

## ボルカー・ルールにおけるファンド投資の制限と

### 邦銀のファンド投資との関係

小立 敬

#### ■ 要 約 ■

1. 連邦準備制度理事会（FRB）は2014年12月、ボルカー・ルールのファンド投資の制限が適用される「対象ファンド（covered fund）」のうち、銀行エンティティが2013年12月末以前に出資しあるいはスポンサーとなったファンドに対する完全遵守の期限を2015年7月21日から2017年7月21日に先送りする方針を明らかにした。
2. 米国に支店等の営業拠点を有する日本の大手銀行や地方銀行は、ボルカー・ルール上の銀行エンティティの範囲に含まれることから、日本国内で行う業務も含めて銀行全体が規制の対象となる。もっとも、米国外でのみ（SOTUS）行われ、かつ投資家に米国居住者が含まれていないファンド投資についてはボルカー・ルールの適用除外の扱いである。
3. 銀行エンティティの定義に含まれる邦銀は、自行のファンド投資が対象ファンドに該当するかどうか、外国公募ファンド等の適用除外となるファンドに該当するかどうかを確認することが求められる。対象ファンドに該当する場合には、ファンドの投資家にUSパーソンが含まれていないこと、銀行のファンドに関する業務や投資が米国外で行われていることを含め、SOTUS要件を検証する作業が必要になる。
4. 2013年12月末以前に出資しあるいはスポンサーとなった対象ファンドについては遵守期限が2年延長されたものの、2013年12月末以降に出資等を行った対象ファンドは2015年7月21日から完全遵守が求められる。ボルカー・ルールの遵守期限を前に、銀行エンティティに該当する邦銀ではコンプライアンスの確保に向けて早急な対応が求められる。

## I. 完全遵守期限の延期

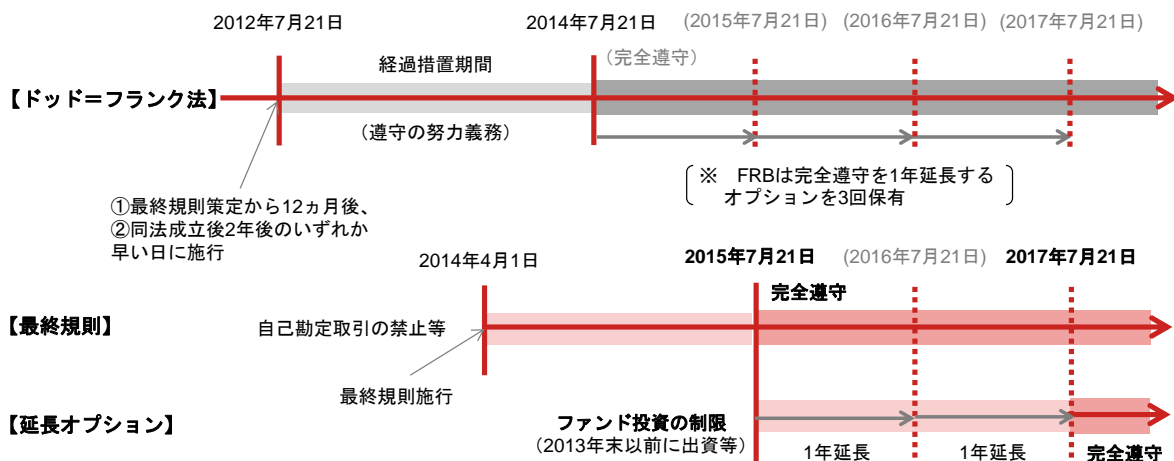
連邦準備制度理事会（FRB）は2014年12月18日、ボルカー・ルール（Volcker Rule）のファンド投資の制限の対象となる対象ファンド（covered fund）および外国ファンド

(foreign fund) について、2013年12月末以前に出資しあるいはスポンサーとなった対象ファンドに対する経過措置期間 (conformance period) を延長し、完全遵守を求める期限を2015年7月21日から2017年7月21日に先送りする方針を明らかにした<sup>1</sup> (図表1)。

