

2018年10月17日

米国ボルカー・ルール改正案に係る市中協議文書に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、米国の5つの監督当局（連邦準備制度理事会（FRB）、商品先物取引委員会（CFTC）通貨監督庁（OCC）、預金保険公社（FDIC）および証券取引委員会（SEC））から2018年6月5日に公表された、ボルカー・ルール改正案に対してコメントする機会を与えられたことに感謝の意を表したい。

本件が検討されるに当たり、我々は以下のコメントが当局のさらなる作業の助けとなることを期待する。

【総論】

本改正案は、ボルカー・ルールの実施に当たって生じた金融機関の懸念事項や実務上の取扱いに配慮したものであると理解しており、ボルカー・ルールに関してより高い明確性を提供するとともに金融機関における規制対応負担を軽減しようとする当局の取組みに賛同する。我々は、今回の提案はボルカー・ルールの規制枠組みを適正化する偉大な第一歩となると考えている。

一方、提案内容の中には、当局の意図に反して規制遵守のための対応負荷が金融機関に新たに発生する内容も含まれていると見受けられる。こうした事項については、本コメントの内容を十分に斟酌し、新たな負荷が発生しないようなかたちで最終化いただきたいが、仮にそのようにならない場合は、相応の準備期間を設けていただきたい。

また、かねてより我々は、幾つかの問題点について当局に意見具申してきたところであるが、例えば過度な域外適用や一部ファンドのバンキング・エンティティ（以下「BE」という。）成り等についての懸念は引続き解消されていないものと考えている。

今後当局による本取組みが継続され、上記の点が解消されていけば、域外の金融機関の健全性や組織体制のあり方への影響が低減され、米国一国の規制により金融システム全体の安定性が損なわれるおそれがさらに軽減ないし解消されると確信している。また、その取組みの中で、現状の過度な制限・禁止行為が緩和されることが、円滑な金融仲介機能の十分な発揮につながると期待している。

なお、ボルカー・ルールの域外適用の修正については、米国金融システムの健全性への影響の観点から議論すべきであり、米国銀行と米国外銀行の競争条件の優劣の観点から議論すべきではないと考える。米国外銀行は母国当局の監督の下、米国金融システムの健全性に影響を及ぼさない範囲で適切に業務を営むことができるべきであることを踏まえ、現状の過度な域外適用がさらに是正

されることを期待する。

加えて、本改正案は、バーゼルⅢ規制（含む FRTB（トレーディング勘定の抜本的改定））などの国際的な規制の枠組みや、2017年6月に公表された米財務省報告等の米国内の取組みとの矛盾や不整合が生じないかたちで定められるべきである。

上記の点を踏まえ、我々は以下のとおりコメントを提出する。なお、各質問への回答については、【各論】のセクションも参照いただきたい。

1. バンキング・エンティティの対象範囲

(1) BEの対象範囲

BEの対象範囲から、米国内でトレーディングを行っていない子会社を除外するとともに、連結対象外の関連会社を除外すべきである。

ボルカー・ルールの本来的な目的は、「米国における金融システムの健全性、安全性の維持」であるが、わが国企業グループでボルカー・ルールの適用対象となる BE の大半は米国外に所在し、かつ、その多くは米国内でトレーディング活動を行っておらず、上述の目的に影響を与えるものではない。

仮に適用対象となる場合でも、米国内でトレーディング活動を行っていない子会社や連結対象外の関連会社に対しては、個社別に簡易なコンプライアンス・プログラムが適用されるべきである。

(2) BEの区分方法

①トレーディング資産・負債の定義（Q3～7）

本改正案で規定された BE の分類基準であるトレーディング資産・負債について、重要概念であるにも関わらずその定義がないことから、まずは定義を明確化すべきである。そのうえで、トレーディング資産・負債の集計に関しては、米国外銀行については、連結財務諸表を作成する際に用いる母国の会計基準に従った取扱いが認められるべきである。

②トレーディング資産・負債の算出対象

米国外銀行における BE の3分類の閾値については、米国市場への影響を判定するという観点から、すべて米国事業ベースの残高を用いるべきである。

また、トレーディング資産・負債の算出対象から、連結対象外の関連会社を除外すべきである。この点、連結対象外の関連会社について、トレーディング資産・負債の残高を継続的に把握し続けることは、実務上の負荷が高い。また、関連会社については支配権を限定的にしか行使できないことを踏まれば、規制が意図している関連会社を通じた法の潜脱の懸念は小さいため、連結対象外の関連会社のトレーディング資産・負債を閾値判定に加える必要性に乏しい。

③ 閾値の水準

「Banking entities with significant trading assets and liabilities」の米国内のトレーディング資産・負債の合計が 100 億ドルという閾値では、一定の米国外銀行についても重厚な規制対象となってしまう。そもそも米国外の金融機関は、母国当局の厳格な規制に服しており、重複規制となるため、特に配慮されるべきである。それでも米国外銀行を米国においても厳格な規制対象とするのであれば、少なくとも「Banking entities with significant trading assets and liabilities」の閾値を 100 億ドルから引き上げることを検討していただきたい。

(3) BE の区分毎のコンプライアンス・プログラム (Q3～7)

「Banking entities with limited trading assets and liabilities」について、ボルカー・ルール遵守に係る反証可能な推定 (rebuttable presumption) がされるのではなく、明確にボルカー・ルールの適用対象外とされるべきである。改正案によって反証可能な推定が与えられたとしても、法を遵守する必要がある以上は遵守の徹底を図るべく内部態勢を構築する必要があるため、金融機関の規制対応コスト軽減につながらず、今回の規制見直しの趣旨に合致しない。むしろ、「当局に反証されるまでは態勢構築しない」と判断する (リスク許容度の高い) 金融機関との間で規制対応コストに差が生じることが懸念されることを踏まえると、リスクが小さい金融機関については法の適用対象から明確に除外すべきである。

(4) ボルカー・ルールの規制適用対象外となるファンドの取扱い (Q12)

Foreign excluded fund (以下「FEF」という。) が BE の対象外であることの恒久的な明確化を要望する。

ボルカー・ルールの域外適用は法令の目的を超えて極めて広範となっており、米国外銀行に過度な制限・負荷を強いていることから、我々はこれまでに、「ボルカー・ルールの規制対象ファンドの定義から外れるファンドやボルカー・ルールの規制適用対象外となるファンドについては、ボルカー・ルールの規制対象となる BE から除外されることを明確化していただきたい」と要望してきた¹。

FEF は、米国外で設立されたファンドであり、各国の規制や制度に則った運営が行われている。この点、ボルカー・ルールにおける規制対象ファンドは、米国のファンドが念頭に置かれており、米国外のファンドの性質には適

¹ 2014 年 11 月 20 日付“Requests related to the Volcker Rule”(宛先:FRB,OCC,SEC,CFTC,FDIC)、
2015 年 5 月 21 日付“Requests related to the Volcker Rule”(宛先同上)、
2016 年 3 月 7 日付“Requests related to the Volcker Rule”(宛先同上)、
2017 年 9 月 21 日付“Comments on Notice Seeking Public Input on the Volcker Rule issued by the Office of the Comptroller of the Currency”(宛先:OCC)をご参照。

さないケース²がある。

また、FEFの取扱いやBEの範囲の定義が曖昧であるが故に、現状でもアセットマネジメントビジネスを通じたFEFへの投資について、カバードファンドに対する規制内容等を踏まえた保守的な取扱いを適用することにより対応している。

このように、規制対象ファンドではないFEFについては、各国の制度に従った運営を行うべきであり、BEの適用対象範囲からは除外されることを恒久的に明確化すべきである。

なお、2017年6月に公表された米財務省報告においても、BEの定義から米国銀行の米国外子会社・関係会社または米国内で活動する米国外銀行により保有またはコントロールされるFEFを明確に除外すべきとされており、こうした点も踏まえFEFの取扱いを明確化すべきである。

また、そもそもカバードファンドの定義から除外されるファンド（例えば米国外公募ファンドなど）については、ボルカー・ルールの規制目的に影響を与えない投資と認められているといえることから、これらのファンドについてもBEの適用対象範囲から除外されることを明確化すべきである。

2. 自己勘定取引

(1) トレーディング勘定の定義（Q23～Q38）

市場リスク資本要件（market risk capital prong）によって、規制対象とすべきトレーディング勘定か否かを判定できると考えるため、短期利鞘目的要件（short-term intent prong）を撤廃する提案に賛同する。

一方、市場リスク資本要件が米国外銀行にも適用される以上、会計要件（accounting prong）の導入は不要であると考え。仮に導入するとしても、トレーディング勘定の対象範囲が大きく拡大するため、会計要件の定義の変更、または除外取引の対象を拡大していただきたい。

会計要件は明確な判定基準だと思われるが、市場リスク資本要件およびディーラー要件（dealer prong）の範囲を包含するものであり、従来のトレーディング勘定の定義と比較すると対象範囲は拡大すると思われる。

拡大する商品としては、資金関連スワップ、ローン紐づけスワップ等のデリバティブ取引や、会計上バンキング勘定で保有するALM目的の有価証券等の現物取引等が挙げられる。これらのように明らかにトレーディング目的ではなく、本規制が意図しない取引についても対象に含まれてしまう。

上記のようにこれまで対象外であった活動をトレーディング勘定として定義されると、相当のコンプライアンス負荷が追加で課せられる懸念がある。

² 例えば、ファンドの一定の持分を保有していると、「支配権（コントロール）」の概念により、ファンドがBEとみなされる懸念があるが、そもそも日本のファンドの大半を占める契約型投資信託においては議決権がないため、持分保有による支配権という概念は適切ではない。

以上から、単に時価評価される金融商品を対象にすべきではない。仮に上記が認められない場合であっても、本来トレーディング目的ではないポジションにつき取引が抑制されるのを防ぐために、一定の取引をトレーディング勘定から除外するセーフハーバー³を設けるべきである。

(2) マーケットメイク取引および引受取引に係る RENTD (Q64~Q77)

RENTD 計測の要件に代えて、内部リスクリミット (internal risk limits) を遵守することで、RENTD を遵守しているとする「presumption of compliance」の提案について賛成する。

一方、今回提示されたリミット超過・増額時の当局宛報告は極めて高い負荷が発生する。リスクリミットの超過・増額時の対応については各金融機関にてすでに定められたエスカレーション・記録保存が行われており、当局は定量報告指標を用いて速やかにリミットの超過・増額を認識できる枠組みが既に存在している。そのため、現在定められているリミット超過・増額時の当局宛報告は不要なコストを発生させるものであり、規定から削除すべきである。

また、仮に報告が求められる場合であっても、行内で様々な内部リミットがあることから、どのレベルの内部リミットが報告の対象となるのかの明確化や設定に際して具体的に求められるプロセス等の明確化が必要である。

(3) TOTUS exemption の修正について (Q123~Q130)

従来の TOTUS exemption は、米国外銀行と米国銀行との取引を非常に厳しく制限していたため、米国市場の流動性悪化の原因になっていたと思われる。ビジネスの自由度改善および統制手続の負荷軽減の点からも、ファイナンス要件 (financing prong) と取引相手方要件 (counterparty prong) を廃止する提案に賛同する。なお、本見直しは米国市場の流動性改善に大きくつながると考えるが、一部の自己要件が残る事により、米国外銀行におけるオペレーション負荷は引き続き一定程度残る見込みである。

この点、本来的には米国外の取引に特段要件を課すべきではなく、米国外銀行による米国外の取引は除外取引の1つとして設定すべきである。また、本改正案では米国居住者が取引に対して主体として関与しないことおよび連結ベースで米国内に記帳されないことという自己要件が残ることにより、米国に所在する子会社との取引や在米支店との内部取引の可否が不明瞭となる。しかし、これらの内部取引を行うことは、米国外銀行が米国銀行と直接取引を行うことと実態的に変わりないため、そのような内部取引は明確に許容し

³ 例えば、①60日以上保有する場合、②売却可能債券等のバンキング勘定で保有するポジション、③母国会計基準においてヘッジ会計が適用されるポジション等が考えられる。

ていただきたい。

加えて、提案内容において、取引の「アレンジ・交渉・執行 (ANE)」要件が削除されているが、主体的な関与から除外される限定的な関与の例としてアレンジと交渉のみを挙げており、執行は挙げていない。執行についても追加していただくか、明確化の観点からは少なくとも具体例を例示していただきたい。

また、売買の意思決定とは、取引の主要なリスクにつながる重要な判断を伴う事項を指し、当該取引について米国所在者が行う取引執行のような極めて限定的な裁量権については対象外であると整理いただきたい。

(4) ローン紐付けスワップの除外 (Q101～Q107)

ローン紐付けスワップは、原則ローンの満期まで保有されるものでありトレーディング目的でないことは明らかであるため、マーケットメイク取引に含めるのではなく、トレーディング勘定の定義から除外されるべきである。ローンに紐付くスワップをマーケットメイク業務であると整理されると、実務負荷が大きい。

3. ファンド投資

(1) カバードファンドの定義 (Q131)

カバードファンドの定義にファンドの特性にもとづくアプローチを採用する場合、確認作業負担軽減のためにも、外形的にその確認が容易であるものに限定すべきである。

現状のカバードファンドの定義では、本来の規制対象であるヘッジファンドや PE ファンドの特性を有しないファンドまでも規制対象に含まれることになり、在米国の外国銀行系運用会社の関与に制限がかかるため、アセットマネジメントビジネスの健全な競争環境が阻害されている。したがって、パフォーマンス・フィーの有無など、ヘッジファンドや PE ファンドに典型的なリスク選好的な特性を有しているか否か等の確認が外形的に容易なアプローチを採用すべきであり、こうした特性を有していないものについては、カバードファンドの定義から除外すべきである。

なお、カバードファンドの定義から除外されることで、BE 成り懸念が生じるケースが想定される。このことを鑑み、カバードファンドの定義を変更する際には、上記 1. (4)も踏まえ、BE の範囲についても同時に適切に見直していただきたい。

また、今回の改正前後で規制対象取引が異なることから、既存保有分が改正後の禁止取引に該当する可能性もある。したがって、改正案で規制対象となる取引のうち、現在の規則において規制対象外と区分されている取引につ

いては、改正後の経過措置を設けるべきである。仮に、既存保有分の継続保有が認められない場合は、ルール適用前に売却を行う必要があるため、ルール見直し前後で業務運営に支障を来し、市場への影響も少なくないと考えられる。

(2) 米国外公募ファンドの取扱い (Q145~151)

米国外公募ファンドの要件である「sold predominantly through one or more public offerings outside of the United States」の解釈に関し、preambleにおいて「米国居住者への持分の募集割合が15%以下の場合」と解釈している点につき、米国居住者への募集割合を撤廃すべきである。

公募ファンドの販売実務において持分購入者の居住地を正確に把握することは困難であり、また、米国居住者への意図せざる販売等も発生する可能性があることを踏まえると、米国外公募ファンドについて米国居住者への募集割合を撤廃すべきである。仮に撤廃が困難な場合でも、募集割合を相応の水準まで引き上げるべきである。

また、特に、米国外のETFおよびREITは、リテール投資家が保有できるものであり、ボルカー・ルールの規制目的であるヘッジファンドやPEファンドに該当しないことが明らかである為、米国居住者への募集割合に関わらず、一律カバードファンドの除外規定として米国外公募ファンドとすべきである。

上場商品について米国投資家および本国以外の投資家の保有比率を把握することは実務上困難である。加えて、米国外の各国・地域の状況を考慮しない、一律の規制要件設定は不必要に米国外の金融市場の安定性への悪影響や規制上の不必要な負担増加につながる。

(3) SOTUS Exemption の修正について (Q191~193)

SOTUS Exemption にかかるファイナンス要件 (financing prong) を削除する提案は、ボルカー・ルール適用にかかる明確性を向上させるものであり、賛成する。

また、今回の SOTUS Exemption の改訂において、ボルカー・ルールに係る FAQ13 により明確化されたマーケティング制限 (marketing restriction) の詳細が組み込まれ、米国居住者に対する募集・販売の要件が明文化されたものと認識している。一方で、SOTUS Exemption にかかるマーケティング制限については従来どおり金融機関自らによる米国居住者への販売を禁ずるものと解釈すべきであり、第三者が運用するファンド(third-party fund) まで範囲を拡大すべきではない。

第三者が運用するファンドまでマーケティング制限の範囲を拡大した場合、金融機関は当該第三者の販売行動を制約する手段を持たないことから、米国

外銀行による SOTUS Exemption の利用は大きく制限され、現在の規制が大幅に強化されることになる。これは規制負担の軽減を趣旨とする見直しの趣旨と照らしてバランスを大きく欠くほか、米国外銀行の投資活動に対する重大な制約となっている。

(4) ローン証券化商品の取扱い (Q176~178)

ローン証券化商品の除外については、ローン以外に許容される裏付資産の対象範囲が狭すぎるので、当該ローン証券化商品の商品性および保有リスクが大きく変わらない程度で別資産の組み入れを許容していただきたい。

(5) ファンドのシード投資期間について (Q14)

現状、3年というシード投資期間が明示されているのは一つのメルクマールであるが、真正なアセットマネジメント業務であることを前提に、一定の要件⁴の下では、3年を超えるシード投資も許容されるべきである。

資産運用会社においては、投資家のニーズに即するため様々な商品開発を行うが、新商品の評価に関しては、実際のトラックレコードが最重要であり、投資家もトラックレコードを確認して投資行動を行うことが多い。資産運用会社においては、これまで自社や自社グループの資金を用いてシード投資を行い、かかるトラックレコードを組成してきたが、ボルカー・ルールにより制約を受けている。トラックレコードの蓄積としても、一般的に3年を経た段階で本格的なマーケティングは開始されるものの、外部環境等も踏まえて投資判断されるものであり、明示的な期間が設定されるべきものではない。したがって、シード投資期間の判断は各運用会社が合理的に行うこととしていただきたい。

あわせて、FEFについても上記と同じ取扱いである旨を明示していただきたい。なお、FEFについては、上記1.(3)にも記載しているとおおり、シード投資期間中含め、一律 BE とみなさないことを明確化していただきたいと考えている。

4. コンプライアンス態勢

(1) コンプライアンス態勢の簡素化 (Q214)

コンプライアンス態勢にかかる詳細な承認および有効性確認プロセスを規定した Appendix B が削除されることは、これまで各種機会において過度な域外適用の再考にかかる申し出を行ってきたわが国としては、各国法規制に定められたガバナンス態勢や各国の慣習を尊重する判断がなされたものとして歓迎する。

また、「Banking entities with moderate trading assets and liabilities」に

⁴ 販売および回収計画があること、定期的な見直しを行うことなどの要件が考えられる。

対して、簡易コンプライアンス・プログラムを課すとの内容や、マーケットメイク取引およびヘッジ取引に係るコンプライアンス遵守負担減についても賛成する。

一方、本件改正案では、定義等の詳細な内容が具体的には定められていないことから、今後、さらに詳細な情報が提供されることを要望する。

また、全銀協および邦銀各行は、ボルカー・ルール疑問点の照会や改善提案を継続して実施してきたが、かかるコンタクト時には、規制関係五当局との調整が必要との反応に直面し、具体的な回答を得られないことが頻繁に発生している。実効性の高い規制運営のためには、当局と対象となる金融機関およびその業界団体との適切なコミュニケーションチャンネルが必要である。かかる点を踏まえると、規制方針策定、規制運営、照会窓口といった規制当局の役割分担の明確化が必要と考える。

さらに、下記(2)～(4)については、再考の余地があると考えられる。

(2) 「Banking entities with moderate trading assets and liabilities」に対する
コンプライアンス要件について (Q211)

コンプライアンス・プログラム上の要件 (CEO 宣誓、独立検証、職員教育、記録保持) について、「Banking entities with moderate trading assets and liabilities」も遵守対象外とすべきである。

今回の見直しの趣旨は金融機関の過度な規制遵守負担の軽減と理解しているが、コンプライアンス・プログラム要件についての最上位のカテゴリー (significant) と二番目のカテゴリー (moderate) との違いは、独立したコンプライアンス・プログラムの策定が求められるかどうかには過ぎず、「moderate」に分類される金融機関にとって十分な規制遵守負担の軽減につながる。「moderate」に分類された金融機関も既存のコンプライアンス・プログラムの中でボルカー・ルールを適切に遵守する義務を負うことを踏まえると、CEO 宣誓・独立検証・職員教育・記録保持といった義務を課す必要はない。

(3) CEO 宣誓について (Q213)

とりわけ、CEO 宣誓については、現在 CEO 宣誓を課されていない先にとって負担増加となることから、CEO 宣誓が必要な対象の拡大には反対する。

現在 CEO 宣誓を課されていない基本プログラムの適用先においては、現行ルール適用開始以降、内部統制制度の整備として遵守状況のモニター等を行うほか、独立した立場からの検証・監査等を実施してきているが、CEO 宣誓が新たに課されるとこれに向けた新たな態勢整備負担・運営負担が発生する。現在の基本プログラム適用先には、こうした新たな対応ではなく、従来

同様、遵守状況のモニタリング態勢構築や内部監査等による対応とすべきである。

また、過度な域外適用とならないよう、米国外銀行については、すでに CEO 宣誓に対応しているか否かに関わらず、宣誓対象を米国オペレーションに限定すべきである。

(4) 定量報告要件について

本件改正案では、定量報告要件の見直しがなされており、デスク情報の作成やナラティブステートメントの提出が明文化される等、新たな対応が求められており、具体的な開発コストは現時点では不明瞭であるものの、当該対応に係るシステム開発や計量システムの改修等に係る作業負担およびコストが発生する内容となっている。以上を踏まえ、とりわけ、下記の内容を要望する。

①報告フォーマットの変更について (Q249)

計算項目の変更や報告フォーマットの変更は、現行の計算システムの変更を伴いコスト増になるため反対する。

②報告指標の整理について (Q220～233)

定量報告要件に係るルールの改正は煩雑化にほかならない。顧客活動指標の改定趣旨が「指標のわかりにくさ」を解消することであれば、既存指標のもととなるデータを報告することで要求は満たすことができる。新たな計測定義を持ち込むとシステム開発が必要になることから避けていただきたい。

③重要度の低い定量報告指標について (Q228～229)

デスク情報に主たる業務内容を記載する点については同意するものの、業務内容に照らして不要または重要性の低い定量報告指標⁵は当該情報に記述することで報告不要としていただきたい。

④FRTB (トレーディング勘定の抜本的改定) について (Q257～259)

依然 FRTB でのバンキング/トレーディング勘定区分の結論が出ていない領域があると理解しており、今後新たにトレーディング勘定に認定される領域が発生する場合には、システム手当が必要になること、また、即時適用とみなされると実務上対応できないことから、その時点から準備期間が必要となる点についてもご理解いただきたい。

なお、FRTB による計測されるエクスポージャーと実際のトレーディング

⁵ 例えば、FX 直物と先物のみを扱うデスクは証券を保有しないので証券に係る在庫期間は常にゼロ報告になる、売買金額がリミット対比潤沢に存在するデスクはリミットモニタリングのみ許容取引遵守が確認できる等が挙げられる。

勘定における取引のエクスポージャーとでは、定義に乖離が生じる懸念があることから、実際のトレーディング勘定における取引のエクスポージャーのみを対象としていただきたい。

【各 論】（質問内容については関係箇所を抜粋して記載している。）

（BE の対象範囲：Q3～18 まで）

Q3：トレーディング資産・負債の閾値にもとづき、バンキング・エンティティ（banking entities）に対して異なる要件を設定するという提案の一般的なアプローチは適切であるか。

- ・重要概念であるにも関わらず、トレーディング資産・負債の定義がないことから、明確化すべき。
- ・トレーディング資産・負債の集計に関して、米国外銀行については、連結財務諸表を作成する際に用いる会計基準に従った取扱いが認められるべきである（修正案 §.2(b)の準用）。

Q12：コメント提供者は、「バンキング・エンティティ」および「カバードファンド」という用語の定義に関して、法令（statute）と 2013 年最終規則が相互に関連する結果、登録投資会社（registered investment companies：RIC）、米国外公募ファンド（foreign public funds：FPF）、および Foreign excluded fund を含め、誠実な（bona fide）資産運用業務に混乱がきたしたような経験はあるか。

- ・FRB、FDIC および OCC が 2017 年 7 月 21 日に公表した「Policy Statement」（以下「Policy Statement」という。）による特定の米国外ファンドについての 1 年間のノーアクションの表明、ならびに表明に至るまでの当局間の意見調整等のご尽力について、感謝する。
- ・一方で、最終規則の影響に関しては、FEF が BE でないことの明確なガイダンスがないため、米国内に影響を及ぼさない米国外ファンドへの投資活動について、深刻な影響が及んだ。投資財務上連結も行っていない投資先について持分を削減するなど、全般的に保守的な対応をせざるを得ず、真正な資産運用活動にもとづく、米国外ファンドへの投資が抑制される等、ファンドビジネス全体に深刻な影響を及ぼした。
- ・また、ファンドの BE 非該当性については対応期限であった 2017 年 7 月 21 日当日まで明確化がなされなかったため、BE に該当する懸念のあるファンドに対しては、自己勘定取引規制に対応すべく TOTUS Exemption を遵守させているケースがある。現時点においても、ガイダンスには有効期限があり、運営が安定していないため、このような措置が恒久的化されることを要望する。
- ・ファンド活動におけるカバードファンドの投資規制は、そのファンドへの直接投資を禁止している一方、当該カバードファンドが行う投資（ファンドの投資家から見ると間接投資）は規制していない。これに対して、投資家が投資したファンドが BE と判断される場合は、そのファンドにはコンプライアンス態勢の構築が求められ、投資が規制される。その意味で、結果的に間接

投資を規制していることとなり、過度に規制対象が広がりすぎている懸念がある。

- ・また、上記におけるカバードファンドに対する投資については、米国外銀行は SOTUS Exemption により許容されるが、その場合は最終規則の規定にもとづき BE の対象外となり、結果として直接投資も間接投資も許容されることになるため、規制の趣旨を捉えかねている。
- ・最終規則において「Ownership Interest」が定義されファンドの保有概念が大幅に拡大されており、米国とは異なる法慣習、商慣習下ではコントロールがないファンドも最終規則上コントロール有とみなされ、実務上対応困難な要求を受けている。

Q13：上記に記載の当局および連邦銀行当局のスタッフが提供したガイダンスは、バンキング・エンティティが、セクション 13 の制限および要件に準拠して、資産運用業務を行うことができるようにするうえで実効的であるか。

- ・わが国の Asset Management 業務（以下「AM 業務」という。）にて取扱う契約型投資信託は、BHC 法における議決権の概念を有する証券を発行しておらず、また、委託者と受託者の信託契約にもとづき、契約上定められた運用方針にもとづき運用されているため投資家のコントロールはなく、少なくともわが国の法域において AM 業務が取り扱うファンドは BE の定義から明示的に除外されるべきである。上記にもとづき、AM 業務において行われるシードマネーの拠出についても当然に認められるべきである。
- ・仮に上記が認められない場合であっても、ファンドに対する取締役派遣は、AM 業務の一環としての事務的サポート等が目的の場合が多く、ファンドの支配を目的とはしていない。この状況では取締役会の過半数を支配していたとしても実質にファンドに対するコントロールはなく BE には該当しないとすべきである。

Q15：RIC および FPF についてスタッフのガイダンスでは取り扱われてない、バンキング・エンティティのスポンサーのファンドへの投資が 25% を超え、バンキング・エンティティが資産運用業務に従事する能力が制限される可能性があるか。

- ・各国の規制や制度に則った運営が行われている米国外ファンドは、投資割合に関わらず BE から除外されるべきと考える。
- ・ETF、REIT 等市場に流通する公募ファンドについて、証券会社は取引所でのマーケットメイク、ブロックトレード、引受等のブローカーの活動において大ロットを一時所有する機会が多く、持分比率が 25% を超えることも想定され、そのような事態を避けるために、投資対象ファンドの持分を処分せざるを得ない可能性がある。また、他の投資家の解約により保有比率が上昇するケースが実際に発生している。BE に該当することを回避するため資金を回収

した結果、ファンドが償還になるような事態は、投資家保護の観点からも回避されるべきであると考える。

- ・そもそも **ETF**、**REIT** は投資方針・商品性が特定されており、それらを遵守すべく委託者が運用業務を担っているため、仮に一投資家の持分比率が高まったとしても、**BHC** 法で規定しているコントロールを有することはなく、その業として一時的に保有するブローカーはなおさらのことであり、**ETF**、**REIT** 等の市場に流通する公募ファンドは **BE** の対象から除外すべきである。

Q16 : **Foreign excluded fund** は、資産運用業務を継続するにあたって、ポリシー・ステートメントに実効的に依拠することができているか。

- ・銀行の子会社である運用会社がスポンサーである **FEF** は、**BE** の対象外であると規定していただきたい。銀行の子会社である運用会社と銀行でない会社の子会社である運用会社との間の **Fair Competition** の確保のために重要である。
- ・**BE** の定義について、コントロールの有無による判定を修正いただきたい。議決権の **25%** を境に影響力保持の判定を行った場合、総論にも記載のとおり、アンコントロールな関連会社も含まれる可能性がある。
- ・邦銀が主にファンド投資の対象としている本邦法令にもとづく契約型投資信託については、米国法が認識している投資家によるファンドへのコントロールはない。各国の銀行の業務規制の支配基準に準じて設立・組成している米国外ファンドについて、米国 **BHC** 法上のコントロールの要件を適用するのは、域外適用の悪影響が大きい。
- ・**Policy Statement** では「**bona fide asset management business**」の定義が判然とせず、実務上、**Policy Statement** 中の文脈から「当該 **qualifying foreign excluded fund** (以下「**QFEF**」という。)が行っている、諸規制に抵触しない適正な資産運用に関する業務」と解釈している。「諸規制に抵触しない」とは、例えば不法行為の隠蔽行為、潜脱行為などであり、特定の条件を適用することにより結果的に許容される活動は含まない、との認識であるが、当該認識が違うというのであればより具体的な定義を提示していただきたい。
- ・なお、**FEF** について、以下の条件をすべて満たす私募ファンドと **ETF** は、銀行がファンドの運用業務をコントロールすることはできないことから、**QFEF** の要件充足有無に関わらず、ボルカー・ルール⁶の適用範囲から除外し、**BE** の定義に含めないでいただきたい。

✓ 私募ファンド⁶

①ファンドは、米国外で組成または設立されており、米国外でのみ募集・

⁶ なお、定義に、「米国人投資家が存在しないこと」を含めない理由は、ファンドを通じたファンドへの投資等において最終投資家が米人投資家であるかどうかは実務的に確認不可能であること、また、本邦国内籍投信において、米国人投資家等の特定の投資家による禁止を含めることは一般的でなく、実現が難しいためである。

販売されている。

- ②仮にファンドをカバードファンドとみなした場合、ファンドは、持分を保有する米国外銀行にとって **SOTUS Exemption** が適用可能である。

✓ **ETF**⁷

- ①米国法に依拠していない米国外で運用するファンドである。
- ②ファンド運営者が米国外銀行から独立している。
- ③米国外銀行がファンド運営者の運用業務に関与しない。

