



2020 年 11 月

はじめに

Volcker Rule(ボルカー・ルール)はドッド・フランク法の一部を構成する規則であり、米国民の税金で保護されている銀行などによる投機的投資を防ぐことを趣旨としています。米国規制当局は、2013年12月にボルカー・ルールの最終規則を公表し、2015年7月から適用開始となっています。2020年6月には、「Volcker Rule 2.1 ファンド投資等の規制に関する最終規則」(以下、「最終規則」)が公表されましたので、その内容および資産運用会社に与える影響についてご紹介します。

最終規則の概要について

米連邦預金保険公社(FDIC)と米連邦準備理事会(FRB)など金融監督当局(以下、「当局」)は2020年6月25日、金融機関に自己勘定取引(自己資金による取引)や私募ファンドへの投資制限を課したボルカー・ルールの規制要件を一部緩和することを決めました。

一定の外国ファンドに対する域外適用への対処など、ボルカー・ルールが意図していた懸念を生じさせない金融サービスの提供やその他の活動を銀行に認める緩和策が中心であり、効力発生日は2020年10月1日となっています。

今回の最終規則における改正は、主に以下の4つの項目に分類されます。

1. 適格外国除外ファンド(以下、「QFEFs」)
2. Super 23A(「特定の関係」を持つ規制対象ファンドとの「特定の取引」の制限)
3. 規制対象外ファンドの要件緩和、新設
4. ファンドの持分に関する定義の明確化

(1) QFEFs

規制対象外であるべきはずのファンドがバンキング・エンティティ(以下、「BE」)に該当するためにボルカー・ルール
の規制対象となってしまうという、いわゆる「ファンドBE成り問題」への対応として、当局はQFEFsに対する
ノーアクション・リリーフを公表し、QFEFsをボルカー・ルール対象外とする措置を講じていました。最終規則では
QFEFsはBEに該当するとした上で、ボルカー・ルールにおけるコンプライアンス態勢の整備は不要としています。

QFEFsとは、以下の要件を全て満たすBEを指し、規制対象ファンドへの投資などの禁止規定は適用されません。

QFEFs の要件

1. 米国外で組成・設立されており、持分が米国外でのみ提供・販売される
2. 以下のいずれかに該当するファンド
 - 米国で組成・設立されていたとしたら規制対象ファンドに該当するファンド
 - 転売などのために金融商品に投資する、または金融商品を取引することを主な目的として投資家から資金を調達するエンティティ・アレンジメントなど
3. 以下の両方を満たす BE の出資・スポンサー行為・関係性がなければ、BE には該当しなかったファンド
 - 米国法に基づき設立されていない、または米国法に基づき設立された BE に支配されていない
 - BE の出資・スポンサー行為が外国 BE による米国外の規制対象ファンドへの投資(SOTUS)の要件を満たす
4. 真正なアセットマネジメント業務の一環として設立・運用されている
5. 当該 QFEFs のスポンサーや当該 QFEFs を支配している BE またはその関連会社によるボルカー・ルールの潜脱を可能とするような方法で運用されていない

なお、QFEFsは、BEとして特定の関係を持つ規制対象ファンドとの特定の取引が制限(以下、「Super 23A」)の対象となってしまうことへの留意が必要です。

(2) Super 23A

BEが規制対象ファンドに対して、投資マネージャー、投資アドバイザー、スポンサーなどの行為(特定の関係)を行っている場合、Federal Reserve Act 23Aに規定される取引(以下、「特定の取引」)は禁止されます。特定の取引には、ローン、信用供与、買い戻し条件付きでの資産の購入、ファンドが発行した証券の購入(ファンド投資などのうちシード投資など許容取引に該当するものは除く)、ファンドからの資産の購入、ローンまたは信用供与の担保としてファンドが発行した証券の受け入れ、保証や信用状の発行、証券貸借取引およびデリバティブ取引が含まれます。