ボルカー・ルールとは、米国で2010年7月に成立したドッド＝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) の619条の下、1956年銀行持株会社法13条として新設された米国の新たな銀行規制である。具体的には、銀行エンティティ (banking entity) が、(a)自己勘定取引 (proprietary trading) を行うこと、(b)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 (PE ファンド) のエクイティ、パートナーシップ、その他の持分を取得・保持すること、それらのスポンサーとなることを禁止する規制である<sup>2</sup>。ヘッジファンドまたはPEファンドの定義は、法律上、「1940年投資会社法の下、3条(c)項(1)または(7)に基づいて投資会社としての登録を免除されている発行者および連邦規制当局が規則で定める類似のファンド」として規定されており、ヘッジファンドやPEファンド以外のファンドもボルカー・ルールの規制対象となる。

ボルカー・ルールは2012年7月21日に施行されており、2年間の経過措置の期間を経て2014年7月21日から完全遵守を求めることが法律に規定されているが、FRBの裁量によって遵守期限を1年ずつ最大3回まで延長することも認められている<sup>3</sup>。2013年12月にFRBを含む連邦規制当局が公表したボルカー・ルールに関する最終規則は、法律に定めら

図表1 ボルカー・ルールの適用スケジュール



(出所) 野村資本市場研究所

<sup>1</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, “Order Approving Extension of Conformance Period Under Section 13 of the Bank Holding Company Act” (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20141218a1.pdf>).

<sup>2</sup> スポンサーの定義は法令上、①ファンドのジェネラル・パートナー、マネージング・メンバー、トラスティとなること、②様々な方法でファンドの取締役の大多数、トラスティ、マネジメントを選任または支配すること (あるいはそれらを構成する従業員、執行役、取締役、代理人を置いていること)、③事業、マーケティング、プロモーション、その他の目的のためにファンドと同じ名称あるいは近い名称を共有することとされている。

<sup>3</sup> その他、一定の非流動的なファンドに関しては、5年間の適用期限の延長が認められている。

れた完全遵守の期限を1年延長して、2015年7月21日を新たな期限とすることを規定している<sup>4</sup>。

FRBはすでに対象ファンドのうち主に商業向けローンを原資産とするCLO (collateralized loan obligation) の完全遵守の期限を2年延長する方針を2014年4月に明らかにしている<sup>5</sup>。FRBが今般明らかにした方針は、CLOに限らずあらゆる対象ファンドの遵守期限を2年延長するものである。最終規則はすでに遵守期限を1回延長していることから、FRBは残り2回、すなわち最大で2年延長することができる。FRBの方針は、法律で認められる範囲内で最大限の延長を図るものである。

延長の対象となるのは、最終規則が公表された2013年12月末より以前に銀行エンティティが出資またはスポンサーとなった対象ファンド(レガシー・ファンド)のみである。2013年12月末以降に出資等を行った対象ファンドについては、最終規則が定める2015年7月21日の完全遵守の期限までに適切な対応を図らなければならない。なお、ボルカー・ルールのもう1つのルールである自己勘定取引の禁止については、完全遵守の期限は変更されておらず、2015年7月から完全遵守が求められる。

FRBは遵守期限の延長を決めた背景として、最終規則の公表後に銀行やPEファンド、業界団体、連邦議会議員から次のような要請があったことを明らかにしている。

- 法的要件に照らして対象ファンドを特定し、当該ファンドが法令や最終規則に遵守できるか否かを判断し、その上で対象ファンドを処分したり規則に合わない投資を規則に適合させるためにはさらなる時間が必要であること
- 最終規則の採択前は、銀行は多くの対象ファンドに対する投資が認められていたことから、規則採択後についても新たな規則への適合という点を考慮すべきであること
- 法令で求められる銀行の従業員や役員、取締役による売却を含め、処分が必要な対象ファンドの持分に関して秩序ある売却を行うためには時間を要すること
- 対象ファンドの名称の変更、銀行が所有する対象ファンドの関係性の制限に対応するため、投資家やファンド・マネージャーとの協議または同意を得るために時間を要すること
- ノンバンクがスポンサーとなっている私募ファンドでは、投資家にボルカー・ルールの適用対象となる外国銀行が数多く含まれており、リストラクチャリングまたは規則への適合あるいは償還、外国銀行による投資持分の売却に時間が必要であること
- 米国内に一定の業務を有する外国ファンド、その投資家およびファンド・マネージャーが法的要件を満たすために、販売慣行、ガバナンス、所有構造を矯正する必要があるか否かを判断する時間を要すること

<sup>4</sup> Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, and Securities and Exchange Commission, "Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds," Final Rule, 12 CFR Parts 44, 248, and 351, 17 CFR Part 255, January 31, 2014.

