

# ドッド＝フランク法における 信用リスクの保持ルールについて

公益財団法人 日本証券経済研究所  
金融商品取引法研究会

## ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 25 年 3 月 6 日開催の研究会における黒沼悦郎委員（早稲田大学大学院法務研究科教授）による「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

黒沼先生からは、SEC 等によって合同で提案された、米国のドッド＝フランク法における信用リスク保持ルール（Credit Risk Retention Rules）の概要について、当該提案に対するコメントのご紹介なども交えて、ご報告をいただいた。

このご報告をうけ、委員やオブザーバーの先生方からは、理論的な視点のみならず実務的な視点からも、活発かつ広範なご議論をいただき、誠に意義深い研究会となった。

ご報告をいただき、議事録の整理にもご協力いただいた黒沼委員に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成 25 年 4 月

公益財団法人 日本証券経済研究所  
理事長 東 英 治

# ドッド＝フランク法における 信用リスクの保持ルールについて

(平成 25 年 3 月 6 日開催)

報告者 黒 沼 悦 郎  
(早稲田大学大学院法務研究科教授)

## 目 次

はじめに	1
I. 概 要	3
II. リスク保持の方法	8
III. ヘッジ取引の制限 (14 条)	21
IV. 適格住宅モーゲージ (QRM)	23
V. 5 % のリスク保持義務の軽減 (17-20 条)	25
VI. その他	26
討 議	29
報告者レジュメ	41
資 料	57

金融商品取引法研究会出席者(平成25年3月6日)

報告者	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
オブザーバー	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤瀬裕司	S M B C日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	東英治	日本証券経済研究所理事長
〃	高坂進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末吉恵	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

# ドッド＝フランク法における 信用リスクの保持ルールについて

**前田副会長** 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第 12 回会合を始めさせていただきます。

既にご案内のとおり、本日は、早稲田大学の黒沼悦郎先生より「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」というテーマでご報告をいただくことになっております。

それでは、黒沼先生、よろしくお願いいたします。

**黒沼委員** 早稲田大学の黒沼でございます。

## はじめに

まず、資料の説明をさせていただきます。資料 1 はドッド＝フランク法の 941 条です。941 条は幾つかのことを定めていますが、「SEC 15G.CREDIT RISK RETENTION」は、証券取引所法の 15G 条の内容を定めているものです。この話が中心的なものになります。資料 2 は、松尾先生の本から抜粋させていただいたものですが、ドッド＝フランク法の信用リスクの保持義務規制について法律レベルで詳細に書かれているもので、用語の使い方など参考にさせていただきました。資料 3 は政府機関が共同で出した規則案の抜粋です。2 万 4090 ページからクレジットリスク保持の義務の説明が始まっています。2 万 4143 ページまでがその内容です。その後、2 万 4155 ページから提案規則、「Text of the Proposed Common Rules」が始まっていて、これが最後のページまでわたっています。これにはアペンディクスがついているのですが、そこは省略しました。資料 4 は、EU の Capital Requirements Directive に 2009 年に加えられた 122A 条のコピーです。この 122A 条自体も非常に長いものですが、アメリカ法との対比で興味深いと思いましたので添付いたしました。

本日取り上げるのは、ドッド=フランク法に基づいて SEC 等の 6 つの政府機関が合同で 2011 年 4 月 29 日に提案したルールです。これは SEC のリリースですと CFR の 17 巻パート 246 ですが、それぞれの政府機関によって CFR の番号が違います。この規制はパブリックコメントに付されて、パブリックコメントの期限が一度延長されております。しかし、その期限も既に超過しているのですけれども、現在に至るまでルールは採択されていません。ドッド=フランク法に基づくルールでは、期限を超過して採択されていないものが結構多いようです。

この規則は、信用リスク保持ルール（Credit Risk Retention Rules）と呼ばれ、ローン資産の証券化等の証券化実施者（securitizer）に資産担保証券（ABS）の一部を保持させることにより、無責任なリスクの移転と過度の証券化を防止しようとするものであります。

後述のように、EU では金融機関の自己資本規制の一環として、投資者の側に立った金融機関に、証券化実施者がリスク保持をしていない ABS への投資を制限していますが、証券化実施者自身は規制の対象にしています。また、日本ではこのような規制が立案されることはありませんでした。

この規制は、証券化実施者によるリスク保持の状況について開示させて、投資者に判断させるというディスクロージャーの考え方から一歩踏み出して、証券化実施者の行為を規制しています。証券化実施者の行為の規制を通じて証券化の仕組みそのものに規制を及ぼすという点で、理論的に興味深いと感じました。また、リスク保持義務をどのように課して、脱法をどう防止するのかといった法技術的な面でも興味がありました。

私としては証券化について勉強してみようと思ってこのルールを報告対象に選んだのですが、ルールはまだ採択されておりませんで、学術的な論文もほとんどありませんでした。

他方、パブリックコメントは 400 件以上寄せられていまして、それらは全て公開されているのですが、もちろん全部に目を通すことはできません。今回は、規則案とパブリックコメントのうち有力であろうと思われる SIFMA

(Securities Industry and Financial Markets Association：証券業及び金融市場協会) の Securitization Group の出しているものと、Asset Management Group の出しているもの—このうち Securitization Group が出しているコメントは 100 ページを超えるものでした—、これら業界の声を反映するものとして重要だろうと思ったので、目を通してきました。また、アメリカ法曹協会 (ABA) の Business law Section, Securitization and Structured Finance Committee が 100 ページを超えるコメントを出していて、法律家のものとして興味深いと思いましたので、それらを見てきました。

そこで本日の報告では、ルール案の提案リリースに沿った説明と、それに対するコメントを紹介することで、この信用リスクの保持ルールがどのようなものかといった説明をしたいと思います。

レジュメは非常に長いですが、説明に終始しております。私自身いろいろと疑問点があって調べてみたのですが、疑問点はほとんど解消されなかったというのが正直なところです。恐らく本日も、われわれが議論してわかる点は少ないと思います。したがって、多くの時間を説明に当てさせていただきたいと思っております。

## **I. 概要**

### **1. ドッド=フランク法**

ドッド=フランク法 941 条(b)項によって追加された証券取引所法 15G 条は、連邦準備制度理事会 (FRB)、連邦預金保険公社 (FDIC)、通貨監督局 (OCC)、(以上を連邦銀行当局と呼ぶ)、証券取引委員会 (SEC)、住宅用モーゲージ資産についてはこれらに加えて都市住宅開発省 (HUD) 及び連邦住宅金融庁 (FHFA) (以上 6 つを総称して、当局 (Agencies) と呼ぶ) が共同して次の 2 つの規制を定めるよう求めています。

1 つ目は、証券化実施者が資産担保証券の発行によって、第三者に移転し、または売却した資産の信用リスクの 5 % を保持することを証券化実施者に求める規制。第 2 に、15G 条のもとで、証券化実施者が保持することを求めら

れる信用リスクを直接または間接に、ヘッジその他の方法で移転することを禁じる規制。

このほか取引所法 15G 条は、一定の証券化取引をリスク保持義務から除外しており、当局に対し、適用除外の制定権限を与えています。また、15G 条自身も ABS の担保となる資産が、当局の定義する適格住宅モーゲージ (QRM s) に該当するときは、証券化実施者は信用リスク保持義務を負わないとしています。

同条はまた、商業モーゲージ、商業ローン、自動車ローンについて、それらが連邦銀行当局の定める引受基準を満たすときに、当局が証券化実施者に対して、5 % より低い基準の信用リスク保持義務を認めるよう定めています。そこで、これらの権限を行使して適用除外等を定めることも規則では求められるということになります。

## 2. 信用リスク保持義務の趣旨

信用リスクの保持義務を課す趣旨については、ドッド=フランク法の制定過程で既に議論されているところでありますけれども、提案リリースは「適切に構築されれば、証券化は家計やビジネスに低いコストで信用を提供することができるが、インセンティブが適切に整序されず、組成プロセスで規律が働かないと、証券化は、投資者、消費者、金融機関に害をもたらし、金融システムを害する。金融危機の間、証券化は、そのプロセスに関与する様々な当事者間の情報問題およびインセンティブ問題に対してきわめて弱いことが判明した」と述べています。

15G 条は、証券化実施者に対し、原則として、証券化に係る資産の信用リスクについて経済的利益を保持することを要求する。証券化実施者に、証券化取引の基礎にある資産の質を監視し、確保するインセンティブを与える。証券化実施者の利益を投資者の利益に一致させるものである。提案リリースはこのように述べています。



### 3. 定義

信用リスク保持ルールは、取引所法3条(a)項(77)号、これはドッド＝フランク法941条によって追加された条項ですけれども、そこで定義する資産担保証券（ABS）の発行に係る証券化に適用されます。同条によると、資産担保証券とは「現金化の容易な金融資産（ローン、リース、モーゲージ、その他の担保付または無担保の売掛債権を含む）によって担保された、固定利率その他の利率の付された証券であって、証券の所有者の受ける支払いが、主として当該資産から生ずるキャッシュフローに依存するもの」と定義されています。

報告中「担保」という言葉がたびたび出てきますけれども、これは「Backed」と「Collateralized」という言葉の訳語として使用しています。ここで担保の意味していることは、特定の金融資産から生ずるキャッシュフローに支払いが依存しているという程度の意味合いで、日本でいう担保権という意味ではありませんのでご注意ください。

15G条は、証券法のもとでSECに登録される証券と登録を免除される証券とを区別していません。そこで、規則案では、募集についてSECへ登録を行ったか否かにかかわらず、証券化実施者に信用リスクの保持義務を課しています。

「ABS持分」（ABS interest）とは、発行主体により発行されるあらゆる種類の証券または債務をいい、券面の有無を問わず、証券、債務、受益権、残余持分を含むとされています。ただし、発行主体の所有権を表示する株式、有限責任持分、組合持分、信託証書、その他同様の証書を含まず、また、発行主体が保持する担保から得られるキャッシュフローに主として依存するものでない支払いに対する権利を含まないとされています。発行主体というのは、特別目的会社であったり、特別目的信託であったりする、いわゆるSPVですので、その所有権を表示する権利はここにいるABS持分には含まれないという当然のことを示したものです。

15G条(a)(3)によると、証券化実施者とは、(A)資産担保証券の発行者ま

たは(B)資産を発行者に売却または移転することにより、直接または間接に、資産担保証券の取引を組織し、開始した者を言います。このうち(B)はABSの公募に関する開示を定めるレギュレーション AB のスポンサーの概念に実質的に等しいものです。

そこで、規則案では、スポンサーを証券化実施者の定義に含め、レギュレーション AB に倣ってスポンサーの定義を定めています。当局はスポンサーが証券化取引の組成及び資産の選択に果たす役割の重要性に鑑み、ABS のスポンサーにリスク保持義務を課することが適当であると考えたと説明されています。

15G 条(a)(3)は、発行者も証券化実施者に含まれるとします。連邦証券諸法上、発行者の定義は文脈によって異なります。連邦証券諸法上、ABS 取引に関して用いられるとき、「発行者」とは ABS の担保となる資産を発行体に移転した者（デポジター）を意味しているので、規則案ではデポジターを証券化実施者とし、定義を置いています。

それによりますとデポジターとは、①証券化資産を受け入れ又は購入し、これを発行体に移転し又は売却した者、②スポンサーと発行体との間に資産の中間的な移転がない場合には、スポンサー、③証券化資産を発行体に直接、移転し又は売却した者が信託である場合には、証券化資産を受け入れ又は購入し、これを発行体に移転し又は売却した者をいうと定めてあります。これは直訳したものです。①と③は定義が同じように読めてしまうのですが、③は信託を利用しているときに信託の委託者がデポジターになることを意味しているのだらうと思いました。

このように条文上は「発行者」という語が使われているのですが、規則では、この発行者とはデポジターであると読みかえているのです。発行者は、先ほど言ったように SPV なので、SPV にリスクの保持義務を課しても意味がないわけです。立法者はそのことをわかって義務の主体を発行者と規定したのかどうかよくわからないのですが、とにかく規則案では実質的に読みかえを行っていて、その点について特に反対もないようですので、これが実態に

即しているのだらうと思います。

規則 13 条は、一定の要件を満たす場合にスポンサーがそのリスク保持義務をオリジネーターに分担させることを認めています。これは 15G 条も同様です。

そこで、オリジネーターの定義が必要になるのですけれども、オリジネーターは 15G 条が定義するのと同じく、「信用の供与その他の方法により、ABS に担保を付与する金融資産を作り出し、当該資産を直接又は間接的に証券化実施者（すなわちスポンサーまたはデポジター）に売却した者」とされています。ローン等を最初につくり出した者のみがオリジネーターとなります。

コメントとしては、ABA は次のように述べています。15G 条は証券化実施者にリスク保持義務を課しており、これには通常、スポンサーとデポジターが含まれるから、規則案がスポンサーのみを義務者としたのは誤りである。もっとも、デポジターは通常スポンサーの連結関係者であり、デポジターによるリスクのシェアは認められる。当初からデポジターも義務者とすべきであった。証券化開始段階でデポジターのリスク保持を禁止することは、資産の譲渡人の倒産隔離を脅かす可能性がある。

このことを ABA のコメントは懸念を表明しているのですが、私はデポジターのリスク保持を禁止することが倒産隔離を脅かすということの意味がよくわかりませんでした。デポジターの前に位置する資産の譲渡人がリスク保持義務を負わなければ倒産隔離は可能なのであって、デポジターのリスク保持と倒産隔離とは直接的には関係がないように思いました。

#### 4. リスク保持義務の要件

15G 条は証券化実施者に、適用除外に該当しない限り、ABS の第三者への発行を通じて、証券化実施者が売却、移転した資産についての信用リスクの 5 % 以上を保持する義務を規定するよう当局に求めています。

15G 条と同様、規則案では、スポンサーが付保された貯蓄機関、銀行、そ

の持株会社・子会社、登録ブローカー＝ディーラー、その他の連邦の監督に服する金融機関のいずれかであるかを問わず、リスク保持義務を課しています。したがって、独立モーゲージ会社のように付保されていないノンバンクも保持義務を負います。また、規則案ではこれとは別に証券化取引について、状況によりスポンサーにプレミアム捕捉準備金勘定を設定することを求めています。これについては後で話をします。

## Ⅱ．リスク保持の方法

### 1．概説

提案リリースの説明によると、近年の研究によって信用リスクの保持方法には幾つかの種類があることが明らかになったといえます。それらはスポンサー等が当該取引によって発行されるそれぞれのクラスの持分の一部を比例的に保持する「垂直」切り分け方式、スポンサー等が取引により発行される持分のうち、他のものに比べ最も劣後し、最初に損失を受けるポジション（損失第一順位ポジション）を保持する「水平」方式、回転する資産によって担保の行われるマスタートラストを用いた証券化ストラクチャーにおいて、投資者の持分と同等の分離された持分を保持する「売主持分」(seller's interest) 方式、スポンサーが資産のうち代表的なサンプルを保持する「代表的サンプル方式」、こういったものが実務では行われてきたということです。

例えばクレジット・カード・ローンの証券化では、売主持分方式が用いられています。自動車ローンの証券化では、スポンサーがローンの一部を保持することが行われています。商業モーゲージ担保证券（CMBS）の証券化では水平方式が用いられています。

歴史的に見ると、どの方式を採用するかは、格付の要件、投資者の選好、会計的考慮、最初に保持した持分の流通市場の有無といったさまざまな要因により決定されてきました。規則案ではこういった証券化市場の多様性を考慮して複数の選択肢を用意しています。しかし、いずれの方式でも実質的に

5 %のリスク保持が実現されなければなりません。リスクヘッジ等の5 %の保持要件の回避が禁止されること及び保持義務の履行方式のいずれかであるということが、ディスクロージャーの対象となるということに注意を要するとされています。

## 2. 垂直的リスク保持（4条）

スポンサーは証券化取引において発行された ABS 持分のどのクラスについても、その5 %を保持することによって保持義務を履行することができます。それぞれのクラスについて保持すべき量は、もし額面があれば額面ですが、少なくとも公正価格及び持分の数もしくはクラスのユニット数の5 %なければならないので、規則案は保持すべき量の計算方法については特定していません。

この場合、スポンサーは ABS の売却の相当な期間前に潜在的な投資者に対し、それから、求めに応じて SEC 及び適切な連邦銀行当局に対して、スポンサーが保持する予定の各クラスの持分の量及び規則によって保持を求められる量についての情報を提供しなければなりません。本当に5 %の持分を保持しているのかどうかをモニタリングするためです。また、スポンサーは ABS 持分の合計金額を決定する際に用いた前提と決定方法の開示を求められます。

コメントとしては、ABA が、スポンサーが ABS の担保となる資産の5 %を保持している場合、つまり、担保が資産の95 %のみを発行体に譲渡するような場合も、ABS の5 %保持と認めるべきではないかとしています。これは理解できることです。証券化の対象を95 %に限定した場合には、証券化された証券を保持しなくても、もとの資産の5 %を保持しているのだから、信用リスクの保持義務を満たしていると見るということだろうと思います。

ただ、垂直的リスク保持についての直感的な疑問としては、後述の水平的リスク保持はリスクの高いほうから5 %持てとっているわけですから、選

択的に垂直的リスク保持が認められるならば、水平的リスク保持を選択するスポンサーはいないのではないか。垂直的リスク保持のほうが負担が軽いわけですから、そもそも垂直的リスク保持と水平的リスク保持との選択について工夫がないと規制の目的を達成できないのではないか、といった疑問が生じるところです。

### 3. 水平的リスク保持（5条）

スポンサーは、証券化取引において発行された全ての ABS の持分の額面の少なくとも 5 % に相当する適格水平残余持分を発行体に対して保持することによって、リスク保持義務を履行することができます。

規則案は、適格水平残余持分が損失第一順位ポジションとなり、その額面が損失を吸収したことによるものを除いて、優先順位の高い持分よりも早く減少することのないよう確保するために、適格水平残余持分と認められる条件を設定しています。

適格水平残余持分とは「当該 ABS 持分の額面がゼロになるまで、証券化資産のすべての損失が割り当てられ、元本と利息の双方の支払いについて最も劣後する請求権を持ち、かつ発行体に対する他の ABS 持分のすべてについて支払いが行われるまで元本に支払いを受けることができない ABS 持分」と定義されています。

ただし、適格水平残余持分は、関連する取引文書に従って、計画どおりに行われる、証券化資産に基づく元本の支払いについて、その時点での比例的な割合の支払いを受けることができます。「したがって、他の ABS 持分が残っている場合に、適格水平残余持分を有するスポンサーが証券化資産から元本の返済を受けることは、定義上、計画通りの支払いではないので、禁止される」と提案リリースには記載されています。

この「定義上、計画通りの支払いではないので」というのは、理解しにくかったのですが、上のただし書きのところ、取引文書に従って計画どおりの支払いをしている場合には、元本についての返済も受けることができるとい



うことなので、それに当たらない場合には全て禁止されるということなのかもしれません。また、スポンサーは基礎となる資産を売却して得た手取り金から元本の返済の受けることも禁止されます。もしこのような支払いが許されるとすれば、適格水平残余持分が損失を吸収するという能力を損なうからです。

水平的リスク保持を行うスポンサーも、垂直的リスク保持の場合と同様の開示義務を負います。開示の対象にはどのような場合に適格持分が損失を割り当てられるのか、どのような場合に支払いを受けることができるのかといった重要な条件が含まれます。適格水平残余持分の保持にかえて、スポンサーは全 ABS 持分の額面の 5 % に相当する額の準備金勘定、これはスポンサーが信託を設定し、受託者が発行体のために保持するということになるようですけれども、こういった準備金勘定を設定することが認められます。

規則案は、この準備勘定が損失第一順位の信用リスクと同額のリスクにさらされるよう確保するための規定を置いています。例えば「すべての ABS 持分の全額が支払われるか、発行体が解散するまで、水平的準備金勘定は、ABS 持分に対する支払いを満足させるために用いられなければならない」と定めています（規則案 4 (b) (3) (i)）。

また、すべての ABS 持分の全額が支払われるか、発行体が解散するまで、準備金勘定は、2つの例外を除いて、引き出されてはならないとされています。その例外とは、計画に従ったスポンサーに対する元本の支払い、及び認められた方法による水平的準備勘定の運用から生じるスポンサーに対する利息の支払いです。

準備金勘定の設定を選択したスポンサーも、持分保持の場合と同様の開示義務を負います。この準備金の設定というのは、有価証券の分別管理のときに分別金を信託として設定するものに近い方法だという感じを受けました。

全般的なコメントとして ABA が次のようなことを述べています。議会の意図は2つの問題への対処にあったはずである。第1は、売却を前提とする証券化の組成（originate-to-distribute model of securitization）における利

益の非連動である。第2は、ABS、CDOs や CDOs-squared のような世界的な危機を招いた複雑な証券化への対処である。規則案はこれらの目的に沿わない部分がある。つまり、網をかける部分は狭いはずなのに、網が大変広がってしまっているということです。

それから、15G 条(c)(1)(B)(i)は「信用リスクの5%以上の保持を求めているのに、規則案は、ABS 持分の額面の5%以上の保持を求めている。垂直的リスク保持は信用リスクの5%以上の保持になるが、水平的リスク保持は、状況によっては信用リスクの全部の保持になってしまう。水平的リスク保持は、実質的に信用リスクの5%以上に相当するように改正されるべき」とコメントを出しています。これは垂直的リスク保持に比べて水平的リスク保持のほうがかきつくなっているのはよくないというコメントで、先ほど私が述べたことを裏側から述べていることだろうと思います。

それとは別の見方として、SIFMA は「劣後持分の価格はふつうディスカウントされるが、5%を時価で評価することは、信用リスクをダブルカウントすることになるので適当でない。規則案はこのような考え方から、公正価値の代わりに額面を基準にしていると考えられる」と指摘しています。つまり、劣後持分を時価で評価すると額面の5%よりも小さくなってしまうので、時価で評価して、なおかつ5%になるように水平的リスク保持を課すべきだという議論に対しては、これは額面の5%で十分なのだということを述べているんだろうと思います。そもそもこの制度をどう組み立てていくのかという根本の議論がないままに来ているので、こういった混乱が起こっているのではないかと思います。この点は何が妥当な結論なのかは、私にはよくわかりません。

ここで EU 法について簡単に紹介した後に、以下のコメントにつなげたいのですけれども、EU では 2009 年に採択された 122a 条というのがあります。122a 条は、オリジネーター、スポンサー、または当初の貸主が一定のリスク保持をしていると開示した場合に限って、EU の信用機関は ABS に投資できる旨を定めています。そして、122a 条も垂直的保持、水平的保持、オ



リジネーターの持分（の売主持分に相当するもの）、及び無作為抽出商品の保持を定めています。

具体的な保持方法については、2010 年公表の銀行監督委員会のガイドラインが規定しています。これによると、水平的保持は残余持分、劣後ノート、準備金勘定のほか、発行体との間のトータルリターンズワップの締結などのシンセティックな方法、購入価格の延払い、過剰担保、信用状、保証状の方法によることも認められています。これらを参考にして、規則案が信用状、保証といった資金の裏づけのない信用補完の提供を認めないのは不当であるといった批判がなされています。

それから、スポンサーまたは関係者がサービサーである場合に水平的リスク保持の選択を禁止すべきかというコメントのリクエストがあったのに対して、これは利益相反の問題であり、サービサーが損失の報告を遅らせ、キャッシュ配分の方法変更を遅らせることにより、損失第一順位のトラシェへの支払いを可能にした例があるとの指摘がされています（ABA）。つまり、水平的リスク保持を選択しても、スポンサーがサービサーである場合には、操作によって水平的リスク保持の損失を減らすことができちゃって、不当ではないかという問題がある。しかし、これは「サービサーの業務基準の問題であり信用リスクの保持で対処すべき問題ではないのではない」と ABA のコメントは述べています。

それから、損失第一順位のポジションの保持だけでは 5 % に満たない場合には、第二順位のポジションを含めて 5 % を保持できるようにすべきではないかというコメントが SIFMA や ABA からなされています。EU directive でもそういった解釈がとられているようです。これは合理的なコメントではないかと思いました。

さらに、リスク吸収の手段として excess spread や過剰担保（担保にっている証券の価値が発行された証券化証券の元本を超過しているような場合）が用いられているときには、それを適格水平残余持分と認めるべきではないかという指摘もあります（ABA）。これも EU directive では認められて

いる方法のようです。

#### 4. L字型リスク保持

スポンサーは、垂直的保持と水平的保持を組み合わせたL字型リスク保持によって義務を果たすことも認められます。このL字型リスク保持とは、①ABS持分の各クラスの2.5%以上を保持し、かつ②すべてのABS持分（①により保持するものを除く）の額面の2.564%以上について、適格水平残余持分を保持するか、水平的準備金勘定を設定することをいいます。2.564%というのは、計算上最終的に保持の割合が1対1になるように調整するためです。

このように垂直的保持と水平的保持の割合を1対1としたのは、いずれの保持部分も当事者の利益とスポンサーの利益を一致させるよう十分なインセンティブをスポンサーに与えることができるようにするためであるとされています。この場合、スポンサーは垂直的保持と水平的保持の両者について開示義務を負うことになります。

#### 5. 回転資産マスタートラスト（売主持分）

クレジット・カード勘定やディーラー・フロアプラン（自動車ディーラーが在庫を担保に行う借入れ）のように資産が回転するクレジットラインによって担保される証券化においては、資産が単一の回転資産の集合によって担保されるABSのシリーズを複数発行する回転マスタートラストが用いられています。

この場合、スポンサーは早期の減価償却を引き起こすようなイベントが発生するまで、ABS持分を担保する売掛金に対する投資者の利益に連動するような持分（seller's interest）を保持することが多い。この売主持分は基礎資産の業績について投資者の全てと利益を共通にするものであり、スポンサーに集合資産または売掛金の信用リスクをもたらすものです。そこで規則案では、回転資産マスタートラストのスポンサーに売主持分の保持により、

信用リスク 5 %以上の保持義務を履行することを認めることにしました。

以下、その内容をレジュメには書きましたけれども、これはそれまで行われている実務に対応して売主持分を保持している場合には信用リスクの保持義務を履行したことにするもので、問題も少ないようですので、詳しい説明は省略します。

## 6. 代表的サンプル保持

これは多くの重要な点について発行体に移転した資産と同等のランダムに選択された資産の代表的サンプルの保持を認めるものです。この手法は広い意味でのスポンサーの資金調達のために行われ、ローンの純粋な流動化が目的でない自動車ローンの証券化に用いられてきたと言われています。この手法では、スポンサーは ABS に投資した投資者と同じリスクにさらされますので、信用リスクの保持義務の手段として認めることにしたとされています。代表的サンプルにおける資産の元本の未返済残高は、当初の証券化の対象とされた資産の元本の未返済残高の 5 %以上なければなりません。

