

## ボルカー・ルール：

### 規制対象ファンド(カバードファンド)の スポンサーまたは投資の禁止を検証



#### カバードファンドのスポンサーまたは投資の禁止を検証

2014年12月、連邦準備制度理事会（「FRB」）は、「ボルカー・ルール」として知られるドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法（「ドッド・フランク法」）第619条に基づき、銀行が2013年12月31日以前に行ったカバードファンドおよび外国ファンドへの投資および関係（「レガシーカバードファンド」）について、2016年7月21日まで遵守期限を延長すると発表しました。

注目に値するのは、FRBが遵守期限をさらに1年間延長する意向があることも表明したことで、これにより銀行は2017年7月21日まで猶予期間が与えられることになります。またFRBは、多くの市場参加者の懸念分野である、特定の流動性の低いファンドへの適用について、さらに最長5年間の経過措置を銀行に与え得る権限があることを繰り返しました。FRBがレガシーカバードファンドの持分の売却または適用について延長を認めたことで、銀行には時間的な猶予が与えられましたが、一方で同じく重要なのは、2013年12月31日以降に行われたすべてのカバードファンドに対する投資および関係（「非レガシーカバードファンド」）は、依然として2015年7月21日までにボルカー・ルール最終規則に完全に適用する必要があるということです<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 今回の延長は、非レガシーカバードファンド同様、自己勘定取引活動にも適用されません。したがって、銀行は依然として2015年7月21日までに関連する活動を最終規則に準拠する必要があります。FRBはボルカー・ルール施行の責任を持つ他の規制当局とも協議し、これらの規制当局がFRBの適用ルールや遵守期限延長に従って、それぞれの権限に基づいて銀行の監督を行う計画であると述べました。

既存のファンド活動の最初の棚卸しを行い、適用除外の判定を既存ファンドについて決定し、コンプライアンス義務に準拠しようと苦労している銀行にとって、規制の軽減という意味では今回の延長から得るものはあまりありません。実際FRBは、カバードファンドが大規模に売却されることで、市場に破壊的な悪影響が及ぶことを防止することが今回の決定の本来の意図であると述べています。しかし一方で、FRBは今回の延長によって、この非常に複雑な規制を遵守する必要がある銀行にとって、待ち受けている仕事がいかに複雑かを認めたことにもなります。

また、銀行はその活動と投資が最終規則の要件に準拠するよう「誠実に取り組む」ことが求められるようになります。こうした取り組みには、銀行がカバードファンド活動・投資に従事している範囲を評価し、またレガシーカバードファンドと非レガシーカバードファンドについて、遵守期限までにすべてのカバードファンド活動を完全に準拠させるための明確な計画を作成し、実行することが含まれます。さらに銀行は、延長された経過措置期間中に、レガシーカバードファンドの「秩序があり、安全で、健全な」方法による適用または売却方法を十分な余裕を持って計画することが求められます。

## 背景

2013年12月、連邦準備制度理事会(FRB)、通貨監督庁(OCC)、連邦預金保険公社(FDIC)、証券取引委員会(SEC)および商品先物取引委員会(CFTC)(集合的に「規制当局」)は、ドッド・フランク法第619条に基づく1956年銀行持株会社法第13条を施行する最終規則<sup>2</sup>を公表しました。最終規則は次のように規定されました。

- 最終規則サブパートB(自己勘定取引の禁止および適用除外)に基づき、銀行事業体<sup>3</sup>(「銀行等」)は証券、デリバティブ、商品先物およびそれらのオプションの短期的な自己勘定取引を行うことが禁止されます。ただし、引受業務、マーケット・メイク関連業務、リスク軽減のためのヘッジ取引、外国銀行等による専ら米国外における活動およびその他一定の活動は例外的に許容されます。米国債、エージェンシー債、州債、地方債の自己勘定取引は本規則の下で許容され、また外国政府や外国地方行政機関等が発行する債券の自己勘定取引は、より限定的な条件で許容されます。
- 重要なトレーディング業務を行う会社は、その規制当局に対し、適用除外として認められる活動との関連で起こり得る禁止された自己勘定取引を特定できるように策定された、多くの定量的指標を報告することが求められます。
- 最終規則サブパートC(カバードファンド活動および投資)に基づき、銀行はヘッジファンドまたはプライベート・エクイティ・ファンド(「カバードファンド」)の所有権を取得・所有すること、または一定の関係を持つことが禁止されます。しかし、カバードファンドの組成・募集に関連した投資、カバードファンドへの軽微な投資の実行・保有、外国銀行等が専ら米国外で行う活動(「SOTUS」)、およびその他一定の活動は禁止規定の適用除外となります。
- ポルカー・ルールの禁止・制限規定を遵守しているかを保証・監視できるよう策定された内部コンプライアンス・プログラムを整備することが銀行には求められています。

2 KPMG「Regulatory Practice Letter 13-21」参照。

3 「銀行事業体」は、法律上、預金保険の対象となる預金取扱金融機関、これを支配する会社、国際銀行法第8条によって銀行持株会社として取り扱われる会社、またはこれらの会社の子会社・関連会社と定義されています。

## 「カバードファンド」

最終規則では、カバードファンドについてより明確な定義が採用され、適用範囲が投資目的で使用されるビークルに制限されています。カバードファンドには以下が含まれます。

**投資会社の定義から除外されるファンド**には、1940年投資会社法第3条(c)項(1)号または第3条(c)項(7)号に基づく投資会社の定義からの除外（大半のヘッジファンドまたはプライベート・エクイティ・ファンドが該当）がないと仮定した場合に同法上の「投資会社」である発行者、または規制当局が規則によって定める類似のファンドが含まれます。同法第3条(c)項(1)号または第3条(c)項(7)号の例外規定は、ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドが幅広く依拠しており、(1)発行する証券の受益権保有者が100名以下であり、かつ証券の公募（短期証券を除く）を行わず、現在行おうとしていない、または(2)取得時に発行されている証券が、専ら適格購入者によってのみ所有され、かつ証券の公募を行わず、現在行おうともしていない発行者を、投資会社の定義から除外しています。

**コモディティプール**のうち一定の条件を満たすもので、1940年投資会社法第3条(c)項(1)号または第3条(c)項(7)号に基づいて同法から除外されるものと発行者の特性が共通するビークルとして通常定義されるものもカバードファンドの定義に含まれます。

**外国ファンド**には(1)専ら米国外で組成、募集および販売される、(2)主に転売その他の売却などの証券取引のために有価証券に投資する目的で投資家から資金を募集するものとして活動する、および(3)米国の銀行をスポンサーとし、または米国の銀行が直接または間接に発行する持分を保有する、一定の事業体を含みます。この基準に基づき、外国ファンドは、ファンドのスポンサーである米国の銀行に関連してカバードファンドとなる可能性がありますが、専ら米国外でのみファンドに投資する外国銀行に関連してカバードファンドとならない可能性もあります。

### カバードファンドの定義からの除外

提案されていたカバードファンドの定義は、予期せぬ結果をもたらすという業界から提起された懸念に対応するために、ボルカー・ルールが対処を意図している投資または活動方法に従事していない多くの事業体が、最終規則の定義から除外されました。これには以下のものが含まれます。

- 外国公募ファンド
- 完全子会社
- 転売または取引のために証券に投資する業務に従事しないジョイント・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
- 適格資産担保コマーシャル・ペーパー・コンデュイット
- 適格カバード・ボンド
- 中小事業投資会社および公益投資ファンド
- 登録投資会社および事業開発会社

- FDICの管財人・管理人としての活動に関連した発行者
- その他当局の裁量で適用除外が認められた発行者

規制当局は、カバードファンドからの適用除外の要請を評価するプロセスの確立に引き続き取り組んでおり、最終規則についてより多くの経験を得るに伴って、この点に関する追加的なガイダンスが公表される見通しです。

## コンプライアンスおよび監視の努力

ボルカー・ルールは、自己勘定取引または許容されるカバードファンド活動に従事するすべての銀行に適用される、一定のコンプライアンス・プログラムの要件を設けています。この要件は、カバードファンドの活動・投資の規模拡大で高まるコンプライアンス・リスクを反映するため、銀行の規模および実施される活動量に応じて調整されます。例えば、規模の大きな銀行は、より詳細なコンプライアンス・プログラムを整備する必要がある一方、適度な量の活動に従事する規模の小さい銀行には、通常は一定の規制上の要件に備える目的でより簡素な管理体制が適用されます。

特に連結資産合計額が100億ドル以下で、自己勘定取引またはカバードファンドの規定の対象となる活動・投資に従事する銀行は、銀行の活動の規模、範囲および複雑性を反映するよう調整した既存のコンプライアンス・ポリシー、および手続き中に最終規則の要件への参照を含めることで、コンプライアンス・プログラムの要件を満たすことが可能です。しかし、連結資産合計額が100億ドルを超える銀行は、新しいコンプライアンス・プログラムを整備する必要があります。一方、連結資産額が少なくとも500億ドルの銀行は追加的なコンプライアンス要件の対象となり、これには最高経営責任者(「CEO」)による証明義務も含まれます。

最終規則で定められた最低限のコンプライアンス・プログラムの要件に加え、連結資産合計額が100億ドルを超える銀行は、カバードファンドの活動に特定した追加文書の維持が必要になります。これには、第3条(c)項(1)号または第3条(c)項(7)号以外の適用除外や例外に加え、銀行がスポンサーとなる各ファンドがカバードファンドでないことを判断する際の根拠となる最終規則に基づく適用除外の文書化も含まれます。

コンプライアンス・プログラムの要件は、カバードファンドの活動・投資の規模拡大で高まるコンプライアンス・リスクを反映するため、銀行の規模および実施される活動量に応じて調整されます。

## ボルカー・ルール最終規則に基づく最低限のコンプライアンス・プログラム要件

要素	銀行の資産規模	
	連結資産合計額が500億ドル以上 または、外国銀行等の場合は米国 内資産が500億ドル以上 <sup>4</sup>	連結資産合計額が100億ドル 超、500億ドル未満
規制対象となる取引とファンド活動を統制するための、強固なリスク管理・改善プロセス、独立した検査・報告、その他のコンプライアンス管理を含む、追加的なコンプライアンス・プログラム。	✓	
ボルカー・ルール最終規則の遵守を達成するために「合理的に策定された」コンプライアンス・プログラムを備えていることを、CEO <sup>5</sup> が規制当局に年1回文書で証明。	✓	
最終規則の対象となるすべての活動が準拠していることを「確実に」するため、(1)サブパートBに基づく自己勘定取引の対象となる取引活動、および(2)サブパートCに基づくカバードファンド規定の対象となるカバードファンドに関する活動および投資を、文書化、説明、監視、および制限するために合理的に策定され、文書化された内部のポリシーおよび手続き。	✓	✓
銀行の取引活動およびカバードファンド活動・投資で、適用違反となる可能性のある分野を監視・特定し、また禁止された活動・投資の再発を防止するために合理的に策定された内部統制のシステム。	✓	✓
コンプライアンスに対する義務と説明責任を明確に記述し、取引制限、戦略、ヘッジ活動、投資、インセンティブ報酬、および規制当局または経営層が注意する必要があると特定したその他の事項を経営層が適切にレビューすることを含む、統制および管理のフレームワーク。	✓	✓
適格な銀行内の担当者または外部の担当者が定期的に実施する、コンプライアンス・プログラムの有効性についての独立した検査および監査。	✓	✓
コンプライアンス・プログラムを有効に実行・実施するために行う取引担当者、マネージャーおよびその他の「適切な」担当者に対するトレーニング。	✓	✓
遵守の証明とするに十分な記録の作成・維持。これらは5年以上保存し、規制当局の要請があれば直ちに提供される。	✓	✓

<sup>4</sup> 米国で活動し、所在し、または設立された外国銀行等のすべての子会社、関連会社、支店および代理店を含む。

<sup>5</sup> 最終規則は、米国で活動する外国銀行等の場合、外国銀行等の米国拠点の上級役員または米国の銀行のCEOが必要な証明を行えることを明確にしています。

**最終規則では、大規模な銀行に求められる追加的なコンプライアンス・プログラムの要件として、以下を満たしている必要があります。**

- 規制の対象となる取引およびファンド活動・投資を特定、文書化、監視および報告し、こうした対象となる活動・投資のリスクおよび違反となる可能性のある分野を特定、監視、迅速に対処し、禁止された活動・投資を防ぐよう合理的に策定されている。
- 対象となる活動・投資について適切な制限を整備し、実施する。これには、最終規則に従って個別の活動または投資の規模、範囲、複雑性およびリスクを制限することを含む。
- コンプライアンス・プログラムの有効性に関して定期的に独立した調査および検証、レビュー・検証に従事する銀行の内部監査、企業コンプライアンスおよび内部統制機能が有効で独立していること。
- 上級経営陣および必要に応じてその他の者に、コンプライアンス・プログラムの有効な実施に関する説明責任を持たせ、取締役会およびCEOがコンプライアンス・プログラムの有効性を検討する。
- 銀行の規制対象となる取引およびファンド活動や投資に対する規制当局の監督・検査を容易にする。

また、最終規則には、将来、登録投資会社またはSEC監督下の事業開発会社に転換されるシード投資を行う銀行に対する一定の規定も含まれ、こうしたシード投資はカバードファンドの定義から除外されます。この除外の対象となるために、シード投資を行う銀行は、シード投資を登録投資会社またはSEC監督下の事業開発会社にすること、投資がシード投資として運用される期間、第三者の投資家からの投資を募り、最終規則が定める期間内に登録投資会社またはSEC監督下の事業開発会社に転換させる計画に関する決定を、書面によってコンプライアンス・プログラムに含める必要があります。

## 業界の反応

最終規則の承認以降、多くの銀行、プライベート・エクイティ・ファンド、業界団体、連邦議会議員は、遵守期限をさらに延長して追加的な時間を銀行に与え、法規定の対象となる投資や関係を特定し、こうしたファンドが法令と最終規則に準拠しているか、または売却する必要があるのかを判断し、カバードファンドのうち準拠していない投資を売却するか準拠できるよう要請してきました。業界は、最終規則の採択以前には、多くのカバードファンドへ多額の投資をすることが銀行に認められており、最終規則の採択以降はそれらを評価し最終規則の要件に準拠させなければならなくなつたと主張しています。また、銀行は、望ましくない割安な水準での売却を避けるため、処分が必要なカバードファンドの持分を秩序良く売却するにあたつてさらに時間が必要だとしています。これには従業員、役員、銀行の取締役が処分しなければならない持分も含まれます。最後に、銀行はカバードファンドの名称変更や、銀行が保有している可能性のあるカバードファンドとの関係を制限する要件について、カバードファンドの投資家や運用会社と協議し、同意を得るためにさらなる時間が必要であると強く主張しています。

また、ノンバンクの事業体がスポンサーになっているプライベート・ファンドは、ファンドの投資家には最終規則が適用される外国銀行が多数いると述べています。こうしたノンバンクの事業体は、こうしたサードパーティー・ファンドに対する外国銀行の投資を再編、法令に準拠、償還または売却するには、さらに時間が必要だと要請しています。米国で何らかの活動を行う外国ファンドも、最終規則のさまざまな規定を遵守するにあたり、運用会社や投資家が販売方法、ガバナンス、または所有構造を変更する必要があるかどうかを判断するための追加的な時間が必要であると主張しています。

一方で業界グループは、曖昧なままになっている最終規則の一定の側面を明確にすることも求めています。特に国際銀行協会（「IIB」）は会員のために、銀行持株会社法に基づく銀行に「支配されている」一定のプライベート・ファンドおよび上場外国ファンドに対する「銀行事業体」の定義の適用について、明確化を求めてきました。最終規則が不適切な域外適用となることを避けるため、IIBは規制当局に対し、カバードファンドの定義にはあてはまらないか、適用除外となる外国プライベート・ファンドおよび公募ファンドが、最終規則に基づいて「銀行事業体」とみなされることがないよう明確化することを提言しています。

銀行、プライベート・エクイティ・ファンド、業界団体は、曖昧なままになっている最終規則の一定の側面を明確にするよう引き続き求めています。

## 結論

最終規則の複雑さや、規制当局による一層の明確化が必要な多くの未決定事項を考慮すると、はつきりと明確化されたガバナンスと管理のフレームワークを備えた強固なコンプライアンス・プログラムや、関連情報を捕捉し、報告するための柔軟性のあるインフラを整備しておくことが決定的に重要になると思われます。最終規則の対象となる銀行は、カバードファンドが最終規則の要件に準拠しているか、または売却する必要があるのかを判断するために、カバードファンドに対する投資と関係性の特定・評価を既に開始している必要があります。

こうした規定によって、多くの銀行は既存インフラの改善にかなりの投資が必要となります。特に大規模な銀行は、セクター、事業分野および法人レベルごとに監視、報告および保存を行う能力を備えた強固でグローバルなコンプライアンス・プログラムを策定し、実行することが求められるのです。カバードファンドの活動に従事しない銀行は、最終規則の指定に合致したコンプライアンス・プログラム整備の適用を除外されますが、自行の活動を注意深く監視することによって、適用除外の資格があることを示していく必要は依然としてあるでしょう。最終規則では、カバードファンドの定義をある程度明確化したこと、制限の対象となるビーカーの範囲が狭まりましたが、こうした例外規定を利用する銀行は、より厳格なコンプライアンス義務の対象となる可能性もあります。

今後、ファンド・マネージャーや投資家が行うさまざまな活動や長期的な資金調達の意思決定は、このカバードファンド規定の影響を強く受けることになることが予想されます。処分が必要なカバードファンドの持分については、こうした投資が最終的に、より規制の少ないセクターに移管されるのかどうか、また取引がどの程度ディスカウントされた価格で行われるのかという問題も依然として残っています。

## 編集・発行

**有限責任 あづさ監査法人**  
**KPMG ファイナンシャルサービス・ジャパン**  
 financialservices@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めていますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報をのみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

©2015 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

この文書は KPMGインターナショナルが2015年3月に発行した「The Volcker Rule : A Deeper Look into the Prohibition on Sponsoring or Investing in Covered Funds」をベースに作成したもの

翻訳と英語原文間に齟齬がある場合は、当該英語原文が優先するものとします。