<sup>5</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, "Statement Regarding the Treatment of Collateralized Loan Obligations Under Section 13 of the Bank Holding Company Act."

このような要請を受けて FRB は、最終規則の採択前に行われた対象ファンドの投資に関して、規則への適合を図るための時間を与えることで、銀行が健全性を維持しながら秩序ある方法によって業務の終了や投資の処分を確実なものにし、対象ファンドの処分が市場に与える潜在的な混乱を回避するために、遵守期限の延長を図るという意図を明らかにしている。

## II. ボルカー・ルールと外国銀行の関係

ボルカー・ルールは米国の銀行のみならず外国銀行をも規制の対象としている。銀行エンティティは法律上、①連邦預金保険制度の対象となる預金保険対象機関（insured depository institution）、②預金保険対象機関を支配（control）する会社、③1978年国際銀行法8条の下で銀行持株会社としての扱いを受ける会社、④それらの子会社、関連会社と規定されており、国際銀行法8条の下で銀行持株会社としての扱いを受ける会社という規定が、米国に支店等を有する外国銀行を指している<sup>6</sup>。すなわち、米国に支店等の営業拠点を有する日本の大手銀行や地方銀行は、ボルカー・ルールにおける銀行エンティティの定義に該当することから、日本国内で行う業務も含めて銀行全体がボルカー・ルールの対象となる。

もともと、ボルカー・ルールは法律上、「米国外でのみ（solely outside of the United States; SOTUS）」行われ、かつ投資家に「米国居住者（resident of the United States）」が含まれていないファンド投資については適用除外と定めており、当該要件は一般に SOTUS 要件と呼ばれている。銀行エンティティに該当する邦銀のファンド投資のうち SOTUS 要件を満たすものについては、ボルカー・ルールの制限を受けることはない。

一方、SOTUS 要件を満たさないファンド投資に関しては、ボルカー・ルールの制限を受けるおそれがある。銀行エンティティの定義に含まれる邦銀のファンド投資が対象ファンドに該当し、かつ SOTUS 要件に適合していなければ、原則としてボルカー・ルールが米国外でも域外適用される。したがって、銀行エンティティに該当する邦銀は自行が関わっているファンド投資について、個々に対象ファンドへの該当や SOTUS 要件への適合の有無を確認することが求められる<sup>7</sup>。なお、ボルカー・ルールで取得・保持が制限される持分については、最終規則はエクイティ、パートナーシップの他にその他の類似の持分と定められており、例えばプライム・ブローカレッジ取引などに関しては制限を受けない<sup>8</sup>。

<sup>6</sup> 具体的には、①州に支店または代理店を保持する外国銀行、②州法の下で設立された商業貸付会社を支配する外国銀行を支配する外国銀行または外国会社、③外国銀行または外国会社のうち①および②に該当する外国銀行または外国会社を子会社とする会社を銀行持株会社として扱うことを定めている。

<sup>7</sup> 最終規則はボルカー・ルールのファンド投資の制限を受けないものとして、例えば以下を挙げている。

- エージェント、ブローカー、カストディアンとしての業務（顧客の計算においてまたは顧客のために行っており、銀行エンティティその関係会社が持分を実質的に保有していない場合）
- 米国法または外国法に基づいて設置・管理される確定拠出年金、株式賞与制度、利潤分配、年金制度を通じて、従業員のために銀行エンティティがトラスティとして直接・間接に持分を保有している場合

<sup>8</sup> その他の類似の持分として、最終規則は以下の性質を有する持分が含まれると定めている。

### Ⅲ. 対象ファンドの範囲に関する確認

#### 1. 対象ファンドの定義

まずは対象ファンドの定義を確認する。既述のとおり、ボルカー・ルールは法律上、ヘッジファンドまたはPEファンドの定義を「1940年投資会社法の下、3条(c)項(1)または(7)に基づいて投資会社としての登録を免除されている発行者および連邦規制当局が規則で定める類似のファンド」と定めている。最終規則は法律の定めを受けて対象ファンドを定義している(図表2)。公募ファンドは除かれるが、ヘッジファンドやPEファンドよりも対象範囲は広い。

図表2の①に関して、投資会社法3条(c)項(1)はいくつかの要件を定めている。それらの要件の中で、「当該証券が100名以下の者により実質的に所有され、当該証券の公募が行われていないこと」が求められており、少数私募のファンドが該当するものと考えられる。また、同項(7)はいくつかの要件とともに、「当該証券が取得時点で専ら適格購入者(qualified purchaser)によって所有され、当該証券の公募が行われていないこと」を定めており、これは適格投資家向けの私募ファンドとして捉えることができる。

当該規定に関連して最終規則は、証券もしくはデリバティブの再売却のための投資やトレーディングのためのファンドあるいは公募ではなく機関投資家や富裕層に勧誘・売付勧誘されるファンド、すなわち私募ファンドに焦点が当てられていると規制の趣旨を説明している。その理由として、私募ファンドは証券取引委員会(SEC)に投資会社登録を行う公募ファンドに適用される証券諸法の保護下になく、リスクの高い投資戦略が立てられやすいことが指摘されている。

次に、要件②に定めるコモディティ・プールには、商品先物取引委員会(CFTC)の管轄であるコモディティに主に投資するファンドが該当する。リテール投資家向けのコモディティ・プールはCFTF規則の下で対象ファンドの範囲から外れるが、適格投資家向けのコモディティ・プールは対象ファンドに該当する。

一方、米国外のファンドに対するボルカー・ルールの適用は限定的である。最終規則は要件③に関して、外国ファンドが対象ファンドの定義に含まれるのは、米国銀行エンティティまたは米国銀行エンティティの外国子会社がスポンサーとなっていたり、持分を保有している場合に限られるとする。すなわち、米国銀行エンティティにリスクをもたらす外

- 対象ファンドのジェネラル・パートナー、マネージング・メンバー、取締役会メンバー、トラスティ、投資マネージャー、投資アドバイザー等の選解任の権限を有するもの
- 請求権(interest)として対象ファンドの収入、稼得、利益を受け取る権利を有するもの
- 対象ファンドのすべての他の請求権が償還または完全に支払われた後に原資産を受取る権利を有するもの
- 超過スプレッドのすべてまたは一部を受取る権利を有するもの
- 請求権に対して対象ファンドが支払う額は原資産から生じる損失に基づいて減額される可能性があるもの(例えば、元本残高の損失分配、削減、償却または請求権の額もしくは請求権の支払額の減額)
- パス・スルー・ベースで収入を受け取っているまたは原資産のパフォーマンスを参照して決定された収益率を有しているもの

図表 2 最終規則が定める対象ファンドの定義

<p>① 1940年投資会社法の投資会社として定義され、同法3条(c)項(1)または(7)に基づいて投資会社としての登録を免除される発行者</p> <p>② 商品取引所法1a条(10)項の下、以下のいずれかの要件を満たすコモディティ・プール</p> <p>a) コモディティ・プールのオペレーターが商品先物取引委員会(CFTC)規則4.7(17CFR 4.7)の下、免除される権利を得ていること</p> <p>b) (i)コモディティ・プールのオペレーターがCFTCに登録され、(ii)コモディティ・プールの出資持分のほぼすべてがCFTC規則4.7(a)(2)および(3)の下で適格投資家(qualified eligible person; QEP)に所有されており、かつ(iii)出資持分が適格投資家以外の者に公募されないこと</p> <p>③ (i)米国に所在または米国の法の下で設立された銀行エンティティまたは(ii)米国に所在しまたは米国の法の下で設立された銀行に支配される銀行エンティティの場合、以下のすべての要件をみたすエンティティ</p> <p>a) 米国外で設定・設立され、その持分が米国外でのみ勧誘・売付されていること</p> <p>b) 主として、証券を転売またはその他の処分もしくはトレーディングするために証券に投資する目的で投資家から資金を調達するエンティティまたはアレンジメントである(またはそのように振る舞う)こと</p> <p>c) (i)当該銀行(または関係会社)がスポンサーになっていること、または(ii)当該銀行(または関係会社)によって直接・間接に支配された持分を発行していること</p>
--

(出所) 最終規則より野村資本市場研究所作成

国ファンドに限って対象ファンドの範疇に含めるという考え方である。

外国銀行エンティティが所有していたりスポンサーとなっている外国ファンドについては、投資会社法3条(c)項(1)または(7)に基づく登録免除を受けて米国で勧誘または売付けられている場合にのみ対象ファンドに該当することとなる。最終規則は、米国内で売付けられる米国ファンドと外国ファンドの間の競争上の公平性をその根拠として挙げている。

## 2. 対象ファンドの適用除外

最終規則は、事業を目的とする投資ビークルなど対象ファンドに含まれない適用除外ファンドを列挙しており、銀行エンティティに該当する邦銀は、対象ファンドの定義とともにそれらを確認する必要がある。具体的には、①外国公募ファンド、②完全子会社、③ジョイント・ベンチャー、④M&Aのためのビークル、⑤海外年金・退職年金基金、⑥保険会社の特別勘定、⑦銀行が保有する生命保険、⑧ローンの証券化、⑨適格ABCPコンデュイット、⑩適格カバード・ボンド、⑪小規模企業投資会社、⑫公益投資ファンド、⑬登録

投資会社、⑭レシーバーシップ、コンサベーターシップに係る発行者、⑮その他の除外される発行者が挙げられている。

米国の公募ファンドは、投資会社法の登録投資会社として対象ファンドから除外される<sup>9</sup>。また、外国公募ファンドについては、最終規則は、①米国外で組成・設立されていること、②発行者の母国でリテール投資家への持分の勧誘・売付が認められていること、③米国外で1回または複数回の公募を通じて専ら（predominantly）非米国居住者に売付けられることという要件をすべて満たすことを求めている。そして、要件③に関して、ファンドの持分の85%が非米国居住者に売付けられている場合を「専ら」という要件を満たすものとして判断するという連邦規制当局の考えを示している。したがって、米国外の公募ファンドについては、持分の85%が非米国居住者に売付けられていないことが確認できれば適用除外となる。

したがって、上記の適用除外に該当しないファンドであってSECに投資会社登録を行っていない私募ファンドが主に対象ファンドに該当することになる。なお、ローンの証券化や適格 ABCP コンデュイットは適用除外であるが、CLOはローンの証券化には該当せず対象ファンドに含まれる。このことから対象ファンドの範囲は、一般にファンドと呼ばれるものよりも広いことがわかる。

#### IV. SOTUS 要件に関する検討

外国銀行のファンド投資が対象ファンドに該当する場合でも、SOTUS 要件を満たせばボルカー・ルール<sup>9</sup>の制約を受けることはない。逆の見方をすれば、SOTUS 要件に適合しない対象ファンドへの投資はボルカー・ルール<sup>9</sup>の制約を受けることになる。したがって、銀行エンティティに含まれる邦銀は、対象ファンドの定義から明確に除外されるものを除き、米国外で組成されるファンドも含めてあらゆるファンド投資について、SOTUS 要件への適合の有無を確認する必要がある。

SOTUS 要件は法律上、「連邦法・州法に基づいて設立された銀行エンティティに直接・間接に支配されていない銀行エンティティが、米国外でのみ行う対象ファンドのパートナーシップ、その他の持分の取得、保有、スポンサーシップであって、当該ファンドの持分が米国居住者に売付勧誘または売付されないもの」と規定されている。つまり、銀行エンティティに該当する邦銀は、売付勧誘または売付が米国外でのみ行われ、かつファンドの投資家に米国居住者が含まれていないことを確認する必要がある。こうした SOTUS に関する法律上の規定を受けて、最終規則は図表3のように SOTUS 要件をより具体的に定めている。