サンプルが全体を反映するよう確保するために、規則案では次のような手続を定めています。

スポンサーが、1000 以上の個別資産から成る集合を指定します。サンプルは、集合資産からランダムに選出されます。選出の際、当該資産の元本未返済残高は、指定集合のその 5.264 %以上を代表するものでなければなりません。また、スポンサーは統計的に有効な方法論を用いて、指定集合の資産の重要な特性について、サンプルの全ての量的な特性の中央値及び定性的な特性の割合（proportion）が、それぞれ指定集合の中央値及び割合の 95 %の両側信頼区間にあることを確認しなければならないとされています。このような検証がないと、サンプルにバイアスがかかってしまうからです。

結果が達成できない場合には、サンプルを選び直すか、他のリスク保持方法をとる必要があるとされています。加えてスポンサーは、指定集合資産の重要な特性の特定、サンプルの選択方法、選択されたサンプルの検証方法に

ついて、独立した公認会計士事務所から、手続同意報告書（agreed upon procedures report）というものを得なければならないとされています。

また、サンプルと証券化資産が異なる基準で管理されると両者の成績が異なってしまうため、規則案は、ABS 持分が全部返済されるか発行体が解散するまでの間、証券化資産とサンプルの管理は同じサービサーによって、同じ契約上の基準によって行わなければならないとします。

このほか、代表的サンプル保持を選択するスポンサーも一定の情報提供義務を負います。その義務には、各分配期間の末日に、投資者に対しサンプルの成績と証券化資産の成績の比較を提供することが含まれています。これはかなり厳格な手続的な規制がされていると思うのですが、特に批判するようなコメントは見当たりませんでした。

## 7. 資産担保コマーシャルペーパー導管（9条）

これは、導管が発行し、オリジネーターが一部を保有する ABCP（Asset Backed Commercial Paper）について選択できるリスク保持方法を規定するものです。ABCP ではオリジネーターが SPV を設立して、これにローンや売掛金を売却しますが、SPV が発行する優先持分を導管が取得し、その劣後持分はオリジネーターが保持する。こういう実務が行われているようです。

この導管が発行するコマーシャルペーパーについて、スポンサーとなる銀行その他の規制された金融機関が 100% の流動性カバレッジを提供する。典型的には、導管が満期の到来した ABCP の返済資力を有しないときに、スポンサーが導管に対し資金を供与し、または導管から資産を購入するという実務が行われているようです。

そこで、これらを踏まえて規則では特則が適用される要件、すなわち「適格 ABCP 導管」の定義を定めています。その中にはスポンサーが 100% の流動性カバレッジを提供すること等も含まれています。要件を満たす場合、オリジネーターが SPV について水平的劣後持分を保持するときに、ABCP のスポンサーがリスク保持義務を果たしたことになります。

この場合の規制回避禁止は、オリジネーターに課されることになります。スポンサーは、オリジネーターが要件を充足するよう監視する義務を負い、違反を発見したときは投資者にその旨を通知しなければなりません。

15G 条は、当局がスポンサーではなくオリジネーターに信用リスクの保持義務を課し、その分だけスポンサーのリスク保持義務を軽減する権限を認めており、その際考慮すべき事項を定めています。規則案はこれらの考慮要素に従うものであると提案リリースは説明しています。

コメントとしては、実務上次のような問題があると指摘されています。多くの ABCP プログラムは、集合資産に 1 人のオリジネーター＝セラーしかないようなものではない。それから、導管が全ての優先持分を取得するというものでもないの、そういった要件を満たさないことが多いのではないか。オリジネーター＝セラーは、この選択肢を選ぶと水平的リスク保持を義務づけられ、他の選択肢を利用できなくなってしまう。導管のスポンサーは引受文書にリスク保持に関する表明条項を入れるのがせいぜいで、条件順守をスポンサーにモニターさせるのは不適當である。オリジネーター＝セラーが誰であるかを開示させることは、ABCP マーケットの慣行に反するのではないか。

また、ABA は次のようなコメントをしています。証券法 3 (a) (10) は満期 9 カ月以下の短期ノートを証券の定義から除外しているので、多くの資産担保コマーシャルペーパーは証券法にいう資産担保証券ではない。したがって、当局はスポンサーに対するリスク保持義務を規定する権限を欠くのではないか。政策的にも資産担保コマーシャルペーパーは、売却を前提とする証券化の組成には当たらないので、規制の必要はない。

## 8. 商業用モーゲージ担保証券 (10 条)

15G 条(c) (1) (E) は、商業用モーゲージ担保証券に関して、レギュレーションによって、購入第三者 (third-party purchaser) による損失第一順位ポジションの保持を規定することができる旨を定めています。この規定に基づい

て、規則案では商業用不動産ローンによって担保された ABS のスポンサーは、購入第三者が適格水平残余持分を取得する場合に、一定の要件のもとで信用リスク保持義務を果たしたことになる旨の規定を設けました。

このような損失第一ポジションの購入第三者への配分は、CMBS の取引では一般的な実務となっていました。このような購入第三者は、B 部分買主 (B-piece buyer) と呼ばれています。B 部分買主は格付の付されていない、または投資適格に達しない格付の付された CMBS のトランシェを額面以下の価格で購入します。リスクを管理するため、B 部分買主は証券化の初期プロセスに関与し、集合資産のデュー・ディリジェンスを行います。審査の結果によっては、証券化前に特定のローンを除くよう B 部分買主が求めることもあるといいます。

また、B 部分買主は CMBS 取引を規律する集合化・サービシング契約 (pooling and servicing agreement) において支配クラスに指定され、みずからを special servicer と表示します。special servicer は、通常、債務不履行その他の不払い事由が生じたときにローンを管理する権限を有するとされます。しかし、提案リリースでは、このような権限は、B 部分買主と優先持分の所有者との間で利害衝突を引き起こす可能性があるとして指摘しています。

このような実務を考慮して、規則案は購入第三者が必要な信用リスクを保持している場合に、次の 6 つの条件のもとでスポンサーのリスク保持義務にかえることができるとしています。

- ①購入第三者が、スポンサーに求められるのと同等の水平的残余持分を保持すること。
- ②購入第三者が水平的残余持分の購入に当たって、証券化取引の関係者から資金を得ていないこと。これは購入第三者によるリスクの吸収を確実にするためです。
- ③購入第三者が、CMBS の発行前に、引受基準、担保、集合を構成するそれぞれの商業ローンの期待キャッシュフロー等について審査を行うこと。



④購入第三者の投資者との利益相反を防止するため、購入第三者がスポンサー等の関係者でないこと、証券化取引に対する支配権を有しないこと（ただし、一定の条件の下で、サービシングに関する支配権を有することは認められる）。

⑤購入第三者が情報提供義務を負うこと。同時にスポンサーも一定の情報提供義務を負う。

⑥購入第三者には規制回避禁止が及ぶこと。

購入第三者が条件を満たすことについて、スポンサーが監視義務を負うということは、資産担保コマーシャルペーパー導管の場合と同様です。

## 9. 政府支援機関の取扱い（11 条）

11 条は、現在 FHFA の管理下にある Fannie Mae 及び Freddie Mac がスポンサーとなっている ABS についての特則ですので、ここでは省略します。

## 10. プレミアム捕捉準備金勘定（Premium Capture Cash Reserve Account）

金融危機前の実務では、スポンサーはプレミアム・トランシェ（利息だけのトランシェ）を売ることによって、証券化された資産から長期間に生ずる過剰スプレッド（excess spread）を証券化の開始段階で現金化していました。この実務は、証券化資産から予期しない損失が生じた場合にスポンサーが受ける損失を緩和し、証券化の規模を拡大・複雑化し、アグレッシブな引き受けを行うインセンティブをスポンサーに与えていたと言われています。

過剰スプレッドの現金化に対応するリスク保持義務をスポンサーに課しないと、スポンサーは晒されるリスクを減らすことができてしまいます。そこで規則案は、もしスポンサーが過剰スプレッドを現金化する証券化を行う場合に、そのプレミアム（当該トランシェの売却対価）を捉えて、当該金額を準備金勘定に入れることを求めています。詳細については省略します。

これについては反対するコメントが多かったようです。まず、5%のリスク保持に加えてプレミアムの信託を要求するのは、ドッド＝フランク法の授

権の範囲を超えているというコメントが多数ありました。ただ、この点については、スポンサーのリスク保持が実際には ABS の公正価値の 5 % に満たないので、プレミアムを捉えることで実質的な 5 % の保持を確保させるためであるという示唆もあります。もしそうであれば、額面超過額ではなくて、公正価値超過額をプレミアムと捉えるべきであるといった批判があります。

反対に、過剰スプレッドとは、モーゲージローンに基づいて集められる利息と証券化において投資者に支払われる利息との差額を意味する。サブプライムのモーゲージローンにおいては過剰スプレッドが大きい。オリジネーターから過剰スプレッドを奪うということは、サブプライムローンの証券化を殺すことになるという批判が SIFMA 等からされていました。そうすることはサブプライム・モーゲージ・ローンのオリジネーションのコストを上げてしまい、それは結局借主が負担することになる。Fannie Mae とか Freddie Mac 等の政府支援企業はプレミアム捕捉ルール of 適用を除外されるので、これらは生き残り、市場を支配することになってしまうという批判があります。SIFMA の Asset Management Group も、プレミアム捕捉は不要か、水平的リスク保持についてのみ維持すべきであるとしています。

## 11. オリジネーターへの配分 (13 条)

15G 条は、スポンサーの信用リスク保持義務の一部をオリジネーターに分担させることを認める権限を当局に付与しています。13 条はこのリスク配分基準を定めています。

規則案は、垂直的リスク保持または水平的リスク保持を選択したスポンサーが、基礎資産の 20 % 以上に寄与したオリジネーターにリスク保持義務を分担させることを認めます。このときオリジネーターによって保持される信用リスクの額は、スポンサーが保持すべきリスクの額の 20 % 以上でなければなりません。また、同時に、オリジネーターが売却した資産の未払い残高が全証券化資産の未払い残高に占める割合を超過してはなりません。自分



が提供したもの以上のリスクを保持するということは認められないと定められています。これらの要件は、証券化資産の質をオリジネーターが監視する十分なインセンティブが生じるように考慮されたと規則案では説明されています。

コメントでは、SIFMA の Asset Management Group は、水平的リスク保持についてはこの配分は理解できるけれども、垂直的リスク保持については全額をスポンサーが担うべきだとしています。

それに対して ABA は、垂直的リスク保持及び水平的リスク保持以外の方式についてもオリジネーターへの配分が認められるべきであるとしします。また、スポンサーが資産を集めて証券化する場合には、スポンサーはオリジネーターへのリスク配分を望むはずであるところ、20%未満の寄与者に配分が認められないと、小規模なオリジネーターは証券化に参加できなくなってしまう。資産を市場に売却することを望む小規模なオリジネーターは、市場の質に関心を持っているから、寄与割合が小さくても監視のインセンティブがなくなるとは言えないのではないかとコメントしています。

また、オリジネーターが、自身が売却した資産以外のものも含めて全資産について信用リスクの保持義務をも負うという点は、割合は限定されているのですけれども、オリジネーターは他人の売却資産に対するコントロールがないから問題であるというコメントもあります。さらには、オリジネーターに対するスポンサーの監視義務は不可能を強いるものであるという批判もあります。

### Ⅲ．ヘッジ取引の制限（14条）

15G 条(a)(1)(A)は、リスク保持規制は、証券化実施者が保持すべき信用リスクをヘッジその他の取引により他に移転することを禁止しなければならないとしします。そこで規則案は、スポンサーが保持すべき持分または資産をスポンサーの連結の範囲に含まれる関係者（連結関係者）以外の者に移転することを禁止します。スポンサーまたは連結関係者が、スポンサーが保持す

べき信用リスクにヘッジをかけることも禁止されます。

具体的には、スポンサーとその連結関係者は、証券その他の金融商品の売買、契約の締結、デリバティブその他のポジションの取得に対する支払いが、スポンサーが保持すべき ABS、証券化資産または ABS 持分等に担保を提供する特定の証券化資産の信用リスクに重要な点で関係し、証券の売買等がスポンサーの ABS 持分等の信用リスクを減少させる場合には、当該証券の売買等をしてはならないとします。

特定の ABS 持分の信用リスクと重要な点で関係のないヘッジポジションをとることは禁止されません。例えば市場全体にかかる金利レート・為替レート・住宅価格の動向に対するヘッジ、資産担保証券の特定の広いカテゴリーの全体的価値の動向に対するヘッジは禁止されないと説明されています。

他のスポンサーによって証券化された、同様の資産によって担保される証券に結びついたヘッジも禁止されないとされています。この部分は、特にコメントは見当たらなかったのですが、私は直感的に、これが許されるならば実質的なヘッジができてしまうのではないかと感じました。それに対し、リスク保持義務の対象となる特定の持分または資産を参照とするクレジット・デフォルト・スワップは禁止の対象になります。

規則案は、スポンサーの資産担保証券からのトランシェと他のスポンサーの資産担保証券からのトランシェをともに参照資産とする指標に対するヘッジの取り扱いについて、詳細なルールを定めています。

スポンサー及びその連結関係者が信用リスク保持の対象となる持分や資産をその債務の担保に供することも、担保提供者へのフルリコースが定められていない限り、禁止されます。信用リスクの移転となるからです。

ABS の発行体は、たとえスポンサーの連結範囲に含まれていても、スポンサーの連結関係者とはみなされないという規定が定義に置かれています。これは、発行体の行うヘッジは投資者全体のためのヘッジであり、スポンサーのみのためのヘッジではないからであると説明されています。ただし、発行体が行うヘッジ取引は、スポンサーが信用リスク保持のために保有する

