

2014年7月31日 全34頁

# ボルカー・ルール（ファンド投資等の規制編）

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

## [要約]

- 2013年12月10日、米国の金融規制当局（FRB、CFTC、FDIC、OCC、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規則を公表した。
- 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。禁止される「投資等」には、ファンドの持分等を取得・保有することだけでなく、ファンドのジェネラル・パートナーや業務執行者として従事するなど「スポンサーとなること」も含まれる。
- 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は、原則として、ヘッジ・ファンド投資等を禁止する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、業務の大部分を米国外で行っている、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、ファンド持分等の取得・保有やスポンサー活動の決定を行う銀行等が米国内に所在しない、米国内に所在する支店・関係会社からファイナンスが提供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のコンプライアンス・プログラムの整備義務なども課されている。
- 2011年の原案と比較すると、外国公募ファンドが適用除外となることが明記されたことや、外国会社による専ら米国外での活動の適用除外要件について、ファンド投資等に伴うリスクの所在という観点（リスク・ベース・アプローチ）が重視されたことなどが変更点として指摘できる。
- 規則は、2014年4月1日から施行されている。ただし、（銀行等による）遵守の期限は、2015年7月21日とされている。

## 【目次】

はじめに.....	2
1. ヘッジ・ファンド投資等の原則禁止.....	5
(1) 概要.....	5
(2) 禁止の対象（「銀行等（banking entity）」）.....	5
(3) 「ヘッジ・ファンド」、「プライベート・エクイティ・ファンド」.....	7
(4) 「対象ファンド」に該当しないもの.....	9
(5) 「投資等」の範囲.....	11
(6) その他、規制される「対象ファンド」との関係.....	13
2. ヘッジ・ファンド投資等禁止の例外.....	13
(1) 「許容される活動（permitted activity）」.....	13
(i) (顧客の) 資産運用 (asset management) などに伴う対象ファンドの組成等 (organizing and offering a covered fund).....	15
(ii) 資産担保証券発行主体の組成等 (organizing and offering an issuing entity of asset-backed securities).....	16
(iii) 引受け及びマーケット・メイク (underwriting and market making).....	17
(iv) リスク軽減のヘッジ活動 (Risk-Mitigating Hedging Activities).....	18
(v) 合衆国外での対象ファンド活動又は投資 (covered fund activities and investment outside of the United States、外国会社).....	20
(vi) 保険会社の活動等 (activities by a regulated insurance company).....	24
(2) 初期投資 (establishment)、軽微な投資 (de minimis investment).....	24
(3) 「許容される活動」であっても禁止される場合.....	27
(i) 「重要な利益相反 (material conflict of interest)」.....	27
(ii) 「ハイリスク資産 (high-risk asset)」.....	29
(iii) 「ハイリスク取引戦略 (high-risk trading strategy)」.....	29
3. コンプライアンス・プログラムなど.....	29
4. 施行時期.....	30

## はじめに

2013年12月10日、米国連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB)）、米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission (CFTC)）、米国連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)）、米国通貨監督局（Office of the Comptroller of the Currency, Treasury (OCC)）、米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission (SEC)）は、共同で「ボルカー・ルールを施行する最終規則を發布（“Agencies Issue Final Rules Implementing the Volcker Rule”）」と題するリリースを公表した<sup>1</sup>。併せて、いわゆる

<sup>1</sup> FRB のウェブサイト (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20131210a.htm>) に掲載されている。

ボルカー・ルール<sup>2</sup>の細則を定める各当局の共通規則（Common Rules）の本文、共通規則の前文（Preamble）に該当する「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”）」（以下、「前文」と呼ぶ）、共通規則の概説資料（Fact Sheet）「『ボルカー・ルール』を施行する最終規則（Final Rules to Implement the “Volcker Rule”）」（以下、「概説資料」と呼ぶ）なども発表している<sup>2</sup>。

ボルカー・ルールとは<sup>3</sup>、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”）」（以下、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<sup>4</sup>（ドッド・フランク法 619条に基づく銀行持株会社法（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

もともと、ドッド・フランク法に限ったことではないが、法律そのものは基本的な原理・原則を定めているだけであり、実際に法律を適用するための実務上の細目・細則は、各当局の定める規則に委任されていた（ドッド・フランク法 619条に基づく銀行持株会社法 13条(a)(2)など）。これを受けて、各当局は規則制定の作業を進め、ドッド・フランク法が成立した翌年（2011年）10月に共通規則案（Proposed Common Rules）をとりまとめ、意見募集手続（パブリックコメント）を行った<sup>5</sup>（以下、「原案」と呼ぶ）。

なお、特に断らない限り、翻訳は筆者による。

<sup>2</sup> FRB のウェブサイト（<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/boardmeetings/20131210openmaterials.htm>）などに掲載されている。

<sup>3</sup> 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）など参照。

<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/10090201financial.html>

<sup>4</sup> 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「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。

<sup>5</sup> FRB のウェブサイト（<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20111011a.htm>）などに掲載されている。なお、拙稿「ボルカー・ルール<sup>2</sup>の細則案（自己勘定取引の禁止編）」（2011年11月2日付レポート）、「ボルカー・ルール<sup>2</sup>の細則案（ファンド投資等の規制編）」（2011年12月21日付レポート）なども参照。

<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/11110201financial.html>

<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/11122101financial.html>

この原案に対しては、18,000件を超える意見が寄せられた<sup>6</sup>。また、報道等によれば、ボルカー・ルールに批判的な金融機関などによるロビー活動が活発に行われたことに加え、当局の間でも様々な意見対立があったことなどから、最終規則の策定作業は難航した模様である<sup>7</sup>。それでも、今回の共通規則とりまとめによって、ルー米財務長官らが求めていた2013年内の最終規則策定<sup>8</sup>には、何とか間に合ったということになる。

共通規則は、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。

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

- 規則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

**Subpart 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

**Subpart 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

**Subpart D コンプライアンス・プログラム、違反（Compliance Program Requirement; Violations）** （20～21条）

- コンプライアンス・プログラム（内部統制システムなど）の整備義務等に関する規定

（注）これらのほか、補遺（Appendix）として、次のものも定められている。

Appendix A：（ボルカー・ルール遵守等のため）一定の銀行等に対して義務付けられる当局への報告など

Appendix B：一定の銀行等のコンプライアンス・プログラムに対する追加的な要件（enhanced minimum standards）など

本稿では、このうち「Subpart C 対象ファンド活動及び投資」の概要を紹介する<sup>9</sup>。なお、全体像については、本稿末尾の「（参考）ボルカー・ルール（ファンド投資等の規制）の概略」も参照されたい。

<sup>6</sup> 概説資料 p.1。

<sup>7</sup> 2013年9月10日付 THE WALL STREET JOURNAL 電子版（online.wsj.com）、2013年9月24日付日本経済新聞電子版など。