当該Super 23Aにおいて禁止される特定の取引に関し、例外として以下の1と2は従前より取引が認められていましたが、最終規則により3～5もその例外に追加されました。

例外取引

1. 許容取引の要件を満たす投資等(SOTUSを適用した投資など)
2. 一定の要件を満たすプライム・ブローカレッジ取引
3. Federal Reserve Act 23A または Regulation W において除外取引と規定されている取引

4. 無リスクの自己取引
5. 短期の与信供与あるいは資産の購入

なお、上記 3 の Federal Reserve Act 23A または Regulation W における主な除外取引は以下の通り

- ・ BE がファンドの議決権の 80%以上を保有する場合、全ての取引
- ・ 通常業務の過程で発生する預金
- ・ 現金や米国債で担保される与信取引
- ・ BE へのサービス提供のみを目的とするファンドが発行した証券の購入
- ・ 流動性の高い資産、証券、地方債の購入（証券、地方債については、記録保存などの他要件有り）
- ・ レポ取引
- ・ 日中与信供与（文書保存など一定の要件有り）
- ・ BE またはファンドの無リスク取引としての証券購入

なお、上記3～5の取引を行う場合は、許容取引に係るバックストップ条項が適用されます。これにより、利益相反が生じる取引を行わないこと、ハイリスク資産・取引戦略に対して重要なエクスポージャーが生じる取引を行わないこと、米国の金融安定性に影響しない取引であることを遵守する必要があります。

(3) 規制対象外ファンドの要件緩和、新設

外国公募ファンド、完全支配子会社、外国退職年金ファンド、ローン証券化商品および小規模ビジネス投資会社などが現在、規制対象外ファンドの対象となっています。最終規則では、外国公募ファンド、ローン証券化商品および小規模ビジネス投資会社の要件が緩和され、さらに、クレジットファンド、適格ベンチャーキャピタルファンド、ファミリー資産運用ビークルおよび顧客ファシリテーションビークルも規制対象外ファンドに追加されています。

(4) ファンドの持分に関する定義の明確化

最終規則では、ファンドの持分の定義が明確化され、投資マネージャーの選解任に参加する権利を有している場合でも、それが正当な理由により発生する権利であれば、持分の定義には含めないこととされました。また、一定の要件を満たすシニアローンおよびシニア債については、ファンドの持分の定義から除外されています。

資産運用会社に与える影響

ファンドがBEに該当するか否かという点がこれまで不透明でしたが、最終規則では、ファンドであっても支配が認められる場合はBEに該当することが明確化されています。また、最終規則ではQFEFsはBEに該当したとしても、ボルカー・ルールが求めるコンプライアンス態勢の整備は不要としていますので、ファンドがQFEFsに該当するかどうかについて、投資家から問い合わせがくることが想定されます。

また、規制対象外ファンドが新設されたこと、または適用要件が緩和されたことにより、従来規制対象ファンドとして取り扱っていたものを規制対象外ファンドと分類することができる可能性があることについても留意が必要です。

おわりに

PwCあらた有限責任監査法人は、会計および監査のプロフェッショナルとして資産運用業界の発展に貢献することをミッションとしており、海外事務所や税理士法人などの国内外のネットワークを生かしながらさまざまな提言やサービスを提供しています。今後も多様な形で資産運用業界の発展に貢献したいと思っておりますのでよろしくお願いいたします。

なお、内容にご質問などございましたら、以下のお問い合わせフォームからご連絡いただければと思います。

文中の意見にわたる部分は筆者の私見であることを申し添えます。

PwCあらた有限責任監査法人

第三金融部(資産運用)

シニアマネージャー 前田 宏 童

マネージャー 及川 翔 太

PwCあらた有限責任監査法人 第三金融部(資産運用)
[お問い合わせフォーム](#)

本冊子は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本冊子の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本冊子に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも)表明あるいは保証するものではありません。また、本冊子に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、PwCあらた有限責任監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© 2020 PricewaterhouseCoopers Aarata LLC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.