<sup>9</sup> 投資会社法3条(c)項(1)または(7)の他の規定に基づいて投資会社登録を免除されている場合も除外される。

図表 3 最終規則における SOTUS 要件

- |   |   |
|---|---|
| ① | 銀行エンティティが米国法の下で設立されていないこと、または米国法の下で設立された銀行エンティティに直接・間接に支配されていないこと |
| ② | 銀行エンティティの業務または投資が銀行持株会社法 4 条(c)項(9)または(13)に従って行われていること            |
| ③ | 対象ファンドの持分が米国居住者に対して売付勧誘または売付されていないこと                              |
| ④ | 当該業務または投資が米国外でのみ行われていること  |

(出所) 最終規則より野村資本市場研究所作成

図表 3 のうち①の要件は、米銀から出資を受けていない邦銀であれば問題にはならない。また、②の要件における銀行持株会社法 4(c)条(9)項または(13)項の規定は、外国銀行が米国で業務を行う際に求められる要件であり、米国で業務を行う銀行であれば満たしている要件である<sup>10</sup>。

一方、要件③に関しては、銀行エンティティの定義に含まれる邦銀が投資するファンドの投資家に米国居住者が含まれていないことを求める規定である。最近、PE ファンドなどにおいて米国居住者向けのファンドと非米国居住者向けのファンドを分ける動きがあるが、これは SOTUS 要件の米国居住者の規定を意識したものと捉えることができる。なお、最終規則は米国居住者の定義として、SEC のレギュレーション S に規定されている「US パーソン (U.S. person)」を参照している<sup>11</sup>。つまり、銀行エンティティに該当する邦銀は、自行が投資するファンドの投資家に US パーソンが含まれていないかどうかを確認する必要がある。

また、要件④については、図表 4 の要件をすべて満たした場合にのみ充足されるとしており、銀行エンティティに該当する邦銀は、ファンド投資について、投資やスポンサーの提供に関する意思決定の要件やファイナンスの要件を満たす必要がある。

<sup>10</sup> 外国銀行組織 (foreign banking organization) の場合は FRB のレギュレーション K の要件を満たす必要があり、全世界の事業の半分以上が銀行業であること、銀行業の半分以上が米国以外で行われている必要がある (12 CFR 211.23(a), (c)または(e))。一方、外国銀行組織ではない外国銀行の場合は、①米国外資産が米国内資産を上回っていること、②米国外収入が米国内収入を上回っていること、③米国外純利益が米国内純利益を上回っていることのうち 2 つ以上の要件を満たす必要がある。

<sup>11</sup> レギュレーション S (17 CFR 230.902(k)) の US パーソンの定義には、米国に居住する自然人、米国法の下で設立された組合や法人が含まれる。一方、米国外に所在する支店および代理店であって、確固たる業務上の理由を有し、保険または銀行業務を営み、所在地において保険または銀行規制の下に置かれている場合、US パーソンには該当しない。



図表 4 SOTUS 要件が成立するための要件

- |  |
|--|
| <p>① スポンサーまたはプリンパルとして対象ファンドの持分を取得または保持する銀行エンティティが、米国に所在または米国法の下で設立された銀行エンティティであったり、米国に所在するまたは米国法の下で設立された銀行エンティティに直接・間接に支配されていないこと</p> <p>② 対象ファンドの持分を取得・保持するまたはスポンサーになるという意思決定を行う銀行エンティティ（関係する従業員を含む）が、米国に所在するまたは米国法の下で設立されていないこと</p> <p>③ 持分に係るリスク削減のためのヘッジ取引を含め、投資またはスポンサーシップが、米国に所在するまたは米国法の下で設立された支店または子会社によって直接・間接に連結ベースでプリンシパルとしてみなされないこと</p> <p>④ 米国に所在するまたは米国法の下で設立された支店または子会社によって、直接・間接に銀行エンティティの所有権またはスポンサーシップのファイナンスを行わないこと</p> |
|--|

（出所）最終規則より野村資本市場研究所作成

## V. 許容される最小限の投資

対象ファンドに該当するファンドへの投資が SOTUS 要件を満たさない場合であっても、ボルカー・ルールは、法律で一定要件を満たすファンド投資を許容している。具体的には、①ファンドを組成し投資家をファンドに引きつけるために十分な当初エクイティを有する投資資金を提供すること、または②「最小限 (de minimis) の投資」を行うという目的の下、銀行エンティティが真正な信託 (bona fide trust)、フィデューシャリー (受託者)、投資助言サービスを提供する場合には、次の要件を満たすことで自らが組成・勧誘するファンドに投資を行うことが認められる。

