

ローン担保証券 会計、税務、規制



2014年12月15日

www.deloitte.com

お客様および関係者各位

ローン担保証券(CLO: collateralized loan obligations)は、その市場が創設されて以来、デフォルト率の低い資産を高度に分散しながらプールすることで、債券投資家に魅力的な利回りを提供しています。投資家が直面した数年間の困難な時期の後、CLOの発行高は、年間発行予想と同等またはそれを上回る水準を維持しています。しかもその間、新しく強化が図られた規制環境にも適応してきました。

CLO市場における投資家層は拡大しており、また確立されている業界の中から次々と新しいCLOの資産運用会社が現われていますが、そうしたCLO市場の参加者においては、CLO市場に参加することに伴う様々な影響を把握することが重要になります。

CLOに関する本冊子では、CLO市場、その参加者、および参加者の各役割の概観を示し、CLO市場参加者による投資および役割に影響を及ぼす会計、税務、規制、法律について取り上げています。

デロイト¹は、証券化およびCLO市場において受け継いできたその財産を誇りに思っており、CLOのライフサイクルにわたって様々な役割を果たす機会をいただいていることに感謝しております。

私たちは、今後もCLOを介した関係を継続・発展できることを期待しており、CLO関連およびその他皆様の関心があるトピックについて取り上げていきます。

本冊子についても、少しでも皆様のお役に立てば幸いです。



Nathan Abegg
ディレクター
デロイト トウシュ LLP

¹ Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド("DTTL")ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTLおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または"Deloitte Global")はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTLおよびそのメンバーファームについての詳細はwww.deloitte.com/about をご覧ください。デロイト LLP とその子会社の法的な構成についてはwww.deloitte.com/us/about をご覧ください。なお、保証業務を提供しているクライアントに対しては、規則や規制に基づき、特定のサービスを提供できない場合があります。

目次

CLOの概要	1
CLO市場参加者とその役割	2
投資家の会計処理	4
連結	9
運用報酬に関する来るべき変更	22
CLOの投資家と発行体に関する税務上の論点	24
CLOに対する規制の影響	30
著者および寄稿者	35

CLOの概要

CLO市場は、一時停滞に陥った後は拡大し続け、CLOの新規発行高は年末には1,000億ドルを超えると予想されています。これは米国内で実行されたレバレッジドローンの半分以上が必要になる計算です。

引き続き投資家の需要があり、投資家層が拡大していることを背景に、新しいCLOの資産運用会社が相次いで市場に参入しています。他方、レバレッジドローンおよびCLOの市場ならびにその市場参加者が、規制への対応に追われる状態が続いています。両市場はこれまで、規制当局による監督および規則へ機動的に対応してきました。しかしながら、リスク保持ルール最終案はCLO市場にとって極めて高いハードルになります。しかし、施行まで2年あるため、市場はその新ルールを評価し、これに対応し、そして業界に取り入れることができるはずで

本冊子では、CLO、その市場参加者、および役割の概観を示し、資産運用会社および投資家に対する、税務、会計、規制上の影響を検証しています。

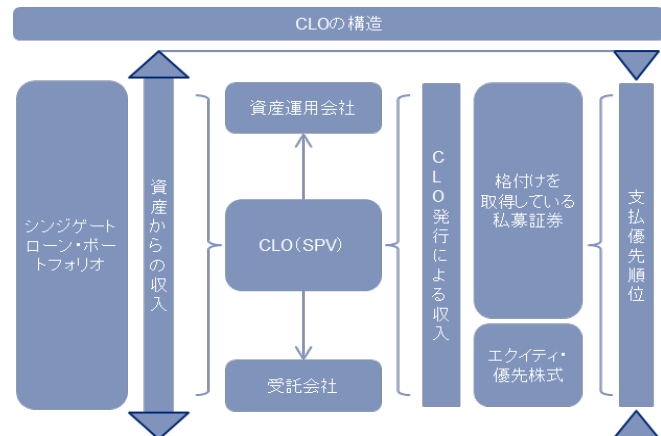
CLOとは？

CLOとは、シンジケート・レバレッジドローンの分散ポートフォリオを、格付が付与された債務証券や持分証券の私募を通じて取得し、投資家に様々なリスクとリターンの特性を提供する特別目的ビークル(SPV: Special Purpose Vehicle)のことをいいます。

レバレッジドローンとは、債権者がグループになって実行する事業用貸付のことをいいます。そうしたローンのほとんどがリアルピング・クレジットやタームローンのファシリティまたはそれら両方から構成され、公開市場で取り引きされています。

CLOのストラクチャーは、(a)ポートフォリオの超過担保による信用補完、(b)支払可能資金を格付の高い証券の方が劣後証券よりも前に受け取るような支払優先順位、(c)回収した元本を使用して新たなポートフォリオ資産を取得する再投資期間、(d)ポートフォリオの価値の低下から投資家を保護する仕組みを提供するようにデザインされています。

一般的なCLOのストラクチャーを上図に図示します。



CLO 市場参加者とその役割

CLOファンド: 独立した取締役会 (board of directors) を設置している倒産隔離された法人格。CLOは通常、以下に挙げるサービスを履行する次の参加者またはそれと同等の者を雇います。

募集代理人: CLOの私募証券の組成および募集を行うためにCLOまたは資産運用会社が雇う商業銀行または投資銀行。募集代理人は、ローン買取資金の融資をする場合もあります。CLOの販売、価格設定、クロージング日の手続を主導し、関連当事者の役割が信託証書にあるクロージング条件に従って果たされ、且つ、目論見書にCLOに関する投資家向けの説明が十分盛り込まれるようにする責任があります。

担保マネージャー: CLOのシンジケート・レバレッジドローンのポートフォリオをCLOの信託証書にある規準に従って取得し、そして売却するためにCLOが雇う、公開または非公開の資産運用会社。なお、信託証書に盛り込む規準には、担保資産の集中に係る制限、適格担保資産の規準、担保の質に係る閾値、CLOの存続期間中実施する超過担保やインタレストカバレッジに関するテストなどがあります。

受託会社: CLOの投資家の利益のために受託者責任を果たします。CLOのポートフォリオ資産ならびにキャッシュフローおよびキャッシュアカウントの管理を行い、信託証書にある支払優先順位に従い支払日に投資家へ支払可能資金を支払います。受託会社は、担保管理会社による取引の承認・照合を行い、信託証書にあるポートフォリオ規定が必ず遵守されるようにし、また、CLOの存続期間中に生じる事象において一定の議決権を行使して投資家の代理行為を行います。CLOの信託証書は、CLOと受託会社が締結します。

担保アドミニストレーター: 受託会社の関係会社であることが多く、CLOの経理機能を担い、投資家および格付機関向けに定期報告書を作成し報告します。かかる月次・四半期報告書には、CLOのポートフォリオの構成・状況、ポートフォリオ資産の売買、口座の残高および調整表を記載し、ポートフォリオに関する規定のコンプライアンス状況および支払日に投資家に支払われる分配金を投資家に報告します。

投資家: CLOファンドの債務証券や優先株式の持分証券を購入する背景にはさまざまな動機があります。CLOファンドの投資適格債券の保有者としては、投資信託、商業銀行、年金基金、保険会社が挙げられます。CLOファンドの非投資適格の債券や優先株式の持分証券に投資する投資家は、ヘッジファンドやプライベート・エクイティファンド、さらには高い運用利回りを求める投資家向けにそうした事業体が組成するファンドが該当します。

信用格付機関: CLOのファンドを構成するシンジケート・レバレッジドローンに、各信用ファシリティの債務者の返済能力に基づいて格付を付与します。CLOのクロージング日には、格付機関が、CLOの格付けされる証券に格付をそれぞれ付与し、そしてCLOの有効期間・ランプアップ期間開始日には、ポートフォリオが規定を遵守していることが確認され次第その格付を再確認します。CLOの存続期間中は、格付機関はCLOファンドの状況、デフォルト確率、CLOの投資家に元本および利息を期日通りに支払う能力をモニタリングします。

法律顧問: CLOの債券専門法律顧問(bond counsel)は、法律上の助言および税務に関する見解の提供、ならびに私募に係る目論見書および信託証書の作成を監督します。一方、CLOファンドの取引専門法律顧問(deal counsel)は、CLOファンドの定款、付属定款、CLOファンドの取締役会議(board of directors' meeting)の議事録を作成する役割を担います。担保マネージャーと受託会社はいずれも、それぞれの義務を定める受託契約書の締結のために法律顧問を雇います。

会計士: CLOの存続期間中に各種会計関連サービスを提供します。合意した各種手続、担保の差し押さえ日・有効期間開始日・投資家への支払日の報告、受動的外国投資会社(PFIC: passive foreign investment company)・組合向けの税務申告サービスなどを行います。

投資家の会計処理

分類と測定に関する検討事項

CLOを含め、証券化金融資産に対する持分はすべて、当初、公正価値で計上する必要があります。また投資家は、その投資を認識次第、少なくとも1つ、場合によっては複数の会計処理を選択する必要があります。

最初の会計処理の選択は、投資家がその後のいずれの貸借対照表上でも当該持分を公正価値で引き続き報告し、公正価値の変動に基づく評価損益を当期損益に認識することを望むかどうかということです。この「公正価値オプション」は、CLOを含めて、金融商品の大半について利用可能です。この選択は通常、各投資の当初認識時に項目ごとに行わなければならない、一旦決定すると取消不能です。ただし、この選択を、連結の代替として使用することはできません。投資家が公正価値オプションを使用しないと決定した場合、何を行うべきかを決定するにはさらなる検討が必要になります。

CLOに対する持分の大半は「債務証券」の定義を満たし、そのため、米国財務会計基準審議会（FASB: Financial Accounting Standards Board）の会計基準コーディフィケーション（ASC: Accounting Standards Codification）320「投資— 債務証券および持分証券」における会計指針の対象になります。ただし、債務証券の定義を満たさない金融持分を譲渡人が取得するように譲渡人が取引を組成する場合があります。これは、CLO市場では通常行われませんが、投資家は、検討する必要があると考える場合は、その他の米国で一般に公正妥当と認められている会計原則（米国GAAP）の適用についてアドバイザーに相談することがあります。

CLOへの投資が債務証券であり、投資家が公正価値オプションを利用していない場合は、売買目的、売却可能、満期保有目的のいずれかに債務証券を分類しなければなりません。ほとんどの場合、この当初の分類は、当該保有者がその証券を保有している間は変更できません。売却可能区分から満期保有目的区分への変更のみ、容易に認められます。

トレーディング有価証券

トレーディング有価証券は公正価値で計上し、評価損益を当期損益に認識します。短期間で売却するために取得し、そのため短期間だけ保有することが見込まれる証券は、トレーディング有価証券に分類しなければなりません。また、投資家は任意で、他の債務証券を自発的にトレーディング証券に分類することもできます。よってトレーディング区分は、公正価値オプションと実質変わりません²。

売却可能有価証券

売却可能有価証券も貸借対照表上に公正価値で認識します。ただし、公正価値の変動を、当期損益ではなく、貸借対照表上、資本の独立した構成要素、すなわちその他の包括利益に、税効果控除後の額で認識します。個々の証券の公正価値

² ASC825-10-15-4は、公正価値による会計処理の適用を有価証券以外の金融負債および金融資産にも大幅に拡大しています。ASC320-10-25-1は、投資家が債務証券についてそのポジションを活発に売買する意図がないとしても、当初「トレーディング有価証券」に分類する選択を認めています。

がその償却原価を下回り、当該下落が一時的でないと考えられる場合、当該証券は減損しており、本来であればその他の包括利益に表示される当該変動の一部または全部を、損益に損失として認識しなければなりません。この結果、当該証券について新たな取得原価が設定されます。つまり、その後公正価値が上昇したとしても、その上昇分をそれ以前に認識した損失との相殺に利用することができないということです。一時的でない減損に関する分析は、本章でさらに詳しく説明します。

満期保有目的の有価証券

満期保有目的の有価証券は、償却原価で計上し、一時的でない減損が発生した場合は減損損失を認識します。有価証券を満期保有目的に分類するためには、保有者は、当該有価証券を満期まで保有するという積極的な意思と能力を有していなければなりません。その他の有価証券を満期まで保有する意思を主張する経営者の能力を疑問視することなく、満期保有目的の有価証券を売却する投資家の能力に対しては厳しい制限があります。満期保有目的の有価証券の売却または分類変更が認められる理由のうち、CLOなど証券化商品の保有者に最も頻繁に適用される理由は下記の通りです。

- 格付機関による信用格付引き下げなど、発行体の信用度が著しく低下した証拠がある
- 保有者に係る規制上の所要自己資本が著しく引き上げられたことによる、ポートフォリオの縮小
- 特定の有価証券に関係するリスクウェイトの著しい上昇
- 金利リスクが価格決定要素ではなくなる、契約上の満期に非常に近い時点(例、契約上の満期から3カ月以内)での売却
- 当該有価証券の期限前償還または残存期間にわたる予定返済のいずれかによる、取得日現在の元本残高のうち相当部分の回収