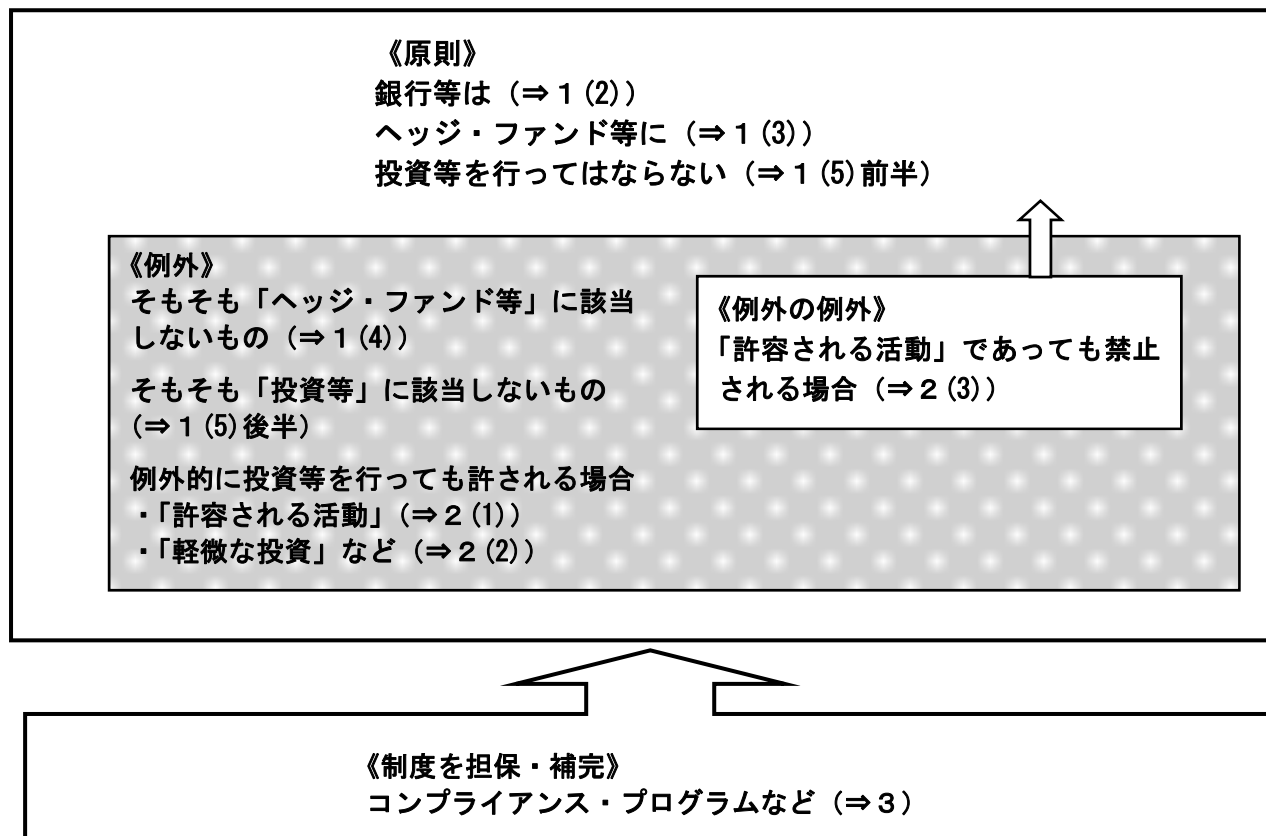
<sup>8</sup> Anthony Reyes “Stepping on the Accelerator for the Implementation of Dodd-Frank” (7/19/2013) など参照。

<http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Stepping-on-the-Accelerator-for-the-Implementation-of-Dodd-Frank.aspx>

<sup>9</sup> 「Subpart B 自己勘定取引」については、拙稿「ボルカー・ルール（自己勘定取引の禁止編）」（2014年3月7日付レポート）など参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20140307\\_008301.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20140307_008301.html)

図表 ポルカー・ルール（ファンド投資等の規制）の構造



(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

## 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 条による銀行持株会社法 13 条(a)(1)(B))

### (2) 禁止の対象 (「銀行等 (banking entity)」)

ヘッジ・ファンド投資等が原則禁止される「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
- ③ 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・関係会社 (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、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、ヘッジ・ファンド投資等は禁止されていない<sup>10</sup>。

ただし、共通規則は、次のものは「銀行等」から除外することとしている<sup>11</sup>(共通規則2条(c)(2))。

- (イ) 「銀行等 (banking entity)」の定義の前記①～③のいずれにも該当しない対象ファンド (covered fund)
- (ロ) 中小事業投資法 (Small Business Investment Act of 1958) に定める中小事業投資会社 (small business investment company) が支配するポートフォリオ会社 (portfolio company) 又はポートフォリオ事業 (portfolio concern) であって、「銀行等 (banking entity)」の定義のうち前記①～③のいずれにも該当しないもの
- (ハ) FDIC の法人としての権限に基づく活動、及び連邦預金保険法 (Federal Deposit Insurance Act) 又はドッド・フランク法に基づく管理人 (conservator) 又は管財人 (receiver) としての活動

(イ)、(ロ)は、形式上、預金取扱金融機関の子会社・関係会社に該当し得るもののうち、ボルカー・ルールのもう一つの柱である「自己勘定取引の原則禁止」がそのまま適用されれば、実

<sup>10</sup> ただし、FRB が監督する非銀行金融機関であって、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等を行う者については、原則、一定の資本規制などに服するものとされている(ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(a)(2))。

<sup>11</sup> 厳密には、共通規則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。



質的にその活動が困難になり、制度の趣旨を没却しかねないものを除外したと思われる。

つまり、ボルカー・ルールにより、銀行等は、原則、ヘッジ・ファンド投資等が禁止される。しかし、一部のファンドについては、例外として、銀行等による投資等が認められるものがある（後述2など参照）。例外的に銀行等による投資等が認められるこれらのファンド（及びこれらが支配するもの）については、仮に、形式的に銀行等の子会社・関係会社に該当したとしても、自己勘定取引を許容することを意図するものではないかと思われる<sup>12</sup>。なお、(イ)の「対象ファンド」とは、銀行等による取得が、原則、禁止されるヘッジ・ファンド等を意味する（次の(3)参照）。

(ハ)では、FDICの活動が除外されている。FDICは、預金取扱金融機関や一定の金融機関の破綻処理に当たって、管理人や管財人として、その資産や負債の移転などを行うこともあり得る（連邦預金保険法11条(d)(2)(G)、ドッド・フランク法210条(a)(1)(G)など）。こうした活動が、形式的には、ボルカー・ルールの「自己勘定取引の原則禁止」に抵触する可能性があるため、規制の対象とならないことを明確化するために設けられたものと思われる。

### (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)）。

- ◇ 投資会社法（the Investment Company Act of 1940）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
- ◇ それ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

これを踏まえて、共通規則では、次のものをボルカー・ルールの規制対象である「対象ファンド（covered fund）」と定義している（共通規則10条(b)(1)）。

- ① 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

<sup>12</sup> 原案の趣旨につき、OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds”（以下、「原案の前文」） p.24 など参照。

- ② 商品取引所法 1a 条(10)が定める「商品プール (commodity pool)」であって、次の(A)又は(B)に該当するもの
- (A)「商品プール」の運営者 (operator) が、CFTC 規則 § 4.7 (17CFR4.7) に基づく適用除外を主張 (claim) している。
- (B)次の(a)~(c)のいずれにも該当する。
- (a)「商品プール」の運営者が、その「商品プール」の運営について CFTC に登録している。
- (b) 実質的にすべての「商品プール」持分ユニット (participation units) が、適格有資格者 (qualified eligible persons) に保有されている。
- (c) その「商品プール」持分ユニットが、適格有資格者以外の者に対して公募が行われていない (have not been publicly offered)。
- ③ 銀行等であって、合衆国内に所在し (locate)、若しくは合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立されたもの (注1) について、次の(A)~(C)に該当するもの (注2)
- (A) 合衆国外で組成 (organize) 又は設定 (establish) されたものであり、かつ、その持分等 (ownership interests) が専ら合衆国外で募集、販売されたものである。
- (B) 主として、転売その他の売却など証券取引のために有価証券に投資する目的で、投資者から資金を集める事業体 (entity) 又は仕組み (arrangement) である (そのような事業体、仕組みとして振る舞う (hold itself out) ものを含む)。
- (C) 次の(a)又は(b)のいずれかに該当する。
- (a)その銀行等 (又は子会社) をスポンサーとする。
- (b)その銀行等 (又は子会社) が、直接又は間接に、その発行する持分等を保有する。

(注1) 合衆国内に所在し、若しくは合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立された銀行等によって、直接的又は間接的に支配された銀行等を含む。

(注2) 外国銀行等の米国支店 (branch)・代理店 (agency)・子会社 (subsidiary) は、合衆国内に所在 (locate) しているものとされるが、これらの支店・代理店・子会社を運営・管理している外国銀行等そのものについては、米国支店・代理店・子会社を運営・管理していることのみを理由として合衆国内に所在していると判断されることはない (共通規則 10(b)(3))

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。いわゆる少数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。

- (A) 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 (投資会社法 3 条(c)(1))
- (B) 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のうち、専らプロ投資家（適格有資格者）を対象とした私募（及び、それに類するもの）がなされたものを想定していると考えられる<sup>13</sup>。

前記③は（米国から見た）一定の外国ファンドを想定したものと考えられる。

共通規則において「対象ファンド」の範囲を定める上での基本的な考え方について、転売その他の取引のために有価証券やデリバティブに投資する目的で組成された各種の事業体であり、主として、機関投資家や富裕層に販売されるものに焦点を当てたと説明されている<sup>14</sup>。それは、これらのタイプのファンドは、（投資会社としての）連邦証券法上の保護が適用されず、リスクの高い投資戦略が採用されている可能性が高いためだとされている<sup>15</sup>。

上記の考え方を踏まえて、原案と比較して、特に②「商品プール」及び③「外国ファンド」について、対象となるものの範囲がより絞られている。

原案では、「商品プール」全般が対象とされていたが、最終的な共通規則では、前述の通り、専らプロ投資家（適格有資格者）を対象とした私募（及び、それに類するもの）がなされたものに限定されている。

③「外国ファンド」についても、原案では、「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」という一般的な規定であった。それが、最終的な共通規則では、上記の考え方を踏まえて、米国の銀行等との関係（スポンサー、持分等保有）や、組成の目的（転売等の有価証券投資目的）などが判断基準として具体的に明示されている。

#### (4) 「対象ファンド」に該当しないもの

次に掲げるものについては、当局が別段の定めを行わない限り、「対象ファンド」には含まれないとされている（共通規則 10 条(c)）。つまり、銀行等は、原則、これらに対して投資等を行うことが可能である。

- ① 外国公募ファンド（Foreign public funds）
- ② 完全子会社（Wholly-owned subsidiaries）
- ③ ジョイント・ベンチャー（Joint ventures）

<sup>13</sup> 前文 p.5667。

<sup>14</sup> 前文 p.5666。

<sup>15</sup> 同前。

- ④ 買収ビークル (Acquisition vehicles)
- ⑤ 外国年金・退職ファンド (Foreign pension or retirement funds)
- ⑥ 保険会社の分離勘定 (Insurance company separate accounts)
- ⑦ 銀行保有の生命保険 (Bank owned life insurance)
- ⑧ ローン証券化 (Loan securitizations)
- ⑨ 適格資産担保コマーシャル・ペーパー導管 (コンデュイット) 組織 (Qualifying asset-backed commercial paper conduits)
- ⑩ 適格カバード・ボンド (Qualifying covered bonds)
- ⑪ 中小事業投資会社及び公益投資ファンド (SBICs and public welfare investment funds)
- ⑫ 登録投資会社及び適用除外事業体 (Registered investment companies and excluded entities)
- ⑬ FDIC の管理人・管財人としての活動に関連した発行者 (Issuers in conjunction with the FDIC's receivership or conservatorship operations)
- ⑭ その他当局が共同で (jointly) 適用除外を認めた発行者 (Other excluded issuers)

(注) いずれも適用除外を認められるための詳細な要件が定められているが、ここでは紙幅の関係から割愛する。

これらのうち②、③、④、⑦、⑧については、原案でも一定の要件の下で適用除外が認められていた<sup>16</sup> (原案の共通規則案 14 条(a))。また、⑪については、原案では、「許容される活動 (permitted activity)」(後述 2 (1)) の中に位置づけられていた (原案の共通規則案 13 条(a))。それ以外のファンド等については、これを適用除外とする明文の規定は設けられていなかった。最終的な共通規則では、寄せられた意見などを踏まえて、本来、ドッド・フランク法が意図したもの (いわゆるヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド) とは異なるタイプのファンドについてまで、銀行等による投資等が禁止されてしまうことに伴う弊害を防止する観点から、適用除外規定が設けられたとされている<sup>17</sup>。

なお、⑫にあるように投資会社法に基づいて登録された投資会社については、「ヘッジ・ファンド投資等の規制」の対象とはされていない (つまり、銀行等による投資等が可能)。言い換えれば、投資会社法に基づいた登録がなされていないファンドが規制対象となる。これも、前述 (3) の通り、いわゆる少人数私募やプロ私募がなされたファンドを規制対象とするとのスタンスを踏まえたものと考えられる。

<sup>16</sup> もっとも、適用除外が認められる要件について、最終的な共通規則では、一部、原案からの修正が行われている。

<sup>17</sup> 前文 p.5671、p.5677 など参照。

## (5) 「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」の持分等の取得・保有が原則禁止される。ここでいう「持分等」とは、「エクイティ (equity)、パートナーシップ (partnership) その他これに類する持分 (interest)」と定義されている<sup>18</sup> (共通規則 10 条(d)(6)(i))。

加えて、銀行等は、これらのファンドの「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・業務運営など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<sup>19</sup>。

これを受けて、共通規則では、前記(A)に『商品プール』の運営者 (operator) として従事すること」を追加している (共通規則 10 条(d)(9))。また、「トラスティー(trustee)」の範囲について、次のように定めている (同 10 条(d)(10))。

- ① 次の(a)又は(b)に該当するものは、(規制対象である)「トラスティー」に含まない。
  - (a) 対象ファンドにつき、投資の裁量権 (investment discretion) を行使しないもの (注)
  - (b) 上記(a)と実質的に同等な外国法に基づき課される受託者規制 (fiduciary standards) の適用を受けるもの
- ② 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がトラスティーとして管理する対象ファンドの資産の投資判断について、管理・コントロールする権限

<sup>18</sup> ヘッジ・ファンド等に対する融資は、文言上、「持分等」に含まれていない (前文 p. 5706 参照)。なお、(6)も参照。

<sup>19</sup> 原案の趣旨につき、「原案の前文」 p.116 参照。

(authority) と裁量 (discretion) 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。

また、次に掲げる「対象ファンド」の持分等の取得、保有については、禁止される「ヘッジ・ファンド投資等」に該当しないもの(つまり、投資等が可能)とされている(共通規則 10 条(a)(2))。これらについては、「対象ファンド」への投資等に伴うリスクを、原則、銀行等(の自己勘定)ではなく、顧客などが負担することになるためであると説明されている<sup>20</sup>。

- ① 専ら、代理人 (agent)、ブローカー、カストディアンとして行動する場合(ただし、次の(a)かつ(b)に該当する場合に限る)
  - (a)顧客の勘定により (for the account of)、又は顧客のため (on behalf of) に行われること
  - (b)銀行等又はその子会社が、その持分等について実質的な所有権を取得、保有しないこと
- ② 銀行等(又はその子会社)の報酬の後払い (deferred compensation)、株式ボーナス (stock-bonus)、利益分配 (profit-sharing)、年金プラン (pension plan) を通じて行われ、当該銀行等(又はその子会社)が、その従業員又は退職者を受益者とするトラスティー (trustee) として、直接又は間接に、その持分等を保有又は支配する場合にあっては、合衆国法又は外国法に基づいて設定管理されている場合
- ③ 善意で (in good faith) 事前に契約された(債務者の)負債を回収する通常の手続 (in the ordinary course) により行われるものであって、実務上、可能な限り早く、銀行等がその持分等を処分し、当局が認める期間を超えて保有することがない場合
- ④ 顧客(「対象ファンド」を除く)のために、トラスティー又は同様の受託者の資格 (fiduciary capacity) に基づいて行う場合(ただし、次の(a)かつ(b)に該当する場合に限る)
  - (a)顧客の勘定により (for the account of)、又は顧客のため (on behalf of) に行われること
  - (b)銀行等又はその子会社が、その持分等について実質的な所有権を取得、保有しないこと

①は、専ら、代理 (agent)、ブローカー、カストディアンとしての「対象ファンド」持分等の取得等、②は、年金プランの受託者などとしての取得等、③は、担保の取得と売却など一定の負債の回収手続における取得等、④は、顧客の受託者などとしての取得等と整理できるだろう。

<sup>20</sup> 前文 p. 5668。

## (6) その他、規制される「対象ファンド」との関係

前記(5)のほか、銀行等（又はその関係会社）は、(a)直接又は間接に、投資マネジメント、投資助言、スポンサーなどを行う場合、(b)後述 2 (1) の適用除外規定に基づいて組成等を行う場合、又は、(c)後述 2 (1) (ii) の（資産担保証券の発行主体に関する）適用除外規定に基づいて持分等を継続的に保有する場合には、これらの対象ファンド（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、原則として、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)、共通規則 14 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<sup>21</sup>（共通規則 14 条(a)(2)）。

- ① 後述 2 (1) 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 銀行等が、運営、スポンサー又は助言を行う対象ファンドが持分等を有する他の対象ファンド（second-tier fund）との間でのプライム・ブローカレッジ取引（prime brokerage transaction）（注）であって、次の要件をいずれも満たすもの
  - (A) 後述 2 (1) (i)～(iii) 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監督当局に対して証明（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、連邦準備法 23A 条(b) (7) に規定される取引であって、カストディ（custody）、清算・決済（clearance and settlement）、証券貸借サービス（securities borrowing or lending services）、取引執行（trade execution）、ファイナンス（financing）、又はデータ・運営・管理サポート（data, operational, and administrative support）との関連で提供されるものをいう（共通規則 10 条(d) (7)）。