ABS 持分または資産をカバーすることはできません。例えばスポンサーが垂直的リスク保持を採用する場合、発行体はトランシェの 95% をカバーする信用保険を購入することはできますが、それ以上カバーさせることはできません。5% はスポンサーが保持しなければならない信用リスクだからです。

## Ⅳ. 適格住宅モーゲージ (QRM)

### 1. 概説

次は、適格住宅モーゲージについての適用除外の話ですが、日本とは直接関係のない話ですので、省略しながら説明させていただきたいと思います。

15G(c)(1)(C)(iii) は、ABS を担保する全ての資産が適格住宅モーゲージである ABS の発行については、リスク保持義務は適用されないとします。

15G(e)(4) は、歴史的なローンの成績データから、債務不履行のリスクは低いと認められる引受け及び商品の特徴を考慮に入れて、当局が QRM を定義するよう定めています。15G 条によると、QRM の定義はドッド＝フランク法によって改正された貸付真実法の定める適格モーゲージより広くなってはならないとされています。そこで、当局は、制定法の適格モーゲージの基準を他の要件とともに適格住宅モーゲージの要件に組み込むことにより、適格住宅モーゲージの定義が適格モーゲージの定義より広くならないようにしたといいます。QRM に該当するか否かは、オリジネーション（貸し付け）の際に判断されます。

QRM の定義規定としては、次のようなことが書かれています。1 から 4 ユニットの家族用財産（うち最低 1 ユニットは借主が居住するためのもの）を購入し、または借りかえるためのクローズドエンド型（追加貸付がないという意味）の第一順位担保権つきローン。建設費用ローン、ブリッジ・ローン、リバース・モーゲージ（借入債務がふえていくもの）は含まれない。適用除外を受ける手続要件については省略します。

## 2. QRM の要件

上に述べた QRM の定義には、さまざまな要件が付されています。主なものを紹介しますと、まず、信用履歴です。これは法が、歴史的なローンの成績データから債務不履行のリスクが低いと認められるものを除外せよと言っていることから、信用履歴についての要件を定めることが必要とされたということです。

民間ではクレジット・スコアが貸付の際に利用されていますが、クレジット・スコアは民間団体によって開発維持されているもので、変更される可能性もあるので、QRM の基準としては使えない。そこで、そのかわりに、借主がモーゲージの資格があるかどうかの判断に用いられる基準を規則案は用いています。借主はいかなる負債についても、現在 30 日以上 の遅滞に陥っておらず、過去 24 カ月間に 60 日以上 の遅滞に陥ったことがない等々、こういう形式基準を用いているということです。

借主が信用履歴の要件を満たしているかどうかはオリジネーターが証明します。その手続、セーフハーバーについても、規則案が規定をしています。

QRM に不適格な支払い条件の定めが置かれています。借主の負債がその所得に対して占める割合（負債比率）についての定めが置かれていまして、月々の住宅ローン返済額が総所得に占める割合が 28% を超えてはならず、月々の総返済額が総所得に占める割合、当該住宅ローン以外の返済額の占める割合が 36% を超えてはならないといったものです。

モーゲージ取引におけるローンが対価に対して占める割合（ローン比率）についての定めも置かれていて、住宅購入の場合、ローン比率が購入価格の 80% を超えてはならない、住宅購入のためのモーゲージ取引について、頭金が購入価格の 20% 以上でなければならないといった細かい要件が定められています。

コメントの部分ですけれども、提案リリースは、当局は多くの慎重に引き受けられた住宅モーゲージローンは QRM の提案された要件を満たさないと述べています。このリリースに対して、39 名の上院議員は立法時に、

歴史的に見て安全なモーゲージ商品について、リスク保持義務の広い適用除外を認めることを意図したのだと説明するコメントを送りました。また、160 名の下院議員は、モーゲージ保険を付した頭金少額のローンを QRM に含めるようコメントを提出したということです。

一般的なコメントとして、次のようなものがあります。QRM の範囲が決まらなると、住宅モーゲージ担保市場は復活しない。証券化の過程で、普通、スポンサーは、引受けが適切になされたかどうかのリスクを負担する。スポンサーは、表明保証の違反に基づいてオリジネーターにモーゲージローンの買い戻しをさせることによって、このリスクを軽減している。オリジネーターもスポンサーも、単に借主が債務不履行したというだけでローンの買い戻しを求められるわけではない。ローンの債務不履行が起りやすいかどうかといった点からの条件によって適格性を認めるのではなくて、表明保証を使えばいいのではないか。

それに対して、SIFMA の Asset Management Group は、こういった QRM の狭い定義に賛成しています。ただし、SIFMA 自身は、定義が狭過ぎるとしているのですね。Asset Management Group が別個にコメントを出したのは、SIFMA の中で意見が集約されなかったからのようです。

## **V. 5 %のリスク保持義務の軽減（17－20 条）**

15G 条は、連邦銀行当局が定める引受基準を満たす資産について、証券化実施者に 5 %未満の保持義務を課す権限を当局に与えています。同条は、リスク保持義務の軽減が認められる資産の種類の例として、住宅用モーゲージ、商業モーゲージ、商業ローン、自動車ローンを挙げています。規則案は、これら以外の種類の資産は挙げていません。住宅用モーゲージについては QRM で対応済みなので、それ以外のこういったローンについての規則の適用の軽減について定める権限を法律は与えているということです。

規則の提案リリースでは、次のように述べています。15G 条は 0 から 5 %までのリスク保持を認めている。しかし、5 %未満のリスク保持では、証券

化実施者に十分なインセンティブを与えることができないと考えるので、規則案では一律 0 % とし、それにふさわしい引受基準を設定した。対象は適格商業ローン、商業モーゲージ及び自動車ローンである。その引受基準はかなり保守的に定められているということです。

18 条、19 条、20 条は、それぞれの定義を定め、それぞれがリスク保持義務を免除されるような引受条件を定めています。内容については省略します。

## Ⅵ. その他

### 1. 一般的な適用除外権限

15G 条(c) (1) (G) 及び 15G 条(e)は、特定のタイプの ABS または証券化取引について、当局に適用除外権限を与えています。これらを受けて、規則案 21 条は、適用除外 ABS 及び適用除外取引を定めています。内容は、細かい点ですので省略させていただきたいと思います。

1 点、気になった点は、再証券化です。再証券化については、次の要件を満たす場合に信用リスク保持義務の適用除外とされています。第 1 に、証券化取引によって発行された ABS によって担保される証券化取引であって、前者の証券化取引の信用リスクが保持されているか、信用リスクの保持義務が免除されていること。第 2 に、単一種類の ABS 持分を発行するものであり、基礎資産が受け取る元利金の支払いが証券の保有者にパススルーされること。このような取引であれば、信用リスクの配分を変更しないからであります。逆に言うと、信用リスクの保持義務は、証券化のたびに重ねて適用されますから、再証券化、つまり証券化商品を集めてきて、それをまた区分して、リスクの異なる証券を発行するという再証券化のたびにスポンサーは 5 % のリスク保持義務を負うということです。ただ、ここに書いてあるように、証券の保有者に元利金の支払いがパススルーされるような場合には問題ないだろうと思われます。

SIFMA のコメントですけれども、再証券化において、リスクの保持義務が免除される要件が厳し過ぎる。当局が MBS の CDO 市場の濫用を警戒す



るのは理解できる。しかし、そういったものと典型的な再証券化を区別すべきであるということを述べていますが、細かい点は時間の関係で省略させていただきます。

## 2. 外国取引に対するセーフハーバールール

外国取引に対するセーフハーバーが規則案で定められていまして、次の要件を満たす証券化取引には信用リスクの保持義務の規定は適用されません。証券化取引が証券法のもとでの登録を求められるものでないこと。米国の市民に対して、ABS 持分の全てのクラスの 10% 超が売却されていないこと。証券化取引のスポンサーも発行体も、米国法に準拠して組織された者でないか、米国法に準拠して組織された主体の米国支店でないこと。ABS を担保する資産の 25% 超が米国に居住するスポンサー、スポンサーの関係者または発行体によって取得されていないことです。

最後に、全般的なコメントとして、SIFMA の Asset Management Group が、規則案はエンフォースメントの手段を示していないのが問題であると述べています。規則案では罰則その他エンフォースメントの手段を確かに示していないのです。少し考えてみたのですが、もともとドッド＝フランク法の 941 条は 15G 条の定めを置いていて、15G 条そのものは法律になるのですけれども、15G 条自身は当局にルールを定めろということしか言っていないのです。こうやって定められたルールはもちろん法律に基づくルールなので、それに違反した場合には 15G 条に違反したことになるのでしょうけれども、一般の証券法の規定というのは、例えば SEC 規則に違反して一定の行為をしてはならないということを定めていて、その場合にはその違反については罰則が適用されますし、SEC による差止め訴訟の適用対象にもなるのです。しかし、15G 条のような形式がとられた場合に、その違反が直ちに罰則の適用対象になるのかとか、SEC の差止め訴訟の対象になるのかという点はよくわからないというのが正直なところです。何かご意見があれば、教えていただければと思います。

非常に長時間、かつ雑駁な報告になってしまいましたけれども、いろいろ  
とご教示いただければと思います。



## 討 議

**前田副会長** 黒沼先生、どうもありがとうございました。我が国でこれまでほとんど研究のなかった分野について、詳細なご報告をいただくことができました。

それでは、ただいまのご報告について、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

**松尾委員** 詳細なご説明、ありがとうございました。私は小野傑先生に頼まれて、去年の12月7日に、「流動化・証券化協議会」の「証券化技術を使ったバンギングWG」で、「米国ドッド＝フランク法の最新展開」と題して、ドッド＝フランク法における資産証券化プロセスの規制について、説明しました。国内銀行関係者がメインだったのですが、余り関心を持たれずに終わってしまったということがありました。

幾つか申し上げたいのは、もともと G20 ピッツバーグ・サミット首脳声明（2009 年 9 月 24 日・25 日）において「証券化商品のスポンサー又は組成者は原資産のリスクの一部を保有すべきであり、もって、彼らに慎重な行動をとるよう奨励している」とされています。元金融庁長官の佐藤隆文一橋大学教授の著作『金融行政の座標軸』（東洋経済新報社、2010）292 頁では、「実はこの案は、比較的早い段階でわが国が国際会議等で提案したものである。」とされています。ところが、黒沼先生ご指摘のとおり、日本では入れていないわけです。4 年くらい前に金融庁幹部はどうするかと悩んでいまして、結局入れなかったわけですけども、背景としては、日本の実務では、オリジネーターが劣後部分を保有するケースが大半であり、事実上信用リスク保持を達成できているとの実務家の意見があったものと推察しています。

実は話はこれで終わってなくて、去年の11月16日に IOSCO（証券監督者国際機構）の報告書「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」が公表されています。IOSCO 報告書では、リスク保持義務については、アメリカ方式（スポンサーの義務）と EU 方式（規制投資家の義務）があると整理

されていまして、各国はインセンティブを整合させるアプローチ（リスク保持が優先的なアプローチ）の要素を 2014 年半ばまでに遵守するために所要の措置を講じるよう努力するべきとされています。黒沼先生の最後にございますように、証券化取引はグローバルに行われる場合もありますので、アメリカ方式と EU 方式の調整が課題になっていまして、そういう IOSCO の報告書を見て、日本の当局はどうするのだろうかというのが私の関心事になっています。

先生にご質問させていただくのは細かい話なのですが、3 ページ目の先生のコメントにあります倒産隔離の点ですが、私はこのコメントを全然読んでないのでわからないのですが、たしか日本の会計基準で、スポンサーが 5 % 以上持っているとおフバランスが認められないというのがあって、倒産隔離をしっかりと達成するためには、真正譲渡性をいかに確保するかがもともと証券化の課題であったと理解をしております。私は証券化の専門ではありませんので、間違っていたら申しわけないのですが、そのことを言っているのかなと思わないでもありません。もちろん、信用リスクの保持が真正譲渡性を直ちに脅かすとは思えないのですが、そういうことを言っているのかなと推察されますので、ちょっとコメントさせていただきました。

**黒沼委員** 最後の点ですけれども、何となくイメージとしてわかるのです。しかし、倒産隔離というのは、資産の譲渡人、これはスポンサーでもデポジターでもいいのですが、譲渡人が倒産したときに、当該資産を証券化した証券の保有者が倒産のリスクを負担しないようにするということですね。つまり、資産の一部を譲渡しないで持っていたからといって、そのことが譲渡人に生じた事由が譲受人に対する影響を決定するのだろうか。方向が逆のように感じたのです。

**金井オブザーバー（以下 OBS）** 証券化の場合は、法的な観点と会計的な観点で、松尾先生がおっしゃった真正譲渡性が重要なポイントになっておりまして、真性譲渡性、すなわち倒産隔離性を判断するに当たって、本当にリスクが移転しているのかが判断のポイントになります。実質的に重要な部分の

リスクが移転してないと、売買を装った担保付ファイナンス取引であるという認定がなされますし、日本の会社更生法でもリース取引についての取扱いに争いがあるように、担保付ファイナンス取引とされると譲渡人が倒産したときに、その倒産手続の中に取り込まれることになりますし、アメリカの場合は substantive consolidation の理論で、法人格否認の法理同様にグループ一体で倒産処理に取り込まれてしまうことになります。かかる判断に際して、正にリスクが移転しているかどうか、真正譲渡性＝倒産隔離性を法的に判断する場合も会計的に判断する場合も、1つの大きなポイントになっています。ですから、5%を残しておくというのは、本当にリスクは移転しているのかということ判断する際のポイントになるので、倒産隔離性の確保の点からは悩ましい問題であるということだと私は理解しています。