反対に、金利、期限前償還率、流動性ニーズ、他の投資機会、資金調達、為替レートの変動を理由とする売却や分類変更は、満期保有目的に分類している有価証券の売却理由として認められません。米国証券取引委員会(SEC: Securities and Exchange Commission)のスタッフが表明した見解によると、認められない理由で満期保有目的の有価証券を一つでも売却すれば、他の証券については満期まで保有する意思があると経営者が主張したとしても、その信頼性が問われることとなります。SECスタッフは、そのような場合、他の満期保有目的の有価証券をすべて売却可能有価証券に分類変更すべきであり、且つ、2年間(通称、テインティング(tainting)期間)は新たな有価証券を満期保有目的に分類することができないとしています。

減損と持分の認識

減損と一時的でない減損

一時的でない減損が発生しているポジションについては、何らかの評価減の認識が必要になります。各貸借対照表日現在で投資家は、売却可能有価証券として既に公正価値で計上していたとしても、公正価値が帳簿価額を下回っている(すなわち、償却原価を下回っている)個々の証券のポジションを識別する必要があります。「減損している」ポジションを識別したら、次のステップとして、当該減損が一時的でない(「永久」という意味ではありません)か否かを判定します。最後に投資家は、一時的でない減損のうちどの程度が信用損失によるものかを、他のすべての要素と比較して見積る必要があります。

証券化持分などの債務証券については、一時的でない減損が生じるケースは基本的に2つです。投資家が証券を売却する意思がある、または公正価値が帳簿価額を下回っている証券をその損失の回復前に売却するよう求められる(例、規制上の理由)可能性が50%超である場合、投資家は当該証券をその公正価値に評価減しなければなりません。そして、その評価減全額を損益に計上します。その後は、あたかも評価減実施日現在の公正価値で当該証券を購入したかのごとく、当該証券の会計処理を行います。

あるいは、投資家が証券を売却する意思がなく、且つ、当該証券の売却を求められる可能性が50%以下である場合、当該証券の償却原価全額を予想される将来キャッシュフローの現在価値³によって回収することができないと投資家が予想するときには、やはり減損は一時的でないといなされます。その場合は評価減を信用損失部分とその他のすべての要素に関する部分とに区分します。

投資家はまた、ASC 320およびASC 325 の指針(従前の「発生問題専門委員会(EITF: Emerging Issues Task Force) 99-20」)も必ず検討する必要があります。この指針に基づき、保有者の見積りキャッシュフローがそれまでの予想キャッシュフローを下回る不利な変動が生じている「可能性が高い」ときは、投資家は一時的でない減損を損益を通じて実現損失として認識することが求められます。この取り扱いは、ASC 310 における減損モデルと一致します。

ボルカールールの影響

ボルカールール⁴による影響の1つは、銀行事業体がヘッジファンドまたはプライベート・エクイティファンド(「対象ファンド」)を所有したり、スポンサーになったり、またはそれらと一定の関係を有したりすることができなくなったことです。

このルールは、多くのCLOが、ローンよりも証券を保有している可能性が高く、ボルカールールで定められている対象ファンドの定義にあてはまると考えられたため、2013年の終わりから2014年の初めにかけて物議を醸しました。また、それらの持分の保有者は、自身が保有するポジションの多くが、ボルカールールの移行期間(conformance period)が終了次第ボルカールールに従って銀行が処分しなければならない対象ファンドにおける「所有持分」に該当する可能性があるとして理解しました。

したがって、銀行およびその他の規制対象事業体の多くが、ボルカールールの移行期間が終了するまでにCLOに対する自己の持分を処分する必要が生じるか否か、およびそれが一時的でない減損となるか否かを慎重に評価しなければならなくなりました。ボルカールールが公表されて以来、CLO市場では既存のストラクチャーを修正して、新しいストラクチャーに変えることでボルカールールに対応し、その結果、CLO市場における多くの懸念が軽減されました。

購入時に信用減損が生じている(PCI)資産

信用減損が生じている購入資産に係る減損の検討は、米国公認会計士協会による意見書(Statement of Position) No. 03-3「譲渡により取得した特定の貸付金または債務証券の会計処理」にこれまで含まれてきました。市場では「SOP 03-3」と通常は呼ばれていますが、SOP 03-3では、購入したローンが、ローン実施後に信用の質が低下している証拠があり、且つ、契約上支払われるべきキャッシュフローを全額回収できない可能性が高い場合には、当該ローンへの正味投資額を、当該ローンの取得原価と取得日時点の見積り公正価値のうちいずれか低い方の額で認識する必要があります。

³ 現在価値の計算は、証券に係る受取利息を認識するのに投資家が現在使用している利回りに基づきます。

⁴ ドッド=フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法のセクション619

重要な期限前償還リスクおよび信用リスクまたはそのいずれかが存在するときの受取利息

原則、CLOに対する投資に係る受取利息の認識は、ASC-325-40に従って行います。同モデルの下では、投資家は(購入日現在)、公正価値の計算で用いた仮定を使用して、証券からのすべての将来キャッシュフローの時期および金額を見積る必要があります。当該将来キャッシュフローのうち当初の投資金額を上回る部分が、実効金利法を用いて当該投資の残存期間にわたって受取利息として認識すべき増価収益 (accretable yield) になります。

投資家は、CLOの取得日以降に信用の質が悪化した証拠を示す証券化持分を取得した場合、ASC310-30で示されている指針を用いて証券化に対する投資に係る受取利息を認識しなければならない場合があります。当該指針とASC325-40は似ていますが、利回りに影響を及ぼすキャッシュフローの見積りの更新が異なります。例えば、当初認識後、債務証券に係る受取利息を増加させるために用いる見積りキャッシュフローは、(1) 見積りキャッシュフローが著しく増加している、(2) 見積りキャッシュフローが減少している(このような場合、減損を認識することになります)、または(3) 実際に受け取ったキャッシュフローがそれまでの予測よりも著しく多い、のいずれかの場合にのみ更新することが求められます。

一時的でない減損および減損について今後予想される変更

FASBは、かねてから予想されている、金融商品の減損に係る変更案を引き続き協議しています。同変更、いわゆる現在の予想信用損失(CECL: current expected credit losses)による影響は広範囲にわたる可能性があり、すべての事業体はその影響を受け、各種金融商品に係る信用損失の見積り方法に影響していた可能性があります。CECLモデルのもとでは、回収の見込みがない契約上のキャッシュフローの見積り額を引当金として認識することになります。CECLモデルは、より適時の信用損失の認識、および債務証券について存在する様々な信用損失モデル数を減らすことにより米国GAAPの複雑性の軽減につながる、というのがFASBの考えです。CECLモデルは、大半の負債性金融商品(純利益を通じて公正価値で認識されないもの)、リース、再保険受取勘定、金融保証契約、貸出コミットメントに適用されることになります。

また、売却可能債務証券は、CECLモデルの適用範囲から除外され、引き続きASC 320に基づいて減損の評価をすることになります。ただし、FASBは、ASC 320を以下のように改訂することを暫定的に決定しました。

- 事業体が引当金アプローチを使用することを要求します(証券の原価ベースを永続的に切り下げるのではなく)
- 証券が、一時的でない減損か否かを評価するときに、公正価値が償却原価を下回る期間を、事業体が考慮しなければならない、という規定を除去します
- 信用損失が生じているか否かを評価するときに、決算日後における公正価値の回復を、事業体が考慮しなければならない、という規定を除去します

売却可能以外の区分に分類される債務証券に関して、CECLモデルは、減損引当金の認識に関する閾値を規定しておらず、事業体は、報告期間末時点の金融資産に係る予想信用損失の現在の見積り(すなわち、当該事業体が回収を見込めないとする契約上のキャッシュフローの合計)と同額の減損引当金を認識することになります。信用減損は、金融資産の償却原価を直接減額するのではなく、引当金を計上して(または対照勘定 (contra-asset) を用いて) 認識することになります。ただし、回収不能と判断されるときは、その金融資産の帳簿簿価を貸倒処理することになります。これは、現行の米国GAAPと一致しています。

その他に取り上げるべき変更を以下に示します。

- 購入時に信用減損が生じている(PCI: purchased credit impaired)資産については、組成され購入した信用損失の生じていない資産に係る予想信用損失の測定方法と一貫した方法で予想信用損失を測ることになります。PCI資産に関する変更案は、購入したまたは保有している受益持分のうち、契約上のキャッシュフローと予想キャッシュフローの間に著しい差異がある受益持分を対象にしています。
- また、「購入したまたは保有している受益持分のうち、契約上のキャッシュフローと予想キャッシュフローとの間に著しい差異があるもの」に係る減損引当金は、CECLモデルに基づき、PCI資産と同様の方法で測定する必要があります。したがって、当初認識時に、受益持分保有者は、予想信用損失の見積り額(すなわち、回収の見込みがない契約上のキャッシュフローの見積り額)と同額の減損引当金を表示することになります。CLOへの投資については、契約上のキャッシュフローが存在しない場合は、受益持分に係る契約上のキャッシュフローの代替値(原債務証券に係る契約上のキャッシュフローの総額など)を使用しなければならない可能性があります。

連結

適用される会計指針は何か

米国GAAPを採用する企業にとっては、連結に関する指針はASC810「連結」、特に財務会計基準書第167号「FASB解釈指針第46号(R)の改訂」(基準書第167号)として従前知られていた、変動持分事業体(VIE: variable-interest entity)のサブセクションに記載されています。すべての特別目的事業体(SPE: special-purpose entities)がVIEに該当するわけではありませんが、一般的には、すべてのCLOはVIEになります。VIEは通常、その事業体の活動について指図するパワーのある議決権付きの資本性金融商品(または類似する権利のあるその他の持分)を発行しません。また多くの場合、リスクにさらされている持分投資の総額は、追加的な形態の信用補完や他の財務支援が無ければ、事業体が活動を行うための資金を調達するには十分ではありません。事業体が議決権やそれに類似する持分を発行しない場合、あるいは持分投資が不十分な場合、通常、意思決定能力は契約で定められます。CLOは、事業体の活動を指図するパワーが与えられた議決権付きエクイティクラスを有するようデザインされることはまれであるため、CLOは一般的にVIEとなります。VIEの期待損失の一部を吸収するまたは期待残存リターンの一部を受け取る投資またはその他の持分を変動持分と言います。

FASBは2009年に基準書第167号を公表した後も、特定の投資ファンドに係る改訂連結モデルの適用を延期し、これらの事業体に対して、FASB解釈指針第46号(R)「変動持分事業体の連結」(FIN 46R)として一般に知られる従前のリスク経済価値連結モデルを留保することを選択してきました。しかし、証券化事業体と、CLOなどの資産担保資金調達事業体は当該適用延期の対象から除外されたため、本章で詳述するハイブリッド型連結モデルを適用しています。

CLOを連結しなければならない当事者の判定

CLOを誰が連結すべきかを判定する際の最初の手順は、論理的に、その取引のすべての当事者の識別とそのうちの誰が変動持分を所有しているかの識別です。取引当事者に会計上の結論を比較するよう求める規定は存在しませんが(ただし理論的には、支配しているという結論に達するのは1つの報告事業体のみになるはず)、各参加者は、発行体に対する自己の持分に係る会計処理を決定するためには、各当事者に付与される様々な権利および義務を把握する必要があります。

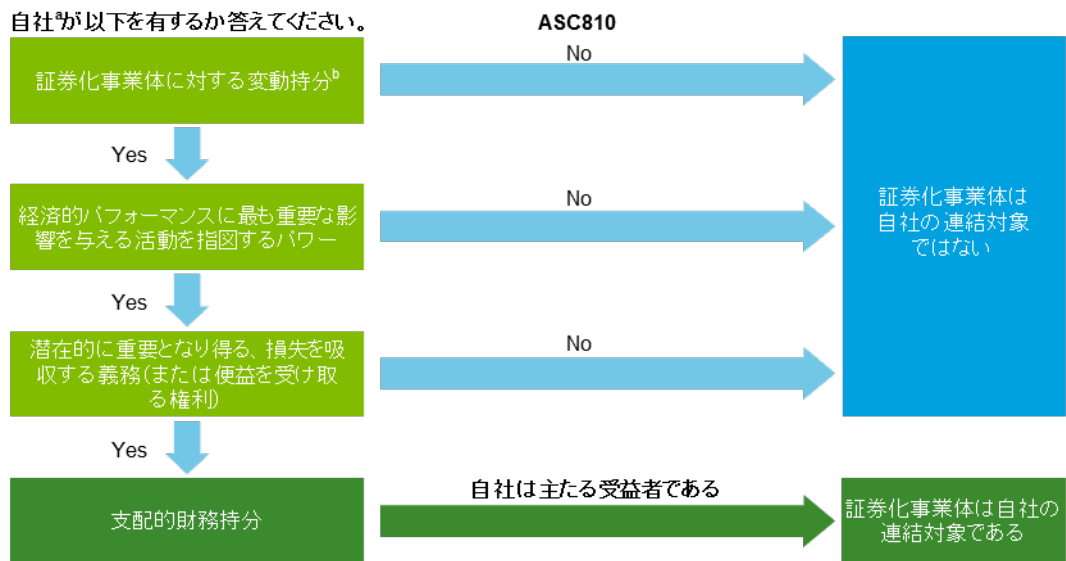
ASC810は、「主たる受益者」の識別を求めています。主たる受益者とは、(1)VIEの経済的パフォーマンスに最も重要な影響を与えるVIEの活動を指図するパワーと、(2)VIEにとって潜在的に重要となり得る、VIEの損失を吸収する義務またはVIEから便益を受け取る権利、の両方が与えられているために「支配的財務持分」を有する当事者を指します。

CLOを支配する報告事業体は、想定上は1つのみです。複数の取引参加者が変動持分を有することはあり得ますが、その事業体の経済的パフォーマンスに最も重要な影響を与える活動を指図するパワーを有するのは通常1つのみです。米国GAAPの下で潜在的に重要となり得る変動持分を有している当事者に該当するかの解釈については、本章で後述しています。

連結のフレームワークでは、連結の判定において、関連当事者の関与または事実上の代理人(de facto agents)の存在について検討することが求められます。つまり、ASC810では、事実上の代理人との関係が存在するかを識別するときに検討すべき4つの指標を示しています。各指標の性質は異なるかもしれませんが(例えば、他の当事者の変動持分に対する譲渡の制限、ある当事者が他の当事者によるVIEへの関与に資金を供給しているなど)、これら指標の意図は、ある当事者が他の変動持分保有者を通じて自己の持分を間接的に増加させている可能性があるときを識別するということです。関連する活動に対するパワーと潜在的に重要な経済的持分の両方を単独で有している当事者が存在しないが、関連当事者グループのメンバーが全体で両方の規準を充足する場合は、その関連当事者グループのどの当事者がその事業体と最も密接に関係していると考えられ、従い連結すべきかを判断するための評価を行います。ASC810は、この評価を行う際に検討すべき次の4つの規準を示しています。

- 関連当事者グループ内の当事者間における本人と代理人の関係の存在
- 関連当事者グループ内の様々な当事者にとっての事業体との関係と事業体の活動の重要性
- 事業体の期待損失に対する当事者のエクスポージャー
- 事業体のデザイン

米国GAAPの連結判定ツリー



注(a)：自身の活動および変動持分に加え、報告事業体は、関連当事者およびASC810の下「事実上の代理人」とみなされる当事者両方の活動および変動持分も考慮しなければいけません。

注(b)：一部のサービス業務報酬および意思決定の取り決めは、VIEに対する変動持分を構成しません。

連結はオール・オア・ナッシングの問題です。あるCLOを連結しなければならない場合は、その資産および(第三者に対する)負債のすべてを、連結する当事者の連結貸借対照表に含めなければならないが、所有する持分割合のみを連結するわけにはいきません。第三者である投資家が保有する、連結対象の証券化事業体に対する会計上の持分は、連結財務諸表では非支配持分として表示されます。ただし、SEC提出会社においては注意すべき点があります。SECスタッフとの非公式な意見交換を踏まえると、事業(business)とみなされない資産担保ファイナンス子会社が金融資産に対する受益持分を発行することのみを目的に設立される場合、連結事業体の貸借対照表上、非支配持分の分類について、SECスタッフは異議を唱えることが考えられます。その代わりにSECスタッフは、そうした受益持分は、その法的形態に拘わらず親会社の

連結財務諸表の負債に分類すべきであると考えています⁵。

CLOとCLOを連結する報告事業体との間のサービス業務その他の報酬の取り決めなど、すべての内部取引を連結時に消去しなければならない点を忘れてはいけません。

手順 1: パワー – 最も重要な活動の識別

証券化では通常、事業体の経済的パフォーマンスは原資産のパフォーマンスの影響を最も受けます。しかしながら、CLOのようなストラクチャーでは、負債管理も事業体のパフォーマンスに重要な影響を及ぼしますが、基本的にその影響は最も重要ではありません。原資産のパフォーマンスに影響を及ぼし得る要素の中には、CLOのいずれの当事者も直接コントロールできないものもあり(任意期限前弁済など)、そのためパワーの分析には含まれていません。CLOの原資産のパフォーマンスに最も影響を及ぼす活動は、通常、担保資産の選別、監視、処分における担保マネージャーの活動になります。

これらの活動を指図するパワーを誰が有しているかを分析する際に考えるべき質問には以下のものがあります。

- 自社は一方的なパワーを有しているか。
- あるいは、他の当事者も、関連する権利および責任を有しているか。例えば、
 - CLOの他の重要な活動を指図する当事者が他に存在するか。存在する場合は、どの活動が最も重要であるか。
 - あらゆる重要な決定について同意を得なければならない他の当事者が存在するか。
 - 自社に特定の行為を行うよう指図できる他の当事者が存在するか。
 - 理由を問わず自社を解任できる他の当事者が存在するか。
 - CLOの資産の異なった部分を有するが、自社と同じ活動を指図できる当事者が他に存在するか。
- パワーを行使できる自社の権利は現在有効か、または他の何らかの事象の発生を条件とするか。

担保マネージャーがパワーを有していないケース

状況	以下に示した指針の関連トピックを確認してください
単独の非関連当事者が理由を問わず担保マネージャーを解任できる	解任権(Kick-out rights)
担保マネージャーのすべての重要な決定に、単独または複数の非関連当事者による同意が必要である	参加権(Participation rights)および共有されたパワー
担保マネージャーによる管理の対象資産が、VIEの資産の過半より少ない	複数の当事者がパワーを有する

⁵ SECおよび米国公開会社会計監督委員会(PCAOB)の動向に関する2009年米国公認会計士協会(AICPA)の会議でも、SEC主任会計官室の専門会計官(Professional Accounting Fellow)のBrian W. Fields氏がその講演でこの問題について話しています。

解任権(Kick-out rights)

CLOについては一般的ではありませんが、単独の当事者が実質的な解任権(すなわち、任意で行使でき、偶発事象の発生を条件としない権利)を有する場合、関連する活動に従事している当事者は、解任権を有する当事者の意思次第でその役割から解任される可能性があるため、パワーを有さないこととなります。解任権は、原則、その行使に対して重要な障害が存在しなければ実質的であるとみなされます。行使に対する障害としては、例えば以下のものが挙げられます。

- 行使期間を狭く制限する条件など、行使される見込みがなくなるような条件
- 権利保有者が解任権を行使できる仕組みが十分ではない。例えば、解任権を行使できるのは投資家による総会に限られているが、権利保有者が総会を招集できないなど
- 意思決定者が交代すると罰金または業務上障害が発生し、それが解任の重要な阻害要因になると考えられる
- 後任として適格な意思決定者が十分な数存在しない、または適格な後任者を獲得するには報酬が十分ではない

参加権および共有されたパワー

米国GAAPの下では、参加権(participating rights)とは、ある事業体の経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす当該事業体の活動を指図するパワーのある報告事業体が行行使する行為を阻止する能力をいいます。他方、防御権(protective rights)は、当該権利を保有する当事者の持分を、当該当事者に直接支配するまたは支配を共有する能力を与えることなく保護するようにデザインされた権利をいいます。

それはどのようなことでしょうか。つまり、単独の参加者が、担保マネージャーが行うあらゆる重要な決定を拒否でき、その権利が実質的であるとみなされる場合、それによって担保マネージャーは「パワー」を有さないことになり、パワーは、担保マネージャーと拒否権を保有する参加者との間で共有されることとなります。担保マネージャーの決定を拒否できることに加え、単独の参加者が担保マネージャーに対して、資産を管理するのにどのような行為が必要かを指図できるときは、連結義務はその単独の参加者に移ると考えられます。なお、CLOでは、単独の参加者が、担保マネージャーの行為を阻止する力を有することは稀です。

事業体の経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす全ての活動に関して同意を得る必要がある場合は、その同意取得要件は実質的な参加権であると考えられます。重要でない活動のみまたは一部の重要な活動のみについて同意が必要な場合は、その同意は防御権とみなされるかもしれませんが、パワーは共有されているとは考えられません。さらに、同意要件が実質的であるかを把握するためには、報告事業体は事業体のガバナンス規定を注意深く分析する必要があります(同意が得られなかった場合の帰結など)。

複数の当事者がパワーを有している

複数の当事者がパワーを有するという概念は、二通りの形で実現します。

- 複数の当事者が異なる活動を遂行している。一部のCLOにおいては、あるサービス提供者が資産管理に従事し、他のサービス提供者が資金管理を行うという状況もあり得ます。こうした状況においては、どちらの活動が事業体の経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼすかを判定しなければいけません。すべての事実と状況に基づいて判断することが求められます。
- 複数の当事者が同一の活動を遂行している。複数の非関連当事者が、事業体の関連する活動を指図する決定について共同で合意しなければならない場合は、パワーは共有されており、どの当事者も連結しないとしています。ただし、複数の当事者が別々の資産プールについて個別に同一の活動を遂行している場合は、資産の過半について一方的な意思決定をする当事者が連結することとなります。

手順 2: 事業体に対する変動持分

連結判定の2つ目の手順は、報告事業体の変動リターンにさらされているかを検討するよう求めています。変動リターンは、アップサイド便益（パフォーマンス報酬）、ダウンサイドリスク（保証）、またはその両方（債券や株式への投資）で構成され得ます。米国GAAPでは単に、報告事業体が吸収する変動リターンが、連結判定の対象であるVIEの経済的パフォーマンスに照らし合わせて重要になり得るか否かを検討します。つまり、担保マネージャー（または上の手順1で特定した、指図するパワーを有するその他の当事者）がCLOに対する変動持分を保有しており、その変動持分が、可能性のあるどのシナリオにおいても重要でないとはいえない（more than insignificant）可能性があるときは、この手順2で検討する条件に合致することになります。もっとも、FASBが、サービス提供者が受け取る報酬が事業体に対する変動持分に相当するかを判断する際に検討すべき規準を列挙していることに注意する必要があります。

意思決定者またはサービス提供者に支払われる報酬

サービス提供者またはその他の意思決定者が、事業体に対する変動持分を有することなく、CLOの経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを有する場合もあります。資産運用会社（関連当事者の持分の検討も含む）が以下6つの条件すべてを満たす場合は、その取り決めは変動持分とみなされず、その資産運用会社は連結しないこととなります。このテストの目的は、そのサービス提供者が、本人として行為を行っているのではなく受託者（代理人）として行為を行っているかを判定することにあります。大抵の場合そうですが、CLOが発行した証券の一部を担保マネージャーも所有する場合は、その担保マネージャーは変動持分を有していると考えられます。6つの条件（従来の「B22項」の規準）は以下のとおりです。

- a. 報酬は役務に対する対価であり、当該役務を提供するのに必要な労力に見合った水準である
- b. 報酬のほぼ全額の支払優先順位が、分配日現在、事業体の他の費用と同順位以上である
- c. 意思決定者またはサービス提供者が、個々にまたは集計して、重要でない金額を超える事業体の期待損失を吸収する、または重要でない金額を超える事業体の期待残存リターンを受け取ることになる、証券化事業体に対する他の持分を保有していない
- d. 役務の取り決めに、独立した第三者間で交渉される類似の役務に関する取り決めで通常用いられる諸条件または金額のみで構成されている
- e. 予想される報酬の総額が、事業体の予想される経済的パフォーマンスの総額に比して相対的に重要でない
- f. 予想される報酬は、事業体の予想される経済的パフォーマンスに関連する変動性のうち、重要でない金額を負担すると予想される。

意思決定者またはサービス提供者に支払われる報酬が、上記条件の一つでも満たさない場合は（例えば、担保マネージャーが、基準bを満たさない後順位の報酬、およびインセンティブに基づく報酬のいずれかの報酬を頻繁に受け取るなど）、当該報酬は変動持分となり、当該意思決定者またはサービス提供者は、本章で先に示したASC810の連結判定ツリーの次の手順に進みます。当該意思決定者はまた、その変動持分が、CLO全体に対する変動持分であるか或いはそのCLO内の特定の資産に関連するものかを判定しなければいけません。変動持分が、CLO内の全資産の公正価値合計の半分超に相当する所定の資産に関係する場合、または意思決定者が当該事業体全体に対する他の変動持分を有する場合、当該変動持分は当該CLOに対する変動持分であるとみなされ、当該意思決定者またはサービス提供者は、先に述べた判定ツリーの次の手順に進むこととなります。

一般的な指針として、報酬の取り決めやCLOに対するその他の変動持分を通じて吸収される変動性が、個別にまたは集計して、当該事業体の期待損失または期待残存リターンの10%を超える場合は、上述の項目(c)および(f)の条件は充足されず、意思決定者またはサービス提供者の報酬は変動持分とみなされると考えられます。上の(e)における、証券化事業体の予想される報酬の総額の評価にも、同じ一般的な指針を適用できます。ただし、10%という値を、「重要でない」とを示す明確または安全な定義とみなすべきではありません。

項目(c)、(e)および(f)について行った分析では、事業体の期待される(または予想される)結果を検討しています。したがって、これらの項目に基づいて資産運用会社の報酬を分析する場合、報告事業体は、事業体の期待損失、期待残存リターン、および予想される経済的パフォーマンスの試算において、様々な可能性ある結果を識別し、ウェイト付けることとなります。ただし、報告事業体が、重要でないことを判定するために詳細な定量分析を常に実施することが必要であるとは想定されません。

報告事業体が、上の条件を検討した結果、資産運用会社に支払われる報酬は変動持分であると判定した場合、その資産運用会社の持分は、通常、事業体にとって潜在的に重要となり得る、事業体の損失を吸収する義務または事業体から便益を受け取る権利を表すこととなります。

潜在的に重要な変動持分

変動持分を有する当事者に、CLOにとって潜在的に重要となり得る、CLOの損失を吸収する義務、または便益を受け取る権利がない場合もあります。例えば(以前に説明したB22の規準の一つが充足されないため)定額報酬を受け取る資産運用会社の権利が変動持分に相当しても、その変動持分は、事業体にとって潜在的に重要となり得る便益または義務を必ずしも表すわけではありません。これについて、ASCでは言及されていませんが、基準書第167号が公表された時に結論の根拠(Basis for Conclusions)では説明されており、「当該報酬は事業体の資産の一定比率に留まるため、当該事業体にとって潜在的に重要となり得ることはない、当該固定比率の大きさを根拠にサービサーが判断できる場合もある」とされています。他方、サービス提供者に支払われる報酬に関する上述の規準および黙示的な確率の概念の下で重要でないといみなされる報酬が、後で詳細を説明しますが、潜在的に重要であるとみなされる場合もあります。

ASC810のVIEのサブセクションは「経済的パフォーマンス」を定義していませんが、報告事業体は、当該事業体の活動を指図するパワーを判定する際は、その事業体の目的とデザインについて評価しなければならないと明示しています。同評価では、事業体の変動持分保有者が吸収するすべてのリスクとそれに伴う変動性の検証も行います。ただし、期待損失および期待残存リターンの定量的計算は求められていません。報告事業体は、潜在的に重要となり得る変動持分を有しているか否かを判定する際、確率を考慮に入れるべきではありません。したがって、事業体にとって重要となり得る損失または便益を、報告事業体が吸収または受け取る可能性がごく僅かでもあれば、(そのシナリオが事業体のデザインと矛盾しない限り)報告事業体はかかる条件を充足していることとなります。

比較的に小さいポジションのファースト・ロス・トランシェ(最初に損失を吸収する・ポジション)であれば、重要な金額の損失を負担する可能性はないかもしれませんが、重要な金額の便益を受け取る可能性はあるかもしれません。反対に、大きなポジションの優先クラスであれば、利回りに上限が設定されているため、重要な額の便益を受ける可能性はないかもしれませんが、小さなポジションの劣後クラスよりも多額の損失を負担する可能性があります。

誰が支配しているかの再検討

ASC810におけるVIEに関する指針は、報告事業体に対して、いずれの持分保有者が事業体の主たる受益者であるかという自己の結論を継続的に再検討することを求めています。ある報告事業体が連結に含める必要があるか否かの判定は、以下の事象または状況を受けて変化する可能性があります。

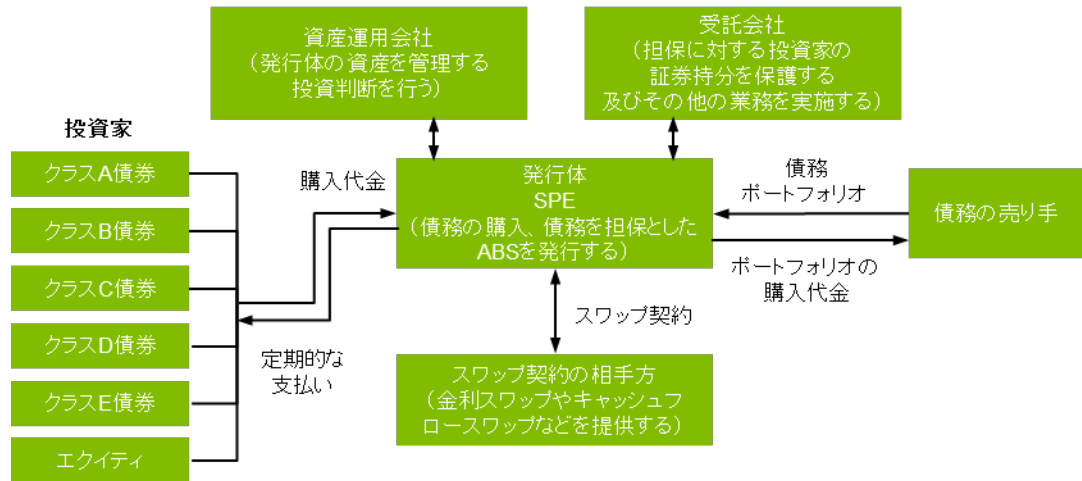
- 事業体のデザインに変更がある(ガバナンスストラクチャーや経営の変更、事業体の活動または目的の変更、事業体が創出し、変動持分保有者に移転するようデザインされた主要なリスクの変化など)
- 変動持分の追加発行もしくは償還、または変動持分の条件の修正
- 事業体の変動持分のカウンターパーティーに変更がある(報告事業体がVIEの変動持分を取得または処分し、その持分の取得/処分の結果、報告事業体の当該事業体への他の関与と併せて、報告事業体が、当該事業体の経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを取得/喪失することになったなど)
- 事業体の予想される経済的パフォーマンスの重要な変化(事業体に関して当初予想されていた損失を著しく上回る損失が生じた結果など)、またはその他の事象(事業体による新たな活動の開始を含む)の結果、事業体の経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを有する報告事業体の変更を生じさせる
- 2人以上の変動持分保有者が関連当事者となる、または関連当事者とみなされなくなり、当該関連当事者グループが、事業体にとって潜在的に重要となり得る損失(便益)を吸収する義務(権利)と事業体の活動を指図するパワーの両方を持っている(持っていた)が、いずれの関連当事者も個別にはいずれの特性も持っていない(持っていなかった)
- 事業体の経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを、ある報告事業体から他の報告事業体に移転させる偶発事象が発生した

継続的な見直しが求められているため、CLO参加者は、主たる受益者の変更が報告期間中のいつ生じたかを判定しなければならない場合があります。取引参加者が、CLOの主たる受益者ではなくなったと判定する場合は、その状況が変わった日をもって連結除外し、損益を認識する必要があります。

CLO — 資産運用会社の役割

CLOは、SPEへの資産を譲渡する譲渡人が存在しないという点で独特な証券化であると言えます。その代わりにSPEは、最初にウェアハウス・ラインからの受取金、その後は証券の販売からの受取金(ウェアハウス・ラインの返済と追加資産を購入する必要があるればその購入に使用されます)を使用して公開市場から資産(優先クラスのシンジケートローンなど)を購入します。CLOのSPEは、債券と優先株式または劣後債を資本市場で発行します。通常SPEは、受託会社に債券保有者の利益保護を、担保マネージャー(通常は受託会社と同じ)にバックオフィスの支援を委託するほか、独立の取締役会も設置します。SPEはまた、通常の証券化においてサービサーが担う役割とは異なる業務を遂行する、担保マネージャー(多くの場合はSPEのスポンサーとなる銀行や資産運用会社)にも業務を委託します。CLOにおいて担保マネージャーは、資産に係る特定の測定や集中が取引文書に準拠したものとなるように、発行体の担保構成を管理する役割を担います。したがって担保マネージャーは、信用取引などのためにどの資産を入れ替える必要があるかの判断、および、どの資産を購入して発行体のポートフォリオに追加するかという判断を行います。さらに、CLOの再投資期間中、担保マネージャーは、

原資産であるローンからの元本受取金を新しいローンへ再投資します。



担保マネージャーはCLOを連結するか

資産運用会社がCLOを組成し、証券のエクイティランシェの一部(例えば35%)を留保していると仮定します。優先債とメザニン債は複数の投資家に販売されます。エクイティクラスは、より優先のランシェに対して信用補完を提供し、CLOの期待損失の過半を吸収できるような規模に設定して発行されています。担保マネージャー業務に対して、資産運用会社は報酬を受け取っており、これには、債券より優先して支払われる優先・マネージメント報酬、CLOの優先株よりも優先して支払われる劣後マネージメント報酬、およびインセンティブ報酬(通常は、エクイティ部分の保有者が所定の内部収益率のリターンを受け取った後の残余キャッシュフローに対する一定比率)が含まれます。

資産運用会社は通常、CLOの経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを有する報告事業体になります。どの資産を取得しどの資産を売却するかを決定する能力を通じて、資産運用会社は、CLOの経済的活動に最も重要な影響を及ぼす活動を指図するという、他とは異なる立場にあります。

関連する活動に対するパワーを有するのは一人の当事者のみですが、CLOの複数の投資家が、潜在的に重要となり得る期待損失を吸収する義務を生じ、または発行体信託のパフォーマンスに基づく重要になり得る期待利益を受け取る投資持分を有する場合があります。

資産運用会社は、発行体信託にとって潜在的に重要となり得る便益を受け取る権利または損失を吸収する義務を有するか否かを検討する際、証券のエクイティランシェを通じたエクスポージャーに加え、マネージメント報酬・劣後マネージメント報酬・インセンティブ報酬の取り決めによる影響も考慮に入れる必要があります。

この結果、この例では、資産運用会社は、CLOの関連する活動に対してパワーを有し、報酬およびエクイティランシェに対する35%の投資を通じて潜在的に重要となり得る変動持分を有すると考えられます。このため、米国GAAPの下で、当該資産運用会社は主たる受益者であるとみなされ、CLOを連結する必要があります。連結対象のCLOに係る会計処理自体も、複雑な処理を要します。資産と負債が公正価値で測定される場合の連結対象のCLOに係る会計処理を明確にした最近の指針の説明については以下を参照ください。

最後に、CLOの資産運用会社が、サービス提供者のモデルにより対応した報酬を受け取る場合、主たる受益者の判定には特に注意が必要です。通常、CLO取引においてよくあるインセンティブ報酬と劣後報酬があると、その劣後性を理由に(および、場合によっては、それらの報酬がもたらすと期待されるリターンの重要性を理由に)、そうした報酬の取り決めは

変動持分とみなされることとなります。しかしながら、優先報酬のみを残したスタティック型取引について(資産運用会社が他の変動持分を保有していない場合)、当該優先報酬は、CLOに対する変動持分とみなされない可能性があります。ASC 810の継続的な再検討の枠組みがあるため、取引の存続期間中に状況が変わり、優先報酬が、資産運用会社が稼得する唯一の実質的な利益になり、資産運用会社が依然としてCLOの主たる受益者であるか否かを厳しくチェックする契機になる場合もあります。資産運用会社が、自己が受け取る優先報酬は変動持分に該当しないと判断する場合は、資産運用会社は、自己の持分にCLOの活動を指図するパワーが備わっているか否かをそれ以上評価する必要はありません(すなわち、資産運用会社は連結しないこととなります)。

連結した CLO に関する会計処理

基準書第167号の適用により、多くの事業体が、初めてCLOやその他の担保資金調達事業体(CFE: collateralized financing entities)の連結を求められるようになり、その結果、CFEの資産および負債を公正価値で測定することが必要、または選択されることになりました。多くの場合、市場のアノミーを原因として、(負債は原資産のパフォーマンスに依拠しているにもかかわらず)資産の公正価値が負債の公正価値を超過していました。この結果、CFEの連結開始時に生じた資産と負債の公正価値の測定差額に関して様々な会計処理が行われました。具体的には、実務において、連結開始時のCFEの資産と負債の公正価値の当初差額を、処分済利益剰余金に直接計上する事業体と、純利益に計上する事業体がありました。

FASBは2014年8月、会計基準アップデート(ASU)No. 2014-13「連結した担保資金調達事業体の金融資産および金融負債の測定」を公表しました。同ASUでは以下の指針を提供しています。

- 報告事業体は、CFEの金融資産の公正価値と金融負債の公正価値のうち、より観察可能な方を用いてその両方の公正価値を測定しなければなりません
- この測定の目的は、連結する事業体に帰属する金額のみ(すなわち、連結する事業体が所有する受益持分の公正価値の変動、および運用サービスに対する発生ベースの報酬額)を損益計算書に反映させることです
- この指針を用いて、CFEを連結しその金融資産または金融負債を測定する報告事業体は、ASC 820、ASC 825および(該当する場合)その他関連する会計基準コーディフィケーショントピックが求めるすべての情報を開示する必要があります。ただし、金融資産または金融負債のうち観察可能性が低い方について、報告事業体は、その観察可能性が低い公正価値の計算に用いた方法のみ開示が求められます。さらに、報告事業体は、自己の受益持分の公正価値も開示し、その公正価値測定に関する必要な開示も行わなければなりません
- 報告事業体は、修正遡及アプローチを用いて(累積的影響調整額を適用初年度期首の資本に計上することにより)ASU 2014-13を適用できます。ただし、報告事業体は、基準書第167号の当該改訂を最初に適用する事業年度の期首に、関連する過去のすべての期間に遡ってこの改訂を適用することもできます

このASUは、公開会社については、2014年12月16日以後に開始する年次期間および当該年次期間内の期中期間から適用されます。公開会社以外の事業体に関しては、2015年12月16日以後に開始する年次期間と、2016年12月16日以後に開始する期中期間から適用する必要があります。本ASUを早期適用することも認められています。

今後の連結についての変更

FASBは現在、ASC 810における連結指針の改訂をまとめています。同改訂案では、連結判定時に、意思決定者が変動持分を有していると判定すべきか否かを評価するための明確な指針が示されています。

この改訂案を協議する当初の意図は、投資運用業界において特定され、投資ファンドに対する基準書第167号の適用が先送りされることになった問題を取り扱うことでしたが、当該改訂案は、CLOを含む他の仕組みに係る連結判定にも影響する可能性があります。

改訂後の指針は、報告事業体が、(1)リミテッド・パートナーシップおよび類似の事業体を連結すべきか否か、(2)報告事業体の関連当事者または事実上の代理人が保有する変動持分がその連結判定に影響するか否か、(3)意思決定者またはサービス提供者に対して支払われる報酬によりVIEを連結することになるか否か、を評価する際に影響する可能性があります。考えられる変更に関するその他の情報については、2014年10月の[Heads Up](#)をご覧ください。

これら改訂案のうち、意思決定者の指針に対する変更がCLOに最も重要な影響を及ぼすことになると見込んでいます。これにより、担保マネージャーによるこれらの事業体の連結に係るこれまでの判定基準がある程度緩和されると考えられます。

担保マネージャーが変動持分を有するか否かの評価における変更案

本章で既に説明したように、現行の米国GAAPの下では、B22項の6規準の全てが満たされない限り、担保マネージャーは変動持分を有すると判定されます。大抵の場合、担保マネージャーは、項目(b)(受け取る報酬の支払優先順位が劣後していない)によりすべての規準を満たしていないとみなされています。FASBIは、報酬の優先順位および重要度に関係がある規準(規準(e)と(f))を削除することを暫定的に決定しました。よって、提案されている規定の下では、意思決定者またはサービス提供者に支払われる報酬が変動持分に該当するか否かの評価では、(1)報酬は「労力に見合った水準である」か否か(現行の規準(a))、(2)報告事業体が、CLOの変動性のうち重要でない金額を超えて吸収する他の直接または間接的持分(関連当事者を通じた間接的持分を含む)を有しているか否か(現行の規準(c))、(3)取り決めに、通常用いられる諸条件のみが含まれているか否か(現行の規準(d))——に重点が置かれています。さらに、報告事業体が他の間接的持分を有するか否かの評価においては、2014年10月のHeads Upで詳しく説明しているように、意思決定者は基本的に、その関連当事者が保有する持分の比例的金額のみを検討することになるでしょう。

B22項の規準の改訂は、最終化されると、CLOの担保マネージャーに重要な影響を及ぼすと考えられます。私たちの予想では、市場における実質すべての担保マネージャーの契約は、上述の(1)および(3)は満たすこととなります。したがって、担保マネージャー(関連当事者を通じた間接的持分を含む)が、CLOの変動性のうち重要でない金額を超えて吸収する他の間接的持分を有さない限り、当該担保マネージャーはCLOを連結しないこととなります。私たちの予想では、B22項の規準の3つが削除され、また意思決定者が評価において、関連当事者が保有する持分の比例的金額のみを検討すればよくなれば、担保マネージャーによって連結されるCLOはより少なくなります。

関連当事者に関する指針の変更案

本章で既に説明した通り、現行の米国GAAPの下では、関連する活動に対するパワーと潜在的に重要な経済的持分の両方を単独で有している当事者は存在しないが、関連当事者グループのメンバーが共同で両方の規準を充足する場合は、当該関連当事者グループのどの当事者が、その事業体と最も密接に関係していると考えられ、従い、連結すべきかを判断するための評価を行います。この指針の改訂案も、最終化されると、連結対象になっているCLOを連結から外したいと望んでいるCLOの担保マネージャーにとってはメリットになるでしょう。具体的には、(比例ベースで間接的持分を検討したうえで)事業体の関連する活動に対するパワーと、同事業体に対する潜在的に重要となり得る経済的持分の両方を単独で有する関連当事者グループのメンバーはいないが、関連当事者グループのメンバーが(全体で)この両方の規準を充足している状況では、提案されている指針のもとでは、次の(1)から(3)のいずれかが該当しない限り、関連当事者グループ内の当事者誰かが連結しなければならないということはありません。(1)パワーが関連当事者グループのメンバーによって共有されている、(2)関連当事者グループのメンバーが共通の支配下にある、(3)CLOのほぼすべての活動が、関連当事者グループ内の単独の当事者のために行われている。

変更案の適用に係る設例

設例1

資産運用会社がCLOを組成し、当該資産運用会社の持分法適用会社が証券のエクイティランジェの80%を留保していると仮定します。当該持分法適用会社はリミテッド・パートナーシップであり、資産運用会社は同リミテッド・パートナーシップに5%出資しています。優先債とメザニン債は複数の投資家に販売されます。エクイティクラスは、より優先のランジェに対して信用補完を提供し、CLOの期待損失の過半を吸収できるような規模に設定して発行されています。担保マネージャー業務に対して、資産運用会社は、市場や慣例に沿った報酬を受け取ります。報酬には、債券よりも優先して支払われる優先・マネージメント報酬、CLOの優先株式よりも優先して支払われる劣後マネージメント報酬、およびインセンティブ報酬が含まれます。

資産運用会社が、CLOの経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを有する報告事業体であると仮定します。資産運用会社は、報酬が相応であり慣例に沿ったものであるという規準は満たしています。しかしながら、資産運用会社の関連当事者が、CLOの変動性のうち重要でない金額を超えて吸収する持分を保有しているため、資産運用会社は変動持分を有していると判定されます。

現行の米国GAAPとは異なり、報酬の取り決めはCLOに対する変動持分とみなされますが、資産運用会社は、優先・マネージメント報酬、劣後マネージメント報酬、インセンティブ報酬は市場や慣例に沿った水準であるため、これらの報酬による影響を考慮しません。現行の米国GAAPとのもう一つの相違点は、資産運用会社はCLOの経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを有していると判定されますが、CLOに対して直接的な持分を保有していないため、資産運用会社はまず、(関連当事者が保有する)「間接的」持分が、比例ベースで考えて、CLOへの潜在的に重要となり得る経済的持分を資産運用会社に提供するか否かを評価するという点です。この場合、比例ベースで考えると、資産運用会社は、CLOのエクイティランジェの4%を関連当事者を通じて間接的に保有しています(すなわち、資産運用会社は関連当事者に対する持分を5%保有しているため、CLOのエクイティランジェの4%[関連当事者が保有する80%の持分の5%]に対するエクスポージャーを資産運用会社が有していることとなります)。エクイティランジェの4%保有には、報告事業体にCLOにとって潜在的に重要となり得る損失を吸収する義務または便益を受け取る権利を提供しないため、資産運用会社は、間接的持分を加味しても、CLOを連結するのに必要な2つの特徴を単独では有していないと結論付けることとなります。さらに、当該関連当事者グループは両方の特徴を有していますが、(1)CLOに対するパワーが共有されていない、(2)当事者は共通の支配下にない、(3)実質的にすべての活動が資産運用会社または持分法適用会社のために行われていない、という理由から、いずれの当事者もCLOを連結する必要はありません。

この結論は、2つの理由から現行の米国GAAPと異なります。

1. 報酬は一部支払優先順位が低いことから報酬を考慮しなければならないため、資産運用会社は単独で2つの特徴を有することになり、連結すべきであるとおそらく判定されることとなります。
2. 担保マネージャーが単独で2つの特徴を有していなかったとしても、当事者が共通の支配下にあるか否かにかかわらず、現行の米国GAAPの下で関連当事者の判定を実施しなければなりません。従って、本章で先に説明した通り、最も密接な関係にあると判定された当事者が連結しなければならなくなります。

設例2

CLOが発行した証券の全トランシェの95%(設例1よりも保有残高が大きい)を持分法適用会社が保有する以外は、設例1と同じ設定と仮定します。資産運用会社も持分法適用会社も、各々の持分を個別に検討する時は、いずれもこのCLOを連結する必要はありません。さらに、上の設例1において説明した理由と同じ理由から、間接的な持分4.75%(持分法適用会社が保有する95%の持分の5%)を加味しても、資産運用会社は、CLOを連結するのに必要な2つの特徴を単独では有していないと結論付けることになります。しかしながら、FASBIによる提案のもとでは、関連当事者グループとしては連結するのに必要な特徴を有しており、またCLOの実質的にすべての活動が持分法適用会社のために行われるため、持分法適用会社は当該CLOを連結しなければならなくなります。

設例3

資産運用会社がCLOを組成し、5%の垂直持分(vertical interest)(すなわち、CLOの一部として発行された資産担保証券持分の各クラスに対する持分)を保有していると仮定します。資産運用会社は、「CLOに対する規制の影響」の章で詳述しているリスク・リテンション規制に則した垂直型トランシェをデザインしました。担保マネージャー業務に対して、資産運用会社は、市場や慣例に沿った報酬を受け取ります。報酬には、債券よりも優先して支払われる優先・マネージメント報酬、CLOの優先株式よりも優先して支払われる劣後マネージメント報酬、およびインセンティブ報酬が含まれます。

資産運用会社が、CLOの経済的パフォーマンスに最も重要な影響を及ぼす活動を指図するパワーを有する報告事業体だと仮定します。資産運用会社は、報酬が相応であり慣例に沿ったものであるという規準は満たしています。さらに、資産運用会社が所有する垂直持分は、(全トランシェの5%しか所有していないため)CLOの変動性のうち重要でない金額を超えて吸収しないため、資産運用の取り決めは変動持分に該当しないと判定されます。

現行の米国GAAPの下では、劣後報酬部分があるため、資産運用の取り決めは変動持分であるとみなされることとなります。5%の垂直持分とインセンティブ報酬部分により、資産運用の取り決めが規準(e)および(f)も満たすことになる可能性が高くなり、資産運用契約が変動持分とみなされる他の潜在的な2つの理由になります。しかしながら、予定通りに新しい基準が最終化されれば、資産運用会社が受け取る報酬は、市場の慣例に沿った水準であり、独立第三者間で交渉される条件と同じ内容であるため、主たる受益者の判定において考慮されなくなります。さらに、垂直持分がCLOの経済的パフォーマンスの5%超を吸収することは決してないため、主たる受益者の判定から、資産運用会社の報酬を受け取る権利を適切に除外すれば、資産運用会社は、CLOにとって潜在的に重要となり得る便益を受け取る権利または損失を吸収する義務を有することにはなりません。従って、資産運用会社は、CLOの主たる受益者ではなくなります。

改訂案による CLO への影響の概要と予想実施時期

これらの改訂案が最終化されると、資産運用会社が連結対象から外すCLOが出てくる可能性があります。FASBIは、修正遡及適用とし、完全遡及適用も選択できることを暫定的に決定しました。この指針は、12月決算の公開会社については2016年から、12月決算の非公開会社については2017年から発効になる見通しです。FASBIは早期適用を認めることを暫定的に決定していますが、早期適用した場合は、適用日を含む年次期間の期首からこの指針を適用することを要求しています。

この指針が公表される前に会社は何を検討すべきでしょう。強制適用日までは1年以上の準備期間が設けられる見通しですが、連結範囲から外せるようになるCLOがあるのであれば、多くのCLOの資産運用会社にとって、早期に適用するメリットがあると考えられます。つまり、12月決算の会社であれば、この指針が2014年12月31日終了事業年度に係る財務諸表を提出する前に公表される場合、2014年度の期首まで遡って適用できるということです。適用日にかかわらず、この新しい基準により会社は、財務諸表、連結プロセス、支配関係への影響を評価することが求められることになります。すべての法的主体の関与が、この新しい指針の下での専門的な分析と開示の改訂、そして裏付けとなる情報を収集するプロセスの強化を要求することになります。

運用報酬に関する来るべき変更

2014年5月、FASBは顧客との契約から生じる収益に関する最終基準を公表しました。FASBがASU No.2014-09「顧客との契約から生じる収益」として公表したこの基準は、顧客との契約から生じる収益の会計処理において事業体が必要とするべき包括的な単一モデルを示すものであり、業界ごとの指針を含め、収益認識に係る直近の指針に取って代わります。CLOの資産運用会社は、改訂された規定に基づく収益の取り決め（パフォーマンス連動型報酬およびアップフロント・フィーを含む）を評価し、サービスに関連する収益の認識方法を決定する必要があります。

FASBによる変更では、以下の5つのステップを順番に踏んで収益を認識します。

- 顧客との契約を特定する
- 契約における履行義務を特定する
- 取引価格を算出する
- 取引価格を契約の各履行義務に割り当てる
- 事業体が履行義務を履行したときに（または履行するにつれ）収益を認識する

FASBは、最終化した基準において、収益認識の新指針における基本原則をあらかじめ次のように明示しています。「事業体は、約束した財またはサービスの顧客への移転を、当該事業体がそれら財またはサービスの見返りとして受け取る権利がある対価が反映された金額で表すために収益を認識することになります。」

パフォーマンス連動型報酬への影響

CLOの資産運用会社の報酬の取り決めには、運用資産のパフォーマンスに応じて金額が決まる成功報酬が含まれている場合があります。運用資産のパフォーマンスを、市場指数など外部要因と比較して評価することもあれば、報酬の取り決めには、ハイ・ウォーターマークや運用成果基準など複雑な仕組みを盛り込むこともあります。パフォーマンス連動型報酬には、成功報酬やインセンティブ報酬が含まれます。

各報告期間において、資産運用会社が最終的に受け取ることになるパフォーマンス連動型報酬の金額は、報酬が確定またはほぼ確定するまで不確実な場合があります。さらには、資産運用会社に支払われたパフォーマンス連動型報酬が、将来の運用成績の悪化に対するクローバック条項の対象である場合もあります。クローバック条項は、運用資産が清算されるまで存続する場合があります（報酬が支払われてから数年も後になることもあり得ます）。

EITF D-96(ASC 605-20-S99-1に編纂)におけるSECスタッフの指針では、パフォーマンス連動型の運用報酬の認識について2つの選択肢を示しています。したがって資産運用会社は、次のいずれかの方法の会計方針を選択します。

- 契約が終了するまでパフォーマンス連動型報酬の収益認識を繰り延べる（「方法1」）
- 取り決めにおける解約条項により実現可能であると考えられる期中の日現在で収益を認識する（「方法2」）

FASBが公表した改訂はEITF D-96の指針に取って代わるものではありませんが、同改訂は変動対価(資産運用会社が運用資産の変動に応じて対価が変動する取り決めを含む)が盛り込まれている契約について特定の規定を定めています。具体的には、変動対価(またはその一部)の見積額が、認識した収益の累積額が重要な戻し入れの対象にならない可能性が高い範囲内に限り、取引価格に含める(従って、認識の条件を満たす)ことを示しています。こうした考え方は、「制限(constraint)」と通常呼ばれています。事業体は、変動対価を取引価格に含めるか否かを決定する際に判断を用いることができますが、FASBは、変動対価が、当該事業体の影響が及ばない要因(市場のボラリティリティを含む)に左右される可能性が高い場合、その対価は将来、重要な戻し入れの対象になる可能性があります。

資産運用会社のパフォーマンス連動型報酬は、その運用資産の将来のパフォーマンスによる影響を受ける可能性があるため、資産運用会社に支払われるパフォーマンス連動型報酬のどの程度が、将来の戻し入れの対象にならないかを正確に予測することは、当該報酬が確定するまたはほぼ確定するまでは困難です。したがって、現在方法2を適用している資産運用会社においては、こうした報酬に係る収益認識の時期は、報告日現在で認識できる収益金額に対する制限によって著しく遅れる可能性があります。

判断の利用の増加

経営者が、履行義務の特定および各履行義務への収益の割り当てに関連する規定を含め、特定の規定を適用する際に重要な判断を行う必要があります。資産運用会社は、収益認識パターンの変更に対応できるように、当該基準が明確にどのように適用されるかを検討することが重要になります。

この新指針は2016年12月15日まで発効しませんが(米国GAAPを適用する非公開事業体については、最大1年延期できる)、資産運用会社は、変更点を慎重に検証し、現在適用している会計方針、手続、システム、プロセスに生じる可能性のある影響を評価し始める必要があります。

CLO の投資家と発行体に関する 税務上の論点

CLOは複数のエクイティクラスを発行しますが、それぞれ、米国連邦所得税上の取り扱いが異なります⁶。各クラスの所有に係る税務上の影響を把握できれば、発行体および投資家は、税引後リターンを適切に評価できるようになり、明らかにこれはすべての関与者にとって重要になります。税金を検討する時は、取引から生じる可能性がある課税所得または欠損金の時期および性質を理解することが欠かせません。

- 時期: 適切な税務上の報告期間の決定には、現金主義対発生主義、または時価会計の適用など、正確な税務会計の適用が求められます
- 性質: 所得を経常所得に分類するかまたは資本所得に分類するか、特別税率、制限、その他適用される可能性のある規則の決定

債務クラス

CLOは通常、米国の税務上では債務になる複数クラスの債券を発行します。税務規則⁷では、利息、ディスカウント、プレミアムについて特別な規則が定められており、発行日に取得した債務証券と流通市場で購入した債務証券とが区別されています。投資家が流通市場で(すなわち、発行日より後に)債務証券を購入する時に生じるディスカウントまたはプレミアムは、発行体の課税所得に影響しませんが、投資家による経常所得の算定においては考慮に入れる必要があります。主として投資家は、適用される税務規則に基づいて、以下に示す項目をそれぞれ別々に会計処理しなければなりません。ただし、税務規則は、債務証券の利息、ディスカウント、プレミアムをすべて総額で会計処理するという選択肢も認めています。

利息

税務上では、利息は適格約定利息(QSI)と非適格約定利息(非QSI)の2つに大別されます。QSIは、税務上では利子所得とみなされます。QSIおよび元本以外の支払いは非QSIの支払いに該当し、通常は発行時ディスカウント(OID)の一部として会計処理されます。CLOにおける繰延可能利息は基本的に非QSIに該当するため、当該利息は、少なくとも毎年1回無条件で支払われるわけではないことから、保有者の会計処理方法にかかわらず、経済的に発生するつれ認識する必要があります。したがって、現金主義納税者でも、繰延可能利息を所有する場合は、支払時期にかかわらず、発生時に繰延利息を認識する必要があります。

⁶ 特に記載がない限り、本章の説明は米国連邦所得税上の論点を取扱います。したがって、「所得税」または「税金」はすべて、米国連邦所得税を指します。

⁷ 「税務規則」は、改訂後の1986年内国歳入法と、同歳入法に基づく2014年10月31日時点の規則のことを指します。

ディスカウント

一定のデミニマス・ルールが適用されますが、満期時の約定償還価格（SRP）よりも低い発行価格を有する負債性金融商品は、原則、OIDを有するとみなされます。負債性金融商品のSRPIは、QSI以外の負債性金融商品に関して行われると予想される、すべての支払合計額（すなわち、元本と非QSIの支払合計額）と等しくなります。OIDは、一定の利率による方法を用いてその金融商品の存続期間にわたり償却され、各期の利益として認識される必要があります。

負債性金融商品を発行日より後にSRPよりも低い価格で（または、OIDで発行された負債性金融商品の場合は、その調整後発行価格（AIP）よりも低い価格で）取得した場合は、その負債性金融商品は市場ディスカウントを有していることとなります。市場ディスカウントは多くの投資家にとって非常に重要です。何故なら、このルールにより、保有者の利益のすべてまたは一部を経常所得に再分類することになるため、受益者としてのキャピタルゲイン税率の適用が認められなくなるからです。要するに、税務規則は、いかなる売却益も、市場ディスカウントがその売却日までに発生した範囲で、経常所得とすることを求めています。また、当該金融商品に係るいかなる支払いも、市場ディスカウントが支払日までに発生した範囲で経常所得として認識されます。保有者はまた、市場ディスカウントを発生時に認識することも選択できます。この選択肢は、課税所得の最大化を図りたい保有者や、米国GAAPと税務上の差異を最小限にしたい保有者に有用であると考えられます。

プレミアム

税務規則の下では2つの種類のプレミアムが存在します。(1)市場プレミアムと(2)取得プレミアムです。市場プレミアムは、負債性金融商品がSRPより高い価格で取得された場合に生じます。負債性金融商品がOIDで発行された場合は、保有者はOIDを会計処理することが求められないため、市場プレミアムのみを会計処理します。保有者は、課税対象の負債性金融商品に係る市場プレミアムを償却することは求められていませんが、負債性金融商品の最終利回り（税務上の利回りなど）に基づいて償却することも選択できます。

取得プレミアムは、負債性金融商品が、AIPよりも高い価格だが、SRPと同じまたはそれよりも低い価格で取得された場合に生じます。AIPは、負債性金融商品の発行価格に、OCIのそれまでの計上額を加算し、元本および非QSIの支払い分を控除して計算します。この場合、保有者は当該負債性金融商品に係るOIDを引き続き計上する必要があります。取得プレミアムの償却は強制であり、各期の償却額は、当期発生したOID計上額に、保有者の取得日時時点の残存OIDに対する取得プレミアムの固定率を乗じて得た額と等しくなります。

エクイティクラス

エクイティストラクチャーの底辺にある1つまたは複数のクラスは、税務上ではほとんどの場合、CLOに対するエクイティの所有として扱われます。これは、通常インカム・ノート、劣後ノート、優先株式と分類されるクラスになります。たいてい、税務上エクイティとしてのクラスの状況は、目論見書の税金のセクションに開示されます。

エクイティクラスの所有に係る税務上の影響は、CLOの法的小および税務上のストラクチャーによって異なります。米国で販売されているCLOで最も一般的なCLOの法人格は、ケイマン諸島で設立された非課税扱いの有限責任会社です。この事業体は、税務上の適格事業体（eligible business entity）であるため、所有者の数および状況に関連して提出した選択肢に応じて、独立した課税対象として取り扱われないみなし事業体（disregarded entity）、パートナーシップ、または法人（corporation）として取り扱われる可能性があります。

CLOの最も一般的な税務上の特徴は法人に似ています。外国法人として扱われるCLOは、米国税務上では、PFICまたは非支配外国法人（CFC: controlled foreign corporation）のいずれかになります。これは、すべての所得が基本的に受動的活動から生まれたもの（利息、配当金など）であるとみなされるからです。米国所得税務上の債務としてみなされない、PFICまたはCFCに対する持分を保有する米国の投資家には、基本的に特例が適用されます。

CLOのエクイティの10%未満の米国の保有者またはCFCではないCLOの保有者は、PFICの枠組みの対象になります。CLOの課税年度の最終日にCFCのエクイティの10%以上を所有する米国の投資家は、現行では、CFCの純利益(ただし損失ではない)の比例按分割合を、サブパートFの所得として課税所得に含める必要があります。このような10%保有株主の保有残高合計が、CLOのエクイティの50%を超える場合は、当該CLOはCFCとしてみなされます。

PFICの保有者は、内国歳入長(IRS)申告書8621で適格選択ファンド(QEF)を選択することで、PFICの純利益(ただし損失ではない)に対するその時点での比例按分割合を課税所得に含めることを選択できます。QEFを選択しない場合、その投資家は、CLOが分配金を支払う時に、一定の不利な利息の支払を課される場合があります。

他の税務上の地位: パートナーシップとみなし事業体

CLOは、税務上、パートナーシップまたはみなし事業体として扱われる場合もあります。エクイティ保有者が一人しかいないCLOは、みなし事業体として扱われ、CLOの資産および負債はすべて、あたかも当該エクイティ投資家が直接保有しているかのように処理されます。複数のエクイティ保有者がいるCLOは、パートナーシップとして扱われることを選択できます。税務上では、パートナーシップはフロースルー事業体として扱われるため、パートナーシップが認識する所得、控除、利得、欠損金の全項目が各保有者に配分されます。

フロースルーの地位は、複数のCLOへの投資からの所得と控除を合算できることで恩恵を受けられるストラクチャーになっている株主や、外国法人からの配当金よりも貸付金からの所得として認識した方が税務上有利になる課税上の地位にある者に有益になる場合があります。

納税申告、必要な開示、関連罰則

上で概説したCLOの課税上の地位に応じて、事業体自身およびその米国のエクイティ保有者、またはそのいずれかは、IRSおよび金融犯罪取締ネットワークに各種書類を提出する必要があります。提出が必要な一般的な書類を以下に記載しましたが、各事業体においては、税務顧問に相談し、各自固有の状況において求められる書類を確認してください。

- **Form 926:** 外国法人に100,000ドル超を投資している米国の納税者、または外国法人の株式を10%以上保有している者が提出しなければならない書類です。CLOに投資しているパートナーシップの特定のパートナーであれば、直接提出しなければならない場合があります。提出を怠った場合は通常、100,000ドルが移転した金額の合計の10%のうちいずれか低い方の額の罰金が科されます⁸。
- **Form 8938:** 特定外国金融資産報告書(Statement of Specified Foreign Financial Assets)を現在提出しなければならないのは個人の納税者に限られています。外国資産の価値が合計で所定の基準を超えている場合に、この書類を提出しなければなりません⁹。提出を怠った場合は10,000ドル以上の罰金が科されます。また、全て正確に記入された書類が提出されない場合、この情報に関する時効は成立しません¹⁰。
- **Form 8621:** PFICの株主は毎年提出する必要があります¹¹。

⁸ 内国歳入法Section 6038B

⁹ 内国歳入法Section 6038D

¹⁰ 内国歳入法Section 6501(c)

¹¹ 内国歳入法Section 1298(f)

- **Form 5471**: 特定の外国法人の米国の所有者の年次報告書。CFCの米国のエクイティ保有者は提出する義務があります。また、状況によっては、非CFCのエクイティの10%以上保有者も提出する必要があります。提出を怠った場合は10,000ドル以上の罰金が科されます。また、すべて正確に記入された書類が提出されない場合、この情報に関して時効は成立しません¹²。
- **Form 1065**: パートナーシップの所得申告 (Partnership Return of Income)。パートナーシップの形態をとっているCLOは、この書類を提出するほか、米国の保有者に係る課税所得をSchedule K-1を用いて報告が必要な場合があります。
- **Form 8865**: 特定の外国のパートナーシップの米国の所有者の年次報告書
- **Form 8858**: 特定の外国のみなし事業体の米国の所有者の年次報告書

米国の税務申告上の要求を満たすのに必要な情報を投資家は十分入手できない場合がほとんどである点に注意する必要があります。したがって、CLOの資産運用会社は、CLOが米国の税務専門家を雇い、CLOのエクイティへの米国の投資家に必要な情報を提供する必要があるかを検討すべきです。

仮想所得

CLOのエクイティ部分では、エクイティクラスへの分配金を上回る所得が生じることが多いです。分配金を超過する所得を「仮想所得 (phantom income)」と通常呼びます。仮想所得を最小限にする税金対策は、エクイティクラスに係る税引後リターンの最大化を図るためには重要になります。また、法人事業体のエクイティ保有者は欠損金を認識しないため、可能な限り欠損金を避けるためのプランニングも、エクイティ保有者にとって有利になる点にも注意する必要があります。

仮想所得は、エクイティ保有者への分配以外に現金が利用されるようなストラクチャー上の特徴からも生じる場合があります。例えば、CLOでは、資産の売却により得た現金を、再投資期間中に他の資産へ再投資するというのが一般的に行われます。したがって、こうしたポジションに伴う正味利益、市場ディスカウント、またはOIDにより、この期間中、エクイティ投資家に対して仮想所得が生じます。

仮想所得はまた、税務上の会計処理と分配金との間の単純な差異によっても生じる場合があります。例えば、OIDの計上は、対応する現金を受け取っていないのに課税所得が生じます。その他にも、課税対象項目は発生主義を用いて申告しなければなりません。証券化事業体は所定の支払日にしか分配金の支払いを行いません。また、債券の発行に伴う費用は税務上では償却し、当該債券の加重平均残存年数にわたって控除されます。

さらには、現金の受け取り時期とエクイティクラスへの分配時期との間の単純な差異によっても仮想所得が生じる場合があります。

¹² 内国歳入法Section 6501(c)(8).

例: 仮想所得

投資家は、CLOであるRCLOリミテッド(RCLO)の優先株式を40%所有しています。当該CLOは、まだ再投資期間中にあります。投資家は、RCLOはCFCではないと報告を受けています。投資家は、PFICの年間報告書を受け取り、RCLOの所得が13,950,000ドルであることが通知されました。投資家が課税年度中にRCLOから受け取った分配金は4,900,000ドルのみでした。担保マネージャーとRCLOの税務顧問に問い合わせたところ、RCLOの課税所得が以下の計算によって求められたことがわかりました。

受取利息/報酬	\$26,500,000
市場ディスカウント	800,000
ローンの売却益	3,000,000
支払利息	(12,000,000)
発行債券に係るOID費用	(1,000,000)
運用/管理費用	(2,250,000)
債券発行費用の償却	(1,100,000)
所得	\$13,950,000

投資家がRCLOに関してQEFを選択している場合、その投資家はForm 8621を提出する必要があり、RCLOの所有に対する5,580,000ドル(13,950,000ドルの40%)の課税所得を申告することになります。RCLOに関する投資家の税務基準額はこの金額分増える一方、当課税年度中にこの投資家が受け取った分配金額分減少します。

ローン取得期間

現在組成されているCLOの多くが、ローン取得期間(warehouse period)中に、債券を発行し、ローンを保有するケイマン籍のビークルを保有しています。ローン取得期間中は通常、ファースト・ロスの負担者がCLOの税務上の所有者として扱われる点に注意する必要があります。この期間中に得た所得は、実現した利益を含めて、CLOの所得に含まれ、CLOのクローリング前の課税年度でも所得が生じる場合があります。税務上の所有者は、Form 926、8621、5471等を提出し、所得の持分を申告する必要があります。ローン取得期間中における事業体の納税様式(法人にするかパートナーシップやみなし事業体にするか)を、CLOがクローリングの際に課税上の地位を変更できることを念頭に入れつつ、慎重に検討することは優位になる可能性があります。

FATCA

CLOは、2010年に米国政府が制定した外国口座税務コンプライアンス法(FATCA: Foreign Account Tax Compliance Act)の下では、外国金融機関(FFI: foreign financial institutions)に該当します。したがって、CLOは、同法に基づく報告義務および状況によって生じる源泉徴収義務の対象になります。最終規制で定められているように、同法に基づくCLOの義務は、同法上での地位によって異なります。FATCA規定の厳密な適用は複雑であるため、各CLOの地位は税務顧問に確認する必要があります。以下に、CLOに適用される規定の概要をまとめています。

2014年1月17日以前から存在しており、且つ一定の基準を満たすCLOは通常、期限付債券投資事業体(Limited Life Debt Investment Entity)とみなされます。この場合、当該CLOは認証みなし遵守(Certified Deemed Compliant)FFIに分類されることになり、登録する必要はありません。なお、設立した法域によって、この例外規定を適用するのに満たす必要がある要件が異なる場合があります。

ケイマン諸島、アイルランド、または政府間協定(IGA: Intergovernmental Agreement)のモデル1締結国において設立された事業体

ケイマン諸島、アイルランド、またはIGAのモデル1を米国と締結している国(例外規定を満たさない国)において設立されたCLOは、「Reporting Model 1 FFI」に分類されることになります。これは、当該事業体は、IRSに登録して、グローバル仲介者証明番号(GIIN: Global Intermediary Identification Number)を取得して、IGAおよび設立国によって公表されている基準に従って、米国人口座の本人確認や提出書類など、必要な情報を関係政府に提出しなければならないことを意味します。CLOの資産運用会社は、オフショアのアドミニストレーターおよび受託会社と連携を図り、例外規定が適用されるかを判定し、適用されない場合は、2015年から必要な報告がなされるようにする必要があります。[このリンク先](#)をご覧ください。このリンク先を閲覧いただき、ケイマン諸島における必要な報告に関する指針をご確認ください。

CLO に対する規制の影響

CLOは、原資産が主にレバレッジドローンである証券化ストラクチャーです。したがって、証券化とレバレッジドローンの中間に位置づけられますが、いずれの資産クラスについても、近年は監督強化の対象になっています。証券化は常に規制指針の論点になっています(例えば、リスクの高い複雑な仕組みの金融取引に関する健全な実務に係る関連当局の意見書(Interagency Statement on Sound Practices Concerning Elevated Risk Complex Structured Finance Activities)¹³)。そして、先般の景気低迷を受けて、規制当局は、バーゼルIIIを通じて、さらには直接且つ間接的にドッド=フランク・ウォールストリート改革・消費者保護法(DFA: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)を通じて、新たな規制基準を導入しました。規制当局は、2013年にInteragency Guidance on Leveraged Lending(レバレッジドローンに関する関連当局の指針)¹⁴を公表し、最近では2014年11月、「レバレッジドローンは依然懸念している」と指摘する報告書を公表しています¹⁵。

銀行は通常、CLOの運用、組成、または投資を行っており、その役割に応じて、米国の規制機関が定める各種規制基準の対象になっています。本章では、米国における以下の重要な規制分野の概要を示します。

- 自己資本規制(信用リスクおよび市場リスク)
- レバレッジ規制
- 流動性リスク規制
- ボルカー・ルール
- 証券化のリスク・リテンション規制

自己資本規制(信用リスクおよび市場リスク)

上述のとおり、景気低迷への対応として、規制当局は自己資本規制の取り扱いを全面的に見直し(通称バーゼルIII)、その結果、はるかに高い水準の自己資本(特に、証券化のエクスポージャーについて)が求められるようになりました。大別すると、米国バーゼルIIIにより、金融機関は次の2種類のアプローチの対象となります。

- 先進的手法(Advanced Approach)(2014年1月より実施):バーゼルIIIに代わるもので、大規模な国内銀行および国際的に活動する銀行(総資産が2,500億ドル超、または100億ドル超の海外向けエクスポージャー)に適用されます。
- 標準的手法(Standardized Approach)(2015年1月より実施):バーゼルIIIに代わるもので、その他すべての銀行(1億ドル超)に適用されます。

また、マーケットリスク規制対象銀行(トレーディング・ポートフォリオが10億ドル超または総資産の10%)は、マーケットリスクの枠組みに基づく所要自己資本の対象にもなります。バーゼルIIIにおけるマーケットリスクの枠組みに関する変更(バーゼル2.5と呼ばれることもあります)は、先進的手法と標準的手法の両方に適用され、2013年1月から実施されています。

¹³ <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2007/SR0705.htm>

¹⁴ <http://www.federalreserve.gov/bankinfo/srletters/sr1303.htm>

¹⁵ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20141107a.htm>

バーゼルIIIによる証券化の枠組みに対する強化には、証券化および再証券化の定義の改訂も含まれます。さらに重要なのが、新しい階層ストラクチャーの計算手法を導入した点と、厳しいデューデリジェンス基準が課される点です。したがって、バーゼルIIIの枠組みに基づく証券化エクスポージャーの取り扱いの実務的に複雑になり得ます。

証券化リスクに応じた所要自己資本算定手法のヒエラルキー

証券化エクスポージャーには、所要自己資本を算出するための取り扱い手法のヒエラルキーが適用されます。この手法のヒエラルキーはバーゼルIIIのもとでは大きく変わっており、DFA第939A条の要求に基づき、バーゼルIおよびバーゼルIIでは利用できた格付準拠方式(Rating-Based Approaches)が除外されました。バーゼルIIIでは、バーゼルIIで利用できた指定関数手法(SFA: Supervisory Formula Approach)を残したほか、(トレーディング勘定設置銀行以外の銀行の)標準的手法に関しては、バーゼルIで定義されているグロスアップ手法(Gross-up Approach)を維持しました。さらに、新しい簡易SFA(SSFA)手法が導入されました。

SFA: 先進的手法採用行のみが使用でき、データ入手できない場合を除き、適用しなければなりません。なお、データ入手できない場合は、SSFAを適用できます。SFAによる所要自己資本は、原資産プールをあたかも貸借対照表上で直接保有していると仮定し、一定のトランシェに係る劣後レベル(すなわち、下位トランシェの損失吸収力)を加味した所要自己資本の見積額(「Kirb」)に基づく額です。SFAは当局指定の計算式を用いて所要自己資本を計算します。劣後レベルがKirbの基準を下回るトランシェ部分については1250%のリスクウェイト(RW)が適用され、Kirbの基準を上回る優先のトランシェについては、資本賦課は徐々に少なくなります。ただし、リスクウェイトには20%の下限が設定されています。

SSFA: SSFAは、バーゼルIIIの規制の下新たに導入された手法で、標準的手法および先進的手法の両方において用いることができます。SSFAは、SFA手法と比較して、極めて簡易な計算です。先進的手法の下では、金融機関は、SFA手法を使用して所要自己資本を計算できない場合のみ、SSFAを適用できます。他方、標準的手法の下では、SSFAは最初に検討される選択肢です。特に、マーケットリスク規制対象銀行にとってはそうです。また先進的手法採用行が何らかの取引に対してSFAを用いたとしても、コリンズ修正条項¹⁶⁾にしたがって、標準的手法による自己資本フロアの計算のため、当該取引についてSSFAに基づく所要自己資本を計算する必要があります。

その名が示す通り、SSFAはSFAと同じような手法を採用しており、原資産プールをあたかもバランスシート上で直接保有していると仮定し、一定のトランシェに係る劣後レベル(すなわち、下位トランシェの損失吸収力)を加味した所要自己資本の見積額に基づく額です。SFA同様、SSFAも、原資産のエクスポージャーに係る加重平均リスクウェイト(「Kg」)の基準を下回る劣後レベルのトランシェ部分については1250%のリスクウェイトが適用され、Kgの基準を上回る優先のトランシェについては、資本賦課は徐々に少なくなります。ただし、リスクウェイトには20%の下限が設定されています。

グロスアップ: マーケットリスク規制対象銀行以外の銀行である標準的手法採用行には、SSFAの代わりにグロスアップ手法を使用する選択肢が認められています。ただしその場合は、すべての証券化エクスポージャーに対してグロスアップ手法を適用しなければいけません。グロスアップ手法は、バーゼルIと同様、トランシェの劣後度合いと原資産プールに適用されるリスクウェイトに基づきます。最終的なリスク・アセット(RWA)は、「エクスポージャーの額」と、「比例持分」に「支払順位が高い額」を乗じて得た額の和に、平均リスクウェイトを適用して求めます。ただし、リスクウェイトには20%の下限が設定されています。

¹⁶⁾ コリンズ修正条項は、米国の付保預金取扱金融機関に適用されるレバレッジ基準およびリスクベース基準を、米国の銀行持株会社に強制適用するものです。これには、外国の銀行組織の米国中間持株会社、貯蓄金融機関持株会社、およびシステム上重要なノンバンク金融会社も含まれます。

1250%のリスクウェイト: 上記手法のいずれも適用できない、または銀行がデューデリジェンス基準を満たさない場合、証券化エクスポージャーには、1250%のリスクウェイトを割り当てなければいけません(すなわち、所要自己資本率は100%)。

上に示した証券化に係る主な手法に加え、当該枠組みは、売却益、信用補完機能を持つ金利ストリップ、カウンターパーティーがSPEであるデリバティブ、再証券化など、特定種類のエクスポージャーに関して具体的な取り扱いを定めています。

マーケットリスクの枠組みに基づく証券化エクスポージャーの取扱い

基本的には、バーゼルIおよびバーゼルIIの下でのマーケットリスク規制のように、トレーディング勘定の証券化エクスポージャーについては、信用リスク規制が適用される銀行勘定における同等のエクスポージャーより少ない所要自己資本が要求されます。

しかしながらバーゼルIIIには、証券化に焦点を置いて、トレーディング勘定におけるマーケットリスクに対する所要自己資本を全体的に引き上げることを目的にさまざまな変更が盛り込まれています。中でも、デューデリジェンス要件が課されたほか、コリレーション・トレーディング・ポートフォリオ以外については、特定リスク・アドオンが銀行勘定の信用リスク・アセットと同程度(すなわち、SSFAおよびSFAのいずれかに従う)まで引き上げられています。またバーゼルIIIでは、マーケットリスクの取扱いに関する適用要件が厳格化されており、一部のトレーディング勘定のポートフォリオはマーケットリスクの取扱いを適用できなくなりました。マーケットリスクの取扱いが適用されるコリレーション・トレーディング・ポートフォリオのポジションに関しては、内部モデル手法が認められますが、適用要件が厳しくなっています。したがって、マーケットリスクに基づく証券化エクスポージャーは、信用リスクの取扱いに基づく類似のエクスポージャーと同数のガバナンス規制の対象となっており、またほとんどのケースにおいて、より高い所要自己資本が課されています。

CLOのポジションに投資をしている銀行は、上述の自己資本に関する取り扱いの対象となります。なかでも、SFAの下では、銀行は基本的に各ローンについてリスク評価を実施することが求められ、これは実務上大きな負担になり得ます。

また、CLOのエクスポージャーに間接的に影響を及ぼし得る他の規定があります。例えば、銀行がスポンサーまたはオリジネーターとしての役割を担っている場合は、暗黙の保証の提供(すなわち、レピュテーション上の理由から、契約で定められている額を上回る損失補てんの提供)が、原資産のグループ全体に対して、あたかも貸借対照表上に計上しているかのように自己資本を保有することが求められる可能性があります。

合成証券化商品(合成CLOなど)に係る自己資本の軽減も、銀行に供された適格金融資産担保に限定されることとなります。合成CLOにおいては、銀行は通常、原資産を売却しませんが、トランシェ分けされた信用プロテクションをクレジットリンク債を通じてSPVから購入します。しかしながら、SPVは証券化に係る適格保証提供者として認められないため、担保が供されてない限り、銀行は、取得した保証について自己資本の軽減を受けられない場合があります。

レバレッジ規制

バーゼルIIにおいてもレバレッジ比率規制はすでに定められていましたが、バーゼルIIIにも引き継がれました。レバレッジ比率は、貸借対照表上の資産合計に対するTier 1の比率と定義されています(自己資本から控除される資産が少なく設定されています)。また、バーゼルIIIの先進的手法には、補完的レバレッジ比率規制も盛り込まれています。補完的レバレッジ比率規制はレバレッジ比率と似ていますが、オフバランス資産の測定も行われます。これは、通常、バーゼルIIIの標準的手法で定義されている与信相当掛目に基づいて計算されます。ただし、同掛目には10%の下限が設定されています。

いずれのレバレッジ比率も、貸借対照表上の資産合計を、米国GAAPかそれよりも厳格な会計基準に従って測定することが求められています。したがって、証券化プログラムについては、CLOを含め、オリジネーターやスポンサーである銀行が原資産のローンを連結しなければならない場合は、それらもレバレッジ比率の計算に含めることになります。

流動性リスクの枠組み

流動性比率規制は、銀行に、短期(30日)および長期(1年)の両方の流動性リスクに対応できるように、2つの比率(流動性カバレッジ比率(LCR)と安定調達比率(NSFR))を満たすことを要求しています。LCRに関する米国の規則が最終決定され、NSFR基準についても国際的には合意に至っており、米国でも間もなく適用される予定です。LCRおよびNSFRのいずれにおいても、証券化エクスポージャーは質の高い流動資産とはみなされないことになり、銀行にとっては保有コストが高くなると考えられます。米国の流動性規制が適用されるのは規模の大きい銀行(500億ドル超の資産を保有する持株会社)に限定されます。ただし、国際的に活動する大規模な銀行(総資産が2,500億ドル超または100億ドル超の海外向けエクスポージャーのある持株会社、および100億ドル超の資産を保有するその連結対象の預金取扱機関)には、より厳しい基準が適用されます。より規模の小さい銀行は、この流動性規制の対象ではありません。

ボルカールール

DFAの重要な構成要素の一つであるボルカールールは、対象ファンド(主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)への投資を原則禁止しています。確定した規則では、ローンのみで構成されるCLOを含め、大半の証券化ストラクチャーが免除されます。しかしながら、従来から、ほとんどのCLOストラクチャーが原資産として一定の証券を含んでいるため、これらのCLOストラクチャーは免除されないこととなります。業界からの強い圧力を受けて、規制当局は恒常的な適用除外¹⁷を、トラスト型優先証券を担保とする債務担保証券(TRUPs CODs)にも認めることにしましたが、CLOには同適用除外は認められませんでした。ただし、規制当局は2013年12月31日時点で既に組成されていたCLOに関しては、移行期間を2年延長し、2015年7月までだったのを2017年7月としました¹⁸。こうした措置は業界の期待に応える内容ではありませんが、それでも、投げ売りをすることなくCLOのリストラクチャリングをする時間が確保されました。したがって、既存のCLOストラクチャーの大半で、ボルカールールの適用除外を受けられるように原資産から証券が取り除かれるよう修正されると考えられます。また、新規発行についても、ボルカールールの適用除外が受けられるような仕組みでなされると予想されず。適用除外が受けられないと、銀行はそうしたボルカールール不適合ファンドに対する持分を2017年までに売却する必要があり、容認される投資もTier 1自己資本から控除しなければならなくなります。

リスク・リテンション

連邦預金保険委員会(FDIC: Federal Deposit Insurance Commission)は2014年10月21日、資産担保証券に関するリスク・リテンション規制の最終案を可決しました。同ルールにより、スポンサーかオリジネーター、またはそれらいずれかの過半数所有関係会社は、証券化における資産の信用リスクに対して5%の経済的持分を継続保有することが求められます。FDICに続き、その他の規制当局も歩調を合わせるようにこのルールを導入しています。

このルールによるCLO市場への影響は特に大きいですが、このルールが連邦公報で公表されてから発効まで2年間の猶予期間が設けられ、発効日前に発行されたCLOは適用が除外されます。

このルールによると、

- スポンサーは、資産の引受や選定を通じて証券化取引に積極的に参加する事業体が該当します。CLOの資産運用会社はスポンサーとみなされます。
- オリジネーターは、資金調達を通じて資産を組成し、当該信用資産を証券化の発行体に売却します。

¹⁷ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20140114b.htm>

¹⁸ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20140407a.htm>

- 過半数所有関係会社とは、直接的または間接的に、スポンサーの議決権の過半数を有する、またはスポンサーと共通の過半数支配下にある事業体をいいます。なおこの判定は、米国GAAPに基づいて行われます。
- 適格スポンサーは、このリスク・リテンションの要件を、次の(i)から(iv)のいずれかへの所有持分を通じて満たすことができます。(i)発行証券の各クラスへの持分(額面)の5%を表す単一証券または垂直的な証券、(ii)全持分の公正価値(米国GAAP)の5%に相当する適格水平残余持分(eligible horizontal residual interest)、(iii)全持分の公正価値(米国GAAP)の5%に相当する額のキャッシュリザーブ・アカウント、(iv)上記(i)と、全持分の公正価値(米国GAAP)の5%の組み合わせ。
- スポンサーは、CLOにおける原資産のローンの20%以上をオリジネートし、スポンサーの所要リスク保持の20%以上を取得したオリジネーターが獲得した適格持分を売却することで、そのリスク保持義務を相殺できます。

総合すると、規制強化が進められている現在のような環境においては、銀行は、CLOおよびその他の証券化に対する自己資本規制、レバレッジ規制、流動性規制の強化による影響と、規制への対応・コンプライアンスに伴う負担の増加に対処しなければなりません。こうした規制による総合的な影響と、規制上の要求および不十分な解釈が相まって、CLOに参加する銀行が限られるという影響が生じ、そして意図せざる結果として、そうした規制上の制約の対象ではないノンバンク(また影の銀行に相当する)事業体はそのギャップを埋めると予想されます。

著者および寄稿者

著者



Nathan Abegg
Director
Deloitte & Touche LLP
+1 212 436 4579
nabegg@deloitte.com



William (Bill) Fellows
Partner
Deloitte & Touche LLP
+1 415 783 5339
wfellows@deloitte.com



Rob Comerford
Partner
Deloitte & Touche LLP
+1 203 761 3732
robcomerford@deloitte.com



Brandon Coleman
Partner
Deloitte & Touche LLP
+1 312 486 0259
brcoleman@deloitte.com



Joelle Berlat
Director
Deloitte Tax LLP
+1 713 982 4085
jberlat@deloitte.com



Lakshmanan Balachander
Principal
Deloitte & Touche LLP
+1 212 436 5340
lbalachander@deloitte.com

寄稿者

- Bryan C. Benjamin, senior manager, Deloitte & Touche LLP
- Robert Bartolini, senior manager, Deloitte & Touche LLP
- Pushpam Chatterjee, senior manager, Deloitte & Touche LLP
- Alex Lobanov, senior manager, Deloitte & Touche LLP
- Christie Gill, manager, Deloitte & Touche LLP

本資料に掲載されているのは一般的な情報のみであり、デロイトは、本資料により会計、ビジネス、金融、投資、法務、税務、またはその他の専門的アドバイスもしくはサービスを提供するものではありません。本資料はそのような専門的アドバイスまたはサービスに代替するものではなく、また貴社の事業に影響を及ぼす可能性のある一切の決定または行為の基礎として利用されるべきではありません。貴社の事業に影響を及ぼす可能性のある一切の決定または行為を行う前に、必ず資格のある専門家のアドバイスを受ける必要があります。本資料を利用して生じることのある損失等に対し、デロイトネットワークの社員・職員の責任に帰するものではありません。

デロイトについて

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイトトウシュートマツ リミテッド("DTTL")ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTLおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または"Deloitte Global")はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTLおよびそのメンバーファームについての詳細は www.deloitte.com/about をご覧ください。デロイトLLPとその子会社の法的な構成についての詳細は www.deloitte.com/us/about をご覧ください。なお、保証業務を提供しているクライアントに対しては、規則や規制に基づき、特定のサービスを提供できない場合があります。

Copyright © 2014 Deloitte Development LLC. All rights reserved.

Member of Deloitte Touche Tohmatsu Limited

Translation: © 2015. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC