

2011年12月20日 全17頁

ボルカー・ルールの細則案

(ファンド投資等の規制編)

資本市場調査部 制度調査課
横山 淳

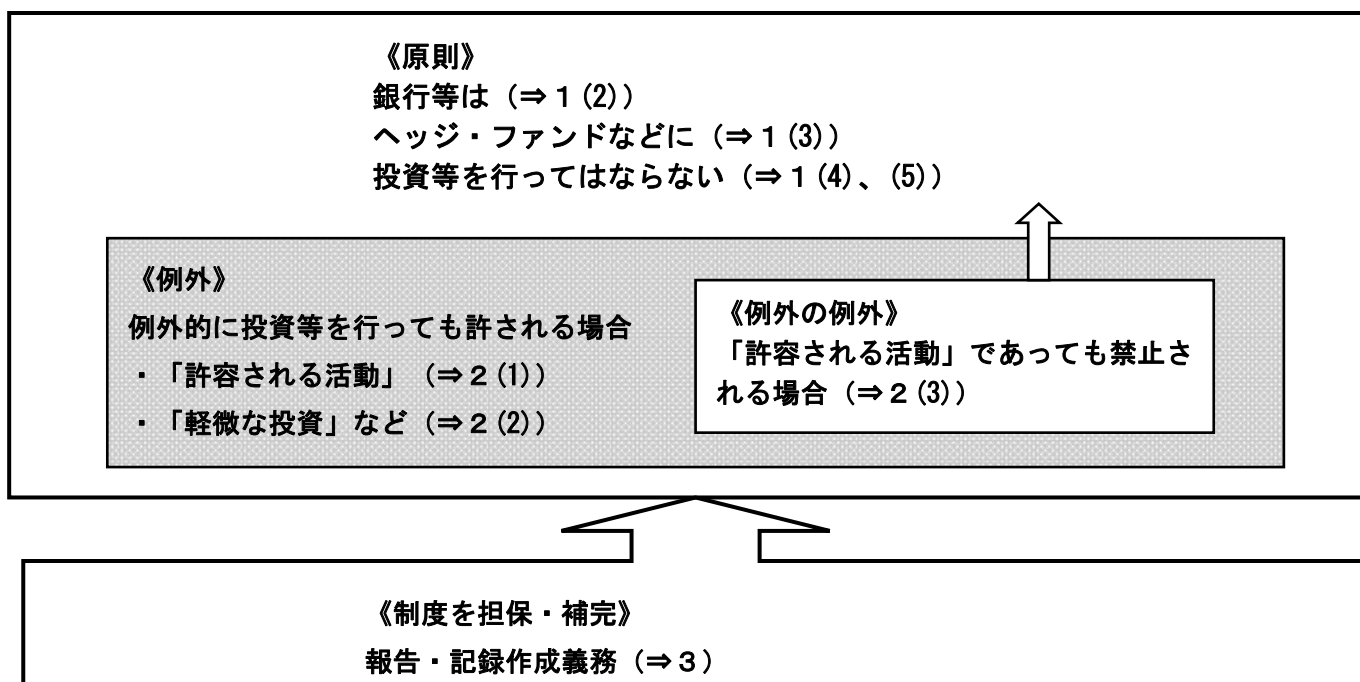
[要約]

- 2011年10月11日、米国の金融規制当局（OCC、FRB、FDIC、SEC）は、共同でドッド・フランク法のボルカー・ルールに関する細目を定める新規則案を公表した。
- ボルカー・ルールの下では、銀行等は、原則、ヘッジ・ファンド投資等を行うことが禁止されている。新規則案は、一定の要件の下でプライム・ブローカレッジ取引などについて、例外的に許容することとしている。
- また、外国会社（例えば、日本の銀行など）による専ら米国外での活動についても、原則、ヘッジ・ファンド投資等禁止規制の対象とはならない。ただし、米国の銀行等の支配下にない、投資等の活動は専ら米国外でのみ行っている、そのファンド持分等が米国居住者に対して募集・販売されていない、そのファンド持分等の募集・販売に関与している子会社・従業員が米国内に存在しない（米国内で組成されていない）などの要件を満たす必要がある。
- そのほか、ボルカー・ルール遵守等のため、当局への報告、記録作成などの義務も課されている。

【目次】

はじめに	2
1. ヘッジ・ファンド投資等の原則禁止	3
(1)概要	3
(2)禁止の対象（「銀行等」）	4
(3)「ヘッジ・ファンド」、「プライベート・エクイティ・ファンド」	5
(4)「投資等」の範囲	5
(5)その他、規制される「対象ファンド」との関係	6
2. ヘッジ・ファンド投資等禁止の例外	7
(1)「許容される活動」	7
(2)「軽微な投資」などに関する適用除外	13
(3)「許容される活動」であっても禁止される場合	14
3. 報告・記録作成義務	15
4. 施行時期	15

図表 ボルカー・ルール（ファンド投資等の規制）の構造



(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

はじめに

- 2011年10月11日、米国通貨監督局 (Office of the Comptroller of the Currency, Treasury (OCC))、米国連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB))、米国連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC))、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission (SEC)) は、共同で「自己勘定取引及びヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドに対する一定の投資・関係の禁止及び規制 (“Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds”）」を公表した¹。これは、いわゆるボルカー・ルールの細目を定める規則案を示したものである (以下、各当局の共通規則案 (Proposed Common Rules) に係わる部分を「新規則案」と呼ぶ)。
- ボルカー・ルールとは²、2010年7月21日に成立した米国の金融規制改革に関する「ドッド・フランク ウォール街改革及び投資者保護法 (“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”）」 (ドッド・フランク法) に盛り込まれた規制の一つである。具体的には、銀行等 (banking entity) に対して、次の行為を、原則、禁止している³ (ドッド・フランク法 619 条によ

