

# Morrison & Foerster Client Alert

February 11, 2020

2020年2月11日

## Agencies Propose Amendments to Volcker Rule Covered Fund Provisions

By [Barbara R. Mendelson](#), [Henry M. Fields](#)  
[Jiang Liu](#), [Mark R. Sobin](#)

On January 30, 2020, five federal agencies (the “Agencies”)[1] proposed amendments to the rules implementing section 13 of the Bank Holding Company Act of 1956 (the “Volcker Rule”) related to the prohibition on investing, sponsoring, and having certain relationships with “covered funds” (the “Proposed Funds Rule”).[2] The Proposed Funds Rule comes on the heels of the conclusion of a separate rulemaking process dealing primarily with the Volcker Rule’s proprietary trading and compliance program requirements.

The preamble to the Proposed Funds Rule also solicits comments in response to 87 interpretive questions. These questions range from soliciting ideas on additional amendments to the rule to soliciting comments on the potential effects of the proposed changes and whether they are workable. The number and scope of questions suggests that the Agencies are still considering their approach to addressing the issues presented by the 2013 Rule’s covered funds provisions. Comments on the Proposed Funds Rule are due by April 1, 2020.

### Background

The Volcker Rule generally prohibits banking entities from engaging in proprietary trading or from investing in, sponsoring, or having certain relationships with hedge funds and private equity funds (“covered funds”). In 2013, the Agencies adopted regulations to implement the Volcker Rule (the “2013 Rule”).[3] With more than five years of experience living under the 2013 Rule, banking entities generally have found certain of the 2013 Rule’s restrictions unduly complex and compliance burdensome. On their part, the Agencies have acknowledged that certain aspects of the 2013 Rule have been difficult to implement in practice and have

## 米国当局が公表したボルカールール中の「カバードファンド」関連規定の改正案

執筆者: [Barbara R. Mendelson](#), [Henry M. Fields](#)  
[Jiang Liu](#), [Mark R. Sobin](#)

2020年1月30日、5つの連邦規制当局(以下「当局」という)[1]は、1956年連邦銀行持株会社法(the Bank Holding Company Act of 1956)第13条を施行する規則(「ボルカールール」)のうち、「カバードファンド」への投資又はスポンサー活動及び「カバードファンド」とのある種の関係を禁止する諸規定の改正案(「ファンド関連規制改正案」)を公表しました[2]。ファンド関連規制改正案の策定は、主にボルカールール中の自己勘定取引規制及びコンプライアンスプログラムに関する規制を対象としてなされた別の規則改正手続きが完了した直後になされました。

ファンド関連規制改正案は、その前文において、87個の解釈上の質問に対するコメントを求めています。これらの質問は、規則に対するさらなる修正に関するアイデアの募集から、提案されている改正が及ぼしうる影響及びそれらが実務に適合するか否かについてのコメントの募集まで、多岐にわたっています。質問の数及びその幅広さは、2013年規則中のカバードファンド関連規制がもたらした問題点にどのようなアプローチで対応すべきかについて、当局がいまだ検討を続けていることを示唆するものと言えるでしょう。ファンド関連規制改正案に対するコメントの締切日は、2020年4月1日です。

### 背景事情

ボルカールールは一般に、銀行事業体に対して、自己勘定取引を禁止するとともに、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(「カバードファンド」)への投資またはスポンサー活動その他カバードファンドと一定の関係を持つことを、禁止しています。当局は2013年にボルカールールの施行のための規則(「2013年規則」)を施行しました[3]。2013年規則の施行後5年超が経過し、銀行事業体は、2013年規則の規制のいくつかは過度に複雑であり、その遵守が大きな負担であるとみなすようになりました。当局もまた、2013年規則のいくつかの側面は実務的に対応

identified opportunities for improvement consistent with the statute.

Recent legislative and regulatory initiatives have focused on reducing the burden of the Volcker Rule and tailoring its application. Such initiatives include statutory and regulatory changes pursuant to the Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act, enacted in 2018.<sup>[4]</sup> In addition, the Agencies proposed in 2018, and finalized in 2019, a rule that amended the provisions of the Volcker Rule primarily related to the prohibition on proprietary trading and compliance program requirements (the “2019 Final Rule”).<sup>[5]</sup> The 2019 Final Rule also codified certain guidance previously published in the form of Frequently Asked Questions (“FAQs”).<sup>[6]</sup> The Proposed Funds Rule was forecast in the preamble to the 2019 Final Rule, which indicated that the Agencies planned to propose further amendments related to the covered fund provisions of the Volcker Rule in a separate rulemaking.<sup>[7]</sup>

The changes in the Proposed Funds Rule can be organized into five categories:

- (i) codification of relief previously provided for so-called “qualifying foreign excluded funds;”
- (ii) modifications to certain existing exclusions from the definition of a “covered fund;”
- (iii) adoption of a number of additional exclusions to the definition of a “covered fund;”
- (iv) amendments to the Volcker Rule’s provisions related to transactions with “covered funds”, i.e., the “Super 23A provisions;” and
- (v) revisions related to the calculation of a banking entity’s “ownership interest” in a covered fund.

This Client Alert discusses these proposed changes in more detail after providing a brief overview of the covered fund provisions as set forth in the 2013 Rule.

### Overview of Covered Fund Provisions

Section 13 of the Bank Holding Company Act of 1956 (the “BHC Act”) prohibits banking entities from investing in, sponsoring, or having certain relationships with hedge funds and private equity funds. To implement this prohibition, the 2013 Rule established the term “covered

困難であることを認め、法律との整合性を維持しつつ改善するよう試みてきました。

最近の法改正および規則改正の動きは、ボルカールールの負担を軽減しその適用方法を実務に適合させようとする試みです。そのような動きには、2018年に制定された経済成長・規制緩和および消費者保護法(the Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act)に基づく法令の改正が含まれます<sup>[4]</sup>。さらに当局は、主にボルカールール中の自己勘定取引規制とコンプライアンスプログラム要件に関する条項を改正する規則を2018年に提案し、2019年に採択しました(「2019年最終規則」)<sup>[5]</sup>。2019年最終規則においては、Frequently Asked Questions(「FAQ」)として公表されていた事項のいくつかも条文化されました<sup>[6]</sup>。ファンド関連規制改正案は、2019年最終規則の前文で予告されていました。すなわち、ボルカールール中のカバードファンド規制の改正を別の規則改正手続きで提案することを計画している旨が当局により示されていました<sup>[7]</sup>。

ファンド関連規制改正案により提案されている改正は、次の5つのカテゴリーに分類することができます。

- (i) いわゆる「適格適用除外外国ファンド」に関して公表されていた除外事由の明文化
- (ii) 「カバードファンド」の定義に関する既存の除外事由の修正
- (iii) 「カバードファンド」の定義に関する除外事由の追加
- (iv) 「カバードファンド」にかかる取引に関連するボルカールール中の規定、例えば「Super 23A provisions」の修正
- (v) 銀行事業体が保有するカバードファンドの「オーナーシップ持分」の計算方法に関連する変更

本稿においては、2013年規則におけるカバードファンド関連規定を概観した後に、提案されている変更点をより詳細に論じます。

### カバードファンド関連規定の概観

1956年連邦銀行持株会社法(the Bank Holding Company Act-「BHCA」)の第13条は、銀行事業体がヘッジファンドもしくはプライベートエクイティファンドに投資しもしくはそれらのスポンサー活動を行い、またはそれらと一定の関係を持つことを禁止しています。この禁止を適用するにあたり、2013年規則は次の通りヘッジファンドおよ

fund” to include hedge funds and private equity funds as follows:

- (i) an issuer that would be an investment company, as defined in the Investment Company of 1940 (the “1940 Act”), but for Section 3(c)(1) or 3(c)(7) of the 1940 Act;
- (ii) certain “commodity pools” as defined under Section 1a(10) of the Commodity Exchange Act that have characteristics similar to funds exempt from registration under the 1940 Act under Section 3(c)(1) or 3(c)(7) of that Act; and
- (iii) for any U.S. banking entity,<sup>[8]</sup> an entity that:
  - a. is organized or established outside the United States and the ownership interests of which are offered and sold outside the United States; and
  - b. is, or holds itself out as being, an entity or arrangement that raises money from investors primarily for the purpose of investing in securities for resale or other disposition or otherwise trading in securities; and either (1) has its sponsor that banking entity (or an affiliate thereof); or (2) has issued an ownership interest that is owned directly or indirectly by that banking entity (or an affiliate thereof).

Under the 2013 Rule, a banking entity is prohibited from investing in or sponsoring entities that meet the definition of a “covered fund” unless an exclusion or exemption applies. The definition of a “covered fund” is broad and is not limited to hedge funds and private equity funds.

In addition, subject to exemptions, section 14(a) of the 2013 Rule prohibits banking entities (and their affiliates) that (i) advise or sponsor a covered fund; (ii) organize and offer a fund pursuant to the Asset Management Exemption<sup>[9]</sup> or the ABS Issuer Exemption;<sup>[10]</sup> or (iii) hold an interest in a fund that is an ABS issuer, from entering into covered transactions, as defined in Section 23A of the Federal Reserve Act, with such funds. These are referred to as the “Super 23A” restrictions because, unlike Section 23A itself, which allows affiliated transactions within limits, the prohibitions under the 2013 Rule are absolute.