## 2. ヘッジ・ファンド投資等禁止の例外

### (1) 「許容される活動（permitted activity）」

ドッド・フランク法の下では、銀行等による自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等は原則禁止される。しかし、「許容される活動（permitted activity）」に該当する場合には、例外が認められる。すなわち、本来であれば、銀行等による投資等が禁止されるヘッジ・ファンド持分等

<sup>21</sup> ただし、連邦準備法 23B 条の定める関係会社との取引に関する規制（独立者間の取引と実質的に同じ条件であることなど）の適用を受けることとなる（共通規則 14 条(b) (c)）。

であっても、「許容される活動 (permitted activity)」に該当する場合であれば、投資等が認められることとなる。

こうした例外が認められる「許容される活動 (permitted activity)」は比較的広範囲に規定されている。具体的には、「許容される活動 (permitted activity)」として、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))。

- |  |
|--|
| <p>①一定の政府機関債等の売買 (具体的には次のもの)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇合衆国及びその関係機関 (agency) の債券 (obligations) の売買</li> <li>◇GNMA、FNMA など一定の機関の債券 (obligations)、参加証券 (participations) その他の証書等の売買</li> <li>◇州及びその関係組織 (political subdivision) の債券 (obligations) の売買</li> </ul> <p>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</p> <p>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</p> <p>④顧客のため (on behalf of customers) に行われる売買等</p> <p>⑤一定の法令等に基づく小規模事業投資会社投資や公益 (public welfare) 促進投資など</p> <p>⑥保険会社による法令等を遵守した一般勘定取引 (general account)</p> <p>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</p> <p>⑧外国銀行等 (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</p> <p>⑨外国銀行等 (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等が募集又は販売されないものに限る)</p> <p>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</p> |
|--|

これらを踏まえて、共通規則では、「ヘッジ・ファンド投資等の禁止」との関連で、「(顧客の) 資産運用 (asset management) などに伴う対象ファンドの組成等」(前記⑦)、「資産担保証券発行主体の組成等」(前記⑦)、「引受け及びマーケット・メイク」(前記②)、「リスク軽減のヘッジ活動」(前記③)、「合衆国外での対象ファンド活動又は投資 (外国会社)」(前記⑨)、「保険会社の活動等」(前記⑥)について、「許容される活動 (permitted activity)」



として適用除外が認められるための細目を定めている。

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。

(i) (顧客の) 資産運用 (asset management) などに伴う対象ファンドの組成等 (organizing and offering a covered fund)

ドッド・フランク法は、銀行等が伝統的な (顧客に対する) 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)、共通規則 11 条(a))。

- 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又はその関係会社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文書化された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 銀行等及びその関係会社は、ヘッジ・ファンド等の持分等を、本規則 12 条で許容されるもの (初期投資 (establishment)、軽微な投資 (de minimis investment)) を除き、取得しない (注1)。
- ④ 銀行等及びその関係会社は、本規則 14 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 (6)参照) を遵守する。
- ⑤ 銀行等及びその関係会社は、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。
  - (A) 銀行等 (又はその関係会社) と同一の名称又は同一の名称を変化させた名称 (variation)
  - (B) 「銀行 (bank)」という言葉を用いた名称
- ⑦ 銀行等 (又はその関係会社) の役職員 (取得の時点において、その対象ファンドに対する投資助言、商品取引助言、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等を取得、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(a)~(d)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
- (a) その対象ファンドの損失は、専ら投資者が負い、銀行等又はその関係会社は負わないこと。従って、その銀行等の損失は、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又は制限利益受益権 (beneficiary of a restricted profit interest) に帰せられるものに限定されること
- (b) 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
- (c) 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
- (d) 銀行等及びその関係会社・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、銀行等又はその関係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。共通規則では、その具体的な規定 (対象ファンドの総持分等の3%まで、銀行等の Tier 1 資本の3%までなど。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。共通規則では、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。

これらを整理すると、受託者責任に基づくサービス (fiduciary services) 提供との関係においてなされること (①②)、所定の法令を遵守していること (③④)、ファンドに対する保証等の禁止 (⑤)、名称の共有等の制限 (⑥)、役職員による取得の制限 (⑦)、情報開示に関する要件 (⑧) となるだろう。

最終的な共通規則は、概ね、原案を踏襲したものとなっているが、(銀行等の) 関係会社の取扱い、対象ファンドに投資助言などを行っている (銀行等の) 役職員による取得 (取得時に投資助言などを行っていれば、事後的に担当から外れても保有し続けられることなどが明確化された<sup>22)</sup> などについて、一部、修正が加えられている。

## (ii) 資産担保証券発行主体の組成等 (organizing and offering an issuing entity of asset-backed securities)

資産担保証券の発行主体 (issuing entity of asset-backed securities) である対象ファンドについては、前記(i)③~⑧の要件を遵守している限り、銀行等は、直接又は間接に、組成及び募集

<sup>22)</sup> 前文 p.5719。

(organizing and offering) に関連して、その対象ファンドの持分等を取得、保有し、又はスポンサーとなることが認められる（共通規則 11 条(b)）。原案では、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範囲での取得等を認めることとされていた（原案の共通規則案 14 条(a) (2)）。寄せられた意見などを踏まえ、証券化の実務（一又は複数の者が、資産の売却・移転を通じて、組成に関与するなど）に即して、銀行等による証券化の組成等を過度に制約しない適用除外規定にしたと説明されている<sup>23</sup>。

### (iii) 引受け及びマーケット・メイク (underwriting and market making)

銀行等が、次の要件をいずれも満たす場合には、対象ファンドの引受け (underwriting activities) 又はマーケット・メイク (market making-related activities) を行うことが認められる（共通規則 11 条(c)）。

- ①自己勘定取引禁止の例外として許容される「引受け」又は「マーケット・メイク」が満たすべき要件に該当すること（注1）
- ②次のいずれかに該当する場合は、引受け又はマーケット・メイクに関連するものも含めて、取得・保有する持分等が対象ファンドの総持分等の3%までとする規制（(2)参照）を遵守すること
  - (A)スポンサー、投資助言、商品取引助言その他前記(i)に基づいて行われる対象ファンドの持分等の取得・保有（注2）
  - (B)前記(ii)に基づく証券化の組成者などとして行われる対象ファンドの持分等の取得・保有（注2）
  - (C)直接又は間接に、対象ファンド（又は当該ファンドが投資する別の対象ファンド）の債務又はパフォーマンスの保証等 (guarantees, assumes, or otherwise insures)
- ③引受け及びマーケット・メイクに関連するものを含む、共通規則 11 条に基づいて取得・保有する全対象ファンドの持分等（(i)～(iii)に該当するもの）の総額 (aggregate value) が、その銀行等の Tier 1 資本の3%までとする規制（(2)参照）を遵守すること

(注1)「引受け」については、大まかに、①「分売の引受人」として行動し、そのトレーディング・デスクの引受けポジションが、その分売と関連づけられていること、②顧客等の短期間の需要を超えることのないように計画されていること、③コンプライアンス・プログラムの整備等、④従事者の報酬の取決めが違反行為の報奨・インセンティブとならないこと、⑤業務を行うために必要な免許・登録を受けていることが掲げられている（共通規則 4 条(a) (2)）。「マーケット・メイク」については、大まかに、①恒常的にマーケット・メイクを行う意思と能力をもつこと、②顧客等の短期間の需要を超えることのないように計画されていること、③コンプライアンス・プログラムの整備等、④リスク等の制限を超過した場合に可能な限り迅速に制限内に回復する行動をとること、⑤従事者の報酬の取決めが違反行為の報奨・インセンティブとならないこと、⑤業務を行うために必要な免許・登録を受けていることが掲げられている（共通規則 4 条(b) (2)）。なお、詳細は、拙稿「ボルカー・ルール（自己勘定取引の禁止編）」（2014年3月7日付レポート、脚注9）参照。