- 対象ファンドが真正な信託、フィデューシャリー、投資助言サービスの提供に関連してのみ組成・勧誘され、銀行エンティティのそれらのサービスの顧客に対してのみ組成・勧誘が行われること
- 銀行エンティティが対象ファンドまたは対象ファンドの投資対象であるファンドの債務およびパフォーマンスに対して直接・間接に保証、引受、保険を提供しないこと
- 銀行エンティティが事業、マーケティング、プロモーション、その他の目的のために、対象ファンドと名称を共通にしないこと
- 銀行エンティティの取締役、従業員が対象ファンドに対する持分、パートナーシップ、その他の持分を取得・保持しないこと（ファンドへの投資助言、その他のサービス提供に従事する取締役、従業員を除く）
- 銀行エンティティが対象ファンドの投資家に対して、当該ファンドの損失は銀行エンティティではなく投資家のみによって負担されることなどを書面で開示すること

ただし、その場合の要件として法律上、①他の投資家の確保を目的として銀行エンティティは投資を減少または希釈化するために関係会社以外の投資家を積極的に探すこと、②投資規模の制限として、(a)銀行エンティティのファンドに対する投資が設立後1年以内に償還や売却、希釈化を通じて当該ファンドのすべての持分の3%以下に引下げられること、(b)銀行エンティティにとって重要なものとならないこと、(c)いずれの場合にも銀行エンティティのすべてのファンドの持分がTier1資本の3%を超過しないことが求められている<sup>12</sup>。

最終規則はこうした法律の規定を受けて、①ファンドの組成および関係会社以外の投資家をファンドに引きつけるために十分な当初エクイティを提供し、あるいは②最小限の投資を行うという目的の下で許容されるファンド投資の要件として図表5を定めており、これらの要件を満たすファンド投資は、SOTUS要件を満たさなかったとしてもボルカー・ルールの下で許容される<sup>13</sup>。

図表5 許容されるファンド投資

<p>① 最小限の投資の場合</p> <p>a) <u>各ファンドに対する制限</u>： 銀行エンティティおよびその関係会社による投資は、ファンドの持分の総数または総価値の3%を超えないこと</p> <p>b) <u>ファンドを集計した場合の制限</u>： 銀行エンティティおよびその関係会社が保有するすべての対象ファンドの持分の価値の合計は、銀行エンティティのTier1資本（各四半期末時点）の3%を超えないこと</p> <p>② ファンドの組成、十分な当初エクイティの提供の場合</p> <p>a) <u>シード期間の要件</u>： 銀行エンティティおよびその関係会社は、(i)償還、売却、希釈化その他の手段を通じて、銀行エンティティによる対象ファンドのすべての持分の合計額を減少させるため、次の要件の制限に収まるよう関係会社以外の投資家を積極的に探すこと、(ii)ファンドの組成日から1年以内に対象ファンドへの持分が上記①a)に定める制限内に収まるようにすること<sup>14</sup></p> <p>b) <u>ファンドを集計した場合の制限</u>： 上記①b)と同じ</p>
---

(出所) 最終規則より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 他の投資家の確保および投資規模の制限の要件に加えて、資本に関する要件がある。ボルカー・ルールでは連邦規制当局が追加的な資本賦課および定量的制限を課すことになっている。その追加的な資本要件に関して、銀行エンティティのファンドに対する総投資残高（内部留保を含む）が銀行エンティティの資産および有形株主持分から控除され、当該控除額がファンドのレバレッジに応じて増加しなければならないという要件が規定されている。もっとも、追加的な資本要件に関しては現時点では規則化されていない。