**黒沼委員** 松尾先生が言われた最初の点ですけれども、G20 で合意しているのならば、日本でも何らかの規則を入れないといけないことにはならないんですか。

**松尾委員** 私は当局ではありませんけれども、FSB（金融安定理事会）を通じて G20 合意の実施状況がピアレビューされますから、日本の実施状況を見られるわけです。日本では、日本証券業協会の自主規制規則「証券化商品の販売等に関する規則」及び「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」で「証券化商品の追跡可能性（トレーサビリティ）の確保」についての取組みが公表されています。金融庁が信用リスク保持について国際的にどう説明しているかはわかりませんが、おそらく日本では実務的にそれは確保されているという説明をしているのではないかと推察されます。証券化弁護士に言わせると、皆さんご高承のとおり、日本では特に投資家サイドが、スポンサーがちゃんとリスクを保持しないと買ってくれないという問題がありますので、事実上、実務的に信用リスクを、倒産隔離に影響しない、真正売買性に影響しない範囲で持っておかないと売れないと聞いています。

**黒沼委員** アメリカと EU の規制を比較すると、EU は投資者の側に着目して、一定の信用リスク保持がなされていない証券化商品は買ってはならない

という規制ですね。しかし、この規制の目的は、規制を直接見る限りは、金融機関の健全性を確保するためであって、おかしい証券化を行わせないことを直接の目的としているわけではありませんし、規制の対象になってない投資家もいることを考えると、おかしい証券化を防止するという目的を適切に達成できるようには思えないのです。

それに対してアメリカのやり方は、証券化実施者に対する規制であって、登録金融機関であるかどうかを問わない、誰でもやろうとする者は規制対象になるというので、ある意味では網羅的だと思うのです。だから、おかしい証券化を防止するという目的のためにアメリカ方式がいい。それ以外に金融機関の健全性確保のための規制が必要だということは理解できるのですが、それだけでは証券化の規制目的をカバーできないのではないかと思います。ただ、アメリカでもこの立法は難航していて、一説には規則を制定するよりも条文を廃止したほうがいいんじゃないかという議論もあるようです。適用除外の範囲ばかりが議論されていて、適用除外に指定されないと市場が成り立たないのであれば、いっそやめてしまったほうがいいようにも思う。他方、適用除外とされれば当該部分では規制の目的が達成されず、規制の対象になっている部分では禁止的な規制となり証券化が行われなくなると、いずれにしても目的を達成できないわけですから、難しい問題があると思いました。

**永井 OBS** ここでは、5%の保有を通じて、何の保護機能を期待するのかという原則の議論を先生方には是非お願いしたいと思います。証券化の個別のアンダーライニング・アセットによって、その証券化商品の5%保有をどのように具体的に義務化するかの議論は重要ですが、そもそもの意義を是非ご教授いただきたいと思います。

ホリゾンタルかバーティカルかという議論は、信用度に応じてトランシェを分けているものを、エクイティー相当部分と信用格付の程度に応じて、どのようにスポンサー等の業者に保有し続けさせ、抜け駆けを許さない手当てをするかという、手法の議論です。その方式が、RMBSでは、CMBSでは、カー

ド・ローンでは、カー・ローンではどうかをそれぞれ整理しようとしているのが今日の議論の背景です。

むしろ市場参加者を守るために業者に何を持たせるべきか。日本での証券化では何を要請すべきかをご示唆いただけますと、有益な議論になると存じます。よろしくお願いいたします。

弊社の RMBS の米国の訴訟では、オリジネーターの地方金融機関のレップ・アンド・ワランティ（表明保証）に依拠して証券化を行っていたのですが、我々のデュー・デリの内容を問われることが生じています。

証券化の投資家保護のためには、一体誰に何をさせるべきだという問題では、すでにご議論いただいている、トレーサビリティの問題も重要です。投資家が購入しやすいものにするための重要な要素であると思います。業者にとっては難しい問題ですが、是非お教えください。

**黒沼委員** 私もそういう議論がないかと思って文献を探したんですが、なかったんですね。5%のリスク保持の目的は何かというと、一般的には投資者の利益とスポンサーの利益を一致させるという説明がされています。私は最初に2つのことを申し上げました。1つは、おかしい条件の証券化はしないということです。もう1つは、全てを売り切ってしまうことによって、お金が循環するわけですから、さらに証券化が進む。後者の点については、5%保持しているだけでは、お金の循環を止めることはできませんね。ですから、後者を狙ったものでないことは明らかだろうと思います。

おかしい証券化をしないというときに、自分もリスクを負担するのだから、引き受けのときの条件を厳しく設定するということを狙っていると思います。

ただ、実際に重要なのはサービサーの役割だと思うのです。サービサーは直接の規制対象にはなっていないくて、ただスポンサーがサービサーを兼ねていることもあるということを前提にして、サービサーとしての役割にも期待しているのか。そのあたり、よくわからないところでした。

**前田副会長** 信用リスク保持の義務づけという考え方は、もともと開示規制

では足りないというのが議論の出発点になっているのだと思います。信用リスクについて適切に評価がされ、それが開示されれば、資産はそれを織り込んだ価格で移転されるであろうし、発行される証券もそれを織り込んで、その分、安く発行されるはずだと思うのですけれども、開示規制だけでは足りないと考えられた、その背景にあるのは、証券化というのは余りに仕組みが複雑であるがために、開示だけでは投資者保護に不十分だと、こういう考え方が基礎にあると理解してよろしいのでしょうか。

**黒沼委員** そのとおりだと思います。証券化については、レギュレーションA Bというのが金融危機よりも前に出ていて、公募の場合の開示規制を定めているのですが、そもそもレギュレーションA Bが緩かったから金融危機が起きたとも言われているところです。

**中村委員** 永井さんがおっしゃった問題意識とかかわるのですけれども、そもそもの目的というのがアンダーライティング・アセットのクオリティーのコントロールとモニターのためということが言われていて、そのために5%持たなきゃいけないということを選択したこと自体が、規制手法としては変わっているなと思っています。日本だったら、普通は業者がデューデリジェンスはこういう形でちゃんとやりなさいとか、具体的な証券化のアンダーライティング・アセットはこういう条件を満たさないといけない、そういう実体的な規制を多分志向するのではないかとこのところで、5%持ったら、それだけのインセンティブが生まれるのだから、あとはそのインセンティブに従って適当にモニターして、アセットのコントロールもしなさいよと。どちらかというと間接的なアプローチをとっているように見受けられるのですけれども、そういう規制手法がとられた趣旨とか背景をもしご承知だったら教えていただきたいのですが。

**黒沼委員** 趣旨、背景は知らないのですけれども、おっしゃったことをやろうとすると、結局、業者規制になりますね。アンダーライティングというけれども、これをうまく業規制に乗せることができれば、業規制でできると思うのですが、業規制に乗らない部分があると考えているのではないでしょう



か。インセンティブを与えるという考え方そのものは、私はおかしくないと思っています。

**中村委員** 例えば日本の一般の企業金融証券で、引受証券会社が募集とか売り出しの際に、引き受ける際に、5%を、デューデリジェンスをきちんとやるために持ちなさいとルールをつくるかというのと似たような話になってしまふかなと思うのですが、そういう方法は日本ではとられてないし、米国でもそれはとられてない。なぜABSについてはそういう規制のアプローチがとられたのかというのにちょっと興味が湧いたので、お聞きした次第です。

**黒沼委員** 引受けという概念に乗っかればいいのですけれども、厳密にはスポンサーは引受け業に該当しない場合があるじゃないですか。そうすると、それを規制する根拠は何かというのが問題になってくるし、恐らく多様なものがあるのだろうけれども、残額引受けとか総額引受けに該当しない場合もたくさんあるのではないのでしょうか。

**中村委員** ファイナンシャル・クライシスのときに、レーティング・エージェンシーが機能しなかったというところがもう1つ背景にあるとは思っています。例えば第三者評価機関の適切な評価を得た上で発行者は発行しなさいみたいな規制のアプローチもあり得るにはあったのかな。ただし、レーティング・エージェンシーの問題があったので、そういうアプローチはとりにくかったんで、5%を持つことによるインセンティブのアラインメントという方法をとったのかなと、今、先生のお話を聞いて、思うに至りました。ちょっと感想です。

**近藤委員** よくわからなかったので確認なのですが、一方で適用除外があって、それに該当しない場合には全て5%を持つということになっている。他方で、5%よりも低いことを要求するものもある。しかし、それは必ずしも柔軟なものではない、そういう理解でよろしいのでしょうか。

**黒沼委員** 5%より低いもののほうは、結局、規則案では実質適用除外ということなのです。つまり、0%としましたので、住宅モーゲージ以外のローンについての適用除外をここで定めている、そういう理解だろうと思います。

**近藤委員** なぜ3%とか4%とかいう場合を考えて、柔軟に対応しようという発想をしなかったんでしょうか。

**黒沼委員** 規則案では、5%を保持させなければインセンティブがない、中間の比率を定めることでは規制目的は達成できないと考えたようですね。なぜ5%なのか、それもわからないところです。

**金井 OBS** なぜ5%なのかというのは、先ほど松尾先生がおっしゃったことが1つと、先ほどの倒産隔離や真性譲渡（True Sale）、会計上のオフバラ取引を認める観点からギリギリの割合だという点から来ていると思います。要は10%だと、それではリスク移転が十分ではない、そうすると倒産隔離もオフバラの取扱いも認められないねということになりますし、逆に5%より低いと、十分なインセンティブのアラインメントが働かないんじゃないかという議論から来ているのだと思います。

もう1つ、この規制とセットになりつつあるのが、金融機関の自己資本計算におけるリスクウエートです。特に証券化において残余部分や劣後部分を持つ場合は、リスクウエートが非常に高く設定されるという提案がなされていますので、銀行とか証券会社の自己資本比率規制において、かなりディスインセンティブとして効いてくるんですね。それに、欧米の銀行は、証券化のボリューム自体が日本の金融機関と比べものにならないくらいに大きいし、もともと資産を使うことを嫌って、使った資産や資本に対するリターンをかなり重視しています。そうすると、従来全く資産や資本を使わずに行っていた証券化を、従来と同じボリュームで行った場合、ものすごく自分の資産と資本を使うことになってしまうので、ダブルで規制が証券化に対するディスインセンティブとして効いてくる。一方では、市場として適切な証券化は維持しなきゃいけない。そういう中で、バランスをとった着地というのが、この規制案になっているのかなと個人的には感じています。

**永井 OBS** 補足させていただきますと、流動性を確保するために、業者としては、一定のポジションを持つことが必要になります。買いたいという人と売りたいという人のニーズに常に応えるための前提条件です。そのポジ



ションには、今、金井さんがおっしゃったように、資本チャージが課されます。

資本を何にどう配分するかは、ビジネスの内容を決める上で非常に重要です。資本は有限ですので、資本を効率良く利用することが必要になります。業者は、資本をあまり使わなくてリターンが良いものを扱いたいと考えます。証券化のビジネスで、一定割合の商品の保持を業者に義務づけると、結局、資本をアイドリングする部分が増えることになりますので、ビジネス規模の量的な規制が働くことになります。流動性の低いものほど資本チャージは増えますので、量的制限が厳しくなるわけです。

また、ヘッジ取引の制限をどうするかも非常に重要な議論です。売りたいという顧客のニーズを我々業者が買い取って対応すると、そのポジションのリスクをヘッジし、リスク・ニュートラルに維持する方法を考えるのがトレーダらの日々の業務です。リスク・ニュートラルにするためのヘッジをいかに行えるかは、非常に重要な問題となります。ヘッジ取引が全部禁止されると、クレジット・リスクやマーケット・リスクを業者が負うことになり、ビジネスが成り立たなくなります。取引量が多ければ、ヘッジは自社内でもある程度はできますが、それで完結できるわけではありません。これが規制されてしまうと、業そのものが成り立たないことになります。

規制を考える方の立場からすると、穴があいてしまったら、水は全部漏れてしまうじゃないか、とおっしゃられるかもしれませんが、ヘッジを否定されると業として成り立たないので、そのせめぎ合いですね。どこまで規制するかの議論は難しいため、アメリカでも結論には至っていないというのが実情だと思います。

**神作委員** 大変詳細なご報告、ありがとうございました。2点、ご質問させていただきます。

まず第1は、非常に大ざっぱなご質問で恐縮なのですが、アメリカは信用リスクの保持規制について相当厳しい規制で、EUは間接的な保証なども許容する形でより緩やかな信用リスクの保有規制を課すこととしている

と伺いました。日本は今のところそのような規制を導入する予定がないとのこと。おかしい証券化をとめようということが信用リスクの保有規制の目的であるいたしますと、おかしい証券化が実際世の中でどれくらい、またどのような態様で行われたかということとこの規制の導入の是非およびそのルールの内容についての議論が変わってきていて、相互に対応関係にあると思っていいいのか。アメリカではおかしい証券化が相当の規模で起こったという認識があるからこそ、アメリカは非常に厳格に信用リスクの保有規制を導入しようとしている、日本はそのような実態と認識があまりないので導入すら予定されていない、EUは日米の間である、信用リスクの保有規制への対応もそのことに対応しているという関係があるのかというのが1つ目のご質問です。