<sup>23</sup> 前文 p.5721 参照。

(注2) なお、前記(i)(ii)に基づく対象ファンドの持分等の取得・保有については、そもそも対象ファンドの総持分等の3%までとする規制が課されている。

(ファンド持分等の)「引受け」や「マーケット・メイク」を理由として「ヘッジ・ファンド投資等の禁止」の適用除外を認める規定は、原案にはなく、寄せられた意見等を踏まえて、最終の共通規則において設けられたものである。ドッド・フランク法の文言上、引受け及びマーケット・メイクは、(自己勘定取引の禁止だけではなく)ヘッジ・ファンド投資等の禁止についても適用除外が認められているとの判断に基づくものと考えられる<sup>24</sup>。

対象ファンドの引受け及びマーケット・メイクに伴う(ファンド持分等の)取得・保有について、①は、「自己勘定取引の禁止」の場合と同様の要件を課すものであり、②③は、取得・保有上限に関する規制(後述(2)参照)の対象とするものである。

なお、銀行等が、組成あるいはスポンサーなどとして関与していない対象ファンド(third party covered fund)であっても、前記の要件を満たせば引受け及びマーケット・メイクに該当するものとして、「ヘッジ・ファンド投資等の禁止」の適用除外が認められると説明されている<sup>25</sup>。

#### (iv) リスク軽減のヘッジ活動 (Risk-Mitigating Hedging Activities)

銀行等の従業員であって、対象ファンドに対する投資助言などを担当する者の報酬の取決め(compensation arrangement)に関連して、銀行等がヘッジ活動を行う場合についても、適用除外が認められる。すなわち、銀行等が取得、保有する対象ファンド持分等であって、当該対象ファンドに対する投資助言、商品取引助言その他のサービスを直接提供する当該銀行等又はその関係会社の従業員の報酬の取決めに関連して、具体的に特定できる銀行等のリスク<sup>26</sup>を明確に(demonstrably)減少させ、又は顕著に(significantly)軽減させるように計画されたものについては、「ヘッジ・ファンド投資等の禁止」の適用除外とされている(共通規則13条(a)(1))。つまり、銀行等によるヘッジ・ファンド投資等が可能である。

銀行等によるヘッジ・ファンド投資等について、この適用除外(「許容されたリスク減少のヘッジ活動(permitted risk-mitigating hedging activities)」)が認められるためには、次の①~③の要件を満たさなければならない(共通規則13条(a)(1))。

①その銀行等が、Subpart D (注)により要求される内部コンプライアンス・プログラム(internal compliance program)であって、次の(A)(B)を含む本条の要件を遵守することを担保するために合理的に設計されたものを、整備(establish)、実行(implement)、維持(maintain)、執行(enforce)していること

<sup>24</sup> 前文 p.5722 参照。

<sup>25</sup> 前文 pp.5722-5723 など参照。

<sup>26</sup> 例えば、ファンドのパフォーマンスに基づく投資マネージャーに対する報酬の支払い義務に起因して、銀行等に生じるファンドのパフォーマンスに対するエクスポージャーなどが想定されているようだ(前文 p.5737)。

(A) 合理的に設計された方針及び手続 (policies and procedures)

(B) 内部統制 (internal control)、継続的な監視 (monitoring)、管理 (management)、承認手続 (authorization process) (適切な拡大手続 (escalation process) を含む)

②対象ファンドの持分等の取得・保有が、次の(A)~(D)の要件をいずれも満たすこと

(A) その取得等が、本条により要求されている文書化された方針、手続、内部統制に従って行われている

(B) ヘッジの開始時点において、当該対象ファンドに対する投資助言、商品取引助言その他のサービスを直接提供する当該銀行等又はその関係会社の従業員の報酬の取決めに関連して生じる一つ又は複数の具体的に特定できるリスクを減少又は顕著に軽減させるように計画され、かつ、明確に (demonstrably) 減少又は顕著に軽減させるものである

(C) その取得等によって、ヘッジ活動の開始に伴い、新たに又は追加的に重要なリスクであって、本条に従って同時にヘッジされることのないものを、生じるものではない

(D) その取得等が、当該銀行等による継続的な検証 (review)、監視 (monitoring)、管理 (management) に服している

③当該報酬の取決めは、専ら (solely)、この適用除外 (「許容されたリスク減少のヘッジ活動 (permitted risk-mitigating hedging activities)」) の規定に従って当該銀行等が持分等を取得した対象ファンドに関連するものであって、当該対象ファンドの持分等について当該銀行等に生じた損失が、当該報酬の取決めに基づいて支払うべき (報酬の) 金額の減少に対応して、相殺 (offset) されるものであること

原案との比較では、従業員の報酬の取決めに関連して認められる「リスク軽減のヘッジ活動」の要件が、一部、修正されている。例えば、内部コンプライアンス・プログラムの「整備 (establish)」だけではなく、それを適切に「実行 (implement)、維持 (maintain)、執行 (enforce)」すること、ヘッジ対象となるリスクは、あくまでも、対象ファンドに対する投資助言などのサービスを直接提供する従業員の報酬の取決めに関連して生じたものであること<sup>27</sup>、対象ファンドの持分等の取得・保有がリスクを「明確に (demonstrably) 減少又は顕著に (significantly) 軽減させるものである」こと<sup>28</sup>などが、最終の共通規則では明確にされている。

なお、原案では、従業員の報酬の取決めに関連して認められるケースとは別に、「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、対象ファンドの損益に対するエクスポージャーをその顧客に帰属させる (facilitate)」場合についても、「リスク軽減のヘッ

<sup>27</sup> 原案では、単に「銀行等の債務 (obligations)、負債 (liabilities) と関連付けられた特定のリスク」と定められていた (原案の共通規則 13 条(b)(1))。

<sup>28</sup> 原案では、単に「特定のリスクを軽減するように計画されたもの」であることと定められていた (原案の共通規則 13 条(b)(1))。



ジ活動」としての対象ファンド持分等の取得・保有を認めることとされていた（原案の共通規則 13 条(b)）。しかし、最終的な共通規則では、これが削除されている。これは、特に顧客が（取引を）履行できなくなった場合（failure to perform）、銀行等がリスクを負うことになるためと説明されている<sup>29</sup>。

**(v) 合衆国外での対象ファンド活動又は投資（covered fund activities and investment outside of the United States、外国会社）**

ドッド・フランク法の下でも、外国銀行等（例えば、日本の銀行）による取引については、それが専ら米国外で行われている限り、ボルカー・ルールに基づくヘッジ・ファンド投資等の禁止の対象とはならない（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(1)(H)）。つまり、外国銀行等は、それを専ら米国外で行う限り、ヘッジ・ファンド投資等が可能である。

共通規則では、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（共通規則 13 条(b)(1)）。

- ① その銀行等は、合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立されておらず、かつ、直接的又は間接的に、合衆国の連邦法又は（一若しくは複数の）州法に基づいて設立された銀行等による支配を受けていない。
- ② その銀行等による（対象ファンドに関する）活動又は投資は、銀行持株会社法 4 条(c)(9)又は(13)の要件を満たす（外国）銀行等によって行われている。
- ③ その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（対象ファンドに関する）活動又は投資は、専ら、合衆国外でのみ行われている

前記①は、銀行等の設立地に関する要件である。具体的には、外国法に基づいて設立されたものであって、かつ、米国法（州法を含む）に基づいて設立された銀行等の支配を受けていないものと定めている。これは法律（ドッド・フランク法）の文言を踏まえたものと説明されている<sup>30</sup>。

前記②は、銀行等が、その事業などを踏まえて、実態として外国の銀行等であることを求める要件などを定めている。なお、ここでいう「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。具体的には、「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

<sup>29</sup> 前文 p.5737。

<sup>30</sup> 前文 p.5739。



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)）といった要件が規定されている。これらの銀行持株会社法上の規定に関するより具体的な内容は、FRB 規則（Regulation K）によって定められている。

これを踏まえて共通規則でも、外国銀行等が、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）」に該当する場合、「ヘッジ・ファンド投資等の禁止」の適用除外を認められるためには、その銀行等が、FRB 規則（Regulation K）を遵守しているなどの要件が定められている。具体的には、外国の銀行等による金融商品の売買が、次の(i)及び(ii)の要件を満たす必要がある（共通規則 13 条(b)(2)）。

- (i) (対象ファンドに関する) 活動又は投資が、共通規則の定める「合衆国外での対象ファンド活動又は投資」の要件を遵守していること
- (ii) 次の(A)又は(B)のいずれかに該当すること
- (A) (外国) 銀行等が「外国銀行（foreign banking organization）」である場合、その(外国)銀行等が、FRB 規則 Regulation K 211.23(a)、(c)、(e)の定める適格外国銀行要件（qualifying foreign banking organization requirements）を満たしていること
- (B) (外国) 銀行等が「外国銀行（foreign banking organization）」に該当しない場合、その(外国)銀行等が、合衆国の連邦法又は（一つ又は複数の）州法に基づいて設立されたものではなく、かつ、連結ベースで（on a fully-consolidated basis）、次の(1)～(3)のうち少なくとも2つを満たすこと
- (1) 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
- (2) 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
- (3) 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

前記③の「合衆国の居住者に対して募集・販売されていない」とは、具体的には、米国の居住者を対象（target）としない募集（offering）によって販売される、又は販売された場合をいう、と定められている（共通規則 13 条(b)(3)）。

その結果、外国ファンドのスポンサーが「合衆国以外の一又は複数の国の居住者に対する募集を行う場合であって、当該証券が合衆国内で又は合衆国の居住者に対して募集されるものではない旨の明確なディスクレイマー（prominent disclaimer）が募集資料（offering materials）中に含まれており、その他募集及び申込資料（offering and subscription materials）へのアクセスを合

衆国の居住者以外の者に制限する合理的な手続がとられている」<sup>31</sup>ケースは、原則、「合衆国の居住者に対して募集・販売されていない」と判断されるとの見解が示されている。

なお、ここで示されている対応は、共通規則上、明文で要求されているものではなく、これに従わなかったからといって、直ちに、違反となるわけではないものと思われる。私見だが、例えば、日本の業者が、日本国内でのみ販売するために組成するファンドについてまで、こうした対応を一律に要求することには、その妥当性に疑問を感じざるを得ない。しかし、こうした対応に代替する方策を検討することも、また難題であり、当面、日本の金融機関等も対応に苦慮するものと思われる。

そのほか、共通規則の前文では、外国銀行等が、この外国会社の適用除外を受けるためには、「募集資料を合衆国に送付することや、合衆国内に所在する者（合衆国居住者でない者の一任勘定又は同様の勘定のために活動するディーラーその他専門の受託者（professional fiduciary）として知れた者を除く）と話し合うこと（discussion）」がないように用心（use precautions）すべきであるとも指摘している<sup>32</sup>。

前記④の「活動又は投資は、専ら、合衆国外でのみ行われている」とは、具体的には、次の(i)～(iv)の要件をすべて満たす場合とされている（共通規則 13 条(b)(4)）。

- (i) 対象ファンドのスポンサーとして活動し、又は自己勘定での持分等の取得、保有に従事している銀行等について、それ自身も、それを直接又は間接に支配する銀行等も、合衆国内に所在（locate）せず、かつ、合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立されていない。
- (ii) 対象ファンドの持分等の取得、保有、又はスポンサーとしての活動の決定（decision）を行う銀行等（その担当者を含む）は、合衆国内に所在（locate）せず、かつ、合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立されていない。
- (iii) その投資又はスポンサー活動（持分等に関連するリスク軽減のヘッジ（risk-mitigating hedging）から生じる取引を含む）が、合衆国内に存在（locate）する（注）、若しくは合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立された支店・関係会社の自己勘定に、直接又は連結ベースで、計上されない。
- (iv) その銀行等による持分等の取得又はスポンサー活動に対するファイナンスが、直接又は間接に、合衆国内に所在する（注）、若しくは合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立された支店・関係会社から提供されない。

（注）外国銀行等の米国支店（branch）・代理店（agency）・子会社（subsidiary）は、合衆国内に所在（locate）しているものと判断されるが、これらの支店・代理店・子会社を運営・管理している外国銀行等そのものについては、米国支店・代理店・子会社を運営・管理していることのみを理由として合衆国内に所在していると判断されることはない（共通規則 13 条(b)(5)）。

<sup>31</sup> 前文 p.5742。

<sup>32</sup> 前文 p.5742。

原案と比較すると、設立地（前記①）や事業のウェート（前記②）の要件については、一部、技術的な修正はなされているものの、概ね、最終的な共通規則は、原案の内容を維持したものとなっている。

他方、具体的な取引や活動に関する要件（前記③④）については、原案から大きな見直しが行われている。

原案では、適用除外が認められるためには、「その投資等の活動は、専ら、合衆国外でのみ行われている」こと、すなわち、(a)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設立されたものではない、(b)募集又は販売に関与している子会社、関係会社、担当者などは、物理的にも（physically）、合衆国に存在していない、(c)合衆国の居住者に対して募集、販売されていないといった要件を満たすことが求められていた（原案の共通規則 13 条(c)）。

こうした原案のアプローチに対しては、「ファンドの販売活動が国外にシフトする」、「外国銀行等が人員を国外に動かす」などの意見が寄せられたようだ<sup>33</sup>。特に、ファンド持分等の募集・販売に関与する者の所在地を基準とする原案の(b)の要件に対しては、反対意見が多かったようである<sup>34</sup>。

寄せられた意見を踏まえて、最終の共通規則では、（ファンド持分等の募集や販売よりも）「対象ファンドへの投資及びスポンサー活動に伴うリスク（principal risks）」に着目して、それが、専ら、合衆国外で生じ、合衆国外にとどまることを確保する観点から要件の見直しが行われている（リスク・ベース・アプローチ）<sup>35</sup>。すなわち、スポンサーとしての活動、（自己勘定での）ファンド持分等の取得・保有、それらの活動の意思決定、それらの活動へのファイナンスなどが判断基準として設定されている（前記④の（i）～（iv））。その結果、最終の共通規則の下では、例えば、外国銀行等の米国職員が、対象ファンドに関連して、いわゆるバックオフィス業務に従事することや、対象ファンドに対して、投資助言を提供することなどは、原則、許されると説明されている<sup>36</sup>。

なお、原案の(c)の要件（合衆国の居住者に対して募集、販売されていない）については、最終の共通規則でも維持されている。これは、米国銀行等と比較して、外国銀行等の競争条件が有利とならないように、との判断に基づくものようである<sup>37</sup>。ただし、その内容について、原案よりも、多少、具体的な定めがなされている。

<sup>33</sup> 前文 p.5740。

<sup>34</sup> 前文 p.5740。

<sup>35</sup> 前文 p.5740。

<sup>36</sup> 前文 p.5741。なお、投資助言の提供については、その対象ファンドの支配への関与や、合衆国居住者への持分等の募集・販売を伴う場合は、認められないと説明されている。

<sup>37</sup> 前文 p.5742。

#### (vi) 保険会社の活動等 (activities by a regulated insurance company)

例えば、預金取扱金融機関の子会社・関係会社である保険会社（又はその関係会社）は、「銀行等」に該当し、原則として、ボルカー・ルールの対象となる。ただし、「銀行等」に該当する保険会社（又はその関係会社）による金融商品の売買であっても、次の①～③の要件をすべて満たす場合には、ヘッジ・ファンド投資等の禁止の対象とはならない（共通規則 13 条(c)）。つまり、「銀行等」に該当する保険会社（又はその関係会社）は、これらの要件を満たす限り、対象ファンドの持分等の取得・保有や、スポンサーとなることが可能である。

- ①保険会社又はその関係会社による対象ファンドの持分等の取得・保有が、専ら、保険会社の一般勘定 (general account) 又は保険会社によって設定された一又は複数の分離勘定 (separate account) のいずれかとしてのみ行われる。
- ②その対象ファンドの持分等の取得・保有が、その保険会社が拠点を置く州又は法域における保険会社の運用に関する法律、規則、文書化されたガイダンス (written guidance) を遵守し、かつ、それに服して実施される。
- ③管轄権を有する連邦銀行当局が、金融安定監視協議会 (Financial Stability Oversight Council、FSOC)、及び関係を有する適切な州及び海外法域の保険局長 (insurance commissioners) との協議の結果、前記②の特定の法令、文書化されたガイダンスが、銀行等の安全性・健全性、及び合衆国の金融の安定性を保護するために不十分であると、通知・コメントを通じて、共同して判断していない。

原案では、保険会社の活動等についての適用除外規定は、専ら、自己勘定取引禁止に関してのみ設けられており、ヘッジ・ファンド投資等の禁止に関するものは、設けられていなかった。最終的な共通規則では、原案に対して寄せられた意見等を踏まえて、ヘッジ・ファンド投資等の禁止に関しても、自己勘定取引禁止に準じた（保険会社についての）適用除外規定が設けられている<sup>38</sup>。

#### (2) 初期投資 (establishment)、軽微な投資 (de minimis investment)

厳密には、前記(1)の「許容される活動 (permitted activity)」とは異なるが、ドッド・フランク法上、次のいずれかの目的のために、ヘッジ・ファンドの組成等を行う場合には、一定の要件の下で、銀行等によるヘッジ・ファンド投資等を認めることと定めている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(4)）。

<sup>38</sup> 前文 pp.5743-5744。

- ◇ 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）

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）にファンド持分等の保有割合を 3% 以下まで減少させなければならない（注 2）。
  - (b) ファンド持分等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)、共通規則 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。

これを受けて、共通規則も、銀行等が、前記の目的のために、（顧客の）資産運用などに伴ってヘッジ・ファンド等の組成・販売を行う場合には（前記(1)(i)～(iii)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）について適用除外を認めることとしている（共通規則 12 条(a)(1)）。

また、要件についても、より詳細な規定を定めている。具体的には、原則、「いわゆるシード投資」については次の①及び②、「軽微な投資」については次の②及び③の要件を満たすことを求めている（同 12 条(a)(2)）。

① 次の(A)かつ(B)の要件に該当すること

- (A) 銀行等及びその子会社は、償還（redemption）、売却（sale）、希釈（dilution）その他の方法により、銀行等が保有する持分等の総額（aggregate amount）を次の①(B)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。
- (B) 銀行等及びその子会社は、ファンドの設定日（the date of establishment）後、1 年以内（注 1）に、保有するその対象ファンドの持分等が、次の②の上限におさまらなければならない

(conform)。

- ②銀行等及びその子会社の対象ファンドに対して実施し、保有する投資は、そのファンドの外部に存在する総持分等の数量又は価額 (total number or value of the outstanding ownership interests) の3%を超えてはならない(注2)(注3)。
- ③銀行等及びその子会社が取得又は保有する全対象ファンドの持分等の総額 (aggregate value) は、その銀行等の Tier 1 資本の3%を超えてはならない(注3)。

(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)、共通規則 12 条(e))。

(注2) 資産担保証券については、「持分等の公正価値の総額 (total fair market value of the ownership interests) の3%を超えてはならない」とするなど特別な取扱いが定められている。

(注3) 原則、毎四半期の末日に算定することとされている(共通規則 12 条(a)(2)(iii)、(b)(2)(i)(ii))。

比率の算定に当たっては、原則、銀行等及びその関係会社が直接保有するファンド持分等が分子とされる(共通規則 12 条(b)(1))。

なお、銀行等の関係会社が保有するファンド持分等に関連して、次の場合については、比率の算定上、特別な取扱いを定めている(共通規則 12 条(b)(1)、(4))。

◇登録投資会社、SEC 管轄の事業開発会社、外国公募ファンドが保有する対象ファンドの持分等……次の(A)かつ(B)に該当する場合は、比率の算定上、分子に加算されない。

(A)銀行等が、その会社又はファンドの議決権の25%以上を所有(own)、支配(control)、保有(hold)しない。

(B)銀行等が、その会社又はファンドに対して、適用される規則(regulation)、命令(order)その他の規制(authority)に基づく制限を遵守して、投資助言、商品取引助言、管理その他のサービスを提供している。

◇対象ファンドが保有する他の対象ファンドの持分等……銀行等が、共通規則の定める適用除外要件を遵守して保有している対象ファンドの保有する他の対象ファンドの持分等については、比率の算定上、分子に加算されない。ただし、フィーダー・ファンド(feeder fund)やファンド・オブ・ファンズ(fund of funds)の場合は、プロラタ(pro rata)で分子に加算される。

◇役職員が保有する対象ファンドの持分等……銀行等の役職員が、個人として取得した(その銀行等がスポンサーとなった)対象ファンドの持分等は、次の(A)かつ(B)に該当する場合には、分子に加算する。

(A)銀行等が、役職員が当該ファンドの持分等を取得することを可能にする目的で、直接又は間接に、資金を提供している。

(B) (提供された) 資金が、当該ファンドの持分等の取得に用いられている。



最終の共通規則は、基本的に原案を踏襲したものとなっているが、(いわゆるシード投資が許容される期間の基準となる) ファンドの設定日 (the date of establishment) の定義の明確化、(ファンド持分等の保有) 比率を算定する頻度、証券化商品についての算定方法の特例などについて、一部、修正がなされている。

また、原案では、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対象ファンドの持分等について、比率の計算上、プロラタ (pro rata) で分子に加算するものとされていた(原案の共通規則 12 条(b))。最終の共通規則では、潜在的なコンプライアンス・コストを軽減する観点から削除され<sup>39</sup>、代わって、フィーダー・ファンド (feeder fund) やファンド・オブ・ファンズ (fund of funds) についての規定が設けられている。

### (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 (material conflict of interest) を生じる場合
- ②直接又は間接に、ハイリスク資産 (high-risk asset)、ハイリスク取引戦略 (high-risk trading strategy) 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

共通規則では、これらを確認した上で(共通規則 15 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。

#### (i) 「重要な利益相反 (material conflict of interest)」

共通規則は、次のような場合には、その銀行等が、利益相反に対処するための方策(後述)のうち、少なくとも一つをとっていない限り、「重要な利益相反 (material conflict of interest)」が存在すると定めている(共通規則 15 条(b)(1))。この定義に関して、原案からの大きな変更点はない。

<sup>39</sup> 前文 p.5732。

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

もともと、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<sup>40</sup>、結果的に、かなり広い範囲の「利益相反」が対象とされ得るといえるかもしれない。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。

利益相反に対処するための方策として、共通規則は、利益相反を生じ得る取引等を行う前に、次の(i)又は(ii)を実施することを求めている（共通規則 15 条(b)(2)）。

#### (i) 適時かつ適切な（timely and effective）開示

(A)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（clear）、適時（timely）、適切（effective）な開示が行われる かつ

(B)前記の開示が、その利益相反によって生じる重大な不利益を、無効化（negate）又は十分に軽減する（substantially mitigate）機会を、顧客、利用者、取引相手に提供する方法で行われる

#### (ii) 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（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）によって証跡化（memorialize）された情報隔壁を設置（establish）、維持（maintain）、実行（enforce）していること

なお、「(ii)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、適切な利益相反に対処するための方策とは認められないこととされている（共通規則 15 条(b)(2)）。

<sup>40</sup> 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、前文 p.5659 など参照。

## (ii) 「ハイリスク資産 (high-risk asset)」

共通規則は、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、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす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 (共通規則 7 条(c)(1))。

原案において「……破綻する可能性が顕著に増加するような……」とされていた箇所が、最終的な共通規則では「……合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような……」と修正されている。

なお、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。

## (iii) 「ハイリスク取引戦略 (high-risk trading strategy)」

共通規則は、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、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす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 (共通規則 7 条(c)(2))。

前記(ii)と同様、原案において「……破綻する可能性が顕著に増加するような……」とされていた箇所が、最終的な共通規則では「……合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような……」と修正されている。

なお、これに該当する具体的な取引戦略の種類などについては、特に定められていない。

## 3. コンプライアンス・プログラムなど

銀行等は、ボルカー・ルール (ヘッジ・ファンド投資等の禁止だけではなく、自己勘定取引の禁止も含む) の遵守を確保し、モニタリングするために合理的に設計されたコンプライアンス・プログラムを策定し、継続的な管理に供することが求められる (共通規則 20 条(a))。コンプライアンス・プログラムには、原則として、次の事項を、最低限、盛り込むことが求められている<sup>41</sup> (同 20 条(b))。

① (証跡 (document)、モニタリング、取引上限 (limit) などに関する) 文書化された方針・手続 (written policies and procedures)

<sup>41</sup> そもそも自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等を行っていない銀行等や、規模の小さい銀行等については、一定の例外措置が設けられている (共通規則 20 条(f))。

- ②内部統制システム (system of internal controls)
- ③マネジメント・フレームワーク (management framework)
- ④独立テスト・監査 (independent test and audit)
- ⑤取引担当者及びマネージャーに対するトレーニング
- ⑥ (遵守の証跡となる) 記録 (records) の作成・保存 (注)

(注) 5年 (当局がより長い期間を求めている場合は、その期間) 以上保存し、当局の要請があれば直ちに (promptly) 提供することが求められる (共通規則 20 条 (b) (6))。

更に、規模の大きい銀行等については、ヘッジ・ファンド投資等に関連して、原則、次の規制も遵守することが求められている。

- (A) 連結資産合計額 (total consolidated assets) が 500 億ドル以上 (注) の銀行等、又は当局から指定された銀行等について、コンプライアンス・プログラムが満たすべき追加的な要件 (enhanced minimum standards) (共通規則 20 条 (c)、Appendix B)
- (B) 連結資産合計額が 100 億ドルを超える銀行等について、追加的な証跡 (additional documentation) の作成・保存 (共通規則 20 条 (e))。

(注) 外国銀行等の場合、(合衆国において活動し (operating)、所在し (located)、又は設立 (organized) された全ての子会社、関係会社、支店、代理店を含む) 米国資産合計額 (total U.S. assets) が 500 億ドル以上とされている。

#### 4. 施行時期

共通規則は、2014年4月1日から施行されている。ただし、銀行等による規制の遵守の期限は、2015年7月21日とされている。

## (参考) ボルカー・ルール (ファンド投資等の規制) の概略

### 1. ヘッジ・ファンド投資等の原則禁止

**銀行等は、別段の定めのある場合を除き、ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンド (対象ファンド) の持分等を取得・保有し、又はこれらのスポンサーとなってはならない。**

銀行等 (⇒本文 1 (2))	<ul style="list-style-type: none"> <li>①預金取扱金融機関</li> <li>②上記①を支配する会社</li> <li>③1978年国際銀行法 8 条によって「銀行持株会社」として取り扱われる会社 (米国内に支店等を有する外国銀行など)</li> <li>④これらの子会社・関係会社</li> </ul> <p>ただし、次のものを除く</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>—上記①～③のいずれにも該当しない対象ファンド</li> <li>—中小事業投資会社が支配するポートフォリオ会社等</li> <li>—FDIC の一定の活動</li> </ul>
対象ファンド (⇒本文 1 (3))	<ul style="list-style-type: none"> <li>①投資会社法上の投資会社であって、いわゆる私募ファンドとして登録を免除されたもの</li> <li>②商品取引所法上の商品プールであって、専らプロ投資家 (適格有資格者) を対象とした私募 (及びそれに類するもの) がなされたもの</li> <li>③一定の外国ファンド</li> </ul>
スポンサー (⇒本文 1 (5) )	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ファンドのジェネラル・パートナー、業務執行者又はトラスティーとして従事すること</li> <li>◇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</li> <li>◇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を共有すること</li> </ul>

### 2. 対象ファンドに該当しないもの (⇒本文 1 (4))

- ◇外国公募ファンド
- ◇完全子会社
- ◇ジョイント・ベンチャー
- ◇買収ビークル
- ◇外国年金・退職ファンド
- ◇保険会社の分離勘定
- ◇銀行保有の生命保険
- ◇ローン証券化
- ◇適格資産担保CP導管組織
- ◇適格カバード・ボンド
- ◇中小事業投資会社及び公益投資ファンド
- ◇登録投資会社及び適用除外事業体
- ◇FDICの管理人・管財人としての活動に関連した発行者
- ◇その他当局が共同で適用除外を認めた発行者

## 3. (対象ファンドであっても) ヘッジ・ファンド投資等に該当しない活動 (⇒本文 1 (5))

- ◇専ら、代理人、ブローカー、カस्टディアンとしての対象ファンド持分等の取得等
- ◇年金プランの受託者などとしての取得等
- ◇担保の取得と売却など一定の負債の回収手続における取得等
- ◇顧客の受託者の資格に基づいて行う取得等

## 4. (ヘッジ・ファンド投資等であっても) 許容される活動とその主な要件

資産運用などに伴う対象ファンドの組成等 (⇒本文 2 (1)(i))	①真正な信託、投資助言、商品取引助言サービスを提供 ②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、文書化された計画等に従って、これらのサービスの顧客に対してのみ提供 ③ファンド持分等を、「初期投資」・「軽微な投資」の規制で許容されるものを除き、取得しない ④銀行等とファンドとの関係に関する規律を遵守 ⑤ファンドなどの債務・パフォーマンスについて、保証等を行っていない ⑥協力、マーケティング、宣伝その他の目的のため、銀行等とファンドの名称の共有などを行っていない ⑦銀行等の役職員が、一定の者を除き、そのファンド持分等を取得等しない ⑧銀行等が、一定の開示義務を遵守
資産担保証券発行主体の組成等 (⇒本文 2 (1)(ii))	上記③～⑧
引受け及びマーケット・メイク (⇒本文 2 (1)(iii))	◇自己勘定取引禁止の例外として許容される「引受け」又は「マーケット・メイク」が満たすべき要件に該当 ◇投資助言、証券化の組成者などとして持分等を取得等する場合は、「引受け」又は「マーケット・メイク」に関連するものも含めて、ファンドの総持分等の3%までとする規制を遵守 ◇「引受け」又は「マーケット・メイク」に関連するものも含めて、取得・保有する全ファンド持分等の総額が、Tier 1 資本の3%までとする規制を遵守
リスク軽減のヘッジ活動 (⇒本文 2 (1)(iv))	◇コンプライアンス・プログラムの整備等 ◇ファンドに対する投資助言などを提供する従業員の報酬の取決めに関連して特定できるリスクの明確な減少、継続的なモニタリングなど ◇報酬の取決めは、専ら、ファンドに関連するものであって、ファンド持分等について生じた損失が、支払うべき報酬の金額の減少に対応して、相殺 (offset) 可能
合衆国外での対象ファンド活動又は投資 (⇒本文 2 (1)(v))	①外国法に基づいて設立、かつ、米国銀行等の支配を受けていない ②FRB 規則 (Regulation K) などを遵守している ③ファンド持分等は、合衆国の居住者に対して募集・販売されていない ④米国銀行等などとの間で、一定のリスク遮断 (ファンド持分等の取得等、スポンサーとしての活動を実行・決定している者が米国内に所在しないなど) がなされている
(「銀行等」に該当する) 保険会社の活動等 (⇒本文 2 (1)(vi))	①専ら、保険会社の一般勘定又は分離勘定としてのみ行われる ②法令等を遵守し、それに服して実施される ③前記②の法令等が銀行等の安全性・健全性、米国の金融の安定性を保護するために不十分ではない



## 5. 適用除外が認められる「初期投資（シード投資）」及び「軽微な投資」（⇒本文2(2)）

初期投資（シード投資）	①償還、売却、希釈などにより、保有する持分等の総額を次の②の水準まで減少させるため、積極的に他の投資者を探すこと ②1年以内に次の③の上限におさまること ③保有割合は、ファンドの総持分等の3%を超えない
軽微な投資	①保有割合は、ファンドの総持分等の3%を超えない ②取得・保有する全ファンド持分等の総額が、Tier 1 資本の3%を超えない

## 6. 許容される活動であっても禁止される場合（⇒本文2(3)）

許容される活動であっても、次のいずれかに該当すれば、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、利用者、取引相手との間で、 <b>重要な利益相反</b> を生じる場合
②直接又は間接に、 <b>ハイリスク資産</b> 、 <b>ハイリスク取引戦略</b> 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

重要な利益相反	銀行等が、その取引等に関して、その銀行等の利益が、その顧客等の利益と大きく相反するものとなる、又はそのような結果を招くような取引等を行う場合には、その銀行等が、 <b>利益相反に対処</b> するための方策のうち、少なくとも一つをとっていない限り、重要な利益相反が存在する
利益相反に対処するための方策	◇適時かつ適切な開示 ◇情報隔壁
ハイリスク資産	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を被る、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす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
ハイリスク投資戦略	銀行等が行った場合、その銀行等が重大な財務上の損失を被る、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような取引戦略

## 7. コンプライアンス・プログラム（⇒本文3）

①証跡、モニタリング、取引上限などに関する文書化された方針・手続 ②内部統制システム ③マネジメント・フレームワーク ④独立テスト・監査 ⑤取引担当者及びマネージャーに対するトレーニング ⑥記録の作成・保存 など
--

## 8. 施行時期（⇒本文4）

◇2014年4月1日から施行  
◇遵守期限は、2015年7月21日

（出所）共通規則などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成