¹ 原文は FRB のウェブサイト (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20111011a.htm>)、FDIC のウェブサイト (<http://www.fdic.gov/news/news/press/2011/pr11160.html>) などに掲載されている。

² ボルカー・ルールに関しては、拙稿「ボルカールール」(2010年9月2日付レポート) 参照。

³ ドッド・フランク法成立の経緯を踏まえれば、本来、「自己勘定取引の禁止」と「ヘッジ・ファンド等投資の禁止」に加えて「金融機関の負債の市場シェアの上限規制」(ドッド・フランク法 622 条による 1956 年銀行持株会社法 14 条(b)項) も含めて (広義の) ボルカー・ルールと呼ぶのが適切であると考えられるが、本稿では、便宜上、「自己勘定取引の禁止」と

る 1956 年銀行持株会社法（The Bank Holding Company Act of 1956）13 条(a)(1)。

(A) 自己勘定取引（proprietary trading）

(B)ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンドの株式、パートナーシップその他の所有権の取得若しくは保有、又はこれら（ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンド）のスポンサーとなること（注）

（注）以下、「ヘッジ・ファンド投資等」と呼ぶ。

○今回の新規則案は、ドッド・フランク法（厳密には、ドッド・フランク法に基づいて改正された銀行持株会社法）の定めるボルカー・ルールに則して、次のような構成となっている。

(A)権限及び定義（Authority and Definitions）……1～2 条

◇規則（案）全体についての範囲（scope）、目的、用語の定義などに関する規定

(B)自己勘定取引（Proprietary Trading）……3～9 条

◇禁止される自己勘定取引の範囲や、その適用除外に関する規定

◇一定の取引に関する記録作成及び報告義務

(C)対象ファンド活動及び投資（Covered Fund Activities and Investments）……10～19 条

◇ヘッジ・ファンド投資等の禁止が課される範囲や、その適用除外に関する規定

(D)コンプライアンス・プログラム整備義務、違反（Compliance Program Requirement; Violation）……20～21 条

◇ボルカー・ルール遵守等のため、銀行等に義務付けられる体制整備義務（内部統制システムなど）に関する規定

（注）これらのほか、補遺（Appendix）として、次のものも示されている。

Appendix A：（ボルカー・ルール遵守等のため）銀行等に報告が義務付けられる取引等の範囲に関する判断基準、報告事項など

Appendix B：銀行等に許容されるマーケット・メイク関連活動（market making-related activities）の判断基準など

Appendix C：銀行等が整備するコンプライアンス・プログラムが満たすべき最低限の要件・基準（minimum requirements and standards）など

○本稿では、このうち「(C)対象ファンド活動及び投資」の概要を紹介する。

1. ヘッジ・ファンド投資等の原則禁止

(1) 概要

○ドッド・フランク法は、銀行等（banking entity）に対して、別段の定めのある場合を除き、ヘッジ・ファンド（hedge fund）又はプライベート・エクイティ・ファンド（private equity fund）の株式（equity）、パートナーシップ（partnership）その他の所有権（ownership interest。以下、これらを総称して「持分等」と呼ぶ）の取得若しくは保有、又はこれらのスポンサー（sponsor）となること（以下、「ヘッジ・ファンド投資等」という）を禁止している（ドッド・フランク法 619 条によ

「ヘッジ・ファンド等投資の禁止」のみの（狭義の）ボルカー・ルールを取り扱うこととする。

る銀行持株会社法 13 条(a)(1)(B)。

(2) 禁止の対象（「銀行等」）

○ボルカー・ルールが適用される「銀行等 (banking entity)」とは、法律上、具体的に次のものと定められている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h)(1)）。

- ①預金保険の対象となる預金の取扱金融機関 (insured depository institution)
- ②上記①を支配する会社
- ③1978 年国際銀行法 (International Banking Act of 1978) 8 条によって「銀行持株会社」として取り扱われる会社 (注)
- ④これらの会社の子会社・関連会社(affiliate or subsidiary)

(注) 具体的には、米国内に支店や代理店を有する（米国から見た）外国銀行やその親会社などが規定されている。

○つまり、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等が原則禁止されるのは、あくまでも預金保険制度によって保護された預金取扱業務を行ういわゆる商業銀行（及びそのグループ会社等）ということになる。他方、いわゆる投資銀行や保険会社など商業銀行以外の金融機関については、預金取扱業務を行う子会社等を有しない限り、自己勘定取引は禁止されていない。ただし、別途、資本規制などが課されることとなる。

○今回の新規規則案は、前記④から次のものを除外することとしている⁴（新規規則案 2 条(e)(4)）。

- (i) 本規則 11 条及びその関連する Subpart C に従って (注)、銀行等 (banking entity) によって組織 (organized)、提供 (offered) 又は保持 (held) された対象ファンド (covered fund)
- (ii) 前記 (i) の対象ファンドが支配するもの

(注) 対象ファンドと銀行等の関係を規律する規定を含む。

○ボルカー・ルールは「銀行等によるヘッジ・ファンド投資等の原則禁止」を定めているが、後述するように、一定のヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドについては、例外的に銀行等による投資等を認めていることを受けたものと考えられる。

○また、ボルカー・ルールのもう一つの柱である「銀行等による自己勘定取引の原則禁止」との関連でも、こうした例外的に銀行等による投資等が認められるファンド（及びこれらのファンドが支配するもの）についても自己勘定取引が禁止されれば、実質的にファンドとしての活動が困難になり、法令が例外として特に銀行等による投資等を認めた趣旨を没却すると考えられる。このような理由から、例外規定が設けられたものと考えられる⁵。

⁴ 厳密には、新規規則案における個々の禁止規定などの中では、“banking entity”とは別に、“covered banking entity”という用語が用いられている。これは新しい規則を最終的に各当局の規則に組み込むに当たって、各々の所轄する範囲（例えば、OCC であれば国法銀行 (national bank) など、FRB であれば銀行持株会社 (bank holding company) や州法加盟銀行 (state member bank) など）と整合させるためと考えられる。なお、本稿では、便宜上、すべて「銀行等」の表記で統一する。