それに関連して、2つ目のご質問は、何がおかしい証券化と見られているのか、それに対する代替的な規制手段があるのかについてです。よく言われているのは、サブプライムローンで非常に質の悪い、まさにアンダーライティング・アセットの質の悪いものが証券化の対象になっていた、という問題があると思います。この問題は、もしそれを規制するならば、一定の要件を満たさない証券化商品についてのみ信用リスクの保有規制を適用する、具体的にいえば適用除外のルールで、よい住宅ローン債権については適用を除外するという形で規制することが可能かとも思いますし、さらに積極的・直接的に、信用リスクの保有規制以外の規制を課すことも不可能ではないように思います。これに対し、おかしい証券化のもう1つのタイプとして、おそらく実需を伴わないCDOの問題があって、これを直接的に規制するのはほとんど困難であり、適用除外という形で規制するにしても大変にむづかしく、信用リスクの保有規制を包括的に網をかけざるを得ないということなのではないかと想像いたします。CDOのような証券化証券を規制するために、そして証券化とりわけ真正譲渡の実務との兼ね合いでご報告のような5%ルールを画一的に課すことを原則とするというルールが予定されているのであって、私はそれは有効というか、逆にそれ以外にどのようにしてCDOについ

て適切な規制を行う方法があるのだろうかと思うのです。このルールとおかしな証券化との関係、とりわけどのような証券化をおかしな証券化としてとらえ、それに対して代替的なより効果的な規制手段があるのかについて、黒沼先生のお考えを教えてくださいました。

**黒沼委員** 難しい質問ですが、第1点は、背景としてはおっしゃるとおりのことがあると思います。アメリカの業者が証券化して、EUの金融機関が買っていた。日本はどちらもやっていなかった。だから、アメリカは証券化のほうを抑えて、EUは投資家のほうを抑えている、日本は何もやらない、こういったことが動きを説明する1つの背景かなと思います。

質の悪い資産をどう管理するかという点について、質のよいもの以外は規制をかけるということになりますと、要するに質のよいものはどうやってもいいけれども、質の悪いものは実質的には禁止するということになるんですね。そうだったら、ルールの内容の合理性を考える必要がなくなってしまうので、私はそのやり方がいいのかちょっと疑問に思っています。本当にこのルールが世の中の役に立つのであれば、多少コストはかかるかもしれないけれども、適用除外を設けなくて全て適用した方がいいというのが、法律学者としての考えです。

CDOのような複雑な証券化商品について対処するには、ほかにやり方がなかったからではないかというのは、それはおっしゃるとおりだと思います。ABAのコメントなんかも、そういうもののみを対象にすればよくて、対象範囲が広くなり過ぎているという批判だろうと思います。

**松尾委員** 結局、日本へのインプリケーションを考えますと、さっきちょっと申し上げたのですが、多分EUと日本、アメリカで投資家層が違ってきます。これは証券会社さんのほうがはるかに詳しいのですけれども、日本は地銀さんなんかの規制業種が中心ではないかと思われます。EUもそうなのかもしれません。したがって、規制業種を通じた間接的規制で十分有効ではないかということと、規制業種といえば、金井さんが指摘されたバーゼルⅢが適用されるので、それがかなり効くということで、特に実体的な信用リス

ク保持義務は必要ないという意見です。

2点目は、少なくともリーガルに関する限りは、私が聞いている日本の民間慣行では、弁護士の真正譲渡に関するリーガルオピニオンがないと発行できないというプラクティスがあります。証券化弁護士に聞きますと、日本でもリーマンショック後に証券化取引に関する訴訟が起きていまして、その弁護士は勝ってよかった、自分がゴーサインを出したリーガルオピニオンが認められたとほっとしていました。逆に負けたらえらいことになると思っているわけで、そういう形で民間の実務関係者には現に、ちゃんとしていないと後でえらいことになるというインセンティブが働いていて、かつ、永井さんが指摘されたようにマーケットが狭いので、それで十分機能しているという意見です。ですから、今ご指摘いただいたようなアメリカ特有の部分があって、アメリカではものすごく規制コストが高いと思います。こんな難しい規制にどう対応するのでしょうか。弁護士は多分ありがたいと思うのですが、果たしてそれで証券化取引が健全に発展するのかという問題意識がございます。

**黒沼委員** 規制コストについていうと、最初に5%の保持義務を課せられて、その証券が全部償還されるまで、ずっとそれが続くわけですね。その間守っているかどうかというのは、誰がどうやって調べるのかというのは何も書いてないです。そういう面でのエンフォースメントもよくわからないところでですね。

**前田副会長** そろそろ時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。

今後の研究会の予定について、アナウンスをさせていただきます。次回は、5月15日の水曜日、午後2時から、藤田友敬先生にご報告をいただくことになっております。次々回は、7月17日の水曜日、午後2時から、川口恭弘先生にご報告をいただくことになっております。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて

早稲田大学 黒沼悦郎

## はじめに

連邦準備制度理事会 (FRB)

連邦預金保険公社 (FDIC)

通貨監督局 (OCC) (以上「連邦銀行当局」)

証券取引委員会 (SEC) (17 CFR Part 246)

都市住宅開発省 (HUD)

連邦住宅金融庁 (FHFA) (以上「当局」) が共同で提案

Credit Risk Retention, Proposed rules, 76 Federal Register 83, 24090- (April 29, 2011)

未採択

400 件以上のコメント

Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

Securitization Group (s71411-79.pdf)

Asset Management Group (s71411-80.pdf)

ABA, Business Law Section, Securitization and Structured Finance Committee  
(s71411-133.pdf)

## 1 概要

### (1) ドッド=フランク法

ドッド=フランク法 941 条(b)項→取引所法 15G 条

① 証券化実施者 (securitizer) が、資産担保証券 (ABS) の発行によって、第三者に移転し、または売却した資産の信用リスクの 5 % の部分を保持することを証券化実施者に求める規制

② 15G 条の下で証券化実施者が保持することを求められる信用リスクを、直接または間接に、ヘッジその他の方法で移転することを禁じる規制。

- ・適用除外の制定
- ・適用除外となる適格住宅モーゲージ (QRM) の定義
- ・商業モーゲージ、商業ローン、自動車ローン：5 % より低い信用リスクの保持義務

### (2) 信用リスク保持義務の趣旨

「適切に構築されれば、証券化は家計やビジネスに低いコストで信用を提供することが

できるが、インセンティブが適切に整序されず、組成プロセスで規律が働かないと、証券化は、投資者、消費者、金融機関に害をもたらし、金融システムを害する。金融危機の間、証券化は、そのプロセスに関与する様々な当事者間の情報問題およびインセンティブ問題に対してきわめて弱いことが判明した。」

15G 条：証券化実施者に対し、原則として、証券化に係る資産の信用リスクについて経済的利益を保持することを要求する。

→ 証券化実施者に、証券化取引の基礎にある資産の質を監視し、確保するインセンティブを与える。→証券化実施者の利益を投資者の利益に一致させる。

### (3) 定義 (2 条)

**資産担保証券 (ABS)**：現金化の容易な金融資産（ローン、リース、モーゲージ、その他の担保付または無担保の売掛債権を含む）によって担保された、固定利率その他の利率の付された証券であって、証券の保有者の受ける支払いが、主として当該資産から生じるキャッシュフローに依存するもの（取引所法 3 条(a)項(77)号 (Dodd=Frank Act941 条により追加))

登録・未登録を問わない。

**ABS 持分 (ABS interest)**：発行主体 (issuing entity) により発行されるあらゆる種類の持分または債務をいい、券面の有無を問わず、証券、債務、受益権、残余持分を含む（規則案 2 条）。ただし、発行主体の所有権を表示する株式、有限責任持分、組合持分、信託証書、その他同様の証書を含まず、発行主体が保持する担保から得られるキャッシュフローに主として依存するのでない支払いに対する権利を含まない。

#### 証券化実施者 (15G(a)(3))

(A) 資産担保証券の発行者

(B) 資産を発行者に売却または移転することにより、直接または間接に（関係者を通じて行った者を含む）、資産担保証券の取引を組織し、開始した者

(B)→レギュレーション AB の「スポンサー」

(A) 連邦証券諸法上、ABS 取引に関して用いられるとき、「発行者」とは ABS の担保となる資産を発行体に移転した者（**デポジター**）を意味する。

①証券化資産を受け入れ又は購入し、これを発行体に移転し又は売却した者

②スポンサーと発行体の間に資産の中間的な移転がない場合は、スポンサー

③証券化資産を発行体に直接、移転し又は売却した者が信託である場合には、証券化資産を受け入れ又は購入し、これを発行体に移転し又は売却した者（①と③は同じ？）

**オリジネーター**（15G、規則案 2 条）：信用の供与その他の方法により、ABS に担保を付与する金融資産を作り出し、当該資産を直接又は間接的に証券化実施者（すなわちスポンサーまたはデポジター）に売却した者  
ローン等を最初に作り出した者のみがオリジネーターとなる。

## コメント

15G 条は証券化実施者にリスク保持義務を課しており、これには通常、スポンサーとデポジターが含まれる。規則案がスポンサーのみを義務者としたのは誤り。もっとも、デポジターは通常スポンサーの連結関係者であり、デポジターによるリスクのシェアは認められる。当初からデポジターも義務者とすべきであった。証券化開始段階でデポジターのリスク保持を禁止することは、資産の譲渡人（transferor）の倒産隔離を脅かす可能性がある（ABA）（?）。

スポンサー（譲渡人） → 中間 SPV（スポンサーが設立、デポジター） → 発行体

## (4) リスク保持義務の要件

15G 条：証券化実施者に、適用除外に該当しない限り、ABS の第三者への発行を通じて、証券化実施者が売却、移転した資産についての信用リスクの 5%以上を保持する義務を規定するよう当局に求める。

規則案：スポンサーが、付保された貯蓄機関、銀行、その持株会社・子会社、登録ブローカー＝ディーラー、その他の連邦の監督に服する金融機関のいずれかであるかを問わず、リスク保持義務を課す。独立モーゲージ会社のように付保されていないノンバンクも保持義務を負う。

## 2 リスク保持の方法

### (1) 概説

実務における信用リスクの保持方法

① スポンサー等が、当該取引によって発行されるそれぞれのクラスの持分の一部を比例的に保持する「**垂直**」切り分け方式

② スポンサー等が、取引により発行される持分のうち、他のものに比べ最も劣後し、最初に損失を受けるポジション（損失第一順位ポジション、first-loss position）を保持する「**水平**」方式

③ 回転する資産によって担保の行われるマスタートラストを用いた証券化ストラクチャーにおいて、投資者の持分と同等の（pari passu）分離された持分を保持する「**売主持分**」（seller's interest）方式

④ スポンサーが資産のうち代表的なサンプルを保持する「**代表的サンプル方式**」



例)

クレジット・カード・ローンの証券化：③

自動車ローンの証券化：スポンサー（オリジネーター（貸主）の関係会社であることが多い）がローンの一部を保持する。

商業モーゲージ担保証券（CMBS）の証券化：②

どの方式を採用するかは、格付の要件、投資者の選好、会計的考慮、最初に保持した持分の流通市場の有無といった様々な要因により決定されてきた。

規則案では、証券化市場の多様性を考慮して複数の選択肢を用意している。

## **(2) 垂直的リスク保持（4条）**

### **提案リリース**

スポンサーは、証券化取引において発行された ABS 持分のどのクラスについても、その 5%を保持する。

保持すべき量：額面（もしあれば）、公正価格、および持分の数もしくはクラスのユニット数の 5%（規則案は保持すべき量の計算方法を特定していない）。

### **情報提供義務**

スポンサーは、ABS の売却の相当な期間前に潜在的な投資者に対し、

または求めに応じて SEC および適切な連邦銀行当局に対し、

スポンサーが保持する予定の各クラスの持分の量、および規則によって保持を求められる量について情報を提供しなければならない。

スポンサーは、ABS 持分の合計金額を決定する際に用いた前提と決定方法を開示する。

### **コメント**

スポンサーが ABS の担保となる資産の 5%を保持している場合（スポンサーが資産の 95%のみを発行体に譲渡する場合）も、ABS の 5%保持と認めるべき。（ABA）

## **(3) 水平的リスク保持（5条）**

### **規則案**

スポンサーは、証券化取引において発行されたすべての ABS の持分の額面の少なくとも 5%に相当する額の「適格水平残余持分」（eligible horizontal residual interest）を発行体に対して保持する。

規則案は、適格水平残余持分が、損失第一順位ポジションとなり、その額面が、損失の吸収によるものを除いて、優先順位の高い持分よりも早く減少することのないよう確保するために、適格水平残余持分と認められる条件を設定している。

### **適格水平残余持分**

①当該 ABS 持分の額面がゼロになるまで、証券化資産のすべての損失が割り当てられ、

②元本と利息の双方の支払いについて最も劣後する請求権を持ち、かつ

③発行体に対する他の ABS 持分のすべてについて支払いが行われるまで元本に支払いを受けることができない ABS 持分

ただし、適格水平残余持分は、関連する取引文書に従って、計画通りに行われる、証券化資産に基づく元本の支払いについて、現時点での比例的な割合の支払いを受けることができる（2条）。

→したがって、他の ABS 持分が残っている場合に、適格水平残余持分を有するスポンサーが証券化資産から元本の返済を受けることは、定義上、計画通りの支払いではないので、禁止される（？提案リリース）。

基礎となる資産を売却して得た手取金から元本の返済を受けることも禁止。

垂直的リスク保持のスポンサーと同様の開示義務

開示の対象：どのような場合に適格持分が損失を割り当てられるのか

どのような場合に支払いを受けることができるのか

### 準備金の設定

適格水平残余持分の保持に代えて、スポンサーは、全 ABS 持分の額面の 5%に相当する額の準備金勘定（cash reserve account、スポンサーが信託を設定し、受託者が発行体のために保持する）を設定することが認められる。

準備金勘定が、損失第一順位部分の信用リスクと同額のリスクに晒されるように確保するための規定を置いている。

- ・すべての ABS 持分の全額が支払われるか、発行体が解散するまで、水平的準備金勘定は、ABS 持分に対する支払いを満足させるために用いられなければならない（4(b)(3)(i)）。

- ・すべての ABS 持分の全額が支払われるか、発行体が解散するまで、準備金勘定は、2つの例外を除いて、引き出されてはならない。

- ① 計画に従った、スポンサーに対する元本の支払い

- ② 認められた方法による水平的準備金勘定の運用から生ずる、スポンサーに対する利息の支払い

- ・持分保持の場合と同様の開示義務

### コメント

議会の意図は 2 つの問題への対処にあった。第 1 は、売却を前提とする証券化の組成（originate-to-distribute model of securitization）における利益の非連動。第 2 は、ABS CDOs や CDOs-squared のような世界的な危機を招いた複雑な証券化への対処。規則案はこれらの目的に沿わない部分がある。（ABA）

15G 条(c)(1)(B)(i)は信用リスクの 5%以上の保持を求めているのに、規則案は、ABS 持分の額面の 5%以上の保持を求めている。垂直的リスク保持は信用リスクの 5%以上の保持になるが、水平的リスク保持は、状況によっては信用リスクの全部の保持になってしまう。水平的リスク保持は、実質的に信用リスクの 5%以上に相当するように改正されるべき。

(ABA)

⇒ 劣後持分の価格はふつうディスカウントされるが、5%を時価で評価することは、信用リスクをダブルカウントすることになるので適当でない。規則案はこのような考え方から、公正価値の代わりに額面を基準にしていると考えられる。(SIFMA)

#### EU 法

Article 122a of the EU Capital Requirements Directive 2009 年採用 (資料 4)

- ・オリジネーター、スポンサーまたは当初の貸主が一定のリスク保持をしていると開示した場合に限って、信用機関は ABS に投資できるとする。

- ・リスクの垂直的保持、水平的保持、オリジネーターの持分（売主持分に相当）、無作為抽出商品の保持を定めている。

具体的な保持方法については 2010 年公表の CEBS Guidelines が規定している。

残余持分、劣後ノート、準備金勘定のほか、①発行体との間のトータルリターンスワップの締結などのシンセティックな方法、②購入価格の延払い、③過剰担保、④信用状、保証状の方法によることも認められる。

規則案が信用状、保証といった資金の裏付けのない信用補完の提供では、スポンサーが水平的リスク保持義務を果たしたことになるとするのは不当である (Rev. of Banking & Financial Services)。

スポンサーまたはその関係者がサービサーでもある場合に水平的リスク保持の選択を禁止すべきか (コメントリクエスト 33)。これは利益相反の問題。サービサーが損失の報告を遅らせ、キャッシュ配分の方法変更を遅らせることにより、損失第一順位のトランシェへの支払いを可能にした例がある。しかし、サービサーの業務基準の問題であり信用リスクの保持で対処すべき問題ではない。(ABA)

損失第一順位ポジションの保持だけでは 5%に満たない場合には、第二順位のポジションを含めて 5%を保持できるようにすべきである。(SIFMA、ABA、EU directive)。

リスク吸収の手段として excess spread や過剰担保が用いられているときは、それを適格水平残余持分と認めるべき。(ABA、EU directive)

#### (4) L 字型リスク保持

垂直的保持と水平的保持を組み合わせた方法（6条）。

①ABS 持分の各クラスの 2.5%以上を保持し、かつ

②すべての ABS 持分（①により保持するものを除く）の額面の 2.564%以上について、  
適格水平残余持分を保持するか、水平的準備金勘定を設定する。

垂直的保持と水平的保持の割合を 1 対 1 としたのは、いずれの保持部分も、十分なインセンティブをスポンサーに与えることができるようにするため。

スポンサーは垂直的保持と水平的保持の両者について開示義務を負う。

## **(5) 回転資産マスタートラスト（売主持分）**

### **提案リリース**

クレジット・カード勘定

ディーラー・フロアプラン・ローン（自動車ディーラーが在庫を担保に行う借入れ）

→ 資産が回転するクレジットラインによって担保される証券化

回転マスタートラスト：単一の回転資産の集合によって担保される ABS のシリーズを複数発行する信託

- ・スポンサーは、ABS 持分を担保する売掛金に対する投資者の利益に連動するような持分（seller's interest）を保持する。
- 回転資産マスタートラストのスポンサーに、売主持分の保持により信用リスク 5%以上の保持義務を履行することを認めることにした。

**回転資産マスタートラスト**：複数のシリーズの ABS を発行するために設立されたものであり、そのすべてについて、時間の経過によって構成物が変化することが予定される回転証券化資産の単一の集合によって担保が付されているもの（2条）

### **売主持分：**

- ①発行体により所有または保有されており、当該発行体が発行する他の ABS 持分を担保していない資産に対する ABS 持分であって、
  - ②取引文書で定められた早期減価償却イベントが発生するまでの間の、支払いおよび損失の配分について、当該発行者が発行する他のすべての ABS 持分と連動し、
  - ③社外にある証券化資産の元本の残高の変化に対して調整される ABS 持分をいう（2条）。
- これらの定義は市場実務に合わせたものである。
- 売主持分を選択するスポンサーは、一定の情報提供を負う。

## **(6) 代表的サンプル保持**

多くの重要な点において発行体に移転した資産と同等の、ランダムに選択された資産の代表的サンプルの保持を認めるもの。

スポンサーの広い意味での資金調達のために行われ、ローンの純粋な流動化が目的ではない自動車ローンの証券化に用いられてきた。

→ スポンサーは ABS に投資した投資者と同じリスクに晒されるので、信用リスク保持義務の手段として認めることにした。

代表的サンプルにおける資産の元本の未返済残高は、当初に証券化の対象とされた資産（代表的サンプルを含む）の元本の未返済残高の 5%以上なければならない。

サンプルが全体を反映するよう確保するための手続

- ・ スポンサーが、1000 以上の個別資産からなる集合を指定する。
- ・ サンプルは、指定集合からランダムにサンプル（ローン）を選び出す。ただし、選出の際、当該資産の元本未返済残高は、指定集合のその 5.264%以上を代表するものでなければならない。
- ・ スポンサーは、統計的に有効な方法論を用いて、指定集合の資産の重要な特性（全資産の平均未返済元本残高を含む）について、サンプルのすべての量的な特性の中央値、および定性的な特性の割合（proportion）が、それぞれ指定集合の中央値および割合の 95%の両側信頼区間にあることを確認しなければならない。
- ・ 結果が達成できない場合は、サンプルを選び直すか、他のリスク保持方法を採用。
- ・ 指定集合資産の重要な特性の特定、サンプルの選択方法、選択されたサンプルの検証方法について、独立した公認会計士事務所から手続同意報告書（agreed upon procedures report）を得なければならない。
- ・ ABS 持分が全部返済されるか、発行体が解散するまでの間に、証券化資産とサンプルの管理は同じサービサーにより、同じ契約上の基準によって行われなければならない。
- ・ 一定の情報提供義務  
各分配期間の期末に、投資者に対し、サンプルの成績と証券化資産の成績の比較を提供する。

## (7) 資産担保コマーシャルペーパー導管（9 条）

導管（conduit）が発行し、オリジネーターが一部を保有する ABCP（Asset Backed Commercial Paper）について選択できるリスク保持方法

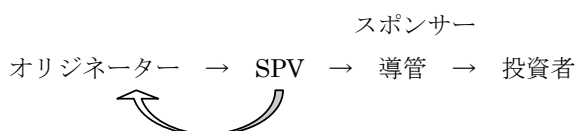
ABCP の実務

オリジネーターが SPV を設立してこれにローンや売掛金を売却する。

SPV が発行する優先持分を導管が取得し、劣後持分はオリジネーターが保持する。

導管が発行するコマーシャルペーパー（ABCP）について、スポンサーとなる金融機関は、100%の流動性カバレッジを提供する。

- ・ 導管が満期の到来した ABCP の返済資力を有しないときにスポンサーが導管に資金を供与し、または導管から資産を購入する。



「適格 ABCP 導管」の定義：スポンサーが 100%の流動性カバレッジを提供すること等オリジネーターが SPV について水平的劣後持分を保持するとき、ABCP のスポンサーがリスク保持義務を果たしたことになる。

規制回避の禁止はオリジネーターに課される。

スポンサーはオリジネーターが要件を充足するよう監視する義務を負い、違反を発見したときは投資者にその旨を通知しなければならない。

## コメント

次のような実務上の問題点がある（Rev. of Banking & Financial Services）

- ①多くの ABCP プログラムは、資産集合に一人のオリジネーター＝セラーしかいない、導管がすべての優先持分を取得するといった技術的要件を満たさない。
- ②オリジネーター＝セラーは、この選択肢を選ぶと水平的リスク保持を義務づけられ、他の選択肢を利用できない。
- ③導管のスポンサーは、引受文書にリスク保持に関する表明条項を入れるのがせいぜいで、条件順守をモニターさせるのは不適當である。
- ④ オリジネーター＝セラーが誰かを開示させることは ABCP マーケットの慣行に反する。

証券法 3(a)(10)は満期 9 か月以下の短期ノートを証券の定義から除外しているので、多くの資産担保コマーシャルペーパーは証券法 3(a)(77)にいう資産担保証券ではなく、したがって当局はスポンサーに対するリスク保持義務を規定する権限を欠くのではないか。政策的にも、資産担保コマーシャルペーパーは「売却を前提とする証券化の組成」（originate-to-distribute securitization）に当たらないから、規制の必要はない。（ABA）

## (8) 商業用モーゲージ担保証券（10 条）

15G(c)(1)(E)：商業用モーゲージ担保証券（CMBS）に関して、レギュレーションによって、購入第三者（third-party purchaser）による損失第一順位ポジションの保持を規定することができる。

規則案：商業用不動産ローンによって担保された ABS のスポンサーは、購入第三者が適格水平残余持分を取得する場合に、一定の要件の下で、信用リスク保持義務を果たしたことになる。

CMBS の取引では一般的な実務

購入第三者：B 部分買主（B-piece buyer）

格付けのない、または低い CMBS のトランシェを、額面以下で購入  
B 部分買主は、証券化の初期プロセスに関与し、集合資産のデュー・ディリ  
ジェンスを行う。審査の結果によっては、証券化前に特定のローンを除く  
よう B 部分買主が求める。

CMBS 取引を規律する集合化・サービシング契約 (pooling and servicing agreement)  
において支配クラス (controlling class) に指定され、自らを special servicer と表示す  
る。special servicer は、通常、債務不履行その他の不払い事由が生じたときにローンを  
管理する権限を有する。

← B 部分買主と優先持分の所有者との間で利害衝突を引き起こす可能性がある。

規則案：購入第三者が必要な信用リスクを保持している場合に、6 つの条件の下で、スポ  
ンサーのリスク保持義務に代える。

- ① 購入第三者が、スポンサーが求められるのと同等の水平的残余持分を保持すること。
- ② 購入第三者が水平的残余持分の購入に当たって、証券化取引の関係者（スポンサー、  
デポジター、利害関係のないサービサーを含み、投資者となることのみを目的とする者  
を除く）から資金を得ていないこと。→購入第三者によるリスクの吸収を確実にするた  
め。
- ③ 購入第三者が、CMBS の発行前に、引受基準、担保、集合を構成するそれぞれの商  
業ローンの期待キャッシュフロー等について審査を行うこと。
- ④ 購入第三者の投資者との利益相反を防止するため、購入第三者がスポンサー等の関  
係者でないこと、証券化取引に対する支配権を有しないこと（ただし、一定の条件の下  
で、サービシングに関する支配権を有することは認められる）。
- ⑤ 購入第三者が情報提供義務を負うこと。同時にスポンサーも一定の情報提供義務を  
負う。
- ⑥ 購入第三者には規制回避禁止が及ぶこと。

購入第三者が条件を満たすことについてスポンサーが監視義務等を負う。

#### (9) 政府支援機関の取扱い (11 条)

現在 FHFA の管理下にある Fannie Mae および Freddie Mac がスポンサーとなっている  
ABS についての特則（略）

#### (10) プレミアム捕捉準備金勘定 (Premium Capture Cash Reserve Account)

##### 提案リリース

##### 金融危機前の実務：

スポンサーは、プレミアム・トランシェ（利息だけのトランシェ）を売ることにより、



証券化された資産から長期間に生じる過剰スプレッド（**excess spread**）を証券化の開始段階で現金化していた。

→ 証券化資産から予期しない損失が生じた場合にスポンサーが受ける損失を緩和し、証券化の規模を拡大・複雑化し、アグレッシブな引受けを行うインセンティブをスポンサーに与えていた。

↓

スポンサーが過剰スプレッドを現金化する証券化を行う場合に、そのプレミアム（当該トランシェの売却対価）を捕えて、当該金額を準備金勘定（プレミアム捕捉準備金勘定）に入れることを求める。

詳細は省略

## コメント

5%のリスク保持に加えて「プレミアム」の信託を要求するのは、ドッド・フランク法の授權の範囲を超えている（**多数**）。この点は、スポンサーのリスク保持が実際には **ABS** の公正価値の 5%に満たないため、プレミアムを捕えることで 5%の保持を確保させるためであると示唆されている。もしそうであれば、額面超過額ではなく公正価値超過額をプレミアムと捉えるべきである。（**Rev. of Banking & Financial Services**、コメント 38）

過剰スプレッドとは、モーゲージローンに基づいて集められる利息と証券化において投資者に支払われる利息との差額を意味する。サブプライムのモーゲージローンは過剰スプレッドが大きい。過剰スプレッドを奪うことは、サブプライムローンの証券化を殺すことになる（**SIFMA** 等）。サブプライム・モーゲージ・ローンのオリジネーションのコストを上げ、それは借主が負担することになる。**Fannie Mae**、**Freddie Mac** 等の政府支援企業はプレミアム捕捉ルール適用を除外されるので、これらは生き残り市場を支配することになる。（**Bloomberg Law Reports**）

プレミアム捕捉は不要か、水平的リスク保持についてのみ維持すべき（**SIFMA Asset Management Group**）。

## (11) オリジネーターへの配分（13条）

### 提案リリース

**15G 条**：スポンサーの信用リスク保持義務の一部をオリジネーターに分担させることを認める権限を当局に付与

規則案：垂直的リスク保持または水平的リスク保持を選択したスポンサーが、基礎資産の 20%以上に寄与したオリジネーターにリスク保持義務を分担させることを認める。

・オリジネーターによって保持される信用リスクの額は、スポンサーが保持すべきリスクの額の 20%以上でなければならない。

・当該信用リスクの額は、オリジネーターが売却した資産の未払い残高が全証券化資産

の未払い残高に占める割合を超過してはならない。

← 証券化資産の質をオリジネーターが監視する十分なインセンティブが生じるよう

## コメント

水平的リスク保持については理解できるが、垂直的リスク保持については全額をスポンサーが担うべき。(SIFMA Asset Management Group)

垂直的保持および水平的保持以外の方式についても認められるべき。スポンサーが資産を集めて証券化する場合（スポンサーはオリジネーターへの配分を望むはず）、20%未満の寄与者に配分が認められないと、小規模なオリジネーターは証券化に参加できなくなる。資産を市場に売却することを望む小規模なオリジネーターは市場の質に関心を持っているから、寄与割合が小さくても監視のインセンティブがなくなるとはいえない。(ABA)

オリジネーターが、自身が売却した資産以外ものを含めて全資産についての信用リスクの保持義務をも負うとする点は、オリジネーターは他人の売却資産に対するコントロールがないから、問題である。(ABA)

オリジネーターに対するスポンサーの監督義務は、不可能を強いるものである。(ABA)

## 3 ヘッジ取引の制限（14条）

15G(a)(1)(A)：リスク保持規制は、証券化実施者が、保持すべき信用リスクをヘッジその他の取引により他に移転することを禁止するものでなければならない。

### 規則案

- ・スポンサーが保持すべき持分または資産をスポンサーの連結の範囲に含まれる関係者（連結関係者）以外の者に移転することを禁止
- ・スポンサーまたは連結関係者が、スポンサーが保持すべき信用リスクにヘッジをかけることも禁止

### 具体的内容

- ・スポンサーとその連結関係者は、

①証券その他の金融商品の売買、（保険契約を含む）契約の締結、デリバティブその他のポジションの取得（「証券の売買等」）に対する支払いが、スポンサーが保持すべき ABS 持分、ABS、証券化資産、または ABS 持分（ABS 持分等）に担保を提供する特定の証券化資産の信用リスクに重要な点で関係し、

②証券の売買等が、スポンサーの ABS 持分等の信用リスクを減少させる場合には、当該証券の売買等をしてはならない。

特定の ABS 持分の信用リスクと重要な点で関係のないヘッジポジションをとることは禁止されない。例）市場全体にかかる金利レート・為替レート・住宅価格の動向に対するヘ

ッジ、資産担保証券の特定の広いカテゴリーの全体的価値の動向に対するヘッジ

他のスポンサーによって証券化された、同様の資産によって担保される証券に結び付いたヘッジも禁止されない。

リスク保持義務の対象となる特定の持分または資産を参照とするクレジット・デフォルト・スワップは禁止される。

規則案：スポンサーの資産担保証券からのトランシェと他のスポンサーの資産担保証券からのトランシェとともに参照指標とする指標に対するヘッジの取扱いを定める。

スポンサーおよびその連結関係者が、信用リスク保持の対象となる持分や資産をその債務の担保に供することも、担保提供者へのフルリコース（担保不足分について提供者が債務を負う旨）が定められていない限り、禁止される。

・ ABS の発行体は、たとえスポンサーの連結範囲に含まれていても、スポンサーの連結関係者とはみなされない（2 条）。

← 発行体の行うヘッジは投資者全体のためのヘッジであり、スポンサーのみのためのヘッジでないから。

・ ただし、発行体が行うヘッジ取引は、スポンサーが信用リスク保持のために保有する ABS 持分または資産をカバーすることはできない。

→ スポンサーが垂直的リスク保持を採用する場合、発行体はトランシェの 95% をカバーする信用保険を購入することはできるが、それ以上をカバーさせることはできない。

#### 4 適格住宅モーゲージ（QRM）

##### (1) 概説

15G(c)(1)(C)(iii)：ABS を担保するすべての資産が適格住宅モーゲージである ABS の発行については、リスク保持義務は適用されない。

15G(e)(4)：歴史的なローンの成績データから債務不履行のリスクが低いと認められる引受け及び商品の特徴を考慮に入れて、当局が QRM を定義するよう求める。

・ QRM の定義はドッド=フランク法によって改正された貸付真実法（Truth in Lending Act TILA）129C 条(b)(2)の定める適格モーゲージ（QM）より広くなってはならない。

→ 制定法の QM の基準を他の要件とともに QRM の要件に組み込む（規則 15 条(c)項）。  
QRM に該当するか否かはオリジネーション（貸付け）の際に判断される。

**QRM の定義：**1 から4ユニットの家族用財産（うち最低1ユニットは借主が居住するためのもの）を購入し、または借り換えるためのクロズドエンド型（追加貸付けのない）の第一順位担保権付ローン。建設費用ローン、ブリッジ・ローン、リバース・モーゲージ（借入債務が増えていくもの）は含まれない。

適用除外を受ける手続要件については省略

## (2) QRM の要件

- ・信用履歴

クレジット・スコアの代わりに、借主がモーゲージの資格があるかどうかの判断に使われる **derogatory factor** を用いている（15条(d)(5)）。

- ・借主は、いかなる負債についても、現在30日以上が遅滞に陥っておらず、過去24か月間に60日以上遅滞に陥ったことがない、・・・等

借主が信用履歴の要件を満たしているかどうかは、オリジネーターが証明する。その手続、セーフハーバーについても規則案は規定する。

- ・QRM に不適格な支払い条件の定め（15条(d)(6)）

- ・借主の負債がその所得に対して占める割合（負債比率、**Debt-to-income ratio**）((d)(8))。月々の住宅関係返済額が総所得に占める割合が28%を超えてはならず、月々の総返済額が総所得に占める割合が36%を超えてはならない。

- ・購入価格に対するローンの比率（**Loan-to-value ratio**）((d)(9))

- ・住宅購入の場合、ローン比率が80%を超えてはならない。

- ・頭金規制 ((d)(19))

住宅購入のためのモーゲージ取引については、頭金が購入対価の20%以上でなければならない等。

## (3) 契約締結後に要件の不充足が発見された場合

- ・デポジターによる内部監督統制の有効性が保証されていること
- ・スポンサーが QRM に該当しないローンを90日以内に買い戻すこと
- ・スポンサーが投資者に迅速に通知すること

以上の条件が満たされる場合には、QRM の適用除外は失われない。

## コメント

提案リリース：多くの慎重に引き受けられた住宅モーゲージローンは QRM の提案された要件を満たさないであろう。

39 名の上院議員：歴史的にみて安全なモーゲージ商品についてリスク保持義務の広い適

用除外を認めることを意図した (s71411-40.pdf)。

160 名の下院議員：モーゲージ保険を付けた頭金少額のローンを QRM に含めるよう (s71411-45.pdf)

QRM の範囲が決まらなると住宅モーゲージ担保市場は復活しない。証券化の過程で、普通、スポンサーは引受けが適切になされたかどうかのリスクを負担する。スポンサーは、表明保証の違反に基づいてオリジネーターにモーゲージローンの買戻しをさせることによって、このリスクを軽減する。オリジネーターもスポンサーも、単に借主が債務不履行をしたというだけでローンの買戻しを求められるわけではない。ローンの条件によって適格性を認めるのではなく、表明保証を用いるべきである。(Bloomberg Law Reports)

⇒ QRM の狭い定義に賛成 (SIFMA Asset Management Group)、SIFMA は定義が狭すぎるとする。

## 5 5%のリスク保持義務の軽減 (17-20 条)

15G 条：連邦銀行当局が定める引受基準を満たす資産について、証券化実施者に 5%未満の保持義務を課す権限を当局に付与。

リスク保持義務の軽減が認められる資産の種類の例として、住宅用モーゲージ、商業モーゲージ、商業ローン、自動車ローンを掲げる。

- ・5%未満のリスク保持では証券化実施者に十分なインセンティブを当てることができない。  
→規則案では一律 0%

18 条：商業ローン、19 条：商業用不動産ローン、20 条：自動車ローンについて、それぞれ定義を設け、それぞれがリスク保持義務を免除される引受条件を定める。

### 契約締結後に要件の不充足が発見された場合

- ・デポジターによる内部監督統制の有効性が保証されていること
- ・スポンサーが適格ローンに該当しないローンを発行体から 90 日以内に買い戻すこと
- ・スポンサーが投資者に迅速に通知すること

以上の条件が満たされる場合には、スポンサーは適格ローンの適用除外は失われない

## 6 その他

### (1) 一般的な適用除外権限

15G(c)(1)(G)、15G(e)：特定のタイプの ABS または証券化取引について、当局に適用除外権限を付与 →規則案 21 条 (内容は大部分省略)

**再証券化：**次の要件を満たす場合に信用リスク保持義務の適用除外とされる。

- ① 証券化取引により発行された ABS によって担保される証券化取引であって、前者の証券化取引の信用リスクが保持されているか、信用リスクの保持義務が免除されていること ((a)(5))。
- ② 単一種類の ABS 持分を発行するものであり、基礎資産が受け取る元利金の支払いが（発行体の費用を控除）証券の保有者にパススルーされること。

← このような取引であれば信用リスクの配分を変更しないから。

## コメント

再証券化においてリスク保持義務が免除される要件が厳しすぎる。当局が MBS の CDO 市場の濫用を警戒するのは理解できる。MBS の CDO と典型的な再証券化を区別すべき。複数の種類の ABS が担保する証券の発行（再証券化）についても適用除外の対象とした上で、3 つ以上の種類の ABS を除外する、発行体はクレジット・デリバティブをしてはならないとする、証券化取引の文書で定められた場合を除いて発行体は資産を追加的に取得できないとすることによって、MBS の CDO を適用除外から除外すれば足りる。(SIMFA)

## (2) 外国取引に対するセーフハーバールール

次の要件を満たす証券化取引には信用リスクの保持義務の規定は適用されない（22 条）。

- ・証券化取引が証券法の下での登録を求められるものでないこと、
- ・米国の市民（市民の勘定や信託の受益権を含む）に対して ABS 持分の全てのクラスの 10% 超が売却されていないこと
- ・証券化取引のスポンサーも発行体も、①米国法に準拠して組織された者でないか、②米国法に準拠して組織された主体の米国支店でないこと、
- ・ABS を担保する資産の 25% 超が米国に居住するスポンサー、スポンサーの関係者、または発行体によって取得されていないこと

## 全般的コメント

規則案はエンフォースメントの手段を示していない。示すべき。(SIFMA Asset Management Group)

## おわりに

資料 1 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Title IX Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities, Subtitle D Improvements to the Asset-Backed Securitization Process, Sec. 941 Regulation of Credit Risk Retention.

資料 2 松尾直彦著『Q&A アメリカ金融改革法——ドッド=フランク法のすべて』（きんざい，2010 年）290-295 頁.

資料 3 Credit Risk Retention, Proposed rule, 76 FR 24090-24143, 24155-24173(April 29, 2011).

資料 4 Directive 2009/110/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, Article 122a.

(注) 上記各資料のうち、資料 2 及び資料 3 の 76 FR 24090-24143 の部分の掲載は省略。



for the assignment of nationally recognized statistical rating organizations to determine the initial credit ratings of structured finance products, in a manner that prevents the issuer, sponsor, or underwriter of the structured finance product from selecting the nationally recognized statistical rating organization that will determine the initial credit ratings and monitor such credit ratings. In issuing any rule under this paragraph, the Commission shall give thorough consideration to the provisions of section 15E(w) of the Securities Exchange Act of 1934, as that provision would have been added by section 939D of H.R. 4173 (111th Congress), as passed by the Senate on May 20, 2010, and shall implement the system described in such section 939D unless the Commission determines that an alternative system would better serve the public interest and the protection of investors.

(2) **RULE OF CONSTRUCTION.**—Nothing in this subsection may be construed to limit or suspend any other rulemaking authority of the Commission.

**SEC. 939G. EFFECT OF RULE 436(G).**

Rule 436(g), promulgated by the Securities and Exchange Commission under the Securities Act of 1933, shall have no force or effect.

**SEC. 939H. SENSE OF CONGRESS.**

It is the sense of Congress that the Securities and Exchange Commission should exercise the rulemaking authority of the Commission under section 15E(h)(2)(B) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o-7(h)(2)(B)) to prevent improper conflicts of interest arising from employees of nationally recognized statistical rating organizations providing services to issuers of securities that are unrelated to the issuance of credit ratings, including consulting, advisory, and other services.

## **Subtitle D—Improvements to the Asset-Backed Securitization Process**

**SEC. 941. REGULATION OF CREDIT RISK RETENTION.**

(a) **DEFINITION OF ASSET-BACKED SