

# SBai

Standards Board for Alternative Investments

## オルタナティブ投資基準

### 1. はじめに

#### 1.1 基準の読み方

基準は、本文書において青で塗られたボックス内に一貫したフォーマットで記載する。ボックス内のテキストでは、以下の要素を反映するために異なるフォントを用いている。

- 基準（ボールド体）
- 追加的な指針及び基準の遵守方法についての支援及び例示を目的とした具体例（標準テキスト）
- 説明及びコメント（イタリック体）
- ファンド運用会社は SBAI に加盟するオルタナティブ運用会社を指す

#### 例示

■ **基準はボールド体で記載される。**

- **基準の一部をなす下位項目の一覧はボールド体で記載される。**

基準に関する指針（及び AIMA 及び IOSCO が発表した資料等の有益な追加指針への参照）ならびに基準の遵守方法の具体例は標準テキストで記載される。

*理解を深めるための追加的な説明及び注釈はイタリック体で記載される。*

SBAI に加盟するファンド運用会社は、遵守または説明の原則に基づき基準（ボールド体）を準拠することが求められる。指針及び具体例（標準及びイタリック体）は、運用会社による基準の遵守を支援することのみを目的としている。

#### 1.2 特定の種類の運用業務に対する基準の適用

基準は、ファンド運用会社の業務のうち、自らが投資運用会社として行為するファンドに関する運用業務のみに適用することを目的としている点を強調しておく。一定の基準については、適用の可否にかかわらず、上記以外の業務の実行に活用することが適切な場合であっても、分別勘定またはファンド・オブ・ファンドに関する運用業務等の他の業務には適用されない。

なお、当審議会は、ファンド運用会社が基準の適用される事業分野を開示書面及びウェブサイト  
に明記することにつき、何ら異存はない。

一定の基準は、アセットマネジメント業界の他の分野に適用することも可能である。当該分野への参加者がいずれかの基準を有益と判断し、自らの置かれた状況につきその適用を希望する場合、もちろん自由に適用して構わない。

### 1.3 ファンド対運用会社

SBAI は、一定の基準に関する遵守の確保は、運用会社ではなく、ファンドまたはファンドの管理機関にかかっていることを認識している。例えば、基準[5]の要件（「資産評価における利益相反に対応しこれを軽減するための評価の仕組みをファンドに整備させること」）では、ファンドの管理機関による行為が要求されており、運用会社のコントロールは及ばない。このような状況では、関連する基準は、ファンドの管理機関による当該基準の遵守を促すために、加盟運用会社に合理的に実行可能なことを実行するよう求めるものと読み替えるべきである。運用会社の努力にかかわらず、管理機関が遵守を拒否した場合、運用会社は開示書面にてその旨を説明すべきである。

### 1.4 運用会社のマーケティング資料における開示

いくつかの基準では、運用会社に「マーケティング資料」内で一定の開示を行うことを求めている。運用会社のマーケティング資料は通常様々な文書（非常に短いチラシまたはパンフレット等を含む場合がある）で構成されていることから、基準が、当該各文書に同一の情報を記載するよう求めていると解釈すべきではない。むしろ、当該文書は、ファンドの目論見書と併せて全体として捉えた際に、必要な開示内容を含むものとなっていればよく、各運用会社は、投資家及び潜在的投資家が情報に基づく適切な投資判断を行うことができるよう合理的に求められる情報を提供するために、どの文書でどの開示を行うかを判断する。すなわち、基準において運用会社のマーケティング資料で開示するよう求められている場合、ファンドの目論見書で開示を行えば、この要件は充足される。

### 1.5 遵守または説明

基準への準拠は遵守または説明体制によってなされ、同体制は開示を基礎とする。オルタナティブ投資業界は規模、戦略及び法域が多岐にわたるため、画一的なアプローチは適さない。遵守または説明体制には、全運用会社が参加できるという利点があり、投資家にとっては投資の判断材料となる情報が増えることにつながる。これは「説明すること」が「遵守すること」に劣る選択肢であると示唆するものではない。SBAI では、基準を遵守している分野であっても、投資家によるデューデリジェンスを向上するために、運用会社による説明の提供を奨励している。

## A. 投資家及び取引相手に対する開示 [1]-[4]

投資家に対する適切な開示は、十分な情報に基づく投資判断の実現にとって極めて重要である。また、取引相手は、リスク評価及び規制上の要件を満たし、十分な情報に基づく貸付判断を行うために適切な情報を必要としている。

特に関連する領域は以下のとおり。

- 投資方針及び関連リスクのうち、ファンドの投資戦略及びファンドへの投資に伴うリスクを投資家に開示するもの（基準[1]）
- 商業上の方針のうち、運用会社がファンドの運用につき合意した商業的条件及び投資家が投資する際の商業的条件を開示するもの（基準[2]）
- パフォーマンス測定（基準[3]）
- プライム・ブローカー等の取引相手に対する開示（基準[4]）

### 投資方針及びリスクに関する開示 - 基準及び指針 [1]<sup>10</sup>

#### 1.1 ファンドの目論見書は、ファンドの投資方針/戦略及び関連リスクに関する適切な水準の開示及び説明を含むべきである。<sup>11</sup>

SBAI では、ほとんどの状況下で、当該開示に以下が含まれるものと想定している。

- 採用する投資戦略及び投資手法に関する適切な記述ならびに関連するリスクの明瞭な開示（基準[16]、[18]、[20]及び[22]においても、リスクの開示を扱っている。）
- ファンドのポートフォリオに含まれる可能性が高い投資対象及び商品（デリバティブ商品等を含む）の一般的な詳細
- 投資制限または投資ガイドライン及び違反した際に運用会社が踏むことになる手続の詳細
- ファンドがレバレッジを利用する状況の説明、当該レバレッジの源泉、レバレッジの利用に係る制限の詳細、及び、該当する場合には、運用会社によるレバレッジの定義の説明及び/またはネット・エクスポージャーの水準

追加的な開示（必ずしも目論見書に含まれるとは限らない）には、以下が含まれる。

- 適用法令で認められる範囲に限り、ファンドの戦略に係る目標利益率（該当する場合）
- ファンドの戦略に係る目標リスク水準
- 適用法令で認められる範囲に限り、ファンドの戦略に関する過去の実績（該当する場合）
- 内部審査及び内部統制を含む投資プロセスの詳細
- 要請があった場合、同一の投資戦略を用いる運用会社が運用する資産の総額

<sup>10</sup> これらの基準への準拠にあたり、運用会社は、MFA の 2009 年版ファンド運用会社のための健全な実務慣行（MFA 2009 Sound Practices for Hedge Fund Managers）（第 1 章等）、CFA 協会のアセットマネージャー職業行為規範（Asset Manager Code of Conduct）-セクション F（開示）及び AIMA の 欧州ヘッジファンド運用会社のための健全な実務慣行へのガイド（Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers）（2007 年）を参照されたい。

<sup>11</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

1.2 ファンド運用会社は、自らのマーケティング資料でファンドの目論見書に言及し、投資家が投資判断を行う際にはファンドの目論見書のみを依拠すべきであることを明確にすべきである。

付随的なイメージその他の簡略的なマーケティング資料には、ファンドの目論見書への相互参照は含まなくともよいことが認められている。

1.3 ファンドの管理機関が重大と考える投資方針/戦略の変更は、(a)ファンドの定款/目論見書に記載された出資者の議決権/同意/承認に関する規定に従って、投資家の同意を得るか、(b)投資家が違約金を支払うことなく当該変更の発効日前に償還できるだけの十分な時間的余裕をもって通知を行わないかぎり、効力を生じないものとすべきである。

1.4 ファンドが公表済の投資方針に従って該当する期間中どのようにその資産を運用したかについて、ファンドの年次報告書で説明すべきである。<sup>12</sup>

SBAIでは、当該説明はファンドが該当する期間中その資産をどのように運用したかについての事実を概略的に説明するものと想定している。ファンドの投資戦略が遵守されているかを検討しまたは確認することを目的としたものではない。

1.5 ファンド運用会社は、投資戦略、運用会社の事業及びファンドのリスク特性に係る重大な進展について、定期的な（一般的には毎月または四半期毎に）開示を行うべきである。

SBAIでは、当該開示には、とりわけ以下が含まれるものと想定している（いずれの場合もファンドの投資家にとって重要かつ関連する範囲に限る）。

- 投資戦略または投資プロセスの変更（過去及び予定）、
- 主要なスタッフの変更、ファンドの新設もしくは終了、または主要なサービスプロバイダーの変更等、運用会社の事業またはファンドに関する事項

1.6 合理的な請求があった場合、運用会社は、（運用会社が適用法令によって制限されているか、政府もしくは規制機関によって行わないよう指示されているか、第三者に対する秘密保持義務に基づき制限されている場合を除き、かつ当該範囲に限り）、(a)自らが関与する訴訟のうち重大なもの、及び(b)正式な規制執行手続のうち重大なものは、投資家に開示すべきである。

- 本目的上、SBAIでは具体例として以下のとおり考えている。英国の場合、FSMA 第 168 条に基づく「特定の」調査官の任命もしくは FSMA 第 169 条に基づく外国規制当局を支援する調査官の任命、また、米国の場合、SEC の法執行部による正式な調査もしくは SEC Form ADV(第 1A 部)の第 11 項もしくは CFTC 規則 4.34(k)(1)もしくは 4.24 (1)(1)に基づき開示が求められる行為（または該当する場合には、英国もしくは米国以外の法域における同等の行為）が「正式な」規制執行手続を構成する。
- SBAIでは、FSMA 第 167 条に基づく「一般的な」調査官の任命、テーマ別レビューの一環その他 FSMA 第 165 条もしくは第 165A 条による情報提供要請、または FSMA 第 166 条に基づき報告書の提出を求める通知（または英国以外の法域における同等の行為）は「正式な」規制執行手続を構成するものではないと考えている。
- SBAIでは、投資顧問法第 204 条に基づく米国投資顧問による 定期的な調査または

<sup>12</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

SECによるスイープ調査の対象となる投資顧問となることは「正式な」規制執行手続を構成するものではないと考えている。

- 本基準において、ふざけてまたは嫌がらせとして提起されたと運用会社が考える手続については、重要な訴訟とは考えない。

## 商業的条件の開示 – 基準及び指針 [2]<sup>13</sup>

2.1 特定のヘッジファンドで提供される持分に適用される商業的条件は、（潜在的な投資家の身元及び知識を考慮の上）<sup>14</sup>十分な詳細さでかつ十分に目立つ形で、ファンドの目論見書で開示すべきである。