⁵ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.24 参照。

(3) 「ヘッジ・ファンド」、「プライベート・エクイティ・ファンド」

○銀行等による投資等が原則禁止される「ヘッジ・ファンド及びプライベート・エクイティ・ファンド」の定義は、次のように定められている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h)(2)）。

◇1940 年投資会社法上の投資会社であって、同法 3 条(c)(1)又は 3 条(c)(7)に基づいて登録を免除されるもの（注）の発行者

◇それに類するファンドとして所轄する連邦銀行当局、SEC、商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission (CFTC)）が規則によって定めるもの

○これを踏まえて、新規則案では、次のものを規制の「対象ファンド（covered fund）」と定義している（新規則案 10 条(b)(1)）。

①1940 年投資会社法上の投資会社であって、同法 3 条(c)(1)又は 3 条(c)(7)に基づいて登録を免除されるものの発行者

②商品取引所法 1a 条(10)が定める「商品プール（commodity pool）」

③1940 年投資会社法 2 条(a)(22)が定める発行者であって、合衆国外で組成又は募集されたものであり、かつ、仮に合衆国法又は州法に基づいて組成され、若しくは、合衆国又は州の居住者に募集が行われたならば、「対象ファンド」に該当するもの

④これらに類するファンドとして所轄する連邦銀行当局、SEC、CFTC が規則によって定めるもの

○前記①は、具体的には、次の理由により登録が免除されているものを意味する。いわゆる少人数私募やプロ私募がなされたファンドが想定されている。

(i) 100 名以下に実質的に所有されており、かつ、公募を行っていない（1940 年投資会社法 3 条(c)(1)）

(ii) 専ら適格購入者（qualified purchasers）によってのみ所有され、かつ、公募を行っていない（同 3 条(c)(7)）

○法律上の定義と比較して、実質的に追加されたのは前記②と③ということになるだろう。前記②は米国において商品取引所法が規律するコモディティやデリバティブを対象としたファンドを想定したもの、前記③は（米国から見た）外国ファンドを想定したものと考えられる。

(4) 「投資等」の範囲

○前述の通り、銀行等は「ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンド」に対する投資が原則禁止されるだけでなく、これらの「スポンサーとなること」も原則禁止されている。ここで「スポンサー」とは、具体的には次の(A)～(C)のいずれかに該当するものと定義されている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h)(5)）。

(A)ファンドのジェネラル・パートナー、業務執行者（managing member）又はトラスティーとして従事すること

- (B)いかなる方法によるものであれ、ファンドの取締役、トラスティー又は運営者の過半数を、選定又は支配すること（それを構成する従業員、役員、取締役、代理人を有する場合を含む）
- (C)協力、マーケティング、宣伝その他の目的のため、ファンドと同一の名称又は同一の名称を変化させた名称（variation）を共有すること

○実質的にファンドの意思決定・業務運営をコントロールする行為全般が規制されているといえるだろう⁶。

○これを受けて、新規則案では、法律の内容とほぼ同様の規定を設けた上で、前記(A)の「トラスティー(trustee)」の定義を次のように定めている（新規則案 10 条(b)(5)(6)）。

- ①「対象ファンド」につき、投資の裁量権（investment discretion）を行使しないトラスティーは、（規制対象である）「トラスティー」に含まない（注）。
- ②銀行等であって、①の投資の裁量権を行使しないトラスティーに指図を行う者、又は①が管理する「対象ファンド」の資産を運用・コントロールする権威と裁量権を保持する者は、（規制対象である）「トラスティー」とみなされる。

（注）ERISA 法 403 条 (a) (1) が定める指図されたトラスティー（directed trustee）についても同様とされている。

(5) その他、規制される「対象ファンド」との関係

○前記(4)のほか、銀行等（又はその関連会社）は、それが投資マネジメント、投資助言、スポンサーなどを直接又は間接に行う「対象ファンド」（又はそれが支配する他の「対象ファンド」）との間で、連邦準備法（Federal Reserve Act）23A 条が規制する（関係会社との間の）取引（融資等、発行する証券の購入・投資、資産買取りなど）に該当する行為をすることが、原則、禁止される（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(f)(1)、新規則案 16 条(a)(1)）。

○ただし、次の取引に関しては、例外として許容される（新規則案 16 条(a)(2)）。

- ①後述 2 に基づいて許容される「対象ファンド」の持分等の取得、保有
- ②次の要件をいずれも満たす場合における、「対象ファンド」との間でのプライム・ブローカレッジ取引（prime brokerage transaction）（注）
- (A)後述 2 (1)(ハ)の規制を遵守して行われるものであること
- (B)CEO が、毎年、文書によって、その「対象ファンド」（又はその投資先の「対象ファンド」）の債務・パフォーマンスについて、直接又は間接に、保証等を行っていないことを証明（certify）すること
- (C)FRB が、その銀行等の安定・健全な業務運営・状況と合致しないと判断していないこと

（注）プライム・ブローカレッジ取引とは、銀行等から「対象ファンド」に提供される一つ又は複数の商品・サービスをいう（新規則案 10 条 (b) (4)）。具体例としては、カストディ、清算、証券貸借サービス、取引執行、ポートフォリオ・マネジメント・サポートなどが掲げられている（同前）。

⁶ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.116 参照。

2. ヘッジ・ファンド投資等禁止の例外

(1) 「許容される活動」

- ドッド・フランク法の下では、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等の禁止（及び規制）の例外となる、「許容される活動（permitted activity）」が比較的広範囲に規定されている。これらの「許容される活動（permitted activity）」に該当する場合には、例外的に、銀行等による自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資が許容されることとなる。
- 「許容される活動（permitted activity）」としては、法律上、次のものが掲げられている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(1)）。

