会に多くを期待するようになります。

### SEC からの統一性のない指針

SEC のゲリー・ゲンスラー委員長の積極的なアジェンダを示しており、ESG はその内の明確な焦点として、ESG 開示に関するルールの制定が[最優先事項](#)の 1 つであることを何度も公に強調しています。しかし、SEC がどこまで ESG の開示要件を制定すべきかについて、どの ESG 項目が株主にとって重要であるかを決定する裁量を発行体に与えるべきという考え方もあります。これについてすべての委員が同じ考えを持っているわけではありません。

具体的には、ゲンスラー委員長や民主党のキャロライン・クレンショー委員、アリソン・ヘレン・リー委員が「気候や ESG が投資家にもたらすリスクと機会」に取り組むことに強い[関心があると表明](#)している一方で、共和党のヘスター・ピアス委員やエラッド・ロイスマン委員は、そのアプローチに公に疑問を呈しています。ピアス委員とロイスマン委員は、最近の「SEC の『気候』に関する声明や報道発表の着実な流れ」について、気候関連の開示に焦点を当てることは、「スタッフが 10 年以上にわたって行ってきた作業の継続であり、新たな基準や期待に照らして申告者の開示情報を評価するプログラムではない」と見なすべきだと説明しました([斜体で強調されているのは、オリジナルの声明からの引用です](#))。関連して、ピアス委員は、この 2021 年 4 月の[公式声明](#)の中で、SEC が「より良い、よりクリーンな、良く統治された社会への共同コミットメントを示す共通の指標」に移行する可能性があることと認識したことを、そのような指標が「資本配分の画一的決定をもたらす、意思決定を制約し、創造的思考を妨げる」という理由で嘆いているようでした。

SEC が近い将来、気候変動に関するルール制定プロセスに着手することは、ESG 基準に関連する SEC の開示要件に対する大幅な改革の時期が到来することを予見します。実際、SEC は 2021 年 10

月に、発行体の[気候関連のリスクや機会](#)の開示の強化だけでなく、[取締役やその候補者のダイバーシティ](#)に関する開示の強化についても、規則草案の通知 (Notices of Proposed Rulemaking (NPRM)) を進める構えを示しました(実際には現時点でまだ草案は出されていません)。同様に、SEC は 2022 年 4 月に、「[環境・社会・ガバナンス \(ESG\) に関する要求事項](#)」に関連し、ESG クレームと関連する開示も含み、投資会社と投資顧問会社の要件に関する NPRM を発行する予定です。

SEC がこれらの NPRM を準備・発行するにあたり、委員の間で意見が一致していないことは、一般的に主要な規制当局からの明確な説明に依存する市場参加者にとってリスクの原因となります。

### 不確実な規制リスクへの対応

市場参加者、特に開示に責任のある事業体及び個人は、ESG のルール制定の方向性に関する SEC 委員間の相反する声によって生じるリスクにうまく対応していかなければなりません。関連して、委員の見解の相違は規則そのものに限定されないことを認識することが重要です。委員間に意見が分裂している分野で証券取引法違反の可能性を調査する場合、執行部門は通常、各委員の視点に留意し、少なくとも 3 人の委員の票を確保するような方法で起訴勧告を作成します。

委員会は可能な限りコンセンサスを得て行動しようとはしますが、提案された規則の採用や法規則の執行の承認などには多数決で十分であるということ、企業はまず認識しておく必要があります。実際には、委員会の 5 人の現職委員のうち 3 人が ESG 関連の開示に関する強固な規制体制を支持しているようです。市場参加者は、ESG を重要視するホワイトハウスと議会からの圧力を考慮して、SEC が ESG の広範な情報開示を求めるルールを採択し、情報開示義務違反は執行部門によって積極的に取り締まられることを想定する必要があります。

したがって、企業は、SEC の潜在的 ESG アジェンダによって生じるリスクに対処するための措置を積極的に講じる必要があります。まず始めに、企業は自社の ESG 関連の方針と手順を見直し、公開しなければならない可能性のある項目を確認する必要があります。開示義務の範囲を検討する際に、企業はこれまでに SEC が出している幾ばくかの指針を検討するべきでしょう。例えば 2021 年 9 月に SEC のコーポレーション・ファイナンス部は、2010 年に出された既存の SEC 規則に基づく気象変動関連の開示の重要性を再確認しました。9 月のガイダンスはスタッフによるものですが、これは気候変動に関する開示に対しての SEC からの[コメントターのサンプル](#)を提示しています。このサンプルコメントでは、気候変動リスクに対する立法や規則改正にどのように対応しているか、気候変動に対応する投資をしているか、さらに気候変動が企業の運営や業績にどのような影響を及ぼすかについて焦点が当てられています。

### 迫り来る強制措置が増えるというリスクに備えながら、SEC のアジェンダ形成に参加すること

SEC のルール制定と ESG への注目の高まりは、SEC の執行措置に関するリスクを明らかに高めています。歴史的に、SEC はこれまで「強制による規制」のアプローチを採用し、違反者を見せしめにしてきました。また、このような SEC による執行活動の後には通常、個人株主の訴訟の増加が続きます。ESG に関しても、同じことが起きない理由はありません。

しかし、市場参加者は、SEC の審査や執行に備えて対策を講じる必要がありながら、ESG 関連規則が策定されていく過程において、その形成に影響力を及ぼす力がないわけではありません。その重要な手段の 1 つとして、[規則制定プロセス](#)自体があります。SEC が ESG 基準に関連する新しい規則を提案する際には 通知・意見提出期間を設けるので、企業、投資家、その他のステークホルダーを含む様々な関係者が、それらの規則について意見や見解を寄せることができるようになります。最終規則を制定する前に、行政手続法により、SEC に提出されたすべてのコメントを検討し、

そのルールが証券法と一致するかどうかを判断することが求められています。したがって、市場参加者からの意見と見解の提出は、SEC が設定した ESG の規制が、SEC の任務だけでなく、市場のニーズにも合致しているかどうかを確認する上で非常に重要になります。

### ピルズベリーの ESG 機能について

ピルズベリーのグローバルかつ多専門的な ESG 弁護士チームは、ESG の幅広い問題と戦略について、取締役会、金融機関、経営陣、投資家に戦略的カウンセリングを提供するとともに、関連するビジネス、法律、規制上の課題の解決を支援します。[当事務所ホームページ](#)では ESG プラクティスの業務内容とチームメンバーをご紹介します。

本稿の原文(英文)につきましては、[Navigating Uncertain ESG-Related Risks at the SEC](#) をご参照ください。

---

### 本稿の内容に関する連絡先

**奈良房永** (日本語版監修)

31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1187

[fusae.nara@pillsburylaw.com](mailto:fusae.nara@pillsburylaw.com)

**Ari M. Berman**

31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1264

[ari.berman@pillsburylaw.com](mailto:ari.berman@pillsburylaw.com)

**David Oliwenstein**

31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1031

[david.oliwenstein@pillsburylaw.com](mailto:david.oliwenstein@pillsburylaw.com)

**Roland C. Reimers**

31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1164

[roland.reimers@pillsburylaw.com](mailto:roland.reimers@pillsburylaw.com)

### Legal Wire 配信に関するお問い合わせ

**田中里美**

[satomi.tanaka@pillsburylaw.com](mailto:satomi.tanaka@pillsburylaw.com)

This publication is issued periodically to keep Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP clients and other interested parties informed of current legal developments that may affect or otherwise be of interest to them. The comments contained herein do not constitute legal opinion and should not be regarded as a substitute for legal advice.

© 2022 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.