びプライベートエクイティファンドを包含する「カバードファンド」という定義を採用し、以下のいずれかに該当するものは「カバードファンド」に該当します。

- (i) 連邦投資会社法 (the Investment Company of 1940 –「1940 Act」)の Section 3(c)(1) または 3(c)(7)が無かったとすれば 1940 Act 上の投資会社に該当するであろう会社
- (ii) 連邦商品取引法 (the Commodity Exchange Act) Section 1a(10)に定義される「commodity pools」(商品ファンド)のうち、1940 Act の Section 3(c)(1) または 3(c)(7)により登録免除されるファンドと類似する特徴を有するもの
- (iii) 「米国銀行事業体」<sup>[8]</sup>との関係で、以下に該当する事業体:
  - a. 米国外で設立され、そのオーナーシップ持分につき米国外で取得勧誘がなされ販売されるものであり、かつ
  - b. 転売その他の方法で処分する意図をもって有価証券に投資するかまたはその他の有価証券取引を行っているか、これらを行う意図を有する事業体または仕組みであって、(1)当該銀行事業体またはその関連会社をスポンサーとするか、または(2)そのオーナーシップ持分が直接もしくは間接に当該銀行事業体(またはその関連会社)に保有されているもの。

2013 年規則のもとで、銀行事業体は、除外規定もしくは免除規定に該当しない限り、「カバードファンド」の定義に該当する事業体に投資し、またはかかる事業体のためにスポンサー活動をするを禁止されます。「カバードファンド」の定義は広汎であり、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のみには限定されません。

加えて、一定の免除事由はありますが、2013 年規則の Section 14(a) は、銀行事業体(およびその関連会社)であって(i)「カバードファンド」に対して助言しもしくはそのスポンサーとなる者、(ii)Asset Management Exemption <sup>[9]</sup>もしくは ABS Issuer Exemption <sup>[10]</sup>に基づいてファンドを組成しもしくは勧誘する者、または(iii)ABS 発行者であるファンドの持分を取得する者は、連邦準備法 (the Federal Reserve Act)の Section 23A に定義される対象取引を行うことを禁止されています。これらは“Super 23A”規制と呼ばれていますが、これは、Section 23A 自体は関連する取引を一定の限度内で許容しているのに対して、2013 年規則に基づく禁止は絶対的なものだからです。

In addition, transactions between banking entities and certain covered funds<sup>[11]</sup> are subject to Section 23B of the Federal Reserve Act as if the banking entity were a member bank and the covered fund were its affiliate. This requires that such transactions generally must be on market terms.

Finally, the 2013 Rule imposes so-called “prudential backstops,” which restrict certain covered fund activity that would otherwise be permissible under the rule.<sup>[12]</sup> Specifically, covered fund activity is prohibited, regardless of whether the conditions of an exemption are met, if the activity: (i) involves or results in a material conflict of interest between the banking entity and its clients, customers, or counterparties; (ii) results, directly or indirectly, in a material exposure by the banking entity to a high-risk asset or a high-risk trading strategy; or (iii) poses a threat to the safety and soundness of the banking entity or to the financial stability of the United States.

## The Proposed Funds Rule

### Qualifying Foreign Excluded Funds

The Proposed Funds Rule would exempt all “qualifying foreign excluded funds” from the Volcker Rule’s proprietary trading and covered fund restrictions.<sup>[13]</sup> As further explained below, this relief comes after a more than two-year period during which the Agencies provided no-action relief to avoid the extraterritorial application of the Volcker Rule to these funds.

Qualifying foreign excluded funds are banking entities that:<sup>[14]</sup>

- (i) are organized or established outside the United States, and the ownership interests of which are offered and sold solely outside the United States;
- (ii) either (a) would be a covered fund if the entity were organized or established in the United States; or (b) is, or holds itself out as being, an entity or arrangement that raises money from investors primarily for the purpose of trading in financial instruments;
- (iii) would not otherwise be banking entities except by virtue of investment or sponsorship by, or relationships with, another banking entity that meets the following conditions:

さらに、銀行事業体とある種のカバードファンド<sup>[11]</sup>との間の取引は、銀行事業体が連邦準備制度の加盟銀行であり、かつカバードファンドがその関連会社である場合と同様に、連邦準備法の Section 23B の適用を受けます。これにより、取引条件は全体的に市場競争で定まる条件に即したものでなければなりません。

最後に、2013 年規則には、いわゆる「prudential backstops」と呼ばれる規定があり、それによって、当該規定がなければ許容されるカバードファンド関連の行為が規制されています<sup>[12]</sup>。特に、いずれかの免除事由に該当するか否かにかかわらず、(i) 当該行為が当該銀行事業体とその依頼者、顧客もしくは取引相手との間の重要な利益相反を伴うかもしくは招来する場合、(ii) 当該行為によって直接もしくは間接に当該銀行事業体が高リスクの資産もしくは高リスクの取引戦略のリスクにさらされる結果となる場合、または(iii) 当該行為が当該銀行事業体の健全性もしくはアメリカ合衆国の金融システムの安定にとって脅威を生じさせる場合には、カバードファンド関連の行為は禁止されます。

### 適格適用除外外国ファンドに関するファンド関連規制改正案

ファンド関連規制改正案は、すべての適格適用除外外国ファンドをボルカールールによる自己勘定取引規制およびカバードファンド規制の適用対象から除外しようとしています<sup>[13]</sup>。以下でさらに説明するとおり、この点の修正は、当局がかかるファンドをボルカールールの適用対象から除外するためのノーアクションリリースを公表して 2 年超経過後にようやく提案されるに至ったものです。

適格適用除外外国ファンドとは、以下の条件を充足する銀行事業体をいいます<sup>[14]</sup>。

- (i) アメリカ合衆国外で組成され、アメリカ合衆国外においてのみそのオーナーシップ持分の取得勧誘およびは販売がなされるものであること。
- (ii) (a) もしアメリカ合衆国内で組成されていたとすればカバードファンドに該当するか、あるいは(b) 主として金融商品の取引を目的として投資家の出資を募る事業体もしくは仕組みであること(ないしはかかる事業体もしくは仕組みを意図していること)。
- (iii) 他の銀行事業体との間の投資、スポンサーその他の関係がなければ銀行事業体には該当しない者であって、以下の要件を充足すること:

- a. the banking entity is not a U.S. banking entity; and
  - b. the banking entity's investment or sponsorship is permissible under the exemption for covered fund activities that occur solely outside the United States;<sup>[15]</sup>
- (iv) are established and operated as part of a bona fide asset management business; and
- (v) are not operated in a manner that enables any other banking entity to evade the requirements of the Volcker Rule.
- a. 当該他の銀行事業体は米国銀行事業体ではないこと。かつ
  - b. 当該他の銀行事業体による投資もしくはスポンサー活動は、米国外でのみ行われるカバードファンド活動にかかる適用除外事由により許容されるものであること<sup>[15]</sup>。
- (iv) 投資運用事業を行う真正な意図をもって設立され運営されていること。
- (v) 他のいずれかの銀行事業体によるボルカールールの規制の潜脱を可能にするような、運営はなされていないこと。

Under the 2013 Rule, while foreign excluded funds<sup>[16]</sup> are excluded from the definition of a “covered fund,” foreign excluded funds affiliated with or controlled by a banking entity (through sponsorship or other means) are deemed to be banking entities and subject to the prohibitions of the Volcker Rule. This creates an anomaly pursuant to which foreign funds, with potentially no jurisdictional nexus to the United States, become subject to the Volcker Rule's restrictions.

On July 21, 2017, the Federal Reserve, OCC, and FDIC (the “Banking Agencies”) announced that they would not enforce the prohibitions and restrictions of the Volcker Rule with respect to the activities of qualifying foreign excluded funds controlled by non-U.S. banking entities (the “No-action Relief”).<sup>[17]</sup> The No-action Relief provides that, as long as certain conditions are met, the Banking Agencies would not propose to take action against a foreign banking entity based on attribution of the activities and investments of a “qualifying foreign excluded fund” to the foreign banking entity, or against the qualifying foreign excluded fund as a banking entity.

The Proposed Funds Rule would codify the No-action Relief, without any substantive changes, by providing specific exemptions for this category of banking entities.

## Changes to Existing Exclusions to the definition of “Covered Fund”

### *Foreign Public Funds*

Under the 2013 Rule, certain foreign funds are excluded from the definition of a “covered fund” if they qualify as a “foreign public fund.”<sup>[18]</sup> The exclusion for foreign public funds was designed to exclude foreign funds that are

2013年規則の下では、適用除外外国ファンド<sup>[16]</sup>はカバードファンドの定義からは除外されているものの、銀行事業体の関連事業体であるか(スポンサー関係ないしその他の態様で)銀行事業体によって支配されている適用除外外国ファンドは、自身が銀行事業体とみなされるためにボルカールールによる規制の対象となります。このため、米国と地域的な関連性のない外国ファンドの間でボルカールールの規制対象となるものとならないものが分かれ不均衡を生じることになっていました。

2017年7月21日付で、Federal Reserve、OCC およびFDIC (以下「銀行規制当局」という。)は、非米国銀行事業体によって支配される適用除外外国ファンドの活動にはボルカールールの禁止や規制を強制するための法令運用は行わない旨を公表しました。<sup>[17]</sup>(以下「ノーアクションリリーフ」という。)。ノーアクションリリーフによれば、一定の条件を充足する限り、銀行規制当局は、適格適用除外外国ファンドの活動や投資を銀行事業体に帰せしめることによりボルカールールに基づく規制適用に向けた行動をとること、あるいは適格適用除外外国ファンドそのものを銀行事業体としてそれに対するボルカールールに基づく規制適用に向けた行動をとることはない、とされています。

ファンド関連規制改正案は、ノーアクションリリーフを実質的な変更なしに規則中で条文化し、当該種類に属する銀行事業体に特定して適用除外を認めようとするものです。

## カバードファンドの定義からの既存の除外項目の変更

### *外国公募ファンド*

2013年規則のもとで、ある種の外国ファンドは「外国公募ファンド」に該当すればカバードファンドの定義から除外されます<sup>[18]</sup>。外国公募ファンドの適用除外は、米国の登録投資法人(「RIC」)と同視できる外国ファンドをボルカールール

sufficiently equivalent to U.S.-registered investment companies (“RICs”) from coverage of the Volcker Rule.