- ①一定の政府機関債等の売買（具体的には次のもの）
 - ◇合衆国及びその関係機関（agency）の債券（obligations）の売買
 - ◇GNMA、FNMA など一定の機関の債券（obligations）、参加証券（participations）その他の証券等の売買
 - ◇州及びその関係組織（political subdivision）の債券（obligations）の売買
- ②引受け又はマーケット・メイク活動との関連で行われる取引であって、顧客、利用者又は取引相手が必要とする範囲を超えないことが合理的に想定されるように設定されたもの
- ③リスク軽減のためのヘッジ活動で個別又は全体のポジション、契約その他の保有と関連付けられたもの
- ④顧客のため（on behalf of customers）に行われる売買等
- ⑤一定の法令等に基づく小規模事業投資会社への投資や公益（public welfare）促進投資など
- ⑥保険会社による法令等を遵守した一般勘定取引（general account）
- ⑦真正な管理、信託又は投資助言サービス（bona fide trust, fiduciary, or investment advisory services）の提供としてのヘッジ・ファンド等の組成・販売であって、一定の要件を満たすもの
- ⑧外国会社（米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く）による専ら合衆国外における自己勘定取引
- ⑨外国会社（米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く）による専ら合衆国外におけるヘッジ・ファンド投資等（米国居住者に対して持分が募集又は販売されないものに限る）
- ⑩その他、所轄する連邦銀行当局、SEC、CFTC が、銀行等の安全性・健全性、合衆国の金融の安定性の促進・保護の観点から、規則によって定める活動

- これらのうち、ヘッジ・ファンド投資等禁止との関連で、その適用の有無が問題となるのは、③（ヘッジ）、⑤（小規模事業投資会社への投資、公益促進投資など）、⑦（一定のヘッジ・ファンド等の組成・販売）、⑨（外国会社）、⑩（その他）ということになるだろう。

- 以下、銀行等によるヘッジ・ファンド投資等に該当するものの、例外的に「許容される活動」として認められる行為の概要を紹介する。

(4) ヘッジ

- 銀行等によるヘッジ・ファンド投資等のうち、次の要件をいずれも満たすもの（「許容されたリスク減少のヘッジ活動（permitted risk-mitigating hedging activities）」）については、禁止の対象とはならない（新規則案 13 条(b)）。つまり、ヘッジ・ファンド投資等が可能な場合に該当する。

- (i) その銀行等の個別又は全体の債務 (obligations)、負債 (liabilities) と関連付けて行われるものであって、次の(A)又は(B)いずれかの要件を満たすものである。
- (A) 顧客 (銀行等に該当するものを除く) のための仲介者 (intermediary) として銀行等が行うものであって、「対象ファンド」の損益に対するその顧客のエクスポージャーを銀行等自身が肩代わりする (facilitate) ものではないこと。
- (B) 「対象ファンド」への投資助言 (investment advisory) その他のサービスの提供を直接行っている従業員の報酬の取決め (compensation arrangements) と直接関連付けられている。
- (ii) その銀行等の個別又は全体の債務、負債と関連付けて特定のリスクを軽減するように計画されたものである。

○前記(i)(B)は、銀行等が、ファンドへの投資助言等を直接行っている従業員の報酬を、ファンドの運用成績と連動させて支払うことに備えてヘッジを行うことを許容する趣旨と考えられる。

○ヘッジ・ファンド投資等が、「許容されたリスク減少のヘッジ活動 (permitted risk-mitigating hedging activities)」と認められるためには、次の①～③の要件をすべて満たさなければならない (新規規則案 13条(b)(2))。

- ① その銀行等が、Subpart D (注) に定める内部コンプライアンス・プログラム (internal compliance program) を整備している (合理的に設計され、文書化された方針及び手続 (policies and procedures)、内部統制 (internal controls)、独立性テスト (independent testing) を含む)。
- ② 「対象ファンド」の持分等の取得等が、次の(A)～(D)の要件をいずれも満たすこと。
- (A) その取得等が、その銀行等によって Subpart D に基づき整備された文書化された方針、手続、内部統制に従って行われている。
- (B) 「対象ファンド」に対するエクスポージャーを、次の(a)又は(b)による同じファンドに対する同量の持分等とオフセットすることを通じて、ヘッジその他の方法により軽減している。
- (a) 専ら特定の顧客の要求に対応するために実施した取引から生じた。
- (b) 「対象ファンド」への投資助言その他のサービスを直接提供する従業員の報酬の取決めと直接関連付けられている。
- (C) その売買によって、その銀行等の個別又は全体のポジション、契約その他の保有において、その売買の前には顕在化していなかった顕著な (別の) エクスポージャーが、(ヘッジ活動の開始に伴って) 同時にヘッジされることなく、生じるものではない。
- (D) その売買等が、その銀行等による、次の(a)～(c)の要件を満たす、継続的な検証 (review)、監視 (monitoring)、管理 (management) に服する。
- (a) 前記①の文書化されたヘッジ方針・手続に従ったものである。
- (b) 対象となるポジション、そのリスクや流動性に関する事実と状況に基づいて、ヘッジ又は軽減しようとするリスクとの間で、合理的なレベルの相関関係を維持するものである。
- (c) 開始後、そのヘッジ以外で生じる顕著なエクスポージャーを減少するものである。
- ③ 「リスク減少のヘッジ活動」に従事する者の報酬の取決め (compensation arrangements) が、自己勘定によるリスク・テイク (proprietary risk-taking) に対する報奨とならないように設計されている。

(注) 具体的には、文書化された方針・手続の整備、内部統制システムの整備、マネジメント・フレームワークの整備、独立性テスト、トレーディング担当者やマネージャーの訓練、記録の作成保存などが定められている (新規規則案 20条(b))。

○なお、実際に「対象ファンド」の持分等の取得等を所掌し、責任をもつ組織とは、異なるレベルの

組織においてヘッジ活動を行う場合には、その銀行等は、最低限、リスク軽減の目的や対象となるリスクなどについて証拠を作成すること (documentation) が求められている (新規則案 13 条(b)(3))。

(ロ) 小規模事業投資会社への投資、公益促進投資など

○ドッド・フランク法は、ヘッジ・ファンド投資等禁止の例外として、銀行等が、一定の法律に基づく小規模事業投資会社 (small business investment company) への投資や公益促進 (public welfare) 投資などを行うことを許容している。

○新規則案では、銀行等が、これらファンドの持分等に直接投資することだけではなく、「スポンサー」となることについても許容することなどが明確化されている (新規則案 13 条(a))。

(ハ) 一定のヘッジ・ファンド等の組成・販売

○ドッド・フランク法は、銀行等が伝統的な資産運用 (asset management) や助言 (advisory) サービスの提供を続けることができるように、一定の例外措置を講じている。

○具体的には、次の①～⑧の要件を全て満たす場合には、銀行等によるヘッジ・ファンド等の組成・販売が認められる (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(1)(G)、新規則案 11 条)。なお、下線部分が新規則案によって新たに定められた部分である。

①真正な (bona fide) 信託 (trust, fiduciary)、投資助言 (investment advisory)、商品取引助言 (commodity trading advisory) サービスを提供するものである。

②「対象ファンド」は、真正な信託、投資助言、商品取引助言サービスの提供との関係において組成、募集され、どのようにその銀行等が助言その他のサービスをファンドの組成・募集を通じて顧客に提供するかを定めた信用できる計画又は同様の文書に従って、これらのサービスの顧客に対してのみ提供されるものである。

③銀行等は、ヘッジ・ファンド等の持分等を、本規定で許容されるものを除き (注1)、取得しない。

④銀行等は、本規則 16 条 (注2) の定める規制 (銀行等とファンドとの関係に関する規律、前記 1 (5) 参照) を遵守する。

⑤銀行等は、直接又は間接に、「対象ファンド」又はその「対象ファンド」の投資先である他の「対象ファンド」の債務・パフォーマンスについて、保証等 (guarantee, assume, or otherwise insure) を行っていない。

⑥協力、マーケティング、宣伝その他の目的のため、ファンドは次の名称を用いない。

◇銀行等 (又はその子会社、関係会社) と同一の名称又は同一の名称を変化させた名称 (variation)

◇「銀行 (bank)」という言葉を用いた名称

⑦銀行等の役職員 (その「対象ファンド」に対する投資助言その他のサービスの提供に直接従事している者を除く) が、その「対象ファンド」の持分を取得、保有しない。

⑧銀行等が、次の(A)及び(B)の開示を遵守している。

(A)その「対象ファンド」の潜在的又は実際の投資者に対して、次の(i)～(iv)の事項について、明確 (clearly) かつ目立つように (conspicuously)、文書による開示を(その「対象ファンド」の募集書類 (offering documents) における開示を通じるなどして) 行うこと。

(i)その「対象ファンド」の損失は、専ら投資者が負い、銀行等又はその子会社・関連会社は負わないこと。従って、その銀行等又はその子会社・関連会社の損失は、許容される範囲で投資者として保有する「対象ファンド」の持分等に帰せられるものに限定されること。

(ii)投資者は、「対象ファンド」に投資する前に、そのファンドの募集書類を読むべきこと。

(iii) 「対象ファンド」の持分等は、FDIC による保証の対象外であり、預金 (deposits)、債務 (obligations)、その他の銀行等による裏書、保証の対象とはならないこと。

(iv) 銀行等及びその子会社・関連会社・従業員の役割は、「対象ファンド」に対してスポンサーを務め、各種のサービスを提供するものであること。

(B) その他、所轄する連邦銀行当局、SEC、CFTC が、その「対象ファンド」の損失は、専ら投資者が負い、銀行等又はその子会社・関連会社は負わないことを確保する観点から、追加的に定める規則を遵守すること。

(注1) ドッド・フランク法では、「軽微な投資 (de minimis investment)」を定めた規定を遵守して行うことを求めている。新規則案では、その具体的な規定 (後述(2)参照) が定められたことから、その規定の範囲内で行うことを求めたものと考えられる。

(注2) ドッド・フランク法では、「本条(f)(1)(2)」の規制を遵守することを求めている。新規則案では、これらの詳細が定められたことから、その規定を遵守することを求めたものと考えられる。

(二) 外国会社

○外国会社 (例えば、日本の銀行) については、専ら米国外で活動する限り、ボルカー・ルールに基づくヘッジ・ファンド投資等禁止の対象とはならないこととされている。つまり、外国会社である銀行等は、専ら米国外で活動する限り、ヘッジ・ファンド投資等は可能である。

○新規則案では、外国会社によるヘッジ・ファンド投資等が許容される要件を、より具体的に、次の①～④をすべて満たす場合と定めている (新規則案 13 条(c)(1))。

①その銀行等は、直接的又は間接的に、合衆国又はその州の法律に基づいて組織された銀行等による支配を受けていない。

②その投資等の活動は、銀行持株会社法 4 条(c)(9)又は(13)の規定に基づいて行われている。

③その「規制対象」ファンドの持分等は、合衆国の居住者に対して募集・販売されていない。

④その投資等の活動は、専ら、合衆国外でのみ行われている。

○前記②の「銀行持株会社法 4 条(c)(9)又は(13)」とは、銀行持株会社に対して、非銀行会社の株式等を保有することを原則禁止する規定 (銀行持株会社法 4 条(a)) の適用を、外国会社が免除されるための要件に関する規定のことである。

○すなわち、銀行持株会社法は、同社に基づく非銀行会社の株式等の保有制限について、外国の銀行等が適用除外を認められる要件として、「外国法に基づいて設立され、その大部分 (the greater part) の業務を合衆国外で行っている」 (同法 4 条(c)(9))、「その国際業務又は外国業務に関連して偶発的に行われる場合を除き、合衆国内で事業を行っていない」 (同法 4 条(c)(13)) ことを定めている。また、より具体的な要件は、FRB 規則 (Regulation K) によって規定されている。

○新規則案は、ヘッジ・ファンド投資等を行っているのが米国の銀行等か、外国の銀行等かを判断する基準として、この銀行持株会社法の規定を活用しようとしているものと考えられる⁷。具体的には、銀行持株会社法や FRB 規則の適用を受ける「外国銀行 (foreign banking organization)」と、これらの規定の適用を受けない外国の金融機関 (例えば、米国の非銀行貯蓄金融機関を支配する外国銀行のようなケース) に分けて次のような規定を設けている。

⁷ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.143 参照。

○まず、外国の銀行等が、銀行持株会社法や FRB 規則の適用を受ける「外国銀行 (foreign banking organization)」である場合、その銀行等及びその売買が、FRB 規則 (Regulation K) を遵守していることを要求している (新規則案 13 条(c)(2)(i))。

○他方、その外国の銀行等が、銀行持株会社法や FRB 規則の適用を受けない (つまり、法令上の「外国銀行」に該当しない) ものである場合には、次の(A)~(C)の要件のうち少なくとも2つを満たすことを要求している (新規則案 13 条(c)(2)(ii))。

(A)その銀行等が合衆国外で保有する資産総額が、合衆国内で保有する資産総額を超えていること。

(B)その銀行等が合衆国外での事業によって上げる収益 (revenue) 総額が、合衆国内の事業によって上げる収益総額を超えていること。

(C)その銀行等が合衆国外での事業によって上げる純利益 (net income) 総額が、合衆国内の事業によって上げる純利益総額を超えていること。

○また、前記④の「その投資等の活動は、専ら、合衆国外でのみ行われている」と認められるためには、次の(i)~(iii)の要件をすべて満たす必要がある (新規則案 13 条(c)(3))。

(i)投資等の活動を行っている銀行等は、合衆国又はその州の法律に基づいて組織された団体ではない。

(ii)その「対象ファンド」の持分等の募集又は販売に関与している銀行等の子会社 (subsidiary)、関連会社 (affiliate)、従業員は、合衆国又は州において組成されておらず、物理的にも (physically) 存在していない。

(iii) その「規制対象」ファンドの持分等は、合衆国の居住者に対して募集・販売されていない。

○これに基づけば、外国会社 (例えば、日本の銀行) が、米国外で組成、募集、販売されたヘッジ・ファンドに投資等を行っている限り、ボルカー・ルールに違反することはないものと思われる。しかし、外国会社が、米国内に現地法人や支店を有しており、これら米国内の拠点が投資等に関与している場合 (前記(i)参照) や、米国に拠点を有する者が募集、販売等に関与したファンドに投資する場合 (前記(ii)参照) などは、「専ら、合衆国外」とは必ずしも言い切れないため、規制の影響を受ける可能性があるものと考えられる。

(ホ) その他

○その他の例外措置として、新規則案は、次のものを掲げている。

①ローンの証券化

②生命保険の個別勘定 (separate account)

③その他 (ジョイント・ベンチャーなど)

○「①ローンの証券化」は、ドッド・フランク法が、ボルカー・ルールについて、金融機関に許容さ

れるローンの売却 (**sell**) や証券化 (**securitize**) を阻害するものではない、との考え方を示していることを受けたものと説明されている⁸ (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条 (g)(2))。

- 具体的には、銀行等が、専ら次のものによって資産が構成されている資産担保証券 (**asset-backed securities**) の発行者である「対象ファンド」の持分等を取得又は保有することについては、ヘッジ・ファンド投資等禁止の対象とはしないことと定めている (新規則案 13 条(d)、14 条(a)(2)(v))。つまり、ヘッジ・ファンド投資等が可能な場合に該当する。

(i) ローン

(ii) その資産担保証券の裏づけとなるローンから直接生じる契約上の権利又は資産

(iii) 次の(A)及び(B)の要件を満たす金利又は為替デリバティブ

(A) 前記のローン、契約上の権利、資産と重要な関係を有する。

(B) 証券化のストラクチャーにおいて、ヘッジ目的で利用されている。

- 「②生命保険の個別勘定 (**separate account**) 」については、銀行等が、重要な従業員をカバーする保険契約 (**insurance policies**) を購入するケースがあり、定義上、これが「対象ファンド」該当する場合があるものの、通常、投機的なリスクを生じることは考えにくいためという説明がなされている⁹。

- 具体的には、生命保険の個別勘定であって、専ら、銀行等が、次の要件をいずれも満たす保険契約でその銀行等を受取人とするものを購入する目的で用いられる場合は、ヘッジ・ファンド投資等禁止の対象とはしないことと定めている (新規則案 14 条(a)(1))。

(i) その個別勘定の裏づけとなる資産等について、投資判断を(銀行等が) コントロールしていない。

(ii) 銀行が保有する生命保険に関する(連邦銀行当局の定める) 監督ガイドラインを遵守してその個別勘定の持分等を保有している。

- 「③その他」の適用除外としては、次のものが掲げられている (新規則案 14 条(a)(2))。いずれも、定義上、「対象ファンド」に該当する場合があるため、取扱いを明確化したものと考えられる。

(i) 銀行等又はその関連会社 (**affiliates**) とその他の者との間のジョイント・ベンチャーであって、次の(A)及び(B)の要件を満たすものの取得