SBAIは、ほとんどの状況において、当該開示には、とりわけ以下が含まれるものと想定している。

- 報酬及び費用:
  - 運用報酬の計算に用いる手法の公正な開示、
  - ファンドの運用に関連して運用会社が受領するその他の報酬の詳細（この項目が関連するのは、例えば、ファンドが同一の運用会社によって運用される別のファンドのフィーダーファンドである場合等である）、
  - 基本運用報酬の算定基準、及びファンドが運用会社に対して支払う費用がある場合には当該費用の内容の詳細、
  - 可能な範囲において、ファンドの他のサービスプロバイダーに対して支払う定期報酬の金額及び/または当該金額の計算方法
  - 知られている範囲において、ファンドが支払うその他の重要な報酬、費用及び手数料の説明、
  - サービスプロバイダーに対して支払う報酬及び費用に変更が生じた場合、その事実。
- 解任権:
  - ファンドが運用会社を解任することができる状況及び当該解任の条件（解任報酬に関するもの等）の詳細
- エグジットの条件（オープン・エンド型ファンドの場合）:
  - ファンドへの出資の償還を請求するにあたり、投資家が行わねばならない通知の期間、
  - 償還請求を撤回することのできる状況（償還請求は、ファンドの管理機関の同意を得た場合を除き、撤回不能である等）、
  - 償還違約金が生ずる状況（該当する場合には、償還請求の撤回時に適用される手数料または違約金を含む）、
  - 投資家がファンドへの出資の償還を行うことのできない「ロックアップ」期間及び償還日における償還範囲の制限（すなわち償還「ゲート」）の詳細

<sup>13</sup> 運用会社は、報酬及び費用(セクション F)について GIPS([www.gipsstandards.org](http://www.gipsstandards.org))が定めるとおり追加の指針を要求することができる。

<sup>14</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

- 通常の償還メカニズムが適用されないか停止される状況（存在する場合）の表示
  - とりわけ以下が含まれる。
    - ファンドの原資産の流動性が著しく減少した場合、及び
    - 1以上のファンドの取引相手（プライムブローカーを含む）の不振により、OTC契約の価値または転担保に供された資産へのアクセス/所有権について不確実性が生ずる場合。
- 通常の償還メカニズムが適用されないか停止される状況において、ファンドの管理機関が検討する措置の詳細
  - 例えば、
    - ファンドレベルのゲート、投資家レベルのゲート、ロックアップ、償還停止、償還要請撤回に対する違約金（ファンドの設立文書/募集・売出文書において当該メカニズムについて規定していない場合）
    - サイドポケット化
    - 投資家に流動性の低い他の種類株式を受入れるか、または当該種類株式への乗り換えを行う気にさせるための、ファンドのリストラクチャリング（例えば、報酬額の引き下げとの引き換え等）
- 出資者の同意を得ることなく償還条件を変更することができる状況が存在する場合には、その旨の表示、
- 償還が停止/制限されているときに、ファンドレベルで流動性を高めるための措置が検討されるかどうか（例、投資家に適格要件を充足させることを条件に、ファンドの持分の譲渡を促進すること）。

2.2 ファンドが運用会社もしくは運用会社の関係者に対して支払う報酬及び費用または投資家が利用可能な償還権に対する変更のうち、ファンドの管理機関が投資家にとって重大な悪影響となると判断するものについては、(a)ファンドの定款/目論見書に記載された出資者の議決権/同意/承認に関する規定に従って投資家からの同意を得るか、(b)投資家が違約金を支払うことなく当該変更の発効日前に償還できるだけの十分な時間的余裕をもって通知を行わないかぎり、効力を生じないものとすべきである。<sup>15</sup>

2.3 ファンド運用会社は、「重要な条件」<sup>16</sup>を含むサイドレターの存在及び当該条件の内容を開示すべきである。重要な条件を含まないサイドレターについては、その存在の開示を要しない。

本基準に関しては他にも、AIMAの業界指針サイドレターに関する注記にも指針が含まれている。<sup>17</sup>

<sup>15</sup> はじめに、第1.3章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>16</sup> 「同一の種類を持分を有する他の保有者と比べ、投資家を優遇する効果を有し、当該投資家が(i)当該種類を持分を償還するか、(ii)当該種類を持分を償還するかどうかを判断する能力を高めることになると合理的に見込まれ、かつ、いずれの場合も、当該投資家が償還権を行使することで、同一の立場にある当該種類を持分を有する他の保有者に重大な不利益を課すことになると合理的に見込まれる条件」

<sup>17</sup> AIMAの業界指針サイドレターに関する注記及びその補遺 No.1:

<http://www.aima.org/download.cfm/docid/5520727E-1DBF-4979-84C80FC279339312>

#### 2.4 要請があった場合、ファンド運用会社は、

- (a) ファンドの運用戦略と同じ又は類似の<sup>18</sup>戦略<sup>19</sup>を用いて運用されているファンド、勘定またはピークルの存在、
- (b) 当該他のファンド、勘定またはピークルの存在がファンドの投資家に及ぼすおそれのある重大な悪影響、
- (c) 同じ又は類似の戦略を用いて運用されている資産の総額、
- (d) 従業員またはパートナーが投資戦略について持っている利益の全額<sup>20</sup>、
- (e) ファンドと同じ又は類似<sup>18</sup>の戦略を用いて運用している他のファンドで、ファンド運用会社<sup>19</sup>、<sup>21</sup>のパートナーまたは従業員(またはかれらに関連する人)だけが投資可能なファンドの存在、及び
- (f) 上記(e)の場合、こうしたファンドや勘定の規模を開示すべきである。

「類似」性を判断する際の拘束力を持たないガイダンス例については下記を参照。

#### 2.5 ファンドに課される報酬及び費用（運用報酬及び成功報酬を含むがこれらに限定されない）は、ファンドの監査済財務諸表において開示すべきである。<sup>15</sup> これには、請求された報酬及び費用とファンドの目論見書に記載された当該報酬及び費用の記載との比較が、財務諸表の開示を見ても明らかではない場合に、投資家が当該比較を容易に行えるようにするための年次報告書内の説明が含まれる。

例えば、ファンドの財務諸表内の区分及び説明文とファンドの目論見書で用いる区分及び説明文とを対応させ、容易に比較できるようにする。

運用会社は、当該期間の総経費率（TER）または総収益対純収益の開示も検討されたい。

#### 2.6 ファンド組成時に、ファンド運用会社は、運用会社に支払われる報酬（とりわけ成功報酬）の計算方法について事前の合意が得られるよう、ファンドの管理会社と連携すべきである。当該計算方法については、ファンドの目論見書で正確に記載すべきである。<sup>15</sup>

<sup>18</sup> 類似の戦略には、ファンド運用会社内の運用管理チームまたは個人が運用するファンド、勘定またはピークルが含まれ、実質的に全部または一部は当該ファンドと平行して売買されているものと解釈すべきである。

<sup>19</sup> なお、基準は、ファンド運用会社に対しその他のファンド、勘定またはピークルを運用していることを開示するよう求めているが、こうしたファンド、勘定またはピークルの特定の詳細情報を開示するように求めているわけではなく、

<sup>20</sup> なお、基準によれば、パートナー/従業員が投資した各々の戦略の総額が開示が求められているが、各個人の内訳は求められてはいない。

<sup>21</sup> なお、パートナーまたは従業員(またはかれらに関連する人)だけがアクセスできるフィーダーファンドで、他のフィーダーを通じて外部投資家がアクセスするマスターファンドに投資するものは開示の対象にならない。

## 「類似」性を判断する際の拘束力の無いガイダンス例

- 1) ポートフォリオ・マネージャーまたは運用チーム、運用マンドート（例えば株式、債券、マクロ等）及び戦略やスタイル（例えば市場中立型、相対値、トレンド追随型等）が同じであること。
- 2) 更に、「類似」ファンドや別途運用する勘定は以下の4分野（各分野について如何に例示）で80%が重複していなければならない。
  - a) 取引資産の種別（例えば、住宅ローン、株式、与信額、外国為替）—ファンドが100%株式で構成されていれば、他のファンド/スリーブは少なくとも80%以上は株式で運用していなければならない。
  - b) 目標リスクと収益—類似であると区分されるには、ファンドのリスクと収益の目標値（シャープまたは情報係数で計量化できる）が類似していなければならない。従って、ファンドがシャープ率1を目標値とすると、「類似」ファンドはシャープ率0.8から1.2（+/-20%幅）を目標値でなければならない。
  - c) ポジションの時間的視点—ファンドの平均所有期間が3ヶ月であれば、類似ファンドは2.4から3.6ヶ月（+/-20%幅）の所有期間でなければならない。
  - d) ポジションの平均流動性—ファンドの平均流動性プロフィールが10日であれば、類似ファンドの平均流動性は8-12日（+/-20%幅）である必要がある。
- 3) マルチ戦略ファンドでは、その下部戦略の80%の重複している必要があり、上記2.にあるものと本質的に80%類似していなければならない。

3.1 ファンド運用会社は、ファンドが評価の困難な資産に対する重大なエクスポージャーを有すると判断する場合、マーケティング資料でファンドのパフォーマンスを開示する際に、パフォーマンス計算の信頼性にとって重大な要素について言及すべきである。ファンドの目論見書の中でファンドのパフォーマンスに言及する場合、上記と同様の重大な要素についても言及すべきである。<sup>22</sup>

当該要素には、とりわけ以下が含まれる。

- 運用会社が評価の困難な資産と判断する資産のポートフォリオに占める割合
- 運用会社が評価の困難な資産と判断する資産について、その価額の計算に用いる方法
- サイドポケットの利用

グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）は、投資実績について既存のクライアントや見込み客に伝える際に、投資パフォーマンスを提示する基準である。SBAIは、オルタナティブ投資の既存原則の適用性について評価するGIPSのイニシアチブを歓迎する。

## 貸主/プライム・ブローカー/ディーラーに対する開示 - 基準及び指針 [4]

4.1 ファンド運用会社は、ファンドの管理機関の同意を得ることを条件に、ファンドの取引相手に対し適時に合意済みの情報報告書を提供し、またはファンドの管理会社による当該報告書の提供を可能にし、これを奨励するために、合理的に可能なことを行うべきである。

<sup>22</sup>はじめに、第1.3章「ファンド対運用会社」を参照。

## B. 評価 [5]-[9]

評価は一般に単一の数値で表現されるが、そのような単一の数値は、評価プロセスから導かれる一連の潜在的な結果を表現したものにすぎないと認識することが重要である。したがって、投資家には、評価プロセスに関する情報を提供し、その範囲及び信頼性について信頼してもらう必要がある。本文脈において特に関連する領域は以下のとおりである。

- 評価における機能の分離
- 評価の困難な資産の取り扱い及び評価に関するアプローチ
- ガバナンスの仕組及び評価の困難な資産の投資家への開示

### 評価における機能の分離 – ガバナンスに関する基準及び指針[5]

**5.1 資産評価における利益相反に対応しこれを軽減するための評価の仕組を整備すべきである。<sup>19</sup>**

SBAIは、これを達成するための最も満足のいく方法は、独立したかつ有能な第三者評価サービスプロバイダーを任命することであると考える。<sup>23</sup>

しかし、SBAIは、第三者評価サービスプロバイダーを任命しても、独立性と必要な能力水準の双方を達成することが実務上不可能な場合があることも承知している、そのような場合には、多かれ少なかれ、ファンド運用会社が資産評価プロセスに関与することが不可避となる。

**5.2 ファンド運用会社がファンドの資産価値を決定する（社内で評価を行うか、最終価格を評価サービスプロバイダーに提供することによるかを問わず）場合、ポートフォリオ運用機能とは分離した評価機能を果たすべきであり、投資家にその評価アプローチを説明すべきである。小規模なまたは設立したばかりの運用会社がファンドの資産価値の決定が困難であると考えられる場合には、その事実をマーケティング資料に開示すべきである。また、この点についてはファンドの目論見書においても開示すべきである。**

これには、とりわけ以下が伴うと想定されている。

- 関連する従業員がポートフォリオ運用チームから独立して行動し、潜在的な利益相反が軽減されるようにすること、
- 評価チームの報酬がファンドのパフォーマンスと直接連動しないようにすること、
- ポートフォリオ運用チームが必要な専門知識及び理解力を有している場合には、評価プロセスに関連して当該チームの提供する情報が適切に文書化及び記録されるようにすること、及び
- 社内評価は適切に行われているとファンドの管理機関が定期的に納得できるよう支援すること。

これを達成する方法には、以下が含まれる。

- 評価スタッフに評価プロセスに関する報告書を定期的にファンドの管理機関に提出させること、

<sup>23</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

- 指定された「評価委員会」（委員はいずれも投資判断に関与しない）<sup>24</sup>の設立、及び
- 整備された評価手続の有効性及び信頼性を評価し、ファンドの管理機関（またはファンドの評価委員会）に報告するために、適切な外部当事者のサービスを使用すること。

本領域に関するさらなる指針として、ファンド運用会社は、AIMA の *Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation (03/2007)*<sup>25</sup> 及び IOSCO の *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios (11/2007)*<sup>26</sup> を参照すべきである。

## 評価における機能の分離 – 開示に関する基準及び指針[6]

6.1 ファンドの評価プロセス、評価手続及び評価管理のすべての重要な側面を網羅した文書（以下「評価方針文書」という。）を作成すべきである。<sup>27</sup> 評価方針文書（ファンド運用会社の専有情報が含まれるものと認められる）については、ファンドの管理機関と協議の上、ファンド運用会社が定期的にこれを精査し、投資家から要請のあった場合には機密扱いでこれを開示すべきである。

SBAI は、ほとんどの状況において、評価方針文書には以下が記載されるものと想定している。

- 評価プロセスに関与する各当事者の責任、
- 利益相反の効果的な管理を目的として整備されたプロセス及び手続、
- 評価プロセスに責任を負うか当該プロセスに関与する第三者と締結するサービスレベル契約（SLA）の関連する重要な条項（当該 SLA の商業的側面の詳細を除く）、及び
- 評価機能を請け負う第三者の履行が満足なものとなるよう整備された管理・監視プロセス。

6.2 ファンド運用会社が評価プロセスに関与する場合、自らのマーケティング資料において、ポートフォリオ運用チームが評価プロセスに実際に関与しているか、または実質的に関与する可能性があるかを開示すべきである。当該開示はファンドの目論見書にも記載すべきである。<sup>28</sup> そのような関与水準の重大な変化が生じた場合、運用会社のニューズレター等によって投資家に通知すべきである。

この要件は、ポートフォリオ運用チームからの情報を用いて評価されたかもしくは評価される予定のファンド資産の割合の見積り、またはポートフォリオ運用チームが通常評価プロセスに関与しているポートフォリオの構成要素の説明を開示することで充足される。

<sup>24</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>25</sup> <http://www.aima.org>

<sup>26</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>

<sup>27</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>28</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

## 評価の困難な資産 – ガバナンス[7]+[8]

### 評価の困難な資産 – ガバナンスに関する基準及び指針[7]

7.1 ファンド運用会社が評価の困難な資産について社内で評価を行うか、その他最終価格を評価サービスプロバイダーに提供する場合、当該資産の評価手続には、公正価値の決定に関する一貫したアプローチの確保を目的としたものを採用し、当該手続を評価方針文書に記載すべきである。<sup>29</sup>

SBAIは、ほとんどの状況において、当該手続に以下が含まれると想定している。

- ファンドのポートフォリオに含まれる各種の資産に用いられる価格情報源及び価格決定モデルの階層の詳細（該当する場合）
- ブローカーの気配値を利用する場合、
  - 複数の（通常 2-3 の）価格情報源を特定し、これらを利用するために合理的な努力を払うこと、
  - 複数の価格情報源を利用する場合の妥当な許容差範囲及び「外れ値」の扱い方を明示すること、
  - 各評価ポイントで同一のブローカーを利用することにより一貫性を確保し、有利な価格情報源を「選び出さ」ないようにすること、
  - ファンド運用会社が（管理会社その他の第三者評価サービスプロバイダーではなく）ブローカーからの気配値の提供を手配する場合、ファンド運用会社は、ブローカーに当該気配値を直接管理会社（その他の第三者評価サービスプロバイダー）に送るよう指示すべきである。
- 価格モデルを利用する場合、評価方針文書に以下に関するプロセスを明示する。<sup>25</sup>
  - バックテスト、文書化及びファンドの管理機関またはその評価委員会による承認を含む、価格モデルの承認、
  - 観察された市場価格の監視及び当該市場価格に照らした検証、
  - 承認、文書化及びファンドの管理機関またはその評価委員会に対する報告を含む、モデル・インプットまたはモデル結果の手動オーバーライドの規制

7.2 サイドポケットを利用する場合、ファンド運用会社は、どのような状況でサイドポケットを利用するかについて、ファンド管理機関と協議し、同意を得ておくべきである。また、<sup>30</sup>

- サイドポケットに移すことのできる資産の種類は、評価方針文書に記載すべきで、サイドポケットのプロセスは、ファンドの目論見書において開示すべきである。

<sup>29</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>30</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

- サイドポケットは、関連する資産の購入時期または関連する資産が評価の困難な資産となった時期のいずれかに行うべきである。サイドポケットに移す資産の当初評価は、取得原価<sup>31</sup>、最後に入手可能であった市場価格（該当する場合）もしくはそれより低い価格またはゼロとすべきである。
- サイドポケットに移すことのできる資産総額の上限がファンドの目論見書において開示されている場合、当該上限に違反すべきでない。
- サイドポケットに移された資産の運用報酬が請求される場合には、原価（もしくは過去に流動資産であった場合には、最後に入手可能であった市場価格）または公正価値のいずれか低い方を下回る基準で当該報酬を計算すべきである。
- サイドポケットが存在する間については成功報酬が生ずるべきであり、当該成功報酬は当該資産が最終的に処分されるか、流動市場での価格が入手可能となったときのみ支払われるべきである。

評価の困難な資産の評価に関するさらなる指針として、ファンド運用会社は、AIMA の Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation (03/2007)<sup>32</sup>及び IOSCO の Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios (11/2007)<sup>33</sup>を参照すべきである。

#### 評価の困難な資産 - 開示に関する基準及び指針[8]

- 8.1 ファンドのポートフォリオに占める、ASC820 号 30 もしくは IFRS 7号または同等の会計基準もしくは認められた定義によって定められた3つの各「レベル」に該当する資産の割合（及び有意かつ該当する場合には、評価の困難な資産に投資しているファンドのポートフォリオの一定の構成資産の評価にあたり、内部価格モデルまたは前提を利用してある範囲）は、（ニューズレター等により）定期的の開示されるべきである。
- 8.2 ファンドのポートフォリオに占める評価の困難な資産への投資割合が相当に増加した（ファンドの管理機関の判断による）場合に行う通知は、運用会社のニューズレター等により、投資家に対し適時に開示すべきである。
- 8.3 サイドポケットの価額は、適用される会計基準に従って、ファンドの監査済年次財務諸表において定期的に報告すべきである。<sup>34</sup>
- 8.4 内部評価を行うファンド運用会社は、評価の困難な資産に関する重大な問題（例、十分な数の価格情報源を利用できないこと、またはブローカーの気配値が許容差範囲を超えて分散していること）について、ファンドの管理機関と協議すべきである。評価の困難な資産の評価に関するそのような重大な問題については、投資家に開示すべきである。<sup>35</sup>

<sup>31</sup> 地域の会計基準が適用される可能性がある。

<sup>32</sup> <http://www.aima.org>

<sup>33</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>

<sup>34</sup> 旧 FAS157 号

<sup>35</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

## C. リスク管理 [9]-[20]

リスク管理は、ファンドの運用プロセスの重要な側面である。本セクションでは、リスク管理の以下の側面を取り上げる。

- リスクの枠組 [9]-[10]
- ポートフォリオ・リスク [11]-[16]
- オペレーショナル・リスク [17]-[18]
- アウトソーシング・リスク [19]-[20]

### リスクの枠組 – ガバナンスに関する基準及び指針 [9]

9.1 ファンド運用会社はリスクの枠組を整備し、同枠組において、リスク管理活動に係るガバナンス構造を定め、リスクを運用会社のリスク許容度の範囲内にとどめることを目的とした、それぞれの指揮命令系統、責任及び統制メカニズムを特定すべきである。

リスク許容度は、リスク選好度ということもあり、組織がリスクを引き受ける意欲を示すものである。関連する組織の経営陣は、各リスク領域においてどの程度のリスクを引き受ける意欲があるかを決定し、それに応じてリスクを管理または軽減する措置を講じなければならない。したがって、リスク管理者にとって、選好度とはポートフォリオ・リスク、オペレーショナル・リスク及びアウトソーシング・リスクに関するものを指す。

9.2 枠組は、ポートフォリオ・リスク、オペレーショナル・リスク及びアウトソーシング・リスクを含む関連するすべてのリスク区分を対象とすべきである。

### リスクの枠組 - 開示に関する基準及び指針 [10]

10.1 ファンド運用会社は、リスク（リスクの枠組）の管理に対するアプローチをファンドの管理機関に説明すべきである。当該リスク枠組は、ファンドの目論見書において適切な範囲で説明すべきである。<sup>36</sup>

下表は、リスクの枠組でカバーすべき異なるリスク区分の概要を示したものである。

#### リスク区分の概要

区分	説明	リスクの当事者	関係する基準
ポートフォリオ・リスク	投資ポートフォリオ内の損失に関するリスク	投資家にとっては直接的リスク、運用会社にとっては間接的（評判）リスク	[11]-[16]
オペレーショナル・リスク	金銭的損失につながる可能性のある内部統制または内部システムの機能不全に関するリスク	運用会社にとっては直接的リスク、投資家にとっては間接的リスク	[17]-[18]

<sup>36</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

アウトソーシング・リスク	第三者によるサービス引渡の不履行に関するリスク	運用会社にとっては直接的リスク、投資家にとっては間接的リスク	[19]-[20]
--------------	-------------------------	--------------------------------	-----------

## ポートフォリオ・リスク [11]-[16]

### ポートフォリオ・リスク - ガバナンスに関する基準及び指針 [11]

11.1 ファンド運用会社は、適切なリスク管理プロセス及びリソースを利用可能とし、ポートフォリオ・マネージャー、トレーダー、リスク管理者、上級スタッフその他ポートフォリオの運用に関係するスタッフがこれを十分理解するようにすべきである。また、ファンド運用会社は、このようなリスク管理プロセスをファンドの管理機関と協議し、ファンドの管理機関のメンバーによる当該プロセスの理解を支援するために合理的に実行可能なことを実行すべきである。

11.2 リスク監視プロセスにおける利益相反の可能性については、リスク監視機能とポートフォリオ運用とを明確に分離して管理すべきである。小規模なまたは設立したばかりの運用会社があるように分離して管理することが困難であると考えられる場合には、その事実をファンド運用会社のマーケティング資料及びファンドの目論見書において開示すべきである。<sup>37</sup>

SBAIは、リスク管理機能とポートフォリオ運用機能との分離にもかかわらず、ポートフォリオに適用されるリスクパラメーターに情報（売買の種類、リスクの程度及びリスク領域等）を提供するのは、一般にポートフォリオ・マネージャーであることを承知している。

11.3 リスク監視に関する報告書は、リスク管理に最終的な責任を負う者または機関（運用会社の最高投資責任者、最高経営責任者または経営委員会等）に対して行うべきである。

11.4 ファンド運用会社は、書面によるリスク管理方針を整備し、その写しをファンドの管理機関に提供すべきである。この文書では、ファンド運用会社のリスク監視機能の責任及び当該リスク監視機関が採用する手続を定めるべきである。

SBAIは、ほとんどの状況において、リスク管理方針にはとりわけ以下が記載されると見込んでいる。

- 個別のサブポートフォリオ・マネージャー間におけるリスク関連マンドートの分配ならびにリスク限度額の設定及び変更に係る指針、
- リスク報告、例外報告及びエスカレーション手順の方法、
- リスク計測枠組を精査しテストする方法、
- ストレス時におけるリスク監視及びリスク計測の指針、及び
- ファンド運用会社内の全関係者に対し、明確かつ理解しやすい方法で、上記の情報を通知する方法

<sup>37</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

## 流動性リスク管理 - 基準及び指針 [12]

12.1 ファンド運用会社は、流動性管理枠組を策定すべきとし、その主たる役割は、ファンドの投資対象の流動性プロフィールがファンドの義務に一致しないものとなるリスクを制限することである。

これには、ファンドの流動性ポジションの予測、及びファンド運用会社がポートフォリオに固有のリスクに関連したファンドの流動性ポジションについて、今後どのように発展していくかを判断する際の指標となる流動性措置（例、利用可能現金/バリュエーション・リスク等の指標）の追跡が含まれる。

この枠組がどのようなものとなるかは、ファンドの資産区分及びレバレッジ・プロフィールに左右される。

12.2 ファンド運用会社は、ファンドの流動性ポジションについて、定期的にストレステスト及びシナリオ分析を行うべきである。

潜在的なストレス事由には以下が含まれる。

- 突然の深刻な市場ショックによるマージンコール（株価の暴落等）
- ファンドが関連する一定の市場セグメントにおける流動性の低下
- ファンドのポジションに係る担保要件の突然の増大（これに伴う流動性ニーズを満たすための売却可能資産の減少）
- 投資家による償還（ファンドの償還方針による）[該当する場合<sup>38</sup>]
- クレジット・ラインの解除（ファンドとプライム・ブローカー等の相手方との間で合意した通知期間による）

ストレステスト/シナリオ分析は、市場リスクストレスがファンドの流動性ポジションに与える影響も考慮すべきである（以下の市場リスク管理に関する基準を参照）

ストレス状況下では予期せぬ相関関係が生じることが広く認められている。幾つかのファンドは、これまで、通貨、商品または株式等の急激な相場変動により、突発的な流動性の問題に直面してきた。

<sup>38</sup> オープン・エンド型ファンドのみが該当。

## 市場リスク管理 - 基準及び指針 [13]

13.1 ファンド運用会社は、ファンドのポートフォリオの市場リスクを特定する測定基準を開発すべきである。

個々の測定手段の欠点を克服するために、ファンド運用会社は、複数の手法を取り入れるべきである。

このような手段には、とりわけ以下が含まれる。

- ボラティリティ測定
- VaR 型のアプローチ
- モンテカルロ・シミュレーション<sup>39</sup>
- ストレステスト/シナリオ分析<sup>40</sup>
- レバレッジの影響
- ポートフォリオの集中度測定

13.2 ファンド運用会社は、市場で発生する極端な事象がポートフォリオの価額に与える影響を評価するために定期的にストレステスト/シナリオ分析を実施すべきである。

ボラティリティ及びVaR等の古典的なリスク測定基準を用いるときには、極端な財務事象を観測した過去の記録が不足していることから、当該事象に対して十分な配慮がなされない可能性がある。ストレステスト/シナリオ分析では、市場混乱時における異なる資産間の相関関係が高まることを考慮するため、運用会社はこの欠点を克服できる。<sup>41</sup>

ストレスには、とりわけ株価の下落、突然の金利カーブの変動及び為替レートの急激な変動が含まれる。シナリオ分析では、通常の市場では発生しない可能性のある極端な相関関係を前提として、各市場における上記のような「ストレス」の幾つかを同時に結び付けるものである。

分析には、とりわけ過去に観測された危機（2000年の新バブル経済の崩壊または2007年のサブプライム住宅ローン危機等）に基づくシナリオ、新たな相関関係及び新規のリスクを盛り込むために新たに作成する（「架空の」）シナリオが含まれる。

ファンド運用会社は、不完全なヘッジ戦略から生ずるベース・リスクについても評価し、<sup>42</sup> 当該評価から得た不確実性をストレステスト/シナリオ分析アプローチに組み込むべきである。

<sup>39</sup> モンテカルロ・シミュレーション：不特定のランダムな基礎変数を用いて多数の「シナリオ」を創出する、リスクの統計的評価

<sup>40</sup> ストレステストは重大な相場変動（30%の株価下落等）をシミュレーションし、ファンドの価額に与える影響を測定する。シナリオ分析では、複数のストレスが同時に適用される（30%の株価下落、金利の変動等）。

<sup>41</sup> 「ファット・テール」（極端な事象が理論上予想されるよりも発生しやすくなること）ということもある。

<sup>42</sup> 例、期限が近づくにつれ、先物の価格が原資産の価格と乖離するときには、市場が未熟であるほど、それだけヘッジ戦略も不完全になる可能性が高い。

13.3 ファンド運用会社は、リスク測定のアプローチ（例、VaR、ストレステスト/シナリオ分析）においてストレス状況下の評価感応度を考慮すべきである。

急激な相場変動の際には、通常観察されるよりも市場の流動性が大幅に低下する状況が生じ、観察された市場価格でポジションを取引することが困難となりうる。当該状況においては、売却しようとする際に、ファンドの純資産総額の算定が困難となるばかりでなく、当該価額が入手できない可能性もある。同時に、運用会社は、償還請求及びまたはマージンコールを満たす等の目的で、ポジションの売却を強いられる可能性がある。リスク測定の枠組では、例えば、ストレス状況下において流動化しなければならないポジションについてモデル化の際にリスク評価割引を適用するなどして、この点を考慮すべきである。（基準[12]（流動性リスク管理）を参照）。

13.4 ファンド運用会社は、統制及びリスク管理プロセスの一環として、市場リスクの分析（ストレステスト/シナリオ分析等）結果を適時に経営活動（ポジションの調整等）に反映させるべきである。

#### カウンターパーティリスク管理 - 基準及び指針 [14]

14.1 ファンド運用会社は、ファンドの代理として、信用力の評価及びリスク制限の設定を含む、取引関係を構築するためのプロセスを備えるべきである。

当該取引関係の構築にあたり、ファンド運用会社は、関連がありかつ適切な場合には、ネットィング契約及び適切な担保の取決めの整備を検討することができる。例えば、一定のファンドにおいては、取引の相手方と双方向の担保提供に合意することが可能である。

14.2 ファンドの取引相手の信用力は定期的に監視し、必要に応じてリスク制限を調整すべきである。

#### 管理プロセス - 基準及び指針 [15]

15.1 ファンド運用会社は、ファンドがその明示された投資目的、投資方針/投資戦略及び投資制限その他の制限を遵守しているかを検証し、投資方針/投資戦略または制限もしくは限度について違反が生じた場合、適切な是正措置を講じるべきである。

ファンドがその明示された投資目的、投資方針/投資戦略及び投資制限その他の制限を遵守しているかの検証を支援するために、ファンド運用会社は、当初の段階で、ポートフォリオ全体について、また該当する場合には、すべての個別のサブポートフォリオに対して、社内で限度及び二次限度を設定することを慎重に検討すべきである（各サブポートフォリオは、ファンド運用会社の最高経営責任者、最高投資責任者、経営委員会等によるオーバーライド（内部統制の無視）の対象となる可能性がある）。この限度は、一般的な投資制限（適格資産クラス、地政学的リスク等）を含みうる他、市場リスク、資金流動性リスク、相手方の信用リスク等の様々な区分のリスクその他集中等のリスク要因（例、単一銘柄、部門または評価の困難な資産に関するもの）を対象としうるものである。

投資意思決定者がファンドのリスクポジションを日々（適切な場合にはこれより高い頻度で）確認し、関連する限度及び制限に違反しないですむよう、リスク報告体制を整備すべきである。限度または制限の違反は、直ちに関連するファンドマネージャー、取引業務マネージャー及びコンプライアンスオフィサーに報告し、その後必要に応じ運用会社の最高経営責任者、最高投資責任者、経営委員会等に報告されるべきである。ファンドの管理機関

に違反を報告するタイミング及び方法を決定するためのプロセスを整備すべきである。  
(運用会社は、当該プロセスで保険関連の考慮事項を検討されたい。)

上記のプロセスは、必要に応じ、ストレステスト/シナリオ分析の所見を活かしてポート  
フォリオ・リスクを軽減するものとなるよう設計すべきである。

#### ポートフォリオ・リスク - 開示に関する基準及び指針 [16]

16.1 ファンド運用会社は、マーケティング資料において、その投資手法及びリスク管理手法  
を開示し、説明すべきである。ファンドの目論見書においても適切な範囲で当該開示、  
説明を行うべきである。<sup>43</sup> 基準[1]（投資方針及びリスクに関する開示）で推奨されて  
いる開示の他に、リスクの枠組（採用しているプロセス・リスク管理手法）の要約も開  
示すべきである。

<sup>43</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

ファンド運用会社は、運用会社が特定のリスクパラメーターに対して想定している目標圏または平均値を開示することが適切かどうか、当該目標圏からの短期的な乖離をどのように扱うかについても慎重に検討し、当該検討の結果をファンドの管理機関に通知すべきである。これには以下が含まれる。

- 収益のボラティリティ
- VaR または同等物（例、ストレス事由から生ずる潜在的な損失）
- レバレッジ（運用会社によるレバレッジの測定方法による）<sup>44</sup>
- ポートフォリオのうち、市場性のない有価証券<sup>45</sup>に投資することのできる割合の限度（または他の流動性測定値）<sup>i</sup>

**16.2 ファンド運用会社は、ファンドの監査済年次決算書と併せて提出する運用報告書に、当該期間におけるファンドの現実のリスクプロファイルの開示を含むようにすべきである。**

SBAI では、これには以下が含まれると想定している。

- 該当する場合には、以下のリスク測定値を用いたファンドの現実のリスクプロファイル
  - 収益の実現ボラティリティ
  - VaR 方式の測定値（観察期間についてリスク種別及び市場別等に分類された、現実及び平均の測定値ならびにそのレンジ）
  - 該当する場合、レバレッジ（それぞれの観察期間について高レバレッジ、低レバレッジ、平均レバレッジ）
- 運用会社が評価の困難な資産と判断する資産がポートフォリオに占める割合（評価の困難な資産に関する開示要件の詳細については、評価に関する基準を参照）
- 関連する期間中に利用した投資手段

ファンド運用会社は、関連するパフォーマンス及びリスク測定値の投資家への開示について、適切な手段（ニュースレター等）を用いてその頻度（四半期毎など）を高めることが適切かどうかを慎重に検討すべきである。

SBAI は、投資家が上記の年次開示よりも高い頻度で、ニュースレターによる開示を行うよう求める場合があることを承知している。しかし、当該開示の頻度、求められる内容及び詳細さは、ファンドの戦略によって左右される。例えば、ハイターンオーバー戦略では、民間債権またはディストレスト債権戦略と比べ、高い頻度の開示が要求される。使用するリスク測定値についても、ファンド間で相当に異なる可能性がある。したがって、SBAI は、本領域に関しては規範を示すことを差し控える。

<sup>44</sup> レバレッジ測定値の具体例については、Appendix A を参照。

<sup>45</sup> 市場性のある有価証券：現金化するのが容易な有価証券、例、政府証券、株式、債券、手形、商業手形、その他認識された公的な取引所において通常上場されている金融商品。

## オペレーショナル・リスク [17]+[18]

### 対象領域の概要:

- 人材及びガバナンス
- 取引及び執行
- 詐欺及び金融犯罪の防止
- 災害復旧
- モデル・リスク
- IT システム
- 法律上及び規制上のリスク
- 個人口座取引

### 人材及びガバナンス - ガバナンスに関する基準及び指針 [17a]

17a.1 潜在的な利益相反が生じうる領域（評価、リスク管理、コンプライアンス）では、ファンド運用会社は、これらの業務と、運用会社の最高経営責任者または最高投資責任者等に対する別のレポートラインを有するポートフォリオ運用機能とを明確に区別すべきである。小規模なまたは設立したばかりの運用会社がこのような区別をすることが困難であると考えられる場合には、その事実をマーケティング資料に開示し、当該潜在的な利益相反をファンドの目論見書においても開示すべきである。<sup>46</sup>

17a.2 ファンド運用会社のスタッフの報酬については、（評価チームの報酬をファンドのパフォーマンスに直接連動させる等によって）誤ったインセンティブを設定するべきではない。

17a.3 ファンド運用会社は、業務手続の重大な側面を適切に文書化し、スタッフに研修を行うべきである。これには、とりわけコンプライアンス手続、バックアップ/災害復旧手続及びクライアントの秘密保持等の領域が含まれるべきである。ファンド運用会社は、定期的に、コンプライアンス手続のテストを行うか、外部当事者による監査を受けるべきである。

17a.4 ファンドの財産の保管については、運用会社とは無関係の 1 名以上の第三者がその責任を負う者として任命されるべきである。<sup>47</sup>

– マスター・フィーダー構造の場合、フィーダーファンドが通常保有するのは幾分かの現金及びマスターファンドの持分であることから、資産の保管に責任を負う第三者を任命することは適切ではないことを SBAI は承知している。そのような状況では、マスターファンドにしかるべきデューディリジェンスを実施し、その資産の保管に係る取決めを整備すべきである。

– SBAI は、プライム・ブローカーがファンドの資産について担保及び/または担保権を取得するか、ファンド資産を担保物として保有する場合があること承知している。

17a.5 ファンドの事務管理サービスの提供に関連した機能の分離及び利益相反の回避を確実にするために、ファンドの事務管理（ファンドの NAV の計算及び会計記録の維持を含む）に責任を負う、運用会社とは無関係の第三者を任命するべきである。

<sup>46</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>47</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

- 但し、SBAIは、第三者プロバイダーを任命することによって、独立性と必要な能力水準及びサービス品質のいずれを達成することも実務上不可能な場合があることを承知している。
  - o この場合、運用会社は、NAVの計算及び会計記録の管理を担当する内部機能が、ポートフォリオ運用及び取引部門と分離されるようにすべきである。当該機能については、適切な設備投資を行い、しかるべき専門知識を有するスタッフによって実施されるべきである。この機能は、会社の上級経営陣に対して報告を行うべきである。
  - o NAVの計算及びファンドの会計記録の管理を担当する内部機能は、年に1度、独立監査人による監査を受けるべきである。

評価プロセスに関する問題については、基準5及び6において個別に扱っている。

第三者サービスプロバイダーのデューデリジェンスに関する問題についても、基準19において個別に扱っている。

#### 17a.6 これらの取決めの性質、構造及びガバナンスを開示すべきである。

事務管理会社等の第三者サービスプロバイダーの開示に関する問題についても、基準20において個別に扱っている。

### オペレーショナル・リスク – 取引及び執行に関する基準及び指針 [17b]

#### 17b.1 取引及び執行の不成就を回避するために、ファンド運用会社は取引及び取引相手に関する効果的な手続を整備すべきである。

これには、以下の側面が含まれる。

- 取引相手との基本契約の締結
- 明確に定義された解除方針及び担保方針の合意
- 取引相手との契約につき、重要な条項の変更を記録
- とりわけ以下を含む、堅牢な売買確認・調整プロセス、
  - o 取引量を処理することのできる十分なバックオフィス及びミドルオフィス能力
  - o 取引及びポジションの日次確認
  - o 電子照合・確認システムの使用（運用会社の規模による。小規模な運用会社及び取引量の少ない運用会社は大部分をマニュアル処理に依拠する場合がある）
  - o 複雑な店頭取引及びローンの適時の調整
  - o ロング及びショートポジションの株式派生商品に係るコーポレートアクション事由（投票、分割、スピノフ等）ならびに当該事由のファンド勘定への適用

### オペレーショナル・リスク – 詐欺及び金融犯罪の防止に関する基準及び指針 [17c]

#### 17c.1 ファンド運用会社は、取引を行う市場に適用される法令を理解し、ファンド運用会社が金融犯罪の助長に利用されるリスクを特定、評価、監視、管理することができる有効な体制及び統制を整備すべきである。

これは以下の領域に適用される。

- 反マネーロンダリング手続<sup>48</sup>（但し、ファンドの事務管理会社がコンプライアンスに責任を負うのが一般的である）
- 市場濫用犯罪防止の手続（基準 [23]（市場濫用の防止）も参照）

17c.2 ファンド運用会社は、法規制の遵守ならびに市場行動及び職業行為に関するすべての問題を監督するために、ポートフォリオ運用機能から独立したコンプライアンスオフィサーを任命すべきである。小規模なまたは設立したばかりの運用会社がそのようなコンプライアンスオフィサーを任命することが困難であると考えられる場合には、その事実をファンドの目論見書で開示すべきである。<sup>49</sup> コンプライアンスオフィサーは、運用会社の最高経営責任者または経営委員会等に対し定期的に報告を行うべきである。ファンド運用会社は、ファンドの管理機関に対し、コンプライアンスオフィサーが定期的に作成する、法規制の遵守に関する報告書を提出すべきである。

17c.3 顧客の資金を運用会社が保有する場合、ファンド運用会社は、当該資金の不正支出を防止するために厳格な内部統制（連署方針等）を整備すべきである。

#### オペレーショナル・リスク - 災害復旧に関する基準及び指針 [17d]

17d.1 ファンド運用会社は、ファンドに対するファンド運用サービスの提供が、災害時にも可能となることを保証するための措置を整備すべきである。許容度の水準については、ファンド運用会社の執行委員会が同意すべきとし、該当する場合には、ファンドの管理機関に通知すべきである。

ファンド運用会社の事業の規模に応じ、これには以下が含まれる。

- 当事者（上級経営陣、プライム・ブローカー、事務管理会社及び規制当局）との連絡に関する通信計画
- 不測事態対応計画（キーマンリスクに対応するためのサクセッション・プラン、代替通信ルーター及び能力を含む）
- オフサイトのデータバックアップ施設
- バックアップオフィス用のスペース/インフラ（大規模なファンド運用会社の場合）
- 手続/プロセスの定期的なテスト

<sup>48</sup> 反マネーロンダリング規則に関するさらなる指針については、AIMA の Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation (2007)（第 4.1.5 項）を参照のこと。

<sup>49</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

## オペレーショナル・リスク－モデル・リスクに関する基準及び指針 [17e]

17e.1 オペレーショナル・リスクの管理手続の一環として、ファンド運用会社は、1年に1度または事由の発生に応じて、モデル・リスクに対するエクスポージャーを評価し、モデル・リスクが運用会社のパフォーマンスにとって重大と判断される場合には、重大なモデル・リスクを特定し、可能であれば軽減するための適切な手続を実施すべきである。

当該手続には以下が含まれる。

- － モデル選定プロセスにおけるモデル・リスクの評価
- － モデル（パラメーター化、水準調整、前提及びデータの完全性を含む）の頻繁な見直し
- － 前提のストレステスト
- － マネージメント・オーバーライド（経営陣による内部統制の無視）の承認及び文書化（オーバーライドは、モデルによって人の介入を要するような不合理な結果が生じるときに必要となりうるが、その管理は慎重に行う必要がある。）
- － キーマンリスクを回避するためのモデルの文書化
- － アルゴリズム及びソースコードのセキュリティ（バックアップ）

## オペレーショナル・リスク－ITセキュリティに関する基準及び指針 [17f]

17f.1 ファンド運用会社は、システムとデータのセキュリティ及び完全性を確保すべきである。

管理会社の規模に応じ、これにはシステムテスト、オフサイトのIT及びデータバックアップ、災害復旧手続及び契約IT資源の監督が含まれる。

## オペレーショナル・リスク－法律上及び規制上のリスクに関する基準及び指針 [17g]

17g.1 ファンド運用会社は、事業を行う法域に適用される現地の業務上の規制（ある法域から別の法域への規制上の承認のパスポートリングに適用される規則を含む）を確実に理解すべきである。ファンド運用会社は、売買を行う有価証券に関する法令（株式保有に関する開示要件及び外国人保有比率に関する規則等）についても確実に理解すべきである。

## オペレーショナル・リスク－個人口座取引 [17h]

17h.1 ファンド運用会社は、そのスタッフのために個人口座取引に関する方針を採用し、この点を確実に周知し、適宜コンプライアンスのテストを行い（ブローカーの取引明細書と許可が与えられた取引とを比較する等）、また運用会社が規制対象となっていない場合には、要請に応じ、投資家に対し当該方針の要約を提供すべきである。

## オペレーショナル・リスク－取引分配方針 [17i]

17i.1 ファンド運用会社は取引分配方針を施工しなければならない。

17i.2 要請に応じ、運用会社は取引分配方針を投資家に機密として開示しなければならない。

17j.1 運用会社は利益相反に対応しこれを軽減する社内手続きを施行し、書面でコンプライアンス対策と手続き（例えば利益相反対策）を整備しておく。利益相反事例は記録し経営幹部に定期的に報告（例えば毎月または毎四半期）するか、または、経営幹部の承認を必要とする利益相反であれば、合理的に可能な限り迅速に上部に伝達する。該当する場合は、利益相反をファンドを監督する期間に報告しなければならない。

その例を以下に示すが、以下に限らない：

- a) クロス取引
- b) 公正に異なるファンドや勘定に取引や機会を付与
- c) 従業員/パートナー用ファンド
- d) 手数料が増加する他の内部/外部ファンドに次々に投資するファンド
- e) 内部のリソースを異なるファンド/顧客勘定に配分する
- f) 個人口座取引方針
- g) 経費の按分
- h) 系列サービスプロバイダーの利用
- i) 独立評価の欠如
- j) 条件や報酬の差別的扱い
- k) ソフトダラーの使用/取引手数料の賦課
- l) 運用会社従業員のその他の事業の利益
- m) 贈り物や接待
- n) 償還の停止及び/または引出し制限

#### オペレーショナル・リスク – 開示に関する基準及び指針 [18]

18.1 投資家及び債権者がオペレーショナル・リスクの管理は満足のいくものであると納得できるよう、ファンド運用会社は、投資家及びデューディリジェンスを実施する債権者に対し、オペレーショナル・リスクの管理に適用している手続及び統制の要約を提供すべきである。

追加的に開示すべき事項には以下が含まれうる。

- 運用会社の「ソフトダラー」方針または「取引手数料の賦課」方針及び実務

#### アウトソーシング・リスク [19]+[20]

オルタナティブ投資業界は伝統的にアンバンドルビジネスモデルを基礎としている。運用会社は自らが最も得意とすること、すなわちポートフォリオの運用に重点を置き、その他の事務管理、評価、保管及びプライム・ブローカレッジ等のサービスは第三者に委託している。

上記のサービスはすべて、ファンドの成功にとって極めて重要である。したがって、第三者サービスプロバイダーの選定及び監視を適切に管理できるかどうか、投資家にとって非常に重要となる。

## アウトソーシング・リスク - ガバナンスに関する基準及び指針 [19]

第三者によるサービスは、通常、ファンドとサービス提供機関との間の契約に基づいて提供される。

**19.1** ヘッジファンド運用会社は、第三者サービスプロバイダーをファンドの管理機関に推奨するに先立ち、慎重なデューディリジェンスを実施すべきである。

これにはデューディリジェンス質問票の利用またはそれぞれの第三者サービスプロバイダーが交付する独立報告会計士による「統制手続に関する報告」の評価が含まれる。<sup>50</sup>

**19.2** 第三者サービスプロバイダーについては定期的な審査を行うべきである。<sup>51</sup>

### 評価及び事務管理

**19.3** 適切な場合には、関連するサービスプロバイダーとの間でサービス水準合意書（以下「SLA」という。）を整備すべきである。（同書はファンドと関連するサービスプロバイダーとの間の契約書に別紙として添付されることが一般的である。）<sup>52</sup>

SLA は、通常、以下を行うものと見込まれる。

- 当該サービスプロバイダーが提供するサービスの正確な詳細及びサービス完了期限を記載する、
- 投資家のために当該サービスプロバイダーが履行するすべての事務管理その他の機能の秩序ある運営につき、アカウントビリティ及び責任を明確する、
- 当該サービスプロバイダーが SLA に定める目標を達成しているかどうかを測定する手段をファンド運用会社及びファンドの管理機関に提供するため、「主要なパフォーマンス指標」を記載する。

SLA の内容に関するさらなる具体例については、Appendix B に記載する。

**19.4** 関連するサービスプロバイダーの提供するサービスは、契約その他の合意済の基準に照らして検討及び監視すべきである。<sup>53</sup>

**19.5** 運用会社は、当該サービスの品質について重要な懸念が生じた場合、ファンドの管理機関に報告すべきである。

### プライム・ブローカー

**19.6** 大規模なファンドのファンド運用会社は、（特に資金調達その他のサービスを分散することによる潜在的な利点を考慮の上）当該ファンドのために 1 名以上のプライム・ブローカーを任命することが適切かどうかを慎重に検討すべきである。

<sup>50</sup> ISAE 3402（国際）、SAE16（米国）、AAF 01/06（英国）その他の基準に基づく統制手続に関する報告が、独立サービス監査人による報告に含まれる。

<sup>51</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>52</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>53</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

SBAI は、プライム・ブローカーを選択する際に幅広い基準（効率及びオペレーショナル・リスクに関する考慮事項を含む）が存在することを認識している。

プライム・ブローカーに対するデューデリジェンスの実施にあたり、ファンド運用会社は、潜在的なプライム・ブローカーの信用格付、再担保に関する方針及びすべてのプロセス機能を正確かつ効率的に果たすための一般的な能力について検討すべきである。

## 監査人

**19.7 ファンドの財務諸表を監査するために、信頼できる監査人を任命すべきである。<sup>54</sup>**

本報告に定める基準の他に、AIMA は、Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers, 2007（第 3.8 章）においてさらなる指針を与えている。

## アウトソーシング・リスク - 開示に関する基準及び指針 [20]

**20.1 ファンド運用会社は、デューデリジェンス文書においてまたは要請に応じ、その主たる第三者サービスプロバイダーの名称を開示すべきである。**

**20.2 ファンド運用会社は、可能な範囲または認められた範囲で、ファンドがプライム・ブローカー/貸主と約定した資金調達契約に関する情報を、デューデリジェンス文書においてまたは要請に応じ、投資家に提供すべきである。**

**20.3 ファンド運用会社は、潜在的な利益相反を生ずる第三者サービスプロバイダーとの特別な契約条件の性質（社内ブローカレッジまたはレポート等）を開示すべきである。**

**20.4 ファンド運用会社は、該当する範囲で、デューデリジェンス文書においてまたは要請に応じ、第三者サービスプロバイダーに関連した監視手続を開示すべきである。**

本報告に定める基準の他に、AIMA は、Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers, 2007（第 3.8 章）においてさらなる指針を与えている。

## D. ファンドのガバナンス [21]+[22]

ファンド運用会社、当該ファンド運用会社が運用するファンド、当該ファンドの投資家との間には潜在的な利益相反が生じうる。この潜在的な利益相反を軽減するために、適切なガバナンスメカニズムと監督が必要となる。

したがって、ファンドの設定にあたり検討すべき重要な問題は、そのような潜在的な利益相反に対処し抑制するためのメカニズムである。この問題は、オルタナティブ投資業界の初期においては特別重要視されていなかった。これはおそらく運用会社と数少ない民間投資家との関係が現在と比べインフォーマルであった、または運用会社自体が主たる投資家であったという事実によるものである。そのため、その関係は、基本的に当該時点における相互の知識及び信用に基づくものであった。しかし、オルタナティブ投資業界が成長するにつれ、投資家層は拡大し、ますます多くの機関

<sup>54</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

投資家（保険会社、年金基金、その他の基金等）及びファンズ・オブ・ファンズがオルタナティブ投資ファンドに投資するようになった。SBAIでは、このような投資家層の変化により監視プロセスの強化が必要となったと考えている。

当然、オルタナティブ投資ファンドがすべて同じというわけではなく、特定の事例における実務については、ファンドの投資家層、規模及び設立後の運用年数その他の要素を反映する必要がある場合もある。会社形態のファンドの場合に適用されるガバナンスメカニズムとリミテッド・パートナーシップまたはユニット・トラストの場合に適用されるものが異なる等、法的構造についても考慮する必要がある。これは、許容されるガバナンス・アプローチの「スペクトラム（範囲）」を示している。

理論的には、推奨モデルに従えば、ファンドの管理機関を設立し、当該管理機関の過半数を相応の資格と経験を有する独立した取締役が占める構成とすることで、運用会社にファンドのパフォーマンスと行為の説明責任を問えるようにする場合が多いと考えられている。しかし、SBAIは、とりわけ投資家層の性質、一定の法域の市場慣行、ファンドの法的構造及びファンドの管理機関として行為する個人のアベイラビリティによって、別のガバナンスメカニズムが採用されることになる場合があることを認識している。

上記の推奨モデルが（何らかの理由により）採用されない場合、SBAIは、一定の決定もしくは行為の実行について（例えば、手数料、投資戦略等の重大な変更）、投資家の同意（ファンドの設立文書もしくは目論見書に定める、投資家による投票/同意/承認に関する規定に従って得られるもの）が得られた場合に限定するか、または該当する場合には、投資家が当該決定もしくは行為が効力を生ずる前に自らの投資を償還することができるよう事前の通知を行っていることを条件とする等の規定をファンドの設立文書もしくは目論見書に定めるべきかを検討することが望ましいと考える。

当然のことながら、SBAIでは、どのようなガバナンス・アプローチを選択しているかにかかわらず、実際には投資家が、適切な運用会社を選択する権限を有するファンドの管理機関を任命するのではなく、投資を行う運用会社を選択することが通例であることを承知している。

## ファンドのガバナンスに関する基準及び指針 [21]

**21.1 ファンドの設定に先立ち、ファンド運用会社は、ファンドのガバナンス構造が「スペクトラム」（上記参照）内にあるかどうかを評価すべきである。当該評価を勘案した上で、運用会社は、ファンドの設定時に、潜在的な利益相反を監督しこれに対処するのにふさわしい堅牢なガバナンス構造を整備するよう積極的に求めるべきである。**

特定のファンドにふさわしいガバナンス構造を決定する際には、SBAIは、運用会社が以下を検討すべきと考えている。

- ファンドの管理機関構成員の関連するスキルと経験の範囲及びファンドの管理機関がファンド運用会社を適切に監督し、その説明責任を問うことのできる程度
- ファンドの管理機関がファンド運用会社から独立して行動できる程度

21.2 ファンドの管理機関を構成する個人の過半数が運用会社から独立していないか、ファンドの管理機関が不在の場合、(a)ファンドが運用会社に支払う手数料及び費用もしくは投資家が利用することのできる償還権に関する重大な事態の変更、または(b)明示された投資戦略または法的構造に関する重大な変更等の一定の主要な行為については、（法令により義務付けられる場合を除き）投資家の同意（ファンドの設立文書もしくは目論見書に定める、投資家による投票/同意/承認に関する規定に従って得られるもの）が得られた場合か、または該当する場合には、投資家が当該決定もしくは行為が効力を生ずる前に自らの投資を償還することができるよう事前の通知を行っている場合に限り、これを行うべきである。

本基準の目的上、SBAIは、ファンドの管理機関の構成員がファンドの運用会社もしくは運用会社のグループ会社の取締役、従業員、パートナーもしくは役員である場合には、当該構成員を独立しているとはみなさない。但し、以下は例外とする。

SBAIは、一定の構造においては、運用会社グループ内のある機関が運用対象のファンドの管理機関として（例、リミテッド・パートナーシップ・ファンドのジェネラル・パートナーとして）行為する可能性があることを承知している。個人が当該機関の取締役として行使しているが、この点を除けば運用会社からは独立していると考えられる場合には、本基準上、当該個人が独立していると思なすことができる。

21.3 ファンドの管理機関の構成員は、適切な独立性をもって自らの役割を効果的に果たすべく、相当な経験と誠実性を備えているべきである。<sup>55</sup>

21.4 ファンドの管理機関の構成及び既に確立したガバナンスプロセスについては、とりわけファンドの性質及びその投資家の変化を考慮の上、引き続き適切かつ効果的なものとなるよう、ファンドの全期間にわたって監視し必要に応じて調整すべきである。<sup>56</sup>

21.5 ファンドの管理機関は、定期的に会議を行い、想定されているファンドの法律上、規制上及び税務上の地位を確保する形で当該会議を実施すべきである。当該会議については、適宜、議事録等を作成すべきである。<sup>57</sup>

– 通常の場合、ファンドの管理機関は少なくとも四半期毎に会議を行うことが期待される。

21.6 ファンドの管理機関が採用する確立されたコーポレート・ガバナンス・コードその他の取締役指針の全部または一部について、当該採用がどの程度適切かを慎重に検討すべきである。ファンドの管理機関には、当該コーポレート・ガバナンス・コードまたは取締役指針を遵守するために、十分な資源を提供されるべきである。<sup>58</sup>これには、当該コーポレート・ガバナンス・コードまたは取締役指針を遵守するために、ファンドの管理機関に十分な資源を割り当てることが含まれる。

<sup>55</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>56</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>57</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>58</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

運用会社は、独立した取締役会に対し、そのガバナンスについて優れた運営実務に関する諸原則を採用するよう法律上要求することはできないものの、当該諸原則の採用及び遵守を奨励するべく影響力を行使すべきである。当然、SBAIは、本基準が決して法的、技術的、契約上及び税務上の現実には優先するものではないことも認識している。

ファンドの管理機関がどのコーポレート・ガバナンス・コードまたは取締役指針を採用するのが適切かを判断する際の指針として、AIC及びAIMAの発行するコーポレート・ガバナンス・コードまたは取締役指針に含まれる一連の原則のうち、最も重要と思われるものを以下に記載する。<sup>59</sup>但し、SBAIは、当該原則のすべてが全種類のヘッジファンドに適用されるわけではないことを認識している。

- 取締役の潜在的な利益相反は、ファンドの投資家（ファンドの目論見書により）及び取締役会全体（最初に行われる取締役会において）に完全に開示されるべきである。（AIMA 1.4）
- ファンドの取締役会は、十分な専門知識、能力を有しておりその他ファンドの投資方針及び投資戦略ならびに付随するリスクを理解することができるべきである。（AIC 6、AIMA 1.4）専門知識には投資運用、規制問題、会計、事務管理及びファンド戦略に関する技術的理解が含まれるべきである。
- 取締役会は、取締役の任期に関する方針を整備し、当該方針をファンドの目論見書及び年次報告書で開示すべきである。（AIC 4）
- 取締役の報酬は、その義務及び責任ならびに費やされた時間の価値が反映されるべきである。（AIC 8）
- 対面の取締役会を定期的に（四半期毎が望ましい）開催すべきである。（AIMA 1.6）典型的な取締役会の議題には、計算書の承認、投資パフォーマンスレビュー、関連する規制違反の検討、事務管理会社及びプライム・ブローカー等の第三者サービスプロバイダーのパフォーマンスの検討、運用会社のリスク管理手続の検討などが含まれる。
- 運用会社が投資方針及び投資制限を遵守しているかを定期的に確認し、サイドレターの精査及び承認を行い、コンプライアンス及び評価機能を果たし、かつ事業継続性を定期的に検討すべきである。（詳細はAIMA 3.5に規定される）
- 運用会社、外部の評価代理人及び事務管理会社は、パフォーマンス、引受、償還ならびに投資方針、投資制限及び適用される反マネーロンダリング要件の遵守について、ファンドの取締役に定期的な報告（コンプライアンスオフィサー及び社内評価機能からの直接的な報告を含む）を行うことを義務付けられるべきである。（AIMA 4.2、6.2及び6.5等）
- ファンドの取締役は、サイドレターまたは裁量による権利放棄書の発行及び法的妥当性に対する個人的責任について説明を受けるべきである。（AIMA 6.9及び6.11）
- 取締役は、ファンドがその取締役の役割に関する責任に応じた会社役員賠償責任保険に加入すべきかどうかを検討すべきである。（AIMA 7）

<sup>59</sup> AIC: 投資会社協会: AIC コーポレート・ガバナンス・コード (<http://www.theatic.co.uk>)、AIMA: オルタナティブ投資運用協会: AIMA のオフショア・オルタナティブ・ファンド・ディレクターズガイド (2008 [http://hedgefundmatrix.com/aimajfm/filemanager/root/site\\_assets/matrix\\_primary\\_source\\_documents/aima\\_oafd\\_jan\\_2008.pdf](http://hedgefundmatrix.com/aimajfm/filemanager/root/site_assets/matrix_primary_source_documents/aima_oafd_jan_2008.pdf))

21.7 ファンドのために事務管理会社が実施する業務に適用される法令（特に反マネーロンダリングに関するもの）の遵守状況について、ファンドの管理機関は、ファンドの事務管理会社から定期的な報告を受けるべきである。<sup>60</sup>

## ファンドのガバナンス – 開示に関する基準及び指針 [22]

22.1 整備されているファンドのガバナンス構造については、ファンドの目論見書でその詳細を開示すべきである。<sup>61</sup>

これには以下の要素が含まれる。

- 各取締役の履歴（ファンドの管理機関構成員としてその役割の遂行に関連した経験の詳細を記載）
- ファンドの管理機関の各構成員がファンド運用会社から独立しているかどうかに関する説明
- ファンドの管理機関が遵守することに同意したコーポレート・ガバナンス・コードまたは取締役指針の詳細

22.2 運用会社（または運用会社の関連機関）のみが保有し、ファンドに関する意思決定に何らかの影響を及ぼす議決権が付されている種類の株式が存在する場合には、その存在をファンドの目論見書で開示すべきである<sup>62</sup>。

このような種類の株式は、「発起人」または「経営者」株として知られていることが多く、とりわけ取締役の任命または解任及びまたはファンドとその運用会社との間の投資運用契約の解除に関する議決権（他の株主は排除される）が付されている。

<sup>60</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>61</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

<sup>62</sup> はじめに、第 1.3 章「ファンド対運用会社」を参照。

## E. アクティビズムを含む株主の行為 [23]-[28]

本セクションでは、市場信頼性及び株主エンゲージメントに貢献する促進的行為に焦点をあてる。対象となる領域は以下のとおりである。

- 市場濫用の防止
- 議決権の代理行使
- 借株（議決権行使を目的としたもの）

### 市場濫用の防止 – ガバナンスに関する基準及び指針 [23]

23.1 ファンド運用会社は、市場濫用関連の法令違反の特定、検知及び防止を目的とした社内コンプライアンスシステムを構築すべきである。

健全なアプローチには以下の構成要素が含まれうる。

- 投資運用プロセスに関与しない専属のコンプライアンスオフィサー
- 関連するすべてのコンプライアンス手続を記載したコンプライアンス文書
- 適用される規制要件に従った（該当する場合）、コンプライアンスオフィサーによるすべてのコンプライアンス事象の文書化
- 投資運用等のスタッフが関連する法令、関連するコンプライアンス手続、内部情報構成要素をすべて理解し遵守するよう、当該スタッフに対する研修/教育
- ファンドの管理機関に対し定期的なコンプライアンス報告を行う旨の規定
- コンプライアンスシステムが規制違反を防止できるようなものとなるよう法的指針及び規制指針を求めること
- 規制当局とのオープンな関係

下表は、優れた実務の適用を支援しうる手続について、その具体例を示したものである。

#### 市場濫用の特定、検知及び防止を目的としたコンプライアンス手続の具体例

濫用	手続
インサイダー取引	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 従業員が内部情報を入手したと考える場合、コンプライアンスオフィサーに通知</li> <li>● 情報が重大かつ非公開であるかどうかはコンプライアンスオフィサーが判断</li> <li>● 情報が重大かつ非公開である場合、関係する発行会社の有価証券は取引規制リスト（この場合当該株式を取引することはできない）またはグレーリスト（非開示取引制限リスト、これにより、当該情報が会社全体で共有され、制限されている理由を従業員が勤めることができるようになることを防止する）に記載すべきとする。</li> <li>● 取引制限リストに記載された会社の有価証券（株式、債券等）については、会社全体がその取引を除外する（例、注文管理システムで制限する等）</li> <li>● 実行可能な場合、チャイニーズウォールを用いて、例えば、経営不振</li> </ul>

企業または倒産企業の債権者委員会の委員であ（り、それゆえに秘密情報にアクセスでき）る個人のポートフォリオ・マネージャーが当該企業の債券または株式を取引させないようにする。

- 内部情報が投資運用機能に積極的に関与していない従業員に知られた場合には、この知識の詳細は、別個の（非公開の）記録簿に記載すべきである。

#### 内部情報の公表

- 運用会社は、重大な非公開情報（運用会社が（企業のリストラを擁護/提案する等により）積極的にある企業と関与しようとの意思等を含む）の公表を制限するための方針を整備すべきである。

#### 開示要件を超えた場合の、株式保有の非開示

- 運用会社は、「当該発行会社の経営について長期的な共通の方針」を共同で採用する他の当事者（他の運用会社等）との取決めについて、これを文書化すべきである。
- 全関係者の持株数合計を勘案し、開示基準を超える場合には、関連する開示を行う。

#### 相場操縦の防止

- 市場に誤ったまたは誤解につながる印象を与えないようにしている旨の公的な表明に関する広報ポリシー

## 市場濫用の防止 – 開示に関する基準及び指針 [24]

24.1 ファンド運用会社は、市場濫用防止に関する方針を定めるものとする。規制対象ではない運用会社については、要請があった場合、当該方針の要約を投資家に提供すべきである。

### 潜在的な内部情報の具体例

- 他のファンド運用会社がアクティビスト活動に従事しようとしているとの（一般に開示されていない）知識
- 運用会社が企業の倒産整理において債権者委員を務める間に入手した内部情報
- 発行会社がまだ公表していない、近く行われる有価証券の募集・売出に関する情報

## 議決権の代理行使 – ガバナンスに関する基準及び指針 [25]

25.1 ファンド運用会社は、投資家が議決権の代理行使に関する運用会社の一般的なアプローチを評価できるよう、議決権の代理行使に関する方針を定めるべきである。要請があった場合、当該方針の要約を投資対象企業に提供すべきである。

SBAIは、議決権行使の方針には以下の要素が含まれると想定している。

- 議決権の行使方法（議決権行使の責任及び潜在的な利益相反を解決するための仕組みを含む）を決定する際に従うプロセスに関する指針

- ファンドが投資する企業全体にとって最善の利益になるとは思われない提案を検討する仕組み
- 投資対象企業の経営陣または取締役会及びその他の株主といつどのように対話を行うかを決定するプロセス
- 市場濫用を防止するためのコンプライアンス手続を十分に勘案した上で、その他の関係投資家による取組に参加するかどうかを判断するプロセス（基準[24](市場濫用の防止)の指針を参照)

プライム・ブローカーがファンドまたはその運用会社にコーポレート・イベントを通知する旨の約束をしていないことが多いということは、一般に認められている。したがって、議決権の代理行使の方針において、運用会社が当該方針に従うことができるかどうかは、議決権行使の機会を認識しているか否かに左右されることを記載する場合もある。

SBAI では、運用会社がすべての議決権を代理行使するという戦略をとらない場合があること(例「ブラックボックス」トレーダー<sup>63</sup>)、費用便益のために系統的なアプローチを取る(例、各代理行使の状況を評価するのではなく、例外的な状況でないかぎり議決権を行使しない等)場合があることを承知している。この場合、その旨を遵守または説明の原則に従い、投資家に説明されるべきである。

## 議決権の代理行使 – 開示に関する基準及び指針 [26]

**26.1 ファンド運用会社の議決権の代理行使方針は、要請があった場合、投資家に開示されるべきである。ファンド運用会社は、議決権行使の方針に従わなかった事例を文書化し、これをファンドの管理機関に報告すべきである。**

## 派生商品持ち高の開示 [27]

差金決済取引（以下「CFD」という。）等の派生商品によって、投資家は株式に対する経済的エクスポージャーを得ることができる。株式を直接購入するのではなく、派生商品を介したエクスポージャーを求めるのにはいくつもの理由（市場アクセス、印紙税及び資金調達/レバレッジを含む）がある<sup>64</sup>。これらの派生商品は通常、株式所有と全く同じ開示要件（例えば、英国では、FSAの開示及び透明性規則に基づく開示要件<sup>65</sup>）が該当するわけではない。<sup>66</sup>

## 派生商品持ち高の開示

SBAI は、企業が誰に所有されており、誰が重要な議決権を容易に入手できるかを知る権利を有していることを承知している。

しかし、ファンド運用会社（その他市場の特定のセクター）が厳格な開示要件を任意に採用すれば、当該開示要件が市場の全参加者ではなく、ファンド運用会社のみ適用されることになるため、市場にゆがみが生ずる。

<sup>63</sup> ブラックボックストレーダー：独自のアルゴリズムに基づき売買シグナルを生成し、しばしば多数の取引を執行する、コンピューター化、自動化された取引システム。

<sup>64</sup> 株式を購入する際、投資家は株式の市場価格を支払わなければならない。派生商品の場合、投資家は原株の価値の変動リスクにさらされるのみで、証拠金の差し入れ以外に、当初からポジションに資金を提供する必要がない。

<sup>65</sup> 開示及び透明性規則、例、一定の基準を超えた場合、株式所有の開示を義務付けている。

<sup>66</sup> 注：派生商品の条件に基づき、ファンドが原証券の物理的な引渡しを要求できる場合には、開示義務が課される。

## 議決権行使を目的とした借株 [28]

### 議決権行使を目的とした借株 – ガバナンスに関する基準及び指針 [28]

**28.1 ファンド運用会社は、議決権を行使するために借株を行うべきではない。**

SBAIは、特別な状況においては、借株の議決権を行使することが認められる場合もある（例、ファンドが株式に投資しており、かつ取引の決済が済んでいるが、株式の名義が書き換えられていない場合）と承知している。

## Appendix A: レバレッジの具体例

「レバレッジは、市場価格等のリスク要因の変化に対するポートフォリオの感応度である。レバレッジ「数値」の使用または比較を複雑にする弱点がいくつかある。

- レバレッジには単一の合意された定義が存在しない。定義には、伝統的な貸借対照表上のレバレッジ測定値からリスクベースの測定値（後者はバリュー・アット・リスク等の潜在的风险要因を組み込んだもの）及び動的なレバレッジ測定値（下表参照）までをカバーしている。
- 古典的な「債務諸表ベースの」レバレッジは独立したリスク源ではないため、潜在的风险要因に関する追加情報が必要となる。
- レバレッジの「数値」は、慎重に検討する必要がある、必ずしも有意な情報を含むものとはかぎらない。リスク低減取引が、一部のレバレッジ測定値を低減させるものの、他のレバレッジ測定値を上昇させる場合もありうる。

そのため、異なるファンド間において正確にレバレッジを比較することは困難な場合がある。しかし、ファンドの運用及び投資家との対話に際し、ファンド運用会社は、自らの状況において有意なレバレッジの定義を提供し、時間の経過に伴うレバレッジの変化を記録すべきである。

古典的な財務諸表ベースのレバレッジの定義は、単独のリスク測定値ではなく、レバレッジの上下を引き起こしうるオフバランスシート上のポジション（デリバティブ等）を組み込めない。リスクベースのレバレッジ測定値は、リスク測定値（市場リスク等）とファンドがそのリスクを吸収できる能力（ファンドの自己資本等）とを関連づけることで、古典的な測定値の欠点克服を試みるものである。より洗練された動的なレバレッジ測定値では、市場のストレス下においてファンド運用会社がそのリスクポジションを調整できる能力が組み込まれる。」

### レバレッジ測定値の具体例

測定値の種類	定義	所見
財務諸表 / 資産ベース (古典的)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 総資産/自己資本</li> <li>• 総負債/自己資本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• オンバランスシートのヘッジ及びオフバランスシートの金融商品を組み込んでいない</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 純資産/自己資産</li> <li>• 純負債/自己資本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• オンバランスシートのヘッジを組み込んではいないが（したがって「純額」である）、オフバランスシートの金融商品は反映されていない</li> </ul>
リスクベース	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ポートフォリオ・ボラティリティ/自己資本</li> <li>• VAR/自己資本</li> <li>• ストレス損失/自己資本</li> <li>• その他損失測定値/自己資本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 通常すべての（オンバランスシート及びオフバランスシート双方の）ヘッジポジションを組み込んでいる</li> <li>• 但し、不振時に運用会社が講じる軽減措置を考慮していない</li> </ul>

## Appendix B: サービス水準合意書 (SLA) の対象となることの多い機能の例

純資産総額及び株価の計算	<ul style="list-style-type: none"> <li>• NAV (予想 NAV を含む) 公表のタイミング</li> <li>• NAV 承認のプロセス (役割及び責任)</li> <li>• NAV その他の報告要件</li> <li>• 評価方針 (特に評価の困難な金融商品への言及及び見積の使用)</li> <li>• ポジションの完全性及び存在を確保するためのプロセス (現金とポジションの調整、取引照合等)</li> <li>• 株価の承認及び株価の外部当事者への通知</li> <li>• 実施されているエラー方針</li> </ul>
株主サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 申込/償還及び振替 <ul style="list-style-type: none"> <li>○ ファンドの目論見書に従った、投資家からの申込書/償還指示の正確な受領</li> <li>○ 投資家に対する申込書/契約書の適時の提供</li> <li>○ 毎月、申込/償還口座へ/から保管/取引口座へ/から振替えられる現金の調整</li> <li>○ 現地の規制要件及びファンドの目論見書に従った償還金の適時支払</li> </ul> </li> <li>• エンド投資家へのサービス <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 持分、最新の 1 株当たり NAV 及び持分の市場価値を含む投資家向け計算書の適時の提供</li> <li>○ 投資家/運用会社からの問合せに対する適時の回答</li> <li>○ コーポレートアクションの適時かつ正確な通知及びプロセス</li> <li>○ マネーロンダリング-現地の規制当局が定める反マネーロンダリング (AML) 規制によって課される要件を満たすか当該要件を上回る方針及び手続の整備</li> <li>○ 法律上及び目論見書の要件に従った AML/顧客熟知 (KYC) 要件の適用</li> <li>○ 不審な活動の監視及び報告</li> </ul> </li> <li>• 規制上の届出 <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 必要に応じ (会社秘書役と共に) 法令上/上場関連の届出の完了及び提出</li> </ul> </li> <li>• モニタリング <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 従業員退職所得保障法 (ERISA) その他の投資家に適用される税務要件</li> </ul> </li> </ul>
取引処理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 有価証券及び FX 取引を処理する能力</li> <li>• コーポレートアクションに対処する能力</li> <li>• 経過利息及び経過所得に関する会計方針の定義</li> <li>• 成功報酬を含む手数料及び費用</li> <li>• 申込、償還及び振替 - 売買注文、注文確認書、売買確認書</li> <li>• 現金管理 - 現金残高レビュー、資金移動</li> <li>• 調整 - 調整を行う時期及び調整の詳細</li> <li>• 月次保管報告 - 保管内容の報告、例、決済したポジション、直近の価格、市場価格</li> </ul>
コンプライアンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 価格統制</li> <li>• エラー及び違反の報告</li> </ul>
会計及び財務	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 使用される会計基準</li> <li>• 届出または計算書</li> </ul>
会社秘書業務	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 法定帳簿及び記録の維持管理</li> <li>• 登記済事務所施設の提供</li> <li>• 必要に応じ、申込、保有、償還、仲介口座及び取引その他の銀行口座の開設の準備</li> <li>• 年次報告書及び年次総会及び臨時総会の編成</li> <li>• ファンドの取締役による法律文書締結の手配</li> <li>• 関連する規制当局に対する必要な情報の提出</li> </ul>

## Appendix C: 市場濫用の特定、検知及び防止を目的としたコンプライアンス手続の具体例

濫用	手続
インサイダー取引	<p>従業員が内部情報を入手したと考える場合、コンプライアンスオフィサーに通知</p> <p>情報が重大かつ非公開であるかどうかはコンプライアンスオフィサーが判断</p> <p>情報が重大かつ非公開である場合、関係する発行会社の有価証券は取引規制リスト（この場合当該株式を取引することはできない）またはグレーリスト（非開示取引制限リスト、これにより、当該情報が会社全体で共有され、制限されている理由を従業員が勤めることができるようになることを防止する）に記載すべきとする。</p> <p>取引制限リストに記載された会社の有価証券（株式、債券等）については、会社全体がその取引を除外する（例、注文管理システムで制限する等）</p> <p>実行可能な場合、チャイニーズウォールを用いて、例えば、経営不振企業または倒産企業の債権者委員会の委員であ（り、それゆえに秘密情報にアクセスでき）る個人のポートフォリオ・マネージャーが当該企業の債券または株式を取引させないようにする。</p> <p>内部情報が投資運用機能に積極的に関与していない従業員に知られた場合には、この知識の詳細は、別個の（非公開の）記録簿に記載すべきである。</p>
内部情報の公表	<p>運用会社は、重大な非公開情報（運用会社が（企業のリストラを擁護/提案する等により）積極的にある企業と関与しようとの意思等を含む）の公表を制限するための方針を整備すべきである。</p>
開示要件を超えた場合の、株式保有の非開示	<p>運用会社は、「当該発行会社の経営について長期的な共通の方針」を共同で採用する他の当事者（他の運用会社等）との取決めについて、これを文書化すべきである。</p> <p>全関係者の持株数合計を勘案し、開示基準を超える場合には、関連する開示を行う。</p>
相場操縦の防止	<p>市場に誤ったまたは誤解につながる印象を与えないようにしている旨の公的な表明に関する広報ポリシー</p>

## Appendix D: 「類似」性を判断する際の拘束力を持たないガイダンス例

1)	<p>ポートフォリオ・マネージャーまたは運用チーム、運用マニデート（例えば株式、債券、マクロ等）及び戦略やスタイル（例えば市場中立型、相対値、トレンド追随型等）が同じであること。</p>
2)	<p>更に、「類似」ファンドや別途運用する勘定は以下の4分野（各分野について如何に例示）で80%が重複していなければならない。</p> <p>a) <b>取引資産の種別</b>（例えば、住宅ローン、株式、与信額、外国為替）—ファンドが100%株式で構成されていれば、他のファンド/スリープは少なくとも80%以上は株式で運用していなければならない。</p> <p>b) <b>目標リスクと収益</b>—類似であると区分されるには、ファンドのリスクと収益の目標値（シャープまたは情報係数で計量化できる）が類似していなければならない。従って、ファンドがシャープ率1を目標値とすると、「類似」ファンドはシャープ率0.8から1.2（+/-20%幅）を目標値でなければならない。</p> <p>c) <b>ポジションの時間的視点</b>—ファンドの平均所有期間が3ヶ月であれば、類似ファンドは2.4から3.6ヶ月（+/-20%幅）の所有期間でなければならない。</p> <p>d) <b>ポジションの平均流動性</b>—ファンドの平均流動性プロフィールが10日であれば、類似ファンドの平均流動性は8-12日（+/-20%幅）である必要がある。</p>
3)	<p>マルチ戦略ファンドでは、その下部戦略の80%の重複している必要があり、上記2.にあるものと本質的に80%類似していなければならない。</p>