<sup>13</sup> 最小限の投資の要件を満たす場合には、組成や募集、引受、マーケット・メイキングについても許容される。

<sup>14</sup> 銀行エンティティはFRBに申請しFRBが承認することで、シード期間の要件に関する遵守の期限を最大2年延長することができる。

## VI. コンプライアンス・プログラムの策定

最終規則は、ファンド投資の制限を含むボルカー・ルールを遵守し、遵守状況のモニタリングを行うためのコンプライアンス・プログラムの策定を銀行エンティティに求めている。銀行エンティティに該当する邦銀は、対象ファンドへの該当の有無や SOTUS 要件への適合の確認とは別に、コンプライアンス・プログラムを策定することが必要である。なお、最終規則は、銀行エンティティの業務およびビジネス・ストラクチャーの種類や規模、範囲、複雑性に応じてコンプライアンス・プログラムの条件や範囲、詳細さを定めることを求めている。

最終規則は、コンプライアンス・プログラムについて最低基準と閾値を超える場合の追加基準を定めている。ファンド投資に関する最低基準としては、以下が規定されている。

- 対象ファンドの投資に関して文書化し、規定し、モニタリングし、制限するための文書化された方針・手続
- 遵守状況のモニタリングのための内部統制システム
- マネジメント・フレームワーク（コンプライアンスの責任とアカウントビリティに関する説明、リミットや戦略、ヘッジ、投資、インセンティブ報酬等に関するマネジメント・レビューを含む）
- コンプライアンス・プログラムの有効性に関する独立テストおよび監査（適切な内部者または第三者による定期実施）
- コンプライアンス・プログラムの実効的な適用およびエンフォースメントを確保するための取引に関わる者、その管理者を含む人材のトレーニング
- 遵守状況に関する記録の管理（当局の要請に応じて速やかに提出する義務、最低 5 年間の保管義務）

その上で、前年末の米国における総資産が 500 億ドル以上の外国銀行エンティティ（米国に所在または米国で設立された外国銀行エンティティのすべての子会社、支店、代理店を含む）については、ファンド投資に関して、①対象ファンドの特定、②対象ファンド業務および投資の特定、③規制遵守に関する説明、④対象ファンド業務および投資に関する説明・文書化、⑤内部統制、⑥規則に違反した場合は是正措置をコンプライアンス・プログラムにおいて定める必要がある。

## VII. 今後の留意点

ボルカー・ルールのうちファンド投資の制限に関しては、2013 年 12 月末以前に銀行エンティティが出資しあるいはスポンサーとなった対象ファンドは遵守期限が 2 年延長されたものの、2013 年 12 月末以降に出資等を行った対象ファンドは 2015 年 7 月 21 日から完全遵守が求められることになる。したがって、2013 年 12 月末以降に出資等を行ったファ

ンドに関しては、それがボルカー・ルールに違反するものであれば、2015年7月までに規則に適合するようにストラクチャーを改めたり、ブックを移したり、売却等の処分を図らなければならない。

銀行エンティティに該当する邦銀は、自行のファンド投資が米国以外のファンドも含めて対象ファンドに該当するかどうか、外国公募ファンド等の適用除外となるファンドに該当するかどうかを個々に確認することが求められる。仮に対象ファンドに該当するような場合にはSOTUS要件を満たせばボルカー・ルールの制限を受けることはない。そのため、自行が投資しているファンドの投資家にUSパーソンが含まれていないこと、銀行のファンドに関する業務や投資が米国外で行われていることを含め、SOTUS要件を検証する作業が必要になるだろう。そして、SOTUS要件を満たさない場合には、SOTUS要件を満たすようにするか、最小限の投資の要件に該当することを確保するか、さもなければ売却等の処分を図る必要がある。

そのような個々のファンドに関する確認作業とともに、銀行エンティティに該当する邦銀は、ボルカー・ルールのコンプライアンス・プログラムを策定しなければならない。なお、ボルカー・ルールのうち自己勘定取引の禁止に関しては、最終規則が定める完全遵守の期限は変わっていないことから、ファンド投資の中で自己勘定取引の禁止に該当するような取引についても、2015年7月21日以降はボルカー・ルールによって禁止される点にも留意が必要である。

いずれにしても、2015年7月21日のボルカー・ルールの遵守期限を前にして、ボルカー・ルールの対象となる銀行エンティティに含まれる邦銀においては、コンプライアンスの確保に向けて早急な対応が求められる。