(A) 事業を行っている会社 (**operating company**) である。

(B) 本規定により禁じられる活動や投資に従事していない。

(ii) 専ら、ある団体 (**entity**) と銀行等又はその関連会社との間の M&A にかかわる取引を成し遂げることを目的・効果としたピークルの取得

⁸ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.148 参照。

⁹ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.149 参照。

- (iii)法令によって証券化の組成者 (“securitizer” or “originator”) が保有することを義務付けられる資産担保証券のクレジットリスクの一定の割合の経済的利益の取得
- (iv)次の(A)及び(B)の要件を満たす銀行等の完全子会社の持分等の取得
- (A)主として、真正な (bona fide) 流動性マネジメント活動に従事している。
- (B)銀行等のバランス・シートに計上 (carried on) されている。

(2) 「軽微な投資」などに関する適用除外

- 銀行等がヘッジ・ファンド等の組成・販売を行うに当たっては（前記(1)(ハ)参照）、一定の要件の下で、ヘッジ・ファンド投資等の禁止（及び規制）について適用除外が認められている。即ち、次のいずれかに該当する場合には、その影響が軽微であるとして、銀行等によるヘッジ・ファンド投資等が認められることとなる（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(4)）。

- ◇ファンド設立時における他の投資家を募るための一定の初期投資（いわゆるシード投資）
- ◇軽微な投資（de minimis investment）

- このうち、「軽微な投資」の具体的な内容について、新規規則案は『そのファンドの外部に存在する総持分等（total outstanding ownership interests）の 3%を超えない 投資の実施及び保有』と定めている（新規規則案 12 条(a)(1)(ii)）。
- 比率の算定に当たっては、銀行等が直接保有する持分等のほか、次のものも分子に加算することとされている（新規規則案 12 条(b)(1)）。

- ◇銀行等が直接、間接に支配する団体（entity）が保有する持分等について全て加算
- ◇銀行等が支配はしていないが 5%超の議決権を支配する団体が保有する持分等について、プロラタ（pro rata）で加算

- ただし、こうした特例措置が認められるためには、次のような規制に服さなければならない（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(4)）。

- ①他の投資者を探すこと……銀行等の投資を次の②の水準まで減少させるため、積極的に他の（銀行等と関係を有さない）投資者を探さなければならない。
- ②投資規模の制限
- (a)ファンドの設立から 1 年以内（注1）にファンド持分の保有割合を 3%以下まで減少させなければならない（注2）。
- (b)ファンド持分が銀行等にとって重要でない（immaterial）水準でなければならない。
- ③自己資本……自己資本規制上、ファンド投資は銀行等の資産及び自己資本（tangible equity）から控除される。

（注1）FRB は、この期限を銀行等の申請に基づき、一定の要件の下で、最長 2 年間延長することができる（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(4)(C)、新規規則案 12 条(e)）。

（注2）条文の文言上は明記されていないが、いわゆるシード投資のケースを想定したものと考えられる。

- 前記②(b)の「重要でない水準」としては、新規規則案は、『銀行等による「対象ファンド」の持分等への投資の合計額が、その銀行等の Tier I 自己資本の 3%を超えてはならないこと』を定めている

(新規則案 12 条(a)(ii))。

○なお、比率の算定に当たって、分子に加算すべき持分等の範囲は、文言上、明記されていない。ただ、(新規則案)『12 条に基づき保有する各「対象ファンド」への投資の額の合計』と定められていることを踏まえると、前述の「軽微な投資」の場合と同様に解されるのではないかと思われる。

(3) 「許容される活動」であっても禁止される場合

○前記(1)の「許容される活動」に該当するものであっても、次のいずれかに当たる場合は、適用除外は認められない(ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(2))。つまり、銀行等によるヘッジ・ファンド投資等は禁止される。

- ①銀行等とその顧客 (clients)、利用者 (customers)、取引相手 (counterparties) との間で、重要な利益相反を生じる場合
- ②直接又は間接に、ハイリスク資産、ハイリスク取引戦略への重要なエクスポージャーが生じる場合
- ③その銀行等の安全性・健全性、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす場合

○新規則案では、これらを確認した上で(新規則案 17 条(a))、「重要な利益相反」、「ハイリスク資産」、「ハイリスク取引戦略」についての定義を定めている。

(イ) 「重要な利益相反」

○新規則案は、次のような場合には、その銀行等が適切な利益相反への対応・軽減のための方策(後述)をとっていない限り、「重要な利益相反」が存在すると定めている(新規則案 17 条(b))。

銀行等が、その取引、一連の取引又は活動に関して、その銀行等の利益が、その顧客、利用者、取引相手の利益と大きく相反する (materially adverse) ものとなる、又はそのような結果を招くような取引、一連の取引又は活動を行う場合

○利益相反の有無は、最終的には「個別の事実と状況 (specific facts and circumstances)」に依拠すると考えられることから¹⁰、かなり広い範囲の「利益相反」が対象とされているといえるだろう。

○その意味では、実務上、利益相反の有無そのものよりも、(ヘッジ・ファンド投資等を行う)銀行等が適切に利益相反への対応・軽減のための方策をとっているか否かの方が重要だとも考えられるだろう。

○新規則案は、利益相反への対応・軽減のための方策として、次の(A)又は(B)を求めている(同前)。

(A)適時かつ適切な (timely and effective) 開示と、無効化 (negate) 又は十分に軽減 (substantial mitigate) する機会の提供

¹⁰ OCC・FRB・FDIC・SEC "Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds" p.105、p.158 参照

- ◇利益相反を生じ得る取引等が有効となる前に、銀行等が次の(i)かつ(ii)の対応を行っていること
- (i)利益相反及びその他の必要な情報について、合理的な範囲で詳細に、かつ、合理的な顧客、利用者、取引相手が、その利益相反について適切に理解するのに有効な方法により、明確、適時、適切な開示を行う
 - (ii)前記の開示が、明示的(explicitly)、効果的(effective)に行われ、かつ、その利益相反によって生じる(顧客、利用者、取引相手の)利益に大きく相反する効果を、無効化又は十分に軽減する機会を、顧客、利用者、取引相手に提供する方法で行う