Q17：まだ提案が最終化されていない状況への対応として、当局は、**Foreign excluded fund**に係るステートメントの適用を、1年間延長している。銀行持株会社法（**BHC 法**）第13条の要件に準拠したかたちで、当局がこれらの問題に対応するために講じることのできるその他のアプローチについてコメントを求める。

- ・**Q16**への回答において、我々は米国外ファンドが **BE** の対象から除外されるよう求めている。さらに、シード投資期間についても、各国の実情に応じ柔軟に認められるべきである。米国外ファンドはその性格からボルカー・ルールの趣旨に反するものではないにも関わらず、**BE** 成りの懸念から金融機関がファンドにシードマネーを供給することを躊躇し、外国におけるビジネスの健全な発展を阻害する結果を生んでいる。法の趣旨（利益相反回避、高リスク資産・投資戦略抑制、米金融システムの健全性確保）に鑑み、米国にリスクをもたらすおそれが極めて小さい **FEF** については **BE** の対象外としていただきたい。

Q18：当局は、2013年最終規則の「バンキング・エンティティ」と「カバードファンド」という用語の定義間が相互に関連することに伴い提起される問題に対応するために、2013年最終規則を **BHC 法**第13条と整合するかたちで修正すべきか、また修正する場合、どのように修正すべきか。

- ・**FEF** の他にも、ローン証券化商品 **SPC** 等、カバードファンドから除外されたビークルについて、**BE** 該当懸念が生じ、投資抑制を促しているケースがある。カバードファンドの定義を見直す際には、カバードファンドから外れることで、本来 **BE** として管理されるべきでない **Entity** について **BE** 該当懸念が生じうることを認識いただき、**BE** の定義についても同時に適切な見直しをなされるようにしていただきたい。
- ・カバードファンドの定義が何らの考慮もなく変更されてしまうと、従来の定義を前提として行っていた既存の投資ビジネスに多大な影響を及ぼすこととなる。こうした定義変更によりカバードファンドから外れたファンドが **BE**

⁷ 上場 **ETF** の保有割合増加をもって、**ETF** 自体への支配権の強化は実質的に不可能で銀行がファンドの運用業務をコントロールできないため

に該当すると、ボルカー・ルール上のコンプライアンス態勢の構築等が必要になりうることから、少なくとも米国外銀行が投資するファンドについては非 BE であることを明確化するべきである。

(自己勘定取引：Q23～129 まで)

Q23：当局は、提案された新たな会計要件（accounting prong）を導入し、短期利鞘目的要件（short-term intent prong）の撤廃はすべきか。会計要件を適用することによって、提案の目的上、いずれの金融商品がトレーディング勘定に含まれるかについて、十分明確になるか。IFRS と GAAP との間に、当局が検討すべき差異はあるか。ある場合、それらの差異の内容、および提案されている会計要件の適用範囲にどのような影響があるか。

- ・ 総論にも記載のとおり、短期利鞘目的要件の撤廃については、我々からもこれまで要望していた点であり、その点を斟酌していただいたことに感謝する。
- ・ 一方、改正案で提案された会計要件は明確な判定基準だと思われるが、会計要件と市場リスク資本要件がカバーする範囲と重複していることに加え、従来のトレーディング勘定の定義と比較すると対象範囲は過度に広範となる可能性がある。したがって、トレーディング勘定の判定については、市場リスク資本要件のみを適用することとすべきであり、会計要件を導入すべきでないと考ええる。
- ・ 例えば、わが国会計基準上の満期保有目的債券については、会計要件、市場リスク資本要件、ディーラー要件のいずれにも該当しないため、引き続きトレーディング勘定対象外と考えられる。一方、それ以外に長期保有目的で保有している金融商品については、これまでトレーディング勘定の対象外であったものがトレーディング勘定の対象となる可能性がある。この点、これまでトレーディング勘定対象外であった取引がトレーディング勘定の対象となる場合においては、多大な態勢整備のコストが発生することになる。
- ・ 仮に会計要件を導入する場合であっても、会計要件で用いられる会計基準に関しては、米国外銀行について、IFRS や US GAAP 以外にも、当該銀行が適用している会計基準にもとづく判断を認めることを明確化いただきたい。わが国会計基準は、IFRS や US GAAP と有価証券の分類方法や損益への計上方法が異なり⁸、IFRS や US GAAP を導入していない米国外銀行に対して、その基準にもとづく判断を求めるのは、過剰なコストを課すものと考えられる。外国銀行は各国それぞれの制度枠組みの中で一般に公正妥当と認められている会計基準を利用しているため、当該枠組みは米国規制の適用においても尊重されるべきであると考ええる。

⁸ 例えば、わが国会計基準と IFRS・US GAAP との差異に関し、非上場持分投資等の取扱いが異なる可能性がある。

Q25：当局は、提案されている会計要件の一つとして、バンキング・エンティティの貸借対照表に公正価値で計上されるすべての金融商品を含めるべきか。そのような定義は、過度に広範なものであるか。過度に広範である場合、適用される法律に準拠するかたちで、なぜ、どのようにして当該定義を狭めるべきか。

- ・仮に会計要件を導入する場合であっても、Q23 の回答や、最終規則における「Short term prong」の趣旨や今回のルール見直しの目的等を踏まえ、規制対象取引の範囲は、「売買目的有価証券」など、評価損益の変動が直接的に期間損益に影響する取引のみに限定すべきである。
- ・また、改正前後で規制対象取引が異なることから、既存保有分が改正後の禁止取引に該当する可能性もある。したがって、改正案で規制対象となる取引のうち、最終規則において規制対象外と区分された取引の売却や解約等については、改正後の例外措置を設けるべきである。
- ・仮に上記が認められない場合であっても、総論で記載のとおり、トレーディング目的ではないポジションにつき投資が抑制されるのを防ぐために、一定の取引をトレーディング勘定から除外するセーフハーバーを設けるべきである。セーフハーバーとしては、例えば以下のようなものが考えられる。
 - ① 60 日以上保有する場合
 - ② 売却可能債券等のバンキング勘定で保有するポジション⁹
 - ③ 母国会計基準においてヘッジ会計が適用されるポジション¹⁰

Q33：特定のトレーディング業務が自己勘定取引の定義の範囲内であるか否かを判断するに当たって、提案されている会計要件では、対象が過大または過少となるか。対象が過大または過少である場合に、「短期」要件に置き換わるものとして、より適切な代替案はあるか。

- ・Q23 に対する回答と同様。

Q37：2013 年最終規則のディーラー要件と短期利鞘目的要件の両方を勘案して比較した場合、提案されている会計要件によって、「トレーディング勘定」の定義に含まれるトレーディング業務の量が増加するか、あるいは減少するか。

⁹ 売却可能有価証券については、短期利鞘目的でない投資対象として購入していた投資家が、今次変更に伴い、投資に伴う PL を一定未満にする様なインセンティブが働き、結果的にセカンダリー取引が減退し健全な市場を損なう可能性がある。また、売却可能有価証券は、わが国会計基準上の売買目的有価証券とその目的が異なっており、会計上の扱いも異なっている（損益への計上の仕方）。したがって、一律にトレーディング勘定とみなすのは適切ではない。

¹⁰ ヘッジ会計が適用されている取引は、法が禁じる短期的な収益獲得を目的とした取引でないことは明らかである。したがって、少なくともヘッジ会計が適用されている取引については、例外規定に依拠させるのではなく、自己勘定取引の定義から明確に除外すべきである。また、ヘッジ会計適用有無の判断については、判断の客観性を向上させる観点から母国会計基準にしたがった取扱いを認めるべきである。

・ Q23 に対する回答と同様。

Q40：自己勘定売買の禁止に遵守していると推定されるデスクレベルの閾値(損益の絶対額が 2,500 万ドル)は、トレーディング・デスクの業務規模を踏まえ、より厳格なコンプライアンス要件を適用する必要はないであろうことを示す適切な指標であるか。

- ・ PL が小規模のトレーディング・デスクにかかる規定 (§ 3.(c)) は、会計要件の導入により無用に対象が拡大されることへの対応を意図して導入したもののと思われ、その趣旨について賛同する。
- ・ 一方、これら PL の測定への負荷および閾値超過時の対応負荷は極めて重い。また、あくまで「推定」に留まることから、保守的な金融機関においては当該規定を利用することが困難と判断する場合も想定される。その結果として、単に規制対象範囲および監督が必要となる範囲が拡大されるのみで、金融機関・当局双方にとって効率的な枠組みとならない懸念がある。
- ・ 仮に本規定を導入するのであれば、結果として過度な負担が生じうる遵守推定ではなく、Q25 で記載したセーフハーバーに該当する取引は規制対象外として除外するというかたちをとるべきである。
- ・ 加えて、仮に閾値を用いる場合は、PL が小規模のトレーディング・デスクに配慮するという本規定の目的等を踏まえ、「presumption of compliance」の判定基準に用いる日次のネット損益を、「有価証券の売買損益」と「評価損益の変動のうち、直接的に期間損益に影響する部分のみ」に限定すべきである¹¹。

Q49：前述の例に加えて、為替予約、為替スワップまたは現物決済されるクロスカレンシー・スワップが流動性管理のために用いられるとコメント提供者が想定する追加的なシナリオはあるか。提案されているこれらの取引の追加を考慮して、既存の制限を撤廃すべきであるか。

- ・ 資金調達目的で行うクロスカレンシー・スワップ等が除外取引に含まれたことについて、これまで我々が要望してきた点を斟酌していただき、感謝する。
- ・ 一方で、(e)(3)(v)に記される内部統制・分析・独立テストの対応負荷は、部分的には一部の許容取引よりも高い負荷となり得る可能性があり、本除外取引を選択するインセンティブを著しく下げるものである。
- ・ そのため、本除外取引を有効活用するためにも、(e)(3)(v)に記される内部統制・分析・独立テストの要請は取り下げていただきたい。

Q50：BHC 法第 13 条および施行規則の適用を回避するために、企業が流動性

¹¹ 改正案では、「presumption of compliance」の判定において、「unrealized gains and losses」が含まれることが示されているが、規制対象取引にわが国会計基準上のその他有価証券が含まれる場合、売買等の取引規模が大きい金融機関においても、「presumption of compliance」が適用されない可能性がある。

管理の免除を濫用する可能性を防ぐために、提案を更に修正すべきであるか。

- ・NDFは、規制通貨のエクスポージャーをヘッジするために利用されるが、経済的にも機能的にも、為替フォワードと規制上異なる取り扱いをするだけの違いはないと考えられる。ついては、NDFも除外取引に加えていただきたい。
- ・また、財務部門（Treasury）が従事するオペレーションについては、その目的が流動性管理である限り、あらゆる種類のデリバティブを除外取引に含まれるよう検討いただきたい。特に財務部門の流動性管理目的のトレーディング・デスクにおいて行う、流動性管理目的のトレーディングは対象外取引と整理できる。