Under the 2013 Rule, a fund is a foreign public fund if it meets the following three conditions:

- (i) the fund is organized or established outside of the United States;
- (ii) the fund is authorized to offer and sell ownership interests to retail investors (i.e., no minimum net worth or net investment asset requirement) in its home jurisdiction; and
- (iii) the fund sells ownership interests predominantly through one or more public offerings outside of the United States. An ownership interest is considered to be “predominantly” sold in one or more public offerings outside the United States if 85% of the issuer’s interests are sold to non-U.S. persons.[19]

An additional condition applies with respect to funds sponsored by U.S. banking entities. Such funds may be deemed to be foreign public funds only if ownership interests in the funds are predominantly sold to persons other than: (1) the banking entity; (2) the fund; (3) affiliates of the banking entity or fund; and (4) directors and employees of the banking entity or fund.

The Proposed Funds Rule would make a number of changes to these requirements to ease the conditions and compliance burden associated with relying on the exclusion.

First, the Agencies propose eliminating the requirement that ownership interests must be sold in the fund’s home jurisdiction. This proposed amendment responds to concerns raised that many foreign funds that are equivalent to RICs do not qualify for the exclusion because they are authorized to sell to investors only outside their home jurisdiction.

Second, the Agencies propose eliminating the requirement that ownership interests be “predominantly” sold outside the United States.[20] A foreign public fund would still be required to be sold in one or more “public offerings,” which, as described below, is defined as a distribution outside the United States (that meets certain conditions).

Third, for U.S. banking entities, the Proposed Funds Rule would dial back the restriction on selling ownership

ールの規制対象から除外することを意図して規定されています。

2013年規則によれば、以下のすべての条件を充足する外国ファンドは外国公募ファンドに該当します。

- (i) 米国外において設立・組成されること。
- (ii) 本国においてリテール投資家(純資産や純投資資産に関する要件のない投資家)へのオーナーシップ持分の販売を認められていること。
- (iii) そのオーナーシップ持分の「大半が」(英語では、「predominantly」)米国外の一回もしくは複数回の公募を通じて販売されていること。オーナーシップ持分の85%が非米国人に販売されている場合には、オーナーシップ持分の大半が米国外の一回もしくは複数回の公募を通じて販売されているものとみなされる[19]。

米国銀行事業体がファンドのスポンサーである場合には、追加の要件が課されます。かかるファンドが外国公募ファンドとみなされるためには、その大半が下記以外の者に対して販売されなければなりません: (1)銀行事業体、(2)ファンド、(3)銀行事業体もしくはファンドの関連法人等、および(4)銀行事業体もしくはファンドの役職員。

ファンド関連規制改正案は、これらの除外事由に該当するための条件および条件遵守に要する負担を緩和すべく、要件の変更を行おうとしています。

第一に、当局は、オーナーシップ持分の販売をファンドの母国においても行うこと、という要件を廃止することを提案しています。この修正は、RICと同等の外国ファンドの多くは、母国以外でしか販売が許容されないためこの除外の要件を充たすことができない、という指摘に応えるものです。

第二に、当局は、ファンドのオーナーシップ持分の「大半が」米国外で販売されること、という要件を廃止することを提案しています[20]。但し、依然として一回もしくは複数回の「公募」(「米国外での分売(distribution)」)として定義されるもので、一定の要件を充たすことを要する)により外国公募ファンドが販売されることが要件とされます。

第三に、米国銀行事業体にとっては、ファンド関連規制改正案は、オーナーシップ持分を銀行事業体や役職員に販

interests to directors or employees of the banking entity or fund. Instead, the Proposed Funds Rule would impose a restriction on selling only to directors and senior executive officers.[21]

Finally, the Proposed Funds Rule would amend the definition of a “public offering.”[22] Under the 2013 Rule, a “public offering” is a distribution[23] of securities in any jurisdiction outside the United States to investors, including retail investors, provided that:

- (i) the distribution complies with all applicable requirements in the jurisdiction in which the distribution is being made;
- (ii) the distribution does not restrict availability to investors having a minimum level of net worth or net investment assets; and
- (iii) the issuer has filed or submitted, with the appropriate regulatory authority, offering disclosure documents that are publicly available.

The Agencies propose to amend requirement (i) above so it would apply only with respect to funds for which the banking entity serves as the investment manager, investment adviser, commodity trading adviser, commodity pool operator, or sponsor. In addition, the Proposed Rule would add a new requirement to this definition that the distribution is subject to substantive disclosure and retail investor protection laws and regulations. The Agencies have solicited comments on a number of aspects of the proposal to determine whether the new conditions are workable.

### Loan Securitizations

Under the 2013 Rule, an issuing entity of ABS is excluded from the definition of a “covered fund” if the assets held by the entity are comprised solely of the following:[24]

- (i) loans;
- (ii) rights or other assets designed to assure the servicing or timely distribution of proceeds to holders of such securities and rights or other assets that are related to or incidental to purchasing or otherwise acquiring and holding the loans, subject to conditions (“Servicing Assets”); or

売することへの規制のレベルを引き下げることになります。この要件に代えて、ファンド関連規制改正案のもとでは、販売制限は取締役と上級執行役員への販売にのみ適用されることとなります。[21]。

最後に、ファンド関連規制改正案は「公募」の定義を変更します[22]。2013年規則の下では、「公募」とは、下記の条件に従い、有価証券を米国以外の地域でリテール投資家を含む投資家に対して「分売(distribution)」すること[23]を意味するものとされます。

- (i) 「分売(distribution)」が、当該地域の適用法令に従って行われること。
- (ii) 最小限のレベルの純資産または準投資資産しか持っていない投資家への「分売(distribution)」が制約されないこと。
- (iii) 発行体が、一般に閲覧可能な開示書類を、該当の規制当局に対して提出済であること。

当局は、上記の(i)の要件を修正し、その適用対象を銀行事業体が投資運用者、投資顧問、商品投資顧問、商品ファンド運用者またはスポンサーとして関与するファンドに限定することを提案します。加えて、ファンド関連規制改正案は、ファンドの販売が情報開示法令とリテール投資家保護法令の実質的な適用を受けて行われるものであること、という要件を追加することを提案しています。当局は、新たな要件が実務に適するかを判断するためにいくつかの側面についてコメントを求めています。

### ローン債権証券化商品

2013年規則の下では、ABSの発行体は、その保有する資産が下記に列挙したもののみからなる場合には、「カードファンド」の定義から除外されます[24]。

- (i) 貸付債権
- (ii) 一定の条件のもとで、有価証券保有者に対する時宜を得た回収金の支払いを確保するために保有される権利その他の資産および貸付債権の購入その他の方法での取得もしくは保有に関連しもしくは付随する権利その他の資産(「Servicing Assets」)

(iii) certain specified types of financial instruments, including interest rate or foreign exchange derivatives, among other things.

In 2014, the Agencies published an FAQ regarding whether Servicing Assets must also fall within the exception for “permitted securities.”<sup>[25]</sup> Permitted securities include cash equivalents and securities received in lieu of debts previously contracted.<sup>[26]</sup> In the FAQ, the Agencies stated that Servicing Assets may be any type of asset, but Servicing Assets that are securities, must fall within the exception for permitted securities. The Agencies also provided further guidance on the meaning of “cash equivalents.” The FAQ provides that the Agencies would interpret the term to mean “high quality, highly liquid short term investments whose maturity corresponds to the securitization’s expected or potential need for funds and whose currency corresponds to either the underlying loans or the asset-backed securities.”

The Proposed Funds Rule would codify the guidance provided in the 2014 FAQ, described above.<sup>[27]</sup> In addition, the Proposed Funds Rule would permit funds relying on the loan securitization exclusion to hold non-loan assets that amount to 5% or less of the total assets of the fund.

### Small Business Investment Companies (SBICs)

The 2013 Rule provides an exclusion from the definition of “covered fund” for certain small business investment companies, as defined in section 103(3) of the Small Business Investment Act of 1958 (15 U.S.C. 662).<sup>[28]</sup> The Proposed Funds Rule would revise the exclusion to cover any company that has voluntarily surrendered its license to operate as an SBIC in accordance with 13 C.F.R. § 107.1900 and does not make any new investments after the voluntary surrender (subject to limited exemptions).<sup>[29]</sup> This proposed amendment is designed to avoid discouraging banking entities from investing in SBICs due to a concern that the SBIC would not qualify for the exclusion during its wind-down phase.

### New Exclusions to the Covered Fund Definition

#### *Credit Funds*

The Agencies propose a new exclusion from the “covered fund” definition for credit funds.<sup>[30]</sup> Under the

(iii) 金利もしくは通貨デリバティブを含む、特定の種類の金融商品

2014年に、Servicing Assets が「許容される有価証券 (permitted securities)」に関する例外事由に該当するものである必要があるか、という点に関して、当局は FAQ を公表しました<sup>[25]</sup>。許容される有価証券には、金銭と同等の物、および以前に契約された債務の代わりに受領された有価証券が、含まれます<sup>[26]</sup>。FAQにおいて、当局は、Servicing Assets はいかなる種類の資産であっても良いが、有価証券である場合には、許容される有価証券に関する例外に該当するものでなければならぬと述べています。当局はまた、現金と同等の物、の意味についてもガイダンスを示しました。FAQによると、現金と同等の物、とは、「信用力と流動性が高い短期投資の有価証券であって、その満期が証券化において予定されている資金需要もしくは潜在的な資金需要の時期に対応しており、かつその通貨が裏付資産である貸付債権もしくは ABS の通貨に対応しているもの」をいいます。

ファンド関連規制改正案は、これらの 2014 年 FAQ に示された指針を条文化することになるでしょう<sup>[27]</sup>。さらに、ファンド関連規制改正案には、ローン債権証券化商品にかかる除外事由に依拠するファンドが、ファンドの全資産の 5% 以下の範囲で貸付債権以外の資産を保有することを許容する旨の規定が置かれることになるでしょう。

### 小規模事業投資会社 (Small Business Investment Companies –「SBICs」)

2013 年規則は、「カバードファンド」からの除外事由の一つとして、小規模事業投資会社 (Small Business Investment Act of 1958 (15 U.S.C. 662) の section 103(3) において定義される) に関する除外事由を定めています<sup>[28]</sup>。ファンド関連規制改正案は、この除外事由を修正し、13 C.F.R. § 107.1900 に基づき SBIC としてのライセンスを自主返上したのち新規の投資を行っていない会社も除外事由の範囲に含めることになるでしょう<sup>[29]</sup> (但し、一定の例外がある)。この修正の狙いは、SBIC がその清算段階においては除外事由に該当しなくなるのではないかと懸念から銀行事業体が SBIC への投資に消極的になることを、避けることにあります。

### カバードファンドの定義からの新たな除外項目の追加

#### *クレジットファンド (Credit Funds)*

当局は、「カバードファンド」からの新たな除外対象として「クレジットファンド」を提案しています<sup>[30]</sup>。新たな除外事



new exclusion, a fund would not be a covered fund if its assets consist solely of the following:

- (i) loans;
- (ii) debt instruments;
- (iii) rights and other assets that are related to or incidental to acquiring, holding, servicing, or selling such loans or debt instruments (subject to a number of conditions); or
- (iv) interest rate or foreign exchange derivatives (subject to conditions).