(B)情報隔壁 (information barriers)

- ◇銀行等が、利益相反によって顧客、利用者、取引相手に大きな相反する効果を与える(又は結果として生じる)ことを防止するために、その銀行等の業務の性質を考慮して合理的に設計され、文書化された方針・手続によって証跡化(memorialize)された情報隔壁を設置、維持、実行していること(例えば、担当者や機能を物理的に分離すること、活動の種類に制限を設けること)

- なお、「(B)情報隔壁」の方策に関しては、特定の取引等について、情報隔壁の設置にもかかわらず、顧客、利用者、取引相手に大きな相反する効果を与え得る(又は結果として生じ得る)ことを、その銀行等が知っている(又は合理的に知るべき立場にある)場合には、適切な利益相反への対応・軽減のための方策とは認められないこととされている(同前)。

(D)「ハイリスク資産」

- 新規則案は、前記②の「ハイリスク資産 (high-risk asset)」を「銀行等が保有した場合、その銀行等が重大な財務上の損失 (substantial financial loss) を被る又は破綻する可能性が顕著に増加するような資産又は一群の関連する資産」と定義している(新規則案 17 条(c)(1))。

- これに該当する具体的な資産の種類などについては、特に定められていない。

(H)「ハイリスク取引戦略」

- 新規則案は、前記②の「ハイリスク取引戦略 (high-risk trading strategy)」を「銀行等が行った場合、その銀行等が重大な財務上の損失 (substantial financial loss) を被る又は破綻する可能性が顕著に増加するような取引戦略」と定義している(新規則案 17 条(c)(2))。

3. 報告・記録作成義務

- 前記 2. の適用除外規定に基づいてヘッジ・ファンド投資等を行う銀行等に対して、新規則案は、一定の体制整備や報告・記録作成を義務付けることとしている(新規則案 15 条)。

- 新規則案に基づく義務は、大きく次の 2 つに分類されている。

①適切な内部管理、報告、記録作成に関する体制整備等の義務(新規則案 20 条、Appendix C)

②その他、当局が銀行等の遵守状況を評価する上で必要な報告・記録作成義務

4. 施行時期

- ボルカー・ルールの実行時期は、次のように定められている(ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(c)(1))。

次の(a)(b)のうち、いずれか早い時期

(a)当局による規則制定から 12 ヶ月

(b)ドッド・フランク法制定から 2 年 (2012 年 7 月 21 日)

○米国の各金融規制当局は、今回、公表した新規規則案について、2012 年 1 月 13 日まで意見募集を行うものとしている。その結果、最終的な規則が制定されるのは、当然、それ以降となることから、ボルカー・ルール¹¹の施行時期は、2012 年 7 月 21 日に事実上、確定したといえるだろう。

○なお、ヘッジ・ファンド投資等の禁止を実際に適用するに当たっては「規定の施行」から更に 2 年間の猶予措置が講じられている (同 13 条(c)(2))。

○更に、FRB は、規定の目的に合致し、公益を損なわない限り、(1 回につき) 1 年を超えない範囲で猶予措置の延長を行うことができる (同前)。再延長を何回か行うことは可能だが、その場合でも延長期間の合計が 3 年(当初の猶予措置を合わせれば 5 年)を超えることは認められない(同前)。

○その他、流動性の乏しいファンド (illiquid funds) については、さらに猶予期間を延長できる特例が設けられている。具体的には、FRB は、銀行等からの申請に基づき、2010 年 5 月 1 日時点で効力を有する契約上の義務を履行する上で必要な範囲で、1 回に限り延長 (最長 5 年¹¹) することができるとされている (同 13 条(c)(3)、FRB Regulation V V 案 (以下、FRB 規則案) 31 条(b))。

○ここでいう流動性の乏しいファンドについて、新規規則案は、次の①及び②の要件を満たすものと定めている (FRB 規則案 30 条(a))。

①2010 年 5 月 1 日の時点において、次のいずれかの要件を満たしている。

(i)主として (principally) 流動性の乏しい資産 (illiquid assets) (注) に投資している。

(ii)流動性の乏しい資産に投資しており、かつ、契約上、主として流動性の乏しい資産に投資すべきことが定められている。

②主として流動性の乏しい資産に投資するという投資戦略に準拠し、それに従った投資が行われている。

(注) 流動性の乏しい資産は、新規規則案では次の (i) ~ (iv) のいずれか該当する不動産 (real property)、証券 (security)、債権 (obligation) その他の資産と定められている (FRB 規則案 30 条 (b) (c))

(i) 流動性のある資産 (現金及びその同等物、取引所等で取引される資産、競争的なビッド/オファーが適格インターディーラー気配システム等を通じて提示される資産、気配価格が経常的に (routinely) 広く公表等されている資産、現金等に換価されるまでの期限が 1 年以内の資産など) に該当しない。

(ii) 法令上の制約により、「対象ファンド」が、(そのファンドと関係を有する) 銀行等の関係者以外の者に提供、売却その他の譲渡を行うことができない資産。

(iii) 契約上の制約により、「対象ファンド」が、3 年以上の期間、(そのファンドと関係を有する) 銀行等の関係者以外の者に提供、売却その他の譲渡を行うことができない資産。

○ただし、前記 3. の報告・記録作成義務や、ボルカー・ルール遵守のためのコンプライアンス・プログラム整備義務 (新規規則案 20 条など) については、(猶予措置の適用はなく) 「規定の施行」

¹¹ その他の猶予期間も全て合算すると最長 10 年という計算になる。松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法—ドッド=フランク法のすべて』(金融財政事情研究会、2010 年) p. 167 参照。

(2012年7月21日) から適用する方針が示されている¹²。

¹² OCC・FRB・FDIC・SEC "Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds" p.22。各当局の個別規則案なども参照。