Q51：流動性管理の免除を受けている場合に、バンキング・エンティティは現物決済されるクロスカレンシー・スワップを売買することが認められるべきか。

- ・認められるべきである。銀行は十分な流動性確保および金融市場の健全性維持のため、各通貨特性・地域特性に応じて、スポット為替に加え、通貨スワップも使われている。

Q52：提案されている免除は、バンキング・エンティティが売買の過誤を訂正するために適用している既存のポリシーや手続き等と整合しているか。その理由も提示してほしい。

- ・誤った取引を修正するための副次的取引を除外取引とすることについて、賛成である。しかしながら誤った取引の分別管理については、取引を Disposition するのに時間を要するケースもあれば、債券や株式のように即座に Disposition 出来るケースも存在する。後者のようなケースにおいては分別管理を一時的にでも行うことは事務処理負担拡大に繋がり、そのようなケースの分別管理は不要としていただきたい。

Q57：当局は、他の業務目的、管理目的、コンプライアンス目的など、他の目的のためにバンキング・エンティティが設定した組織レベルに合わせて、トレーディング・デスクの定義を修正すべきであるか。

- ・業務上・コンプライアンス上の管理単位は、各金融機関によって異なるため、実務と整合した有効かつ効率的な運営を実現するためには、トレーディング・デスクの区分や単位は各金融機関の判断により決定されるべきである。
- ・そのため、各金融機関による判断にもとづきトレーディング・デスクの区分や単位を決定できることを、トレーディング・デスクの定義にて明確化するべきである。

Q59：「トレーディング・デスク」が「バンキング・エンティティまたはその関連会社のトレーディング勘定のために金融商品を売買するバンキング・エンティティの組織上区分された最小の個別の単位」として定義されない場合に、結

果として生じる可能性のあるプラスまたはマイナスの影響、またはコストおよびベネフィットに関する検討を提示してほしい。

- ・既存のトレーディング・デスクの定義を廃止し、各金融機関における実務上の管理実態に即してトレーディング・デスクの単位を判断できることを明確化する場合は、Q57にて回答しているとおりに効率化に資するため、トレーディング・デスクの単位の検討に係るコスト削減となるだろう。
- ・しかしながら、既存のトレーディング・デスクの定義を廃止し、さらに定義を画一化するような明確な基準を導入する場合は、トレーディング・デスク単位の再検討のコスト、および実務上の管理実態とは乖離した単位での管理という多大なる負荷が発生し、本見直しの趣旨とは反すると思われる。

Q64: (提案では、すべてのバンキング・エンティティは、トレーディング資産・負債の規模にかかわらず、内部リスクリミット (internal risk limits) を設定し、これらに遵守することによって、BHC 法セクション 13(d)(1)(B)における法定の RENTD 要件に遵守しているとする推定を任意に利用することができる。) (中略) 内部リスクリミットの範囲内の引受業務に関して提案されている、コンプライアンスに関する推定は、十分に明確か。明確でない場合、規則をさらに明確にするために、当局はどのように変更すべきか。

- ・ RENTD の設定に柔軟性を認める本提案の方向性には賛成する。しかしながら、柔軟に RENTD を決定できることになる一方で、RENTD 決定に際する当局の干渉や、リミット超過・増額時の報告対応などは負担が大きい。
- ・当局によるリミット設定に係るアプローチの仕方によっては、最も保守的に対応している銀行グループの対応がそのまま、全銀行グループが遵守すべき基準となりかねず、各銀行の業務実態に応じた対応の弊害となりかねない。
- ・銀行グループ内のブローカー (インハウスブローカー) にある引受デスクに関しては、絶対損益額を上限にリミット設定できるよう、検討いただきたい。

Q67: 法定の RENTD 要件に遵守するためにバンキング・エンティティが内部リスクリミットに依拠することを認めるアプローチを提案することにより、規則において、金融機関は、過去の顧客需要、現在の金融商品の在庫、およびトレーディング・デスクがマーケット・メイク (ブロックトレードによるものを含む) する金融商品に関連する量、タイプ、およびリスクに関する市場および他のファクターに関する実証可能な分析を行うことが明示的に要求されなくなる。コメント提供者は、改訂されたアプローチを支持するか。これらの要件を撤廃することに伴う、コストとベネフィットは何か。

- ・内部リスクリミットは業務の性質を勘案して各社で必要な資本やリスク管理を踏まえて策定、運営されているため、内部リスクリミットを遵守することで、Presumption of compliance を満たしていると考えerことは合理的である。
- ・一方、総論にも記載のとおり、今回提示されたリミット超過・増額時の当局

宛報告は極めて高い負荷が発生する。リスクリミットの超過・増額時の対応については各金融機関にてすでに定められたエスカレーション・記録保存が行われており、当局は定量報告指標を用いて速やかにリミットの超過・増額を認識できる枠組みがすでに存在している。そのため、現在定められているリミット超過・増額時の当局宛報告は、金融機関だけでなく当局にも不要なコストを発生させるものであり、内部リスクリミットの超過・増額についてリアルタイムレポーティングを行うことには反対する。

- ・米国外銀行の米国外拠点に関しては各地域の当局の管轄化にあり、当該地域におけるリミット超過事象を都度米国当局へ行うことは、各地域当局の監督権の尊重の観点から、撤回することを検討いただきたい。また、米国外銀行の本部が各地域の超過の都度取り纏めを行い、米国当局へ報告を行うことは金融機関にとって負荷が大きく、米国外銀行の米国外拠点に関する報告義務は免除されることが望ましい。
- ・仮に対象となる場合であっても、時差のため、リアルタイムで報告したとしても米国当局がただちに認識できるわけではないため、リアルタイムで報告を行うことの実効性はない。そのため、少なくとも、米国当局からの求めがあった場合に十分な期間をもって適切に報告できるような態勢を整えることを求めるにとどめるべきである。またその場合、内部リスクリミットの水準について、一定の目線を示していただきたい。

Q73：顧客 (client/customer)、取引相手について合理的に予想される短期需要を超えないように引受業務を設計するよう要求する法定要件を遵守しつつ、規則の引受要件の効率性を高めるために、2013年最終規則において定められる許容引受業務要件に対して、どのような修正を行うべきか。

- ・より柔軟性を認めるべく、マーケットメイキングおよび引受における RENTD 遵守に関し、以下のような変更を提案する。
 - ① RENTD の遵守推定は、トレーディング・デスクが、各々のリスクアペタイト、リスクキャパシティ、ビジネス戦略に応じて適切に内部リスクリミットを設定し、かつ、マーケットメイキングおよび引受の除外規定に記載されたパラメーターにしたがって自身をマーケットメイカーとして適切に規定している場合において認められる。
 - ② アームズレングスの範囲内にある関連会社との取引は、RENTD 測定上「Customer」として扱われることを明確化。
 - ③ 内部リスク枠超過・増枠時の報告義務の削除 (Q67 参照)

Q104：当局は、§ __.3 における自己勘定取引の定義からローン紐付けスワップを除外すべきか。「トレーディング勘定」または「自己勘定取引」の定義にローン紐付けスワップを含めることは、トレーディング勘定の法定の定義と整合的であるか。その理由も提示してほしい。

- ・ローン紐付けスワップは、自己勘定取引の定義から除外し、トレーディング勘定としてカウントされるべきではない。
- ・当該ローンは、当局も認識のとおり、「directly related to the terms of the loans」として受動的に対応しているものであり、トレーディング目的あるいは短期利益を目的とするものではなく、「米国における金融システムの健全性、安全性の維持」を損なうものではない。したがって、能動的に実施している他のデリバティブ取引とは区分されるべきである。
- ・トレーディング勘定の定義から除外されない場合でも、僅少な取引を行うユニットとして、通常トレーディング・デスク（MM デスクや TOTUS デスク）とは別個の新しいデスクで扱えるもの（＝MM デスクや TOTUS デスクとは異なる、必要最低限の適用条件／コンプライアンス要件が個別に定義された、専用のデスク（例えば「Loan-related Swaps デスク」等）にて管理する）と整理いただきたい。

Q107：他の種類のスワップも同様に扱うべきか。例えば、当局は、顧客が商業的リスクをヘッジするために使用する他のエンドユーザ顧客によるスワップに係る追加のガイダンスを提供すべきか、これらを除外（exclusion）または免除（exemption）に含めるべきか。

- ・ローン紐付けスワップに限らず、明らかにトレーディング目的ではないデリバティブ業務は、トレーディング勘定の定義から除外されるべきである。
- ・例えば、顧客とスワップ契約を結ばないが、ローンと明確に紐付いて管理されているヘッジスワップ取引、海外関連会社出資をヘッジするための為替取引、リース事業の為替ヘッジを実施するための為替取引、デリバティブ内包預金のデリバティブ部分等については、ローン紐付けスワップと同様に他のビジネスに付随するデリバティブ取引と考えられ、トレーディング勘定の定義から除外されるべきと考える。
- ・同様の観点から、§ __.6(c)に定められる顧客のための代理取引も、各金融機関により顧客取引から生じるリスクを管理するために一般的に行われる健全な活動であり、トレーディング勘定ではない事は明らかである。そのため、当局も Appendix に定められる定量報告の報告対象としていない認識である。したがって、§ __.6(c)に定められる顧客のための代理取引も、一定のコンプライアンス・プログラムの整備が求められる許容取引として取扱うのではなく、過度なコスト発生を避けるために、トレーディング勘定の定義から除外されるべきである。

Q111：当局は、顧客、取引相手の合理的に予想される短期需要の決定および内部リスクリミットの設定に際して、バンキング・エンティティが関連会社によるヘッジ取引を含めることを許可すべきか。その理由も提示してほしい。

- ・各金融機関によって、トレーディング・デスク間のヘッジ構造は異なり、例

例えばハブアンドスポークモデルを採用してマーケットメイク業務を行っている金融機関は、内部取引なしではマーケット・メイク・デスクの業務を説明することが困難である。原則として内部取引は RENTD に含まれると定義していただきたい。

Q113：ヘッジ・ポジション、ヘッジ手法またはヘッジ戦略がヘッジ対象の特定のリスクを減少させるか、あるいは大幅に軽減させるかを決定するために相関分析を用いなければならないという要件を撤廃するかどうかを決定する際に、当局はどのような要因を考慮すべきか。

- ・相関分析は煩雑であり、コスト負担も発生することから、無リスク取引の相関分析の廃止という修正案に賛成する。

Q118：重要なトレーディング資産・負債を保有しないバンキング・エンティティについて、§ __.5(b) および § __.5(c)のコンプライアンス要件を緩和することによって、これらのバンキング・エンティティのコンプライアンスコストが削減され、確実性が高まるか。

- ・無リスク取引のヘッジ効果証明について、リスク特定に係る制限により、金融機関によるポートフォリオリスクのヘッジに係るインセンティブが削がれていたことから、修正案に賛成。

Q120：記載されている状況において、他のデスクのリスクをヘッジするトレーディング・デスクの文書化に係る厳格な要件から適用除外することによって、リスク軽減ヘッジ業務がより効率的かつ適時に行われるか。

- ・遵守のための負担が減少することで、ヘッジ対象やヘッジ手段にかかる柔軟性が増し、よりヘッジ活動の柔軟性が増すと考える。

Q122：当局は、トレーディング勘定の定義の一部として会計要件を採用することを提案している。当局は、リスク軽減ヘッジ業務の定義にあたって、会計要件を同様に用いるべきか。

- ・ヘッジ会計を適用している取引については自己勘定取引の定義から除外すべき、との主張が認められない場合、ヘッジ会計を適用している取引については、リスク低減を目的とするものであることが客観的に確認可能であることから、許容取引に該当すると明確化すべきである。
- ・また、ヘッジ会計の適用の判断に当たり、IFRS や US GAAP を導入していない米国外銀行に対して、その基準にもとづく判断を求めるのは、過剰なコストを課すものと考えられる。したがって、米国外銀行については **Q23** で記載したとおり母国会計基準にしたがって判断することを認めるべきである。

Q123：提案されているとおり、米国外取引に係る免除を導入することは、適切であり、かつ実効的に定められているか。

- ・ 今回の提案で TOTUS Exemption の要件が 3 点（①売買の主体、②売買の意思決定者、③会計）に整理されたことを歓迎する。
- ・ 一方、TOTUS 要件の「a foreign banking entity would be able to make use of the exemption so long as the risk of the transaction is booked outside of the United States.」の記述をルールとして明文化・明確化するため、TOTUS 要件を③のみとすることを検討いただきたい。
- ・ この点、米国内に記帳されないという自己要件のみ満たされれば、米国に及ぶリスクは限定的であると考えられる。また、①と②の 2 つの要件があるために、BE である日本の親会社は、米国市場で取引されている債券や株式を売買する際に、BE である合衆国に所在する子会社または支店を介在させることを回避しており、結果的に合衆国に所在する子会社または支店のビジネス縮小につながっている。
- ・ また、上記の TOTUS 要件に関する修正に加えて、取引活動の抑制を防ぐ観点から、以下の点につき明確化していただきたい。
 - ✓ 2 つのデスクが独立してオペレーションを行っており、かつどちらのデスクもボルカー・ルールを遵守しているのであれば、TOTUS デスクが米国所在の関連会社／支店のデスクと取引可能である¹²
 - ✓ 保有資産の運用を米国外エンティティに委託している場合で、その被委託者が米国内エンティティに再委託を行っているケースを「米国人が執行に関与している」とみなさない
 - ✓ 米国内企業をエージェントとした取引において、ダークプールの利用に問題がない¹³
 - ✓ 米国居住者が「主体的な関与」および意思決定を行っていないことを判定するに際し、米国外居住者が取引対象の選定および投資可否を判断し、内部において投資クライテリアを充足しているかを確認するというかたちの関与は、「主体的な関与」および取引の意思決定への関与に該当しない¹⁴
 - ✓ 米国内に直接もしくは連結ベースで記帳されないリープオーダーの米国所在者による執行については、（アレンジや交渉と同じく、）限定的な関与に該当する

¹² 米国外銀行が米国市場で取引を実施するにあたっては、時差等もある中で TOTUS 以外の許容取引の各要件を遵守する必要があり、米国外銀行にとって負担となっている。米国に所在する子会社や在米支店との内部取引を行うことは、TOTUS デスクが米国銀行と直接取引を行うことと実態的に変わりなく、米国所在の関連会社/支店を通じて、実質的に米国内でトレーディング活動を行うような潜脱行為とはならないと考えられ、そのような取引を許容することは、米国市場における流動性改善に資すると考える。

¹³ 同上。

¹⁴ 同上。

Q124：米国外取引の免除において、TOTUS であると判断される場合に関する提案の規定は、実効的かつ十分に明確であるか。あるいは、要件を追加すべきか。例えば、ファイナンス要件（finance prong）または取引相手要件を撤廃するのではなく、これらの要件を維持または修正すべきであるか。

- ・TOTUS 要件のうち、ファイナンス要件（financing prong）と取引相手方要件（counterparty prong）を削除する提案を歓迎する。取引相手方要件は、米国外銀行と米国銀行との取引を制限することで、市場の流動性の低下をもたらしており、米国外銀行・米国銀行双方における顧客への流動性供給の観点におけるサービス低下の一因となっていた。また、ファイナンス要件および取引相手方要件は実務上疎明のハードルが高く、米国外銀行がボルカー・ルールを運用するにあたり、過度な負担を課してきた¹⁵。これらの要件の廃止は、ボルカー・ルール適用にかかる透明性を格段に向上させるものである。

Q127：本提案のアプローチは、米国のバンキング・エンティティにとって、競争上の衡平さの問題をもたらすか。もたらす場合、どのようなかたちでもたらすか。改訂案によって、在外事業体は、同等の規制が課されることなく、米国市場にアクセスすることが出来るようになるか。このことは、競争にどのような影響を与えるか。また、これは、米国の事業体にとって不利になるか。

- ・取引相手方要件の削除により、市場の流動性が向上し、よりシャープなプライス呈示が可能となる可能性がある。
- ・総論にも記載のとおり、ボルカー・ルールの域外適用については、米国金融システムの健全性への影響の観点から議論すべきであり、米国銀行と米国外銀行の競争条件の優劣の観点から議論すべきではない。米国外銀行は母国当局の監督の下、米国金融システムの健全性に影響を及ぼさない範囲で適切に業務を営むことができるべきであり、ボルカー・ルールの過度な域外適用は認められるべきでない。

Q129：提案されているアプローチでは、2013 年最終規則において定められている、米国外取引の免除の適用を受けて、売買をアレンジ、交渉、または執行するバンキング・エンティティの従業員は、米国外に所在してなければならないという要件が撤廃される。当該要件は撤廃されるべきか。

- ・法の趣旨が米金融システムの健全性を確保することを踏まえると、米国に所在する職員が一定程度関与したからといって、米国外銀行が米国外で取引し、米国外にブックする取引を禁止する合理的な根拠に乏しい。

¹⁵ 国際金融機関等、実態が米系企業とは言えない相手先が規制の対象となるケースがあった為、今回の改正で取引相手方要件が廃止されるのであれば取引先確認の煩雑な手続が解消され、業務負担の大幅な軽減が期待される。

- ・そこで、「relevant personnel」については、ANE 要件の削除に伴い定義が不明確になるため、削除するか、米国内に所在する職員が取引に関与できる程度を明確に示していただきたい。

(ファンド投資：Q131～199 まで)

Q131：カバードファンド」について統一された定義を維持する代わりに、当局は「ヘッジファンド」と「プライベート・エクイティ・ファンド」を別個に定義すべきか、あるいは「カバードファンド」を「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」と定義すべきか。

- ・現在のカバードファンドの定義は広範であり、ヘッジファンドまたは PE ファンドでもない、証券化するためのビークルがカバードファンドとされることもある。
- ・現状のカバードファンドの定義について、本来規制対象にすべきと想定しているであろうファンドの範囲を超えていると思われる。典型的なヘッジファンドや PE ファンドの特徴を有しないファンドも規制対象に含まれることにより在米国の外国銀行系運用会社の関与に制限がかかり、それに伴い、アセットマネジメントビジネスの健全な競争環境が阻害されている。銀行系列の運用会社が米国居住者向けに私募投信等による運用サービスを行う際に、ファンドの運用戦略やリスク等によらずカバードファンドとなってしまう、本来のヘッジファンドや PE ファンドへの投資を規制する趣旨と合致しない。また、カバードファンド判定に要する弁護士費用が多くなる。したがって、総論に記載のとおり、外形的に確認が容易な、ヘッジファンドや PE ファンドの典型的な特性を有していないものについては、カバードファンドの定義から除外するのが妥当と考える。
- ・ボルカー・ルールが米国に関係した活動にのみ焦点を当てるために、「米国内で募集・販売されていること」も、条件の一つとすべき。
- ・定義明確化により、コンプライアンス遵守態勢はより実質的価値を持つが、新たな許容取引の導入等はその判定に係るコストが新規に発生することから避けていただきたい。
- ・最終規則の section __.10(b)(1)(i)の定義に関しては、実質的に米国居住者に募集・販売するファンドとみなせるが、最終規則の Preamble では、プライマリーでの募集販売だけでなく、セカンダリーでの米国居住者への売買される場合までカバードファンドに該当し、目論見書または契約書でそれらが制限されていることがカバードファンドに該当しない要件となっている。趣旨に鑑みれば、プライマリーでの募集・販売に限定しても、十分その効果が得られると考えられ、また、第三者間のセカンダリー取引については、一投資家である銀行がコントロールできないことから、カバードファンドの該当要件はプライマリーでの米国居住者への募集・販売のみでセカンダリーでの売買は

該当要件から除外していただきたい。

- ・米国外の米国居住者への募集・販売を想定していない各国のドメスティック・ファンドにおいて、米国居住者に募集・販売しないことを、目論見書、契約書に定める商慣習はないにもかかわらず、実務上、銀行としてファンド運営者にそのような対応を要請することを強いられ、ファンド運営者にとっても過度なコストと考えられることから、目論見書および契約書に定める要件は廃止していただきたい。
- ・分別するか否かに関らず、「ヘッジファンド」という言葉は定義が難しくそもそも使用すべきではない。
- ・PE ファンドの保有禁止は、Equity への間接投資の制限を意図しているのか不明である。間接投資であっても、例えばバーゼル規制ではルックスルーで間接保有株式の RWA を算定し、BE 全体として適性資本の積み上げを要求しており、こちらの規制に依拠すれば良いのではないかと考える。

Q133 : 2013 年最終規則の前文において、当局は、「カバードファンド」の定義の範囲を調整することにより、「不適切に不正確」な定義に起因する意図しない結果を回避することができる」と述べている。最終的な定義は、実務上、「不適切に不正確」であったか。

- ・今回の SOTUS Exemption の定義明確化において § 13(b) に FAQ13 の要素を追加しているが、§ 13(b)(1) に記載の定義は実質的に FEF と同義と考える。実質的に SOTUS Exemption は当局が考えるようなリスクを米国市場に発生させるとは思えず、これを除外活動とすべきであり、その定義として現行の § 13(b)(1) を活用すれば良いと考える。

Q136 : バンキング・エンティティは、特定の発行体がカバードファンドに該当するかを分析したり、カバードファンドの活動に対してコンプライアンス・プログラムを実施するに際して、どのようなコンプライアンスコストおよびその他のコストを負担しているか。

- ・「米国居住者への募集・販売」の定義が曖昧であるために、米国居住者の保有の可能性が否定できないファンドを保守的にカバードファンドとする場合がある。
- ・カバードファンドから除外されたファンドの持分比率が高い場合、当該ファンドのコントロールがなくても BE とみなされる可能性があるため、ファンド組成者等の交渉を通じて契約書面へのボルカー・ルール対応の追加文言等を挿入するなど、膨大な追加的な作業負荷が発生している。
- ・ローン証券化商品の購入において除外規定（ローンオンリー、または rule 3a-7 の適否）が適用できるかどうか、Feeder-Master Fund のスキームで Master Fund、Feeder Fund のそれぞれがカバードファンドに該当するかどうか（最終的に SOTUS Exemption を適用）、など弁護士に確認するケースがあり、作

業負荷、弁護士費用の負担などを強いられている。

- ・米国外上場 ETF や公募投信など、米国人の投資といった、本質的に米国外銀行にとって重要でない要素を持って、カバードファンドの定義を判定する必要があることは不要なコンプライアンスコストを生むおそれがあり、明確に除外されるべき。

Q137：当局がカバードファンドの基本的な定義の全部または一部を変更する場合、バンキング・エンティティは、当該定義に遵守するために多額のコストまたは負担を負うことが想定されるか。

- ・カバードファンドの定義について、3c (1), 3c (7) の範囲内で変更が行われなかった場合、予期せぬかたちで新たに規制対象となるファンドが生じることとなり、SOTUS Exemption の適用や Super23A 規制における管理が必要なファンドが増える可能性がある。その場合、保有ファンド毎に弁護士の意見受領のための多額のコストがかかり、コンプライアンス管理の負荷が高まる。また、変更後のルールを遵守するためにファンドの解約をしなければならない場合は、資産運用に多大な影響が生じる。一連の対応には、人的リソースや時間を相応に費やすため、影響は非常に大きい。
- ・その他で利用している除外規定はローン証券化商品の部分が相当の割合を占め、現行も弁護士確認費用が発生している。BE 該当懸念に対するリスク認識次第ではあるが、より簡便化された除外規定であれば弁護士費用が軽減される可能性がある。
- ・カバードファンドから外れることで、本来 BE として管理されるべきでない Entity について BE 該当懸念が生じうることを認識いただき、BE の定義についても同時に適切な見直しがなされるようにしていただきたい。

Q140：FPF 除外に関する現行の条件を満たす米国外ファンドは、カバードファンドの定義から米国外ファンドを除外することが適切であるほど、RIC と十分に類似しているか。その理由も提示してほしい。

- ・FPF(Foreign public fund、以下「FPF」)の条件として、米国人比率 15% という基準があるが、その充足を各 Banking Entity が厳密に確認することは不可能である。わが国における資産運用会社のうち「銀行系の資産運用会社」だけが、すべての米国外公募ファンドについて「米国居住者の不在 or 存在する場合の人数および受益者数」を多数の販売会社すべてに対して定期的に確認する必要があることとなり、その事務負担は販売会社との良好なビジネス関係の構築・維持の阻害要因となり得る。資産運用ビジネスにおいて、公平な競争環境が担保されるべきである。

Q142：既存の追加的な要件、または当局が下記でコメントを求めている修正を行ったうえでの追加的な要件を正当化するほど、FPF は潜脱リスクが高いか。

- ・米国外上場 ETF など透明性の高いファンドに対しては、RICs にない追加的な要件を具備しなくても evasion のリスクは低いと考えられる。

Q145：当局は、一部のファンドについて、米国外のある国・地域の法律にもとづくファンドが組成され、米国外の別の国・地域においてリテール投資家に販売される可能性があることを理解している。（中略）この場合、米国外ファンドは、FPF の除外条件において想定されているとおり、リテール投資家に販売することは認められるが、FPF の除外条件全体は満たしていない。このような状況に対応するために、当局は、当該条件を変更すべきか。変更すべき場合、どのように変更すべきか。

- ・米国外の各国・地域の状況を考慮しない、一律の規制要件設定は不必要に米国外の金融市場の安定性への悪影響や規制上の不必要な負担増加につながることから、home jurisdiction における募集・販売に関する条件は削除されるべきであると考えられる。

Q146：当局は、例えば、条件を変更して、ファンドの「母国・地域」への言及を削除し、代わりに、例えば、ファンドは、発行者の持分が売り出される「主要な国・地域（primary jurisdiction）」において、リテール投資家に対して持分を売り出し、販売することが認められなければならない旨を規定すべきか。（中略）「主要な国・地域」を決定するにあたって、当局は、「主要な」または類似の条件を定義して、十分に明確化する必要があるか。必要がある場合に、当局はこの用語または類似の用語をどのように定義すべきか。

- ・「米国外で主に販売」とすればよい。

Q160：当局は、ヘッジファンドまたはプライベート・エクイティ・ファンドについて掲げられている特定の特徴またはファクターを欠く事業体を「カバードファンド」の定義から除外すべきか。例えば、SEC のフォーム PF では、「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」について定義している。（中略）「カバードファンド」の定義から、フォーム PF における「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」のいずれかの定義を満たさない事業体を除外することは適切であるか。

- ・ヘッジファンドの特徴を定義するために、Form PF のヘッジファンドの定義を参照しているが、適切ではないと考える。ショートポジションやレバレッジ等はヘッジ目的や適切なリターンを創出するために必要な局面もあり一概にそのようなポジションを取っていることだけで規制対象とするべきではない。

Q165：特性にもとづく除外（characteristics-based exclusion）を提案するコメント提供者は、なぜ特定の特性が適切であるか、コメント提供者の提案するア

アプローチにおいて、どのような種類のファンドおよびどのような種類の投資戦略またはポートフォリオ保有が除外されるか、またなぜそれが適切であるかを説明してほしい。

- ・銀行系列の運用会社が米国人向けに私募投信等による運用サービスを行う際に、ファンドの運用戦略やリスク等によらずカバードファンドとなってしまう、本来のヘッジファンドや PE ファンドへの投資を規制する趣旨と合致しない。例えば、総論に記載のとおり、特にリスク量の大きな運用を行うインセンティブが働きやすい報酬体系のファンドを規制対象とすることで、本来の主旨である銀行事業体の過度なリスクテイクを抑えることができると考える。

Q169：当局が特性にもとづく除外を提供する場合、当局は、自己勘定取引およびカバードファンド活動に関するセクション 13 の制限をどの程度、どのように考慮すべきか。

- ・短期売買の確認は、外形的に確認が容易であるとは考えられないことから、ヘッジファンドの定義については総論に記載のとおり外形的に確認が容易であることが望まれる。

Q172：2013 年の最終規則において、ジョイント・ベンチャーを除外したことにより、バンキング・エンティティは、引き続き、ジョイント・ベンチャーを通じて銀行活動に対するファイナンスを行うリスクとコストを分担することができ、従って、この除外を導入するにあたって当局が意図したとおり、バンキング・エンティティは業務に係るリスクをより効率的に管理することができるようになったか。

- ・自己勘定での PE 投資は規制対象外であり、広く投資家を募集しない、他社と組んだ JV についても規制対象外とすべきであることから、(ii)のうち「other than investing in securities for resale or other disposition」、および(iii)を要件から削除していただきたい。

Q176：2013 年最終規則において、カバードファンドの定義から、ローン証券化商品、適格資産担保コマーシャル・ペーパー・コンデュイットおよび適格カバード・ボンドが除外されているが、これが、実際にどのように機能しているかについて懸念があるか。

- ・ローン証券化がカバードファンドから除外されたことで、証券化商品への BE 投資家にとって証券化 SPC が BE でないことが担保されていない。このため、仮に証券化 SPC が BE として認識された場合、追加的に多大な BE のルール順守コスト発生が想定されることに加え、ローン証券化の除外規定で明記されている現金同等物「cash equivalent」の短期的な取引がトレーディング勘定に該当し自己勘定取引規制に違反することから、投資持分の抑制を促している。

- ・ ABCP (Asset Backed Commercial Paper) conduits については、カバードファンド投資禁止の対象外 (除外対象) とされるか、カバードファンドではないと整理していただきたい。
- ・ ファンドの保有 (Ownership) の定義について明確化していただきたい。

Q177 : ローンを保有するビークルに関する除外条件を満たすに当たって、特段の問題はあるか。2013 年最終規則において定義されているとおり、ローン証券化ビークルが、「ローン」ではなく債務証券とみなされる資産の 5%または 10%を保有することを、当局は認めることを検討すべきであるか。

- ・ 総論に記載のとおり、当該ローン証券化商品の商品性および保有リスクのプロファイルが大きく変わらない程度の別資産の組み入れは許容していただきたい。具体的には Senior Secured Loan とパリパスで返済順位が最優先であると目論見書上で確認できる Senior Secured Bond に関しては、一定程度の組み入れを許容していただきたい。

Q178 : 2013 年最終規則第 10 項(c)(8)(i)(B)に定められているサービシング資産は、いかなる種類の資産でもよい (ただし、証券に該当するサービシング資産は、2013 年最終規則第 10 項(c)(8)(iii)で定める許容されている証券でなければならない) という FAQ において、当局のスタッフにより表明された見解を反映して、ローンの証券化の除外を変更すべきか。

- ・ 提案された文案への修正に加え、具体的な例示を記載していただきたい。

Q179 : 証券化という観点から、2013 年最終規則における「所有持分 (ownership interest)」という用語の定義について、当局は修正を行うべきか。

- ・ 「Ownership Interest」について、優先劣後構造を有する証券化商品の持分において、実質的な Equity 持分である最劣後投資家を除き「Ownership Interest」に該当しないのが適当と考えられる。上記の証券化商品投資家は残余財産の分配を受けず、「対象ファンドの無限責任組合員、取締役、取締役、取締役、投資マネージャー、投資顧問、商品取引アドバイザーの選定または解任に参加する権利」について、債務不履行に近づいた段階で、ローンにおける Covenant と同様に最劣後投資家の権利を制限する為に設けられているものであり積極的に解任を行う権利ではない。
- ・ 「選定または解任に参加する権利」について、債務不履行に近づいたことを客観的に表現する複数の指標が既にストラクチャー上設定されており、これら項目を理由に上記権利が行使されることは債権者の権利保護に他ならない。
- ・ 「Ownership Interest」の各定義において、現状「event of default or an acceleration event」時の (一般) 債権者としての治癒措置の行使 (to exercise remedies) の権利のみを除外しているが、以下の行為も同様に除外していただきたい。

「the right to participate in the removal of an investment manager for cause, and the right to nominate or vote for the replacing manager after the investment manager's resignation or removal」

Q189：提案されている米国外ファンドの免除に係る要件は、実効的であるか。実効的でない場合、どのような代替案がより実効的で、より明確か。

- ・ 今回の提案で、SOTUS Exemption の要件から、米国拠点からの資金調達制限が削除されたことを歓迎する。
- ・ § 13(b)(1)は SOTUS Exemption の要件ではあるが、FEF の要件とも同一と認識している。さらに § 13(b)(3)で § 13(b)(1)(iii)の詳細定義を行っているが、この条項のうち「an offering that targets residents of the United States」が SOTUS Exemption の必要要件の一つ、つまりはカバードファンドの必要要件の一つとすると、この条項に該当しないファンドは、その他のカバードファンドとならない要件を全て満たす場合、FEF としてノンカバードファンドになるとの理解で良いか。
- ・ 提案された規則案文では「an offering that targets residents of the United States」という表現に修正されたが、この状況を具体的に示すにはどのようなことが必要か明示していただきたい(例えば「米国証券法における Regulation S の適用はしない」旨を記載する、目論見書等に「target for residents of the United States」と記載する等)。
- ・ 特定の BE グループ全体でカバードファンドに対する特定の関係 (Investment Manager、Investment Advisor 等)がないことが確認されている場合、SOTUS Exemption は Marketing Restriction の疑義がないため、この場合はカバードファンドとしてではなく FEF として扱うべき。
- ・ また、「an offering that targets residents of the United States」と明示されていない特定のファンドについても、BE グループ全体で Covered Fund に対する特定の関係 (Investment Manager、Investment Advisor 等)がないことが確認されていることを前提とする場合は、FEF と扱うべき。

Q191：米国外ファンドの免除に係る要件のうち、ファイナンス要件は維持すべきか。

- ・ 銀行の基本行動として当該カバードファンドの与信リスク、取引採算性を十分勘案した取引となることから、カバードファンドの資金調達の規制はない方が望ましい。

Q192：提案されている免除は、FBO に係る規則の域外適用を制限することとの関係で、整合的であるか。

- ・ 十分な営業基盤と魅力的な商品開発能力とを併せ持つ米国外銀行にとっては

Marketing Restriction の存在により、SOTUS Exemption の適用による当該カバードファンドの Ownership Interest の保有（による Capital Gain の獲得）か、AM 業務（による収益獲得）の二者択一を迫られることになる。

- ・一方で、営業基盤と商品開発能力のいずれか、または両方を持たない金融機関にとっては AM 業務による収益獲得は期待できず、米国銀行に対して競争上優位となるのは極めて困難であり Marketing Restriction は意味を成さない。
- ・総論にも記載のとおり、ボルカー・ルールの域外適用については、米国金融システムの健全性への影響の観点から議論すべきであり、米国銀行と米国外銀行の競争条件の優劣の観点から議論すべきではない。米国外銀行は母国当局の監督の下、米国金融システムの健全性に影響を及ぼさない範囲で適切に業務を営むことができるべきであり、ボルカー・ルールの過度な域外適用は認められるべきでない。

Q193: 前回の FAQ に盛り込まれたスタッフの解釈指針を反映した 2013 年の最終規則のマーケティングの制限に関する当局の提案は、十分に明確であるか。

- ・ SOTUS Exemption を適用しているカバードファンドの保有が、ボルカー・ルールの制定目的である「銀行破綻に伴う米国納税者の負担の回避」「米国市場の健全性の確保」に対して、何らかのリスクを供与しているとは思えない。
- ・ 上記に加え、Marketing Restriction にも抵触していない場合、現行の枠組みを変更して第三者が Invest manager、Investment Advisor 等の役割を行っているカバードファンドの保有を規制する必然性はなく、それでも当該規制を変更するというのであれば、米国外銀行によるカバードファンドの保有のリスクが何なのかを明確にしたうえで、そのリスクを低減するような規制としていただきたい。

Q194: 先物取引業者（future commission merchant : FCM）が顧客に提供する清算サービスは、2013 年最終規則 § __.14 により対処されている政策上の懸念を生じさせる関係であるか。

- ・ 米国外におけるカバードファンドの定義を限定的にした場合は、ほぼ取引発生の可能性がなく問題にはならないものとする。

Q197: レター※では、FCM の関連会社が § __.14(a) に掲げられているサービス（例えば、投資運用サービス）に従事しているカバードファンドに対して、登録 FCM が提供する先物、オプション、スワップの清算サービスに係る救済措置を提供している。

カバードファンドとの一定の取引を制限する措置を講じるという提案のアプローチは、実効的であるか。

※CFTC の Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight により公表

- ・米国内のカバードファンドに対する特定の取引を規制することは、資金抛出の総量を制限する観点で規制目的の合理性は相応にあり、一定の効果もあるものと思われるが、単に米国居住者が保有しているという点でのみカバードファンドとみなされている米国外のファンドに対しては過度な負担を与える規制であり、現地法制やバーゼルⅢ等の自己資本規制等による制限に依拠させるべきである。
- ・提案内容では、証券クリアリング時に一時的に発生する与信行為についても引き続き禁止行為の対象となる。解約代金支払や証券セトルメントのための借入等は投資家保護にも資するものであり、規制の対象外とするべきである。
- ・また、「BE が、(直接・間接を問わず) Investment Advisor を務めるカバードファンドとの間で Super23A に規定する取引を行うことは禁止」と規定されているが、この文脈での Investment Advisor には、個別銘柄のアドバイザー業務(買い FA、売り FA 等)を指していないことを明確化いただきたい。

Q199 : 当局は 2013 年最終規則 § __.14 を改正し、連邦準備法セクション 23A および Regulation W で定める定量的制限を組み入れるべきか。

- ・「ファンドの持分保有」に関しては、一定の比率で Control の有無を判断するのに対して、Super23A 規制におけるローン等の取引については絶対的な禁止事項となっており、そもそもの連邦準備法のセクション 23A 規制の目的である、関連会社等への信用供与の制限という観点からは、厳しすぎる規制かと思われる。一方、実務上はローン抛出金額の管理は負荷が大きく、実施して良いかどうかの二者択一的な規制の方がやりやすい。

(コンプライアンス態勢 : Q204~291 まで)

Q204 : CEO 宣誓 (CEO Attestation) に係る要件に伴う具体的な業務上の負荷、その他の負荷またはコストは何か。これらの潜在的な負荷やコストが発生する可能性のある状況について説明してほしい。

- ・5 当局への CEO 宣誓手続を統一していただきたい (5 当局共通のメールアドレスを設置する等)。

Q219~233 : 当局はバンキング・エンティティに対し、業務記述書 (Narrative Statement) における変更を記載することに加え、XML 報告フォーマットにおけるデスク構造の変更について報告するよう求めるべきか。(質問一部抜粋)

- ・以下の理由から現状の継続が望ましく、変更には反対する。
- ・定量報告について、現行ルールでは Value の捉え方で商品間で計測定義が異なるという事はあっても Panel5~7 間の計測定義という切り口では揃っていたので、上流システムから計算バッチへの情報連携で「全商品統一書式」による仕組みの簡潔化ができています。一方、改正案では、Panel 間/商品間で計

測定義が異なるので今の前提を満たしておらず、「商品毎／Panel 毎で異なる情報を上流から受け取る」ところから対応する必要がある。

- ・顧客活動指標の分かりにくさの一つが累積売買金額（大口売買のインパクトが最大 90 日間存置）」であれば、新たな計測定義を導入するのではなく既存指標の累積売買金額を日次売買金額に変更するだけで良いと思われる。
- ・デスク情報の作成は従来求められていなかった事柄であり、定義の確認等業務負担が発生すると思われる。
- ・また、システムにて当資料を作成する場合には開発・改修に関わる作業負担および開発のコストが発生するものと思われる。

Question 234～241：提案されている「情報を特定する定量的指標」（Quantitative Measurements Identifying Information）により求められている情報は、実効的かつ十分に明確であるか。（質問一部抜粋）

- ・以下の理由から現状の継続が望ましく、変更には反対する。
- ・具体的なコストは現時点では不明瞭であるが従来は求められていなかった報告内容であり、定義の確認等、少なからず作業負担は発生すると思われる。
- ・また、システムを用いて作成する場合、作成にかかる作業負担および開発・改修に関わるコストが発生すると思われる。

Question 242～244：業務記述書（Narrative Statement）は求められるべきか。（質問一部抜粋）

- ・以下の理由から現状の継続が望ましく、変更には反対する。
- ・記載の内容の調整等、作成に当たっては少なからず作業負担が発生すると思われる。
- ・システムにて作成する場合には開発・改修に関わる作業負担および開発に関わるコストが発生すると思われる。

Question 245～254：トレーディング・デスク情報、情報を特定する定量的指標、業務記述書（Narrative Statement）の報告頻度は適切かつ実効的であるか。そうでない場合に、どのくらいの頻度であれば、より実効的であるか。（質問一部抜粋）

- ・以下の理由から現状の継続が望ましく、変更には反対する。
- ・四半期毎の定量報告の計算項目の変更や報告フォーマットの変更はメトリクス計量システムの変更を伴い、相応の業務負担が発生する他、変更に伴うシステム開発委託費等コストが発生する。

Question 257～284：マーケットメイク関連活動およびリスクヘッジ活動に従事するデスクに対する報告要件である、ストレス VaR リミットは削除すべきか。（質問一部抜粋）

- ・以下の理由から現状の継続が望ましく、変更には反対する。
- ・対顧取引関連項目が削除され指標が新設されることで計量ツールの改修が発生し、テストも含めれば相応の時間を要する。
- ・また、開発担当者の確保が必要になるほか、委託コストも発生し、四半期毎の定量報告内容の変更による負担は相応に発生すると思われる。

以上