For the proposed exclusion to apply, credit funds would be subject to activity limitations. Specifically, such funds would be treated as if they were banking entities for purposes of the proprietary trading restrictions, and would not be permitted to issue asset-backed securities.

A number of requirements would also apply to a banking entity seeking to rely on the proposed exclusion for credit funds. First, the banking entity would not be permitted to directly or indirectly guarantee, assume, or otherwise insure the obligations or performance of the fund or of any entity to which the fund extends credit or in which the fund invests. In addition, all assets held by the fund must be permissible for the banking entity to hold directly. Further, any banking entity that acts as a sponsor, investment adviser, or commodity trading advisor to the credit fund would be required to (i) issue certain disclosures to prospective and actual investors;<sup>[31]</sup> and (ii) ensure that the activities of the fund are consistent with safety and soundness standards substantially similar to those that would apply as if the banking entity engaged in the activity directly.

Finally, the banking entity's investment in, and relationship with, the fund would be subject to the Super 23A and 23B restrictions (except the banking entity may hold an ownership interest in the issuer) as well as the prudential backstop provisions. The investment and relationship must also be conducted in compliance with, and subject to, applicable banking laws and regulations, including applicable safety and soundness standards.

#### *Venture Capital Funds*

The Proposed Funds Rule would add a new exclusion from the covered funds definition for certain venture capital funds. <sup>[32]</sup> To qualify for the exclusion, the venture capital fund would be required to meet the

由によれば、資産が以下のものからのみなるファンドはカバードファンドには該当しません。

- (i) 貸付債権
- (ii) 債務証券
- (iii) かかる貸付債権もしくは債務証券の取得、保有、取立もしくは売却に関連しもしくは付随する権利その他の資産(一定の条件を充たすものに限る)または、
- (iv) 金利もしくは通貨デリバティブ(一定の条件を充たすものに限る)

提案されている新たな除外事由に該当するには、クレジットファンドはその活動に一定の制限を受けます。なかでも、かかるファンドは自己勘定取引に関してあたかも銀行事業体であるかのように取り扱われ、また、ABSを発行することを許されません。

その他にも、クレジットファンドに認められる除外事由に依拠しようとする銀行事業体には、いくつかの要件が課されます。第一に、かかる銀行事業体は、当該ファンドもしくは当該ファンドの信用供与先もしくは投資先である事業体の債務もしくはその履行に関して、直接もしくは間接に保証、債務引受もしくはその他の信用補完を提供することができません。また、当該ファンドが保有する資産は、すべて銀行事業体が直接保有することが許される資産でなければなりません。さらに、クレジットファンドのスポンサー、投資顧問もしくは商品投資顧問となろうとする銀行事業体は、(i)投資家および投資家となろうとする者に対して一定の開示を行わねばならず<sup>[31]</sup>、(ii)銀行事業体が直接当該活動に従事する場合に極めて近い安全性および健全性の基準を当該ファンドの活動が充たすよう確保しなければなりません。

最後に、銀行事業体のファンドに対する投資およびファンドとの関係は、Super 23A および 23B の規制に服するとともに(発行体のオーナーシップ持分の取得を除く)、「prudential backstops」の規定の適用を受けます。また、ファンドに対する投資およびファンドとの関係は、安全性および健全性の基準を含む適用のある銀行法令を遵守して行われる必要があります。

#### *ベンチャーキャピタルファンド*

ファンド関連規制改正案は、ある種のベンチャーキャピタルファンドについて新しい除外事由を追加しています<sup>[32]</sup>。この除外事由の適用を受けるには、ベンチャーキャピタルファンドは、17 C.F.R. § 275.203(l)-1 によって定義されるべ

definition of a venture capital fund set forth in 17 C.F.R. § 275.203(l)-1[33] and would not be permitted to engage in proprietary trading, as if the fund were a banking entity.

A number of requirements would also apply to a banking entity seeking to rely on the proposed exclusion for venture capital funds. First, the banking entity would not be permitted to directly or indirectly guarantee, assume, or otherwise insure the obligations or performance of the fund. In addition, any banking entity that acts as a sponsor, investment adviser, or commodity trading advisor to the venture capital fund would be required to (i) issue certain disclosures to prospective and actual investors;[34] and (ii) ensure that the activities of the fund are consistent with safety and soundness standards substantially similar to those that would apply as if the banking entity engaged in the activities directly.

Finally, the banking entity's investment in, and relationship with, the fund would be subject to the Super 23A and 23B restrictions (except the banking entity may hold an ownership interest in the issuer) as well as the prudential backstop provisions. The investment and relationship must also be conducted in compliance with, and subject to, applicable banking laws and regulations, including applicable safety and soundness standards.

In the preamble to the Proposed Funds Rule, the Agencies stated that they are also considering an additional restriction. Namely, that a qualifying venture capital fund would not be permitted to invest in companies that have more than a specified amount of total annual revenue at the time of investment. The Agencies are considering what threshold may be appropriate, and have identified \$50 million as a potential limitation.[35]

#### *Family Wealth Management Funds*

The Proposed Funds Rule would add a new exclusion for funds used by banking entities to provide family wealth management services.[36] To qualify for the exclusion, family wealth management funds that are organized as trusts must have grantor(s) that are all family customers[37] of the banking entity. For those funds that are not trusts, (i) a majority of the voting interests must be owned by family customers; and (ii) the fund must be owned only by family customers and

ベンチャーキャピタルに該当しなければならず[33]、当該ファンドが銀行事業体であったとした場合と同様に自己勘定取引を行うことができません。

提案されているベンチャーキャピタルファンドにかかる除外事由に依拠しようとする銀行事業体には、他にもいくつかの要件が課されます。第一に、銀行事業体はファンドの債務もしくはその履行に関して、直接もしくは間接に保証、債務引受もしくはその他の信用補完を提供することができません。さらに、ベンチャーキャピタルファンドのスポンサー、投資顧問もしくは商品投資顧問となろうとする銀行事業体は、(i)投資家および投資家となろうとする者に対して一定の開示を行わねばならず[34]、(ii)銀行事業体が直接当該活動に従事する場合と同様に安全性および健全性の基準を当該ファンドの活動が充たすよう確保しなければなりません。

最後に、銀行事業体のファンドに対する投資およびファンドとの関係は、Super 23A および 23B の規制に服するとともに(発行体のオーナーシップ持分の取得を除く)、「prudential backstops」の規定の適用を受けます。また、ファンドに対する投資およびファンドとの関係は、安全性および健全性の基準を含む適用のある銀行法令を遵守して行われる必要があります。

ファンド関連規制改正案の前文において、当局は、追加の規制を検討中であると述べています。すなわち、投資時点において一定金額を超える年間売上高を有する会社への、適格ベンチャーキャピタルファンドによる投資を禁止しようとするものです。当局は、この売上上限金額の候補として、5000 万ドルを示しています[35]。

#### *家族資産管理ファンド (Family Wealth Management Funds)*

ファンド関連規制改正案は、新たな除外対象として、銀行事業体が家族資産管理サービスに用いるファンドを除外することを提案しています[36]。この除外事由の適用を受けるには、信託形式で組成される家族資産管理ファンドの場合にはその委託者となる者はすべて銀行の「家族顧客 (family customer)」でなければなりません[37]。信託形式以外のファンドの場合には、(i)議決権の過半数を「家族顧客」が保有すること、および(ii)その持分の保有者は「家族顧客」および「家族顧客」の3名以内の「近縁者 (closely

up to three closely related persons<sup>[38]</sup> of family customers. In addition, the fund may not hold itself out as being an entity or arrangement that raises money from investors primarily for the purpose of trading in securities.

Banking entities would be permitted to rely on this proposed exclusion only if they provide the fund with bona fide trust, fiduciary, investment advisory, or commodity trading advisory services. In addition, the banking entity would not be permitted to directly or indirectly guarantee, assume, or otherwise insure the obligations or performance of the fund and would be required to issue certain disclosures.<sup>[39]</sup> Further, the banking entity may hold only a maximum of 0.5% of the fund's outstanding ownership interests and only for the purpose of and to the extent necessary for establishing corporate separateness or addressing bankruptcy, insolvency, or similar concerns.

Transactions between the banking entity and the fund would not be subject to Super 23A. However, restrictions would be placed on the banking entity's ability to purchase a low-quality asset from the fund;<sup>[40]</sup> any transaction between the banking entity and the fund would be subject to Section 23B's market terms requirement; and the prudential backstop provisions would apply to the relationship.

#### *Customer Facilitation Vehicles*

The Proposed Funds Rule would exclude funds from the definition of a covered fund if they are formed by or at the request of a customer of a banking entity for the purpose of providing the customer with exposure to a transaction, investment strategy, or other service provided by the banking entity.<sup>[41]</sup>

To qualify for the exclusion, all of the ownership interests of the fund would need to be held by the customer or its affiliates, other than a maximum of 0.5%, which may be held by the banking entity for the purpose of and to the extent necessary for establishing corporate separateness or addressing bankruptcy, insolvency, or similar concerns.

In addition, to rely on the exclusion, the banking entity and its affiliates must maintain documentation outlining how the banking entity intends to facilitate the customer's exposure to the transaction, investment

related persons) 』<sup>[38]</sup>に限定されることが必要とされます。さらに、ファンドは、有価証券取引のために投資家からの出資を受けることを主たる目的とするものであってはなりません。

銀行事業体がこの除外事由に依拠しうるのは、銀行事業体が真正な信託に関するサービス、フィデュシアリーとしてのサービス、投資助言サービスまたは商品投資顧問サービスを提供する場合に限られます。また銀行事業体は、ファンドの債務もしくはその履行に関して、直接もしくは間接に保証、債務引受もしくはその他の信用補完を提供することができず、かつ一定の開示を行うことを求められます<sup>[39]</sup>。さらに、銀行事業体がファンドのオーナーシップ持分を保有できるのは、持分割合で 0.5% 以下であってかつ法人格の独立性の確保または破産・倒産リスクへの対応の目的においてそれに必要な限度に限られます。

銀行事業体とファンドとの間の取引は、Super 23A の適用対象にはなりません。しかし、銀行事業体がファンドから信用度の低い資産を購入することに対しては制限が加えられ<sup>[40]</sup>、銀行事業体とファンドとの間の取引には Section 23B が適用されアームズレングス条件であることが求められ、かつ両者の関係は「prudential backstops」にかかる条項の適用を受けます。

#### *カスタマーファシリテーションビークル (Customer Facilitation Vehicles)*

ファンド関連規制改正案は、一定の取引、投資戦略または銀行事業体が提供するその他のサービスにかかるエクスポージャーの顧客への提供を目的として、銀行事業体の顧客によってもしくはかかる顧客の要請により設立されたファンドを、カバードファンドの定義から除外することを提案しています<sup>[41]</sup>。

この除外事由の適用を受けるには、銀行事業体が持分割合 0.5% 以下の範囲でかつ法人格の独立性の確保または破産・倒産もしくは類似のリスクへの対応の目的においてそれに必要な限度で保有する場合を除き、ファンドのオーナーシップ持分のすべてを当該顧客またはその関連会社が保有することが必要とされます。

また、この除外事由の適用をうけるには、銀行事業体およびその関連会社は、当該取引、投資戦略または銀行事業体提供するその他のサービスにかかるエクスポージャーを顧客に提供する方法として銀行事業体が意図するもの

strategy, or service. The Agencies explained that this requirement is intended to facilitate examination of compliance with the conditions of the exclusion.[42]

Further, the banking entity would not be permitted to directly or indirectly guarantee, assume, or otherwise insure the obligations or performance of the fund and would be required to issue certain disclosures

Transactions between the banking entity and the fund would not be subject to Super 23A. However, restrictions would be placed on the banking entity's ability to purchase a low-quality asset from the fund;[43] any transaction between the banking entity and the fund would be subject to Section 23B's market terms requirement; and the prudential backstop provisions would apply to the relationship.

### Super 23A Provisions

The Proposed Funds Rule would revise the Super 23A provisions to enable certain transactions to occur, as long as they comply with the prudential backstop provisions.

Specifically, transactions with a covered fund would be permitted if they are an "exempt covered transaction" under Section 23A of the Federal Reserve Act or 12 C.F.R. § 223.42.[44] Exempt covered transactions include transactions secured by cash or U.S. government securities; purchasing certain liquid assets; purchasing certain marketable securities; among other things. In addition, certain short-term extensions of credit and asset purchases would be permitted if they are conducted in the ordinary course of business in connection with payment transactions, settlement services, or futures, derivatives and securities clearing.[45] These transactions would have to be repaid, sold, or terminated by the end of five business days. In addition, the transactions would have to meet certain conditions set forth in 12 C.F.R. §§ 223.42(l)(1)(i) and (ii) as if the extension of credit was an intraday extension of credit, regardless of its duration. These conditions include the establishment and maintenance of certain policies and procedures and a requirement that the banking entity has no reason to believe that the borrower will have difficulty repaying the extension of credit in accordance with its terms.

の概略を示す書面を作成・保管しなければなりません。当局は、この義務は、適用除外事由の要件が充足されていることを検査で確認することを可能にするために課されるものであると説明しています[42]。

さらに、銀行事業体は、ファンドの債務もしくはその履行に関して、直接もしくは間接に保証、債務引受もしくはその他の信用補完を提供することができず、かつ一定の開示を行うことを求められます。

銀行事業体とファンドとの間の取引は、Super 23A の適用対象にはなりません。しかし、銀行事業体がファンドから信用度の低い資産を購入することに対しては制限が加えられ[43]、銀行事業体とファンドとの間の取引には Section 23B が適用されアームズレングス条件によることが求められ、かつ両者の関係は「prudential backstops」にかかる条項の適用を受けます。

### Super 23A の修正

ファンド関連規制改正案は、一定の取引について「prudential backstops」にかかる条項を遵守すれば可能となるよう、Super 23A を改正することを提案しています。

中でも、連邦準備法 Section 23A または 12 C.F.R. § 223.42 に基づき「exempt covered transaction」に該当するカバードファンドとの取引は許容されます[44]。「exempt covered transaction」には、現金もしくは米国国債により担保される取引、一定の流動性の高い資産の購入、一定の市場性のある有価証券の購入、等が含まれます。また、支払取引、決済サービス、または先物、デリバティブおよび有価証券の清算に関連して日常業務の範囲内で行われる場合には、一定の短期の信用供与および資産購入も許容されます[45]。これらの取引は、5 営業日の終了までに弁済、売却または解除されなければなりません。さらに、これらの取引は、取引の期間にかかわらず、日中信用供与と同様に 12 C.F.R. §§ 223.42(l)(1)(i) および (ii) に定める一定の要件を充足しなければなりません。これらの要件には、一定の方針および手続の採択と維持、および借入人による条件に従った返済に困難が生じると信ずるべき理由が銀行事業体にはないこと、が含まれます。

## Ownership Interest Calculations

### Definition of "Ownership Interest"

The 2013 Rule defines "ownership interest" to include "any equity, partnership, or other similar interest."<sup>[46]</sup> The term "other similar interest" is further defined to include interests, regardless of their form, that provide the ability to participate in the selection or removal of a general partner, managing member, director, trustee, investment manager, investment adviser, or commodity trading advisor of a covered fund (excluding certain rights of creditors upon the occurrence of a default or acceleration event). The term "other similar interest" also includes interests that have one of a number of rights listed in the 2013 Rule, for example, the right to receive a share of income, gains, or profits. The rights that constitute an "other similar interest" generally all provide the holder of the interest some exposure to the profits and losses of the covered fund.

As a result, under the definition in the 2013 Rule, certain debt instruments could be considered ownership interests to the extent they include the type of rights listed as constituting an "other similar interest." In the Proposed Funds Rule, the Agencies propose to limit the extent that debt instruments would fall within the definition of an "ownership interest" in two ways.

First, the Proposed Funds Rule would clarify that a creditor would not hold an ownership interest in a fund solely because, upon the occurrence of a default or acceleration event, it held the right to participate in the removal of an investment manager for cause or to nominate or vote on a nominated replacement manager upon an investment manager's resignation or removal.<sup>[47]</sup>

Second, the Proposed Funds Rule would establish a safe harbor for certain debt instruments that meet a number of conditions.<sup>[48]</sup> Under the safe harbor, senior loans and senior debt interests would not be deemed ownership interests if:

- (i) Under the terms of the interest the holders do not have the right to receive a share of the income, gains, or profits of the covered fund, but are entitled to receive only:
  - a. Interest at a stated interest rate and commitment fees or other fees that are not

## オーナーシップ持分の計算

### 「オーナーシップ持分(Ownership Interest)」の定義

2013年規則の定義によれば、「オーナーシップ持分(Ownership Interest)」には「あらゆるエクイティ、パートナーシップおよび他の類似の権利を含む。<sup>[46]</sup>「他の類似の権利」についてはさらに定義があり、その形式にかかわらず、カバード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、受託者、投資運用者、投資顧問、商品投資顧問の選解任に参加する権利を保有者に付与する権利・利益を含むものとされています(但し、債務不履行事由ないし期限の利益喪失事由が発生した場合に債権者が行使しうる一定の権利を除く)。さらに、「他の類似の権利」には、2013年規則に列挙されている権利-例えば、収入、譲渡益または利益の分配を受ける権利など-のうちのいずれかを伴うものを含みます。「他の類似の権利」に該当する権利・利益の保有者は、一般に、カバードファンドの損益に対するなんらかのエクスポージャーを有します。

その結果、2013年規則の定義のもとでは、債務証券であっても、「他の類似の権利」に該当するものとして列挙されているタイプの権利を伴う限り、オーナーシップ持分とみなされる可能性があります。これに対し、ファンド関連規制改正案では、当局は債務証券がオーナーシップ持分とみなされる範囲を2つのやり方で限定することを提案しています。

第一に、ファンド関連規制改正案は、債務不履行事由もしくは期限の利益喪失事由の発生時における理由のある投資運用者の解任、または投資運用者の辞任もしくは解任にともなう代替りの投資運用者の指名もしくはその候補者への投票に参加する権利を、債権者が有していたとしても、それだけではファンドのオーナーシップ持分を保有するとはみなさないことを明確にすることを提案しています<sup>[47]</sup>。

第二に、ファンド関連規制改正案は、いくつかの要件を満たす債務証券について、セーフハーバーを設けることを提案しています<sup>[48]</sup>。このセーフハーバーのもとでは、シニアローンやシニア債務証券は、以下の要件を満たせばオーナーシップ持分とはみなされません。

- (i) 当該権利の要項において、その保有者はカバードファンドの収入、譲渡益もしくは利益の分配を受ける権利を有さず、以下を受領する権利しか有さないこと:
  - a. 定められた利率による利息、ならびにコミットメントフィーその他の手数料であって、裏付け

determined by reference to the performance of the underlying assets of the fund; and

- b. Fixed principal payments on or before a maturity date (including certain prepayment premiums).
- (ii) The entitlement to payments of the interest is absolute and cannot be reduced based on losses arising from the underlying assets of the covered funds; and
- (iii) The holders of the interest are not entitled to receive the underlying assets of the covered fund after all other interests have been redeemed or paid in full (except for remedies upon default or acceleration).

### Parallel Funds

Under the 2013 Rule, banking entities are generally required to limit their investment (including investments of their affiliates) in funds established under the Asset Management Exemption and ABS Issuer Exemption to less than 3% of the total number or value of outstanding ownership interests in the fund, after a seeding period.<sup>[49]</sup> Various attribution rules apply to determine whether an ownership interest should be included in the calculation.<sup>[50]</sup>

The text of the 2013 Rule does not address investments made by banking entities in parallel with funds they sponsor pursuant to these exemptions. However, in the preamble to the 2013 Rule the Agencies explained that “if a banking entity makes investments side by side in substantially the same positions as the covered fund, then the value of such investments shall be included for purposes of determining the value of the banking entity’s investment in the covered fund.”<sup>[51]</sup> The Agencies also noted that banking entities should not make any co-investments alongside a fund they sponsor if such investments would exceed the investment limitations.

In a deviation from the approach in the preamble to the 2013 Rule, the Agencies propose to permit parallel investments without attribution to the banking entity as long as the investment is made in compliance with applicable laws and regulations, including applicable safety and soundness standards.<sup>[52]</sup> The Proposed Funds Rule would codify the new approach. The

となるファンドの資産の運用結果と関係なく決定されるもの。

- b. 満期日またはそれ以前に、定額の元本の支払を受ける権利(期限前の支払に伴うプレミアムを含む)
- (ii) 利息の受領権は絶対的なものであってカバードファンドの裏付資産に生じる損失によって減額されないこと。
- (iii) カバードファンドに対する他の権利がすべて償還されまたは弁済されたのちに、カバードファンドの裏付資産の残余財産を受領する権利を有さないこと(デフォルトもしくは期限の利益喪失の際の損害金等を除く)。

### パラレルファンド(Parallel Funds)

2013年規則のもとでは、銀行事業体は、一般に、Asset Management Exemption および ABS Issuer Exemption に依拠して設定されたファンドへの投資(関連会社による投資を含む)について、シード投資期間を終えたのちは当該ファンドのオーナーシップ持分の数または価値の3%未満にとどめなければなりません<sup>[49]</sup>。あるオーナーシップ持分をこの計算に参入すべきか否かの決定については、種々の仕分けルールが存在します<sup>[50]</sup>。

2013年規則の文面上は、銀行事業体が除外事由に依拠してスポンサーとなっているファンドと、銀行事業体自身が並行して投資を行う場合の取扱いには言及していません。しかし、2013年規則の前文において、当局は「もし銀行事業体がカバードファンドと実質的に同一のポジションに並行して投資する場合には、かかる投資の価額を当該銀行事業体がカバードファンドに投資する価額の算定に際し算入すべきである」と説明していました<sup>[51]</sup>。当局はまた、銀行事業体が自身がスポンサーとなっているファンドと一緒に共同投資しようとする場合、かかる投資により投資上限を超えるときは共同投資をすべきではない、と言及していました。

2013年規則前文のとっている立場を離れて、当局は、適用ある法令(安全性および健全性の基準を含む)を遵守して行う限り、ファンドとのパラレル投資を許容し、銀行事業体による投資とはみなさないものとするを提案しています<sup>[52]</sup>。ファンド関連規制改正案では、この新しいアプローチが条文化されます。ファンド関連規制改正案の前文において、当局は、パラレル投資は「prudential backstops」に

Agencies note in the preamble to the Proposed Funds Rule that parallel investments would be subject to the prudential backstop provisions, since those provisions apply with respect to any funds organized pursuant to the Asset Management Exemption or ABS Issuer Exemption.[53] This would be especially relevant to the extent a parallel investment would result in a material conflict of interest.

### Allocation of Investments by Employees and Directors

In addition to the per-fund investment limitations described above, the 2013 Rule, as revised by the 2019 Rule, imposes a limit on the aggregate amount of ownership interests that a banking entity may hold in all covered funds it organizes or offers pursuant to the Asset Management Exemption or ABS Issuer Exemption (including any underwriting and market making activity for funds organized under such exemptions). [54] In addition, U.S. banking entities must deduct from their tier 1 capital calculations an amount based on the ownership interests held in such covered funds. [55] Both the aggregate limitation and the capital deduction require the banking entity to include amounts paid by the banking entity, or its employees, in connection with obtaining a “restricted profit interest.”[56]

Under the Proposed Funds Rule, amounts paid by employees to obtain restricted profit interests would be included in the calculation only if the banking entity provided financing to the employee for the acquisition.[57] This would make the attribution rules for restricted profit interests consistent with the rules for ownership interests held by employees and directors.[58]

### Conclusion

The Proposed Funds Rule represents a significant step toward liberalizing the covered funds provisions of the Volcker Rule and, if adopted, will provide welcome regulatory relief to banking entities. In particular, banking entities would have greater latitude to conduct customer and other activities through a fund structure.

[1] The five federal agencies (i.e., the “Agencies”) responsible for implementing the Volcker Rule are: the Office of the Comptroller of the Currency (“OCC”); the

関する規定の適用を受けると述べ、これは、かかる規定が Asset Management Exemption または ABS Issuer Exemption に依拠して設定されるファンドに適用されるからであるとしています[53]。この点には、パラレル投資が実質的な利益相反を招来するか否かに特に関わってきます。

### 従業員および取締役の投資額の算入

以上で述べたファンド毎の投資に関する制約に加えて、2019 年最終規則で修正された 2013 年規則は、Asset Management Exemption または ABS Issuer Exemption に依拠して銀行事業体が組成または販売するカバードファンド(かかる除外事由に依拠して銀行事業体が引受、マーケットメイク等を行う場合を含む)の全体について当該銀行事業体が保有できるオーナーシップ持分の総額に関する上限を設けています[54]。また、米国銀行事業体は、保有するかかるカバードファンドのオーナーシップ持分に基づく金額を tier 1 の自己資本から減額しなければなりません[55]。総額規制および自己資本からの減額のいずれの場合にも、銀行事業体は当該銀行事業体またはその従業員が「restricted profit interest」の取得に関連して支払った金額を含めなければなりません[56]。

ファンド関連規制改正案のもとでは、従業員が「restricted profit interest」の取得のために支払った金額は、銀行事業体が従業員に対してその取得資金のファイナンスを供与した場合に限り算入されます[57]。これにより、「restricted profit interest」に関する帰属ルールは従業員および取締役が保有するオーナーシップ持分に関するルールと一貫性のあるものとなります[58]。

### 結論

ファンド関連規制改正案は、ボルカールール中のカバーとファンド規制の緩和に向けての大きな前進であり、採択されれば、銀行事業体にとって歓迎すべきものとなるでしょう。特に、銀行事業体がファンドを使って対顧客活動やその他の活動を行う際の自由度が、増すこととなります。

[1] ボルカールールの適用に当たる連邦規制当局(本書中において「当局」という)は、以下の 5 つ: 通貨監督庁 (the Office of the Comptroller of the Currency —

Board of Governors of the Federal Reserve System (“Federal Reserve”); the Federal Deposit Insurance Corporation (“FDIC”); the U.S. Securities and Exchange Commission; and the U.S. Commodity Futures Trading Commission.

[2] The Proposed Funds Rule has not yet been published in the Federal Register. The Proposed Rule is available here: Proposed Funds Rule Text. Since all five Agencies codify the Volcker Rule in their respective regulations, citations in this Client Alert to the Proposed Funds Rule and 2013 Rule are to generic sections.

[3] Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds; Final Rule, 79 Fed. Reg. 5535 (Jan. 31, 2014).

[4] For more information regarding the statutory changes made to the Volcker Rule by S. 2155, as well as the other reforms enacted by S. 2155, please see our Client Alert, available at: Financial Regulatory Reform Legislation Proceeds through Congress. See also 84 Fed. Reg. 35008, available at: Final Rule Implementing S. 2155 Amendments. For more information regarding the final rule adopting conforming changes to S. 2155, please see our Client Alert, available at: Agencies Issue Final Rule Conforming Volcker Rule Regulations to 2018 Regulatory Relief Act.

[5] Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds, 84 Fed. Reg. 61974 (Nov. 14, 2019), available at: 2019 Final Rule Text. For our client alert discussing the 2019 Final Rule, please see: Amendments to Volcker Rule Regulations.

[6] Volcker Rule: FAQs, available at: Volcker Rule: Frequently Asked Questions.

「OCC」; 連邦準備制度理事会 (the Board of Governors of the Federal Reserve System —「Federal Reserve」); 連邦預金保険公社 (the Federal Deposit Insurance Corporation —「FDIC」); 連邦証券取引委員会 (the U.S. Securities and Exchange Commission—「SEC」); および 連邦商品先物取引委員会 the U.S. Commodity Futures Trading Commission —「CFTC」)

[2] ファンド関連規制改正案はまだ連邦官報には掲載されていないが、下記のウェブページで参照できる:

<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/boardmeetings/files/volcker-rule-fr-notice-20200130.pdf>

5つの当局がボルカールールを各自の規則に規定しているため、本書中でファンド関連規制改正案又は2013年規則の引用元を示す場合、概括的な規定名への言及にとどめる。

[3] Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds; Final Rule, 79 Fed. Reg. 5535 (Jan. 31, 2014)

[4] S.2155によりボルカールールに加えられた法改正およびS.2155によりなされたその他の改正に関しては、弊事務所の次のクライアントアラートを参照:

<https://www.mofo.com/resources/insights/180522-financial-regulatory-reform.html>

また、次を参照: 84 Fed. Reg. 35008, available at <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-07-22/pdf/2019-15019.pdf>

S.2155に従ってボルカールールにかかる規則になされた変更についてのさらなる詳細については、次のクライアントアラートを参照:

<https://www.mofo.com/resources/insights/190724-agencies-conforming-volcker-rule-regulations.html>

[5] Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds, 84 Fed. Reg. 61974 (Nov. 14, 2019)。全文は、次のウェブページ参照: <https://www.fdic.gov/news/board/2019/2019-08-20-notice-dis-a-fr.pdf>

2019年最終規則を論じた弊事務所のクライアントアラートは次を参照:

<https://www.mofo.com/resources/insights/190826-amendments-volcker-rule-regulations.html>

[6] FAQは次のウェブページに掲載されている:

<https://www.federalreserve.gov/bankinfo/volcker-rule/faq.htm>



[7] The 2019 Final Rule generally did not address the covered funds provisions, aside from the exemptions for hedging, market making and underwriting covered fund interests and the exemption for covered fund activity solely outside the United States.

[8] For purposes of this Client Alert the term “U.S. banking entity” includes a banking entity that is, or is controlled directly or indirectly by a banking entity that is, located in or organized under the laws of the United States or any state therein.

[9] Under the 2013 Rule, investments in and sponsorship of certain customer funds are permitted as long as a number of conditions are met. For purposes of this Client Alert, we refer to this exemption as the Asset Management Exemption. See 2013 Rule § 13(d)(1)(J).

[10] Under the 2013 Rule, investments in and sponsorship of certain issuers of asset-backed securities (“ABS”) are permitted as long as a number of conditions are met. For purposes of this Client Alert, we refer to this exemption as the ABS Issuer Exemption. See 2013 Rule § 13(d)(1)(K).

[11] This applies to covered funds (i) for which the banking entity serves as investment manager, investment adviser, commodity trading advisor, or sponsor; (ii) which are organized and offered pursuant to the Asset Management Exemption; or (iii) which are organized and offered, or invested in, pursuant the ABS Issuer Exemption.

[12] 2013 Rule § 13(d)(1)(J).

[13] To provide this exemption, the Agencies would rely on their authority pursuant to section 13(d)(1)(J) of the BHC Act. Notwithstanding the prohibitions on proprietary trading and covered funds activity, section 13(d)(1)(J) of the BHC Act permits “[s]uch other activity as the [Agencies] determine, by rule . . . would promote and protect the safety and soundness of the banking entity and the financial stability of the United States.”

[14] Proposed Funds Rule §§ 13(d)(1)(J); 13(d)(1)(K).

[15] Investments in and sponsorship of covered funds is permissible as long as the activity complies with a number of conditions pursuant to 2013 Rule § 13(d)(1)(J) designed to ensure the activity occurs solely outside the United States.

[7] ヘッジ取引、マーケットメイク取引、カバードファンドにかかる投資有価証券の引受取引、および純粋米国外取引に該当するカバードファンド関連活動のそれぞれに関する、適用除外規定を除くと、2019年最終規則は、カバードファンド関係の規定一般には言及していない。

[8] 本書中において、「米国銀行事業体」には、米国内所在の銀行事業体により、または米国連邦法もしくは州法に基づいて設立された銀行事業体により、直接または間接に支配される銀行事業体を含む。

[9] 2013年規則のもとでも、顧客であるファンドに関する投資およびスポンサー活動は、いくつかの条件を充足すれば許容される。本稿においては、この除外事由を Asset Management Exemption と呼ぶことにする。2013年規則 § 13(d)(1)(J)参照。

[10] 2013年規則のもとでも、資産担保証券 (asset-backed securities –「ABS」) の発行者に関連する投資およびスポンサー活動は、いくつかの条件を充足すれば許容される。本稿においては、この除外事由を ABS Issuer Exemption と呼ぶ。2013年規則 § 13(d)(1)(K)参照。

[11] (i) 当該カバードファンドのために当該銀行事業体が投資運用または投資助言サービスを提供している場合、(ii) 当該カバードファンドが Asset Management Exemption の基づいて組成され発行されている場合、または(iii) 当該カバードファンドが ABS Issuer Exemption に基づき組成され発行されているかあるいは投資対象とされている場合に、この規制が適用される。

[12] 2013年規則 § 13(d)(1)(J)

[13] この除外事由を規定するにあたり、当局は BHCA の Section 13(d)(1)(J) に依拠することになる。すなわち、自己勘定取引およびカバードファンド関連活動の禁止にも関わらず、BHCA の Section 13(d)(1)(J) によって「[当局が] 規則を以って銀行事業体の健全性と米国の金融システムの安定を促進すると認めたその他の活動」は許容される。

[14] ファンド関連規制改正案 §§ 13(d)(1)(J); 13(d)(1)(K).

[15] カバードファンドに関する投資またはスポンサー活動であっても、かかる活動が米国外でのみ行われることを確保するために定められた 2013年規則 § 13(d)(1)(J) の規定に従い一定の条件を充足した場合には、許容される。

[16] A “foreign excluded fund” is generally understood to be a fund: (i) in which a non-U.S. banking entity invests or that it sponsors; (ii) that is organized under the laws of a foreign jurisdiction; (iii) the ownership interests of which are offered and sold solely outside the United States; and (iv) that is, or holds itself out as being, an entity or arrangement that raises money from investors primarily for the purpose of investing in financial instruments for resale or other disposition or otherwise trading in financial instruments.

[17] For more information regarding the No-action Relief, please see our Client Alert, available at: Federal Banking Agencies Announce No-action Position on Certain Foreign Excluded Funds Under the Volcker Rule. This No-action Relief was initially set to expire on July 21, 2018 but, in connection with consideration and adoption of the 2019 Final Rule, was extended, first, until July 21, 2019 and, then again, until July 21, 2021. See Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Deposit Insurance Corporation; and Office of the Comptroller of the Currency, Statement regarding Treatment of Certain Foreign Funds under the Rules Implementing Section 13 of the Bank Holding Company Act (July 17, 2019), available at: No-action Relief Text.

[18] 2013 Rule § 10(c)(1).

[19] See 79 Fed. Reg. 5678.

[20] See Proposed Funds Rule § 10(c)(1)(i)(B).

[21] See Proposed Funds Rule § 10(c)(1)(ii).

[22] See Proposed Funds Rule § 10(c)(1)(iii).

[23] A “distribution” is an offering that is distinguished from ordinary trading transactions by the presence of special selling efforts and selling methods, or, an offering that is made pursuant to an effective registration statement under the Securities Act of 1933. 2013 Rule § 4(a)(3).

[24] 2013 Rule § 10(c)(8).

[25] FAQ No. 4, available at: FAQ No. 4 Text.

[26] 2013 Rule § 10(c)(8)(iii).

[16] 「適用除外外国ファンド」は一般に以下の要件を充たすファンドと理解されている。( i ) 日米国銀行事業体が出資もしくはスポンサーとなり、( ii ) 外国の法律に従って設立され、( iii ) そのオーナーシップ持分は米国外においてのみ販売され、かつ( iv ) 主として金融商品の取引を目的として投資家の出資を募る事業体もしくは仕組みであること( ないしはかかる事業体もしくは仕組みであること意図していること)

[17] ノーアクションリリーフに関する詳細は、次のクライアントアラートを参照：

<https://www.mofo.com/resources/publications/170724-federal-agencies-foreign-funds-volcker.html>

このノーアクションリリーフは、当初は 2018 年 7 月 21 日で失効するものとされていたが、2019 年最終規則の検討と採用とのからみで、2019 年 7 月 21 日まで延長され、さらに 2021 年 7 月 21 日まで延長された。Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Deposit Insurance Corporation; and Office of the Comptroller of the Currency, Statement regarding Treatment of Certain Foreign Funds under the Rules Implementing Section 13 of the Bank Holding Company Act (July 17, 2019)

(<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20190717a1.pdf>)を参照。

[18] 2013 年規則 § 10(c)(1)。

[19] 79 Fed. Reg. 5678

[20] ファンド関連規制改正案 § 10(c)(1)(i)(B)

[21] ファンド関連規制改正案 § 10(c)(1)(ii)

[22] ファンド関連規制改正案 § 10(c)(1)(iii)

[23] 「分売 (distribution)」は、特別の販売努力と販売方法 (special selling efforts and selling methods) の存在により、または有効な有価証券届出書 (Securities Act of 1933. 2013 Rule § 4(a)(3) に基づく) に基づいて行われる点で、通常の売買取引とは区別される行為である

[24] 2013 年規則 § 10(c)(8)

[25] FAQ No. 4.

<https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/faq.htm#4>を参照。

[26] 2013 年規則 § 10(c)(8)(iii)

[27] See Proposed Funds Rule §§ 10(c)(8)(i)(B); 10(c)(8)(iii)(A); 10(c)(8)(i)(E).

[28] 2013 Rule §10(c)(11).

[29] Proposed Funds Rule §§ 10(c)(11)(i).

[30] Proposed Funds Rule §§ 10(c)(15).

[31] The required disclosures are set forth in 2013 Rule §11(a)(8).

[32] Proposed Funds Rule §§ 10(c)(16).

[33] The definition of a “venture capital fund” under 17 C.F.R. § 275.203(l)-1 includes certain private funds that: (1) represent to investors and potential investors that they pursue a venture capital strategy; (2) immediately after the acquisition of any asset, other than qualifying investments or short-term holdings, hold no more than 20% of their aggregate capital contributions, and uncalled committed capital in assets that are not “qualifying investments;” (3) do not incur leverage in excess of 15% of the private fund’s aggregate capital contributions and uncalled committed capital and any such leverage is for a non-renewable term of no longer than 120 calendar days (subject to an exception); (4) only issue securities which do not entitle the holder to withdraw, redeem, or require the repurchase of such securities, except in extraordinary circumstances (although pro rata distributions are permitted); and (5) are not registered under section 8 of the 1940 Act and have not elected to be treated as a business development company pursuant to section 54 of that act.

[34] The required disclosures are set forth in 2013 Rule §11(a)(8).

[35] Preamble to the Proposed Funds Rule at 66.

[36] Proposed Funds Rule §§ 10(c)(17).

[37] “Family customer” means: (1) a family client, as defined in 17 C.F.R. § 275.202(a)(11)(G)-

1(d)(4); or (2) any natural person who is a father-in-law, mother-in-law, brother-in-law, sister-in-law, son-in-law, or daughter-in-law of a family client, or a spouse or a spousal equivalent of any of the foregoing.

[38] “Closely related person” means a natural person (including the estate and estate planning vehicles of

[27] ファンド関連規制改正案 §§ 10(c)(8)(i)(B); 10(c)(8)(iii)(A); 10(c)(8)(i)(E)

[28] 2013 年規則 §10(c)(11)

[29] ファンド関連規制改正案 §§ 10(c)(11)(i)

[30] ファンド関連規制改正案 §§ 10(c)(15)

[31] 必要な開示について、2013 年規則 §11(a)(8)を参照。

[32] ファンド関連規制改正案 §§ 10(c)(16)

[33] 17 C.F.R. § 275.203(l)-1 に規定されるベンチャーキャピタルファンド (venture capital fund) の定義には、プライベートファンドであって以下の要件を充たすものが含まれる。(1) 追及するベンチャーキャピタル戦略を投資家および投資家候補者に対して提示していること。(2) 「適格投資」もしくは「短期保有」以外の資産を取得する場合、その取得直後において、「適格投資」以外の資産を、受入出資額および行使通知未了の出資確約の総額の 20%を超えて、保有していないこと。(3) 当該プライベートファンドの受入出資額および行使通知未了の出資確約の総額に対するレバレッジ比率が 15%を超えておらず、かつ負債の弁済期まで(更新可能な期間を含む)が 120 日を超えていないこと(一部例外あり)。(4) 非常事態を除き脱退、払戻、買戻請求権のない有価証券しか発行していないこと(但し、持分割合に応じた分配は許容される)。および(5) 1940 Act の Section 8 に基づく登録がなされておらず、同法 Section 54 に基づく business development company として取り扱われるための選択もなされていないこと。

[34] 必要な開示については 2013 年規則 §11(a)(8) を参照。

[35] ファンド関連規制改正案前文第 66 項

[36] ファンド関連規制改正案 §§ 10(c)(17)

[37] 家族顧客 (family customer) とは、(1) 17 C.F.R. § 275.202(a)(11)(G)-1(d)(4) に定める家族依頼者 (family client)、または(2) 家族依頼者の義父、義母、義兄弟、義姉妹もしくは義理の子、またはそれらの配偶者ないし配偶者に準じる自然人をいう。

[38] 近縁者 (closely related person) とは、家族顧客と長期にわたる事業上または個人的な関係を有する自然人

such person) who has long-standing business or personal relationships with any family customer.

[39] The required disclosures are set forth in 2013 Rule § 11(a)(8).

[40] Specifically, under the Proposed Funds Rule, the requirements of 12 C.F.R. § 223.15(a) would apply as if the banking entity were a member bank and the fund were its affiliate. This provision prohibits member banks from purchasing low-quality assets from their affiliates except in certain circumstances.

[41] Proposed Funds Rule §§ 10(c)(17). In the preamble to the Proposed Funds Rule, the Agencies explain that banking entities that market their services through the use of customer facilitation vehicles, or discuss the potential benefits of structuring a vehicle prior to its formation, would not be foreclosed from relying on the exclusion. Preamble to the Proposed Funds Rule at 85-86.

[42] See Preamble to the Proposed Funds Rule at 86.

[43] Specifically, under the Proposed Funds Rule, the requirements of 12 C.F.R. § 223.15(a) would apply as if the banking entity were a member bank and the fund were its affiliate. This provision prohibits member banks from purchasing low-quality assets from their affiliates except in certain circumstances.

[44] Proposed Funds Rule §§ 14(a)(2)(iii).

[45] Proposed Funds Rule §§ 14(a)(2)(iv).

[46] 2013 Rule § 10(d)(6).

[47] Proposed Funds Rule §§ 10(d)(6)(i)(A).

[48] Proposed Funds Rule §§ 14(d)(6)(ii)(B).

[49] See 2013 Rule § 12(a)(2).

[50] See 2013 Rule § 12(b).

[51] 79 Fed. Reg. 5734.

[52] See Proposed Funds Rule § 12(b)(5). Under this approach, parallel investments by employees and directors would also not be attributed to the banking entity, regardless of whether the banking entity provides financing for the investment. Also, any employees or directors would be permitted to make parallel investments, not just those that are directly engaged in providing services to the covered fund (which is a requirement for employee investment in covered funds

(かかる人の資産および資産管理のためのビークルを含む)をいう。

[39] 必要な開示について、2013年規則 § 11(a)(8)を参照。

[40] ファンド関連規制改正案の下では、12 C.F.R. § 223.15(a)に定める要件が、当該銀行事業体が加盟銀行でファンドはその関連会社であったとした場合と同様に、適用されることになる。この規定は、加盟銀行が一部の例外を除いて信用度の低い資産をその関連会社から購入することを禁止している。

[41] ファンド関連規制改正案 §§ 10(c)(17)。ファンド関連規制改正案の前文において、当局は、カスタマーファシリテーションビークルを用いてサービスを提供する銀行事業体、あるいはかかるビークルの設立に先立ってその利点について協議しようとする銀行事業体は、この除外事由に依拠することを妨げられない、と説明している。ファンド関連規制改正案前文第 85-86 項。

[42] ファンド関連規制改正案前文第 86 項

[43] ファンド関連規制改正案の下では、当該銀行事業体が加盟銀行でファンドはその関連会社であったとした場合と同様に、12 C.F.R. § 223.15(a)に定める要件が適用されることになる。この規定は、加盟銀行が一部の例外を除いて信用度の低い資産をその関連会社から購入することを禁止する。

[44] ファンド関連規制改正案 §§ 14(a)(2)(iii)

[45] ファンド関連規制改正案 §§ 14(a)(2)(iv)

[46] 2013年規則 § 10(d)(6)

[47] ファンド関連規制改正案 §§ 10(d)(6)(i)(A)

[48] ファンド関連規制改正案 §§ 14(d)(6)(ii)(B)

[49] 2013年規則 § 12(a)(2)

[50] 2013年規則 § 12(b)

[51] 79 Fed. Reg. 5734

[52] ファンド関連規制改正案 § 12(b)(5)。このアプローチでは、銀行事業体が投資資金の信用供与を行ったか否かにかかわらず、従業員および取締役の平行投資も銀行事業体の投資とは扱われないことになろう。また、カバードファンドへの役務提供に直接従事する役職員 (Asset Management Exemption 上では従業員の投資が認められるための条件とされている) に限定されことなくどの役職員にも平行投資が可能とされよう。ファンド関

pursuant to the Asset Management Exemption).  
Preamble to Proposed Funds Rule at 118-119; see also  
2013 Rule § 11(a)(7).

[53] Preamble to Proposed Funds Rule at 116-117.

[54] See 2013 Rule § 12(a)(2)(iii).

[55] See 2013 Rule § 12(d).

[56] Under the 2013 Rule, “restricted profit interests” are excluded from the definition of an “ownership interest” if they meet a number of conditions. 2013 Rule § 10(d)(6)(ii). Generally, the exclusion for “restricted profit interests” is designed to track what are commonly referred to as carried interests.

[57] Proposed Funds Rule § 12(c)(1)(ii); 12(d)(2).

[58] 2013 Rule § 12(b)(iv).

連規制改正案前文第 118-119 項。2013 年規則 § 11(a)(7)も参照のこと。

[53] ファンド関連規制改正案前文第 116-117 項

[54] 2013 年規則 § 12(a)(2)(iii)

[55] 2013 年規則 § 12(d).

[56] 2013 年規則においては、「restricted profit interests」はいくつかの要件を充たせば「オーナーシップ持分」の定義から除外される。2013 年規則 § 10(d)(6)(ii)。一般に、「restricted profit interests」が除外されるのは、いわゆる成功報酬を追及できるようにすることが目的である。

[57] ファンド関連規制改正案 § 12(c)(1)(ii); 12(d)(2)

[58] 2013 年規則 § 12(b)(iv)

For more information, please contact:

#### **Katsuhiko Fujihira**

Tokyo

03 3214 6522

[kfujihira@mofo.com](mailto:kfujihira@mofo.com)

#### **About Morrison & Foerster:**

We are Morrison & Foerster—a global firm of exceptional credentials. Our clients include some of the largest financial institutions, investment banks, Fortune 100, technology and life science companies. We’ve been included on *The American Lawyer’s* A-List for 13 straight years, and *Fortune* named us one of the “100 Best Companies to Work For.” Our lawyers are committed to achieving innovative and business-minded results for our clients, while preserving the differences that make us stronger. This is MoFo. Visit us at [www.mofo.com](http://www.mofo.com).

*Because of the generality of this update, the information provided herein may not be applicable in all situations and should not be acted upon without specific legal advice based on particular situations. Prior results do not guarantee a similar outcome.*

#### **コンタクト**

#### **藤平 克彦**

東京

03 3214 6522

[kfujihira@mofo.com](mailto:kfujihira@mofo.com)

#### **モリソン・フォースターについて**

モリソン・フォースターは優れた実績を誇る世界的な法律事務所です。クライアントには大手金融機関、投資銀行、Fortune 100 企業、テクノロジー・ライフサイエンス関連企業等が名を連ねています。American Lawyer 誌の A-List に過去 13 年間連続で選ばれただけでなく、Fortune 誌が「働きたい全米トップ 100 企業」として当事務所を挙げています。モリソン・フォースターの弁護士はクライアントのために最良の結果を出すことに全力を注ぐ一方で、より強固な事務所となるべく各弁護士の個性を失わないよう配慮しています。詳しくは、当事務所のウェブサイト ([www.mofo.com](http://www.mofo.com)) をご覧ください。

本稿は一般的なもので、ここに含まれる情報はあらゆる事案に適用されるものではなく、また個別の事案に対する具体的な法的アドバイスを提供するものでもありません。過去の結果が今後も同様に当てはまることが保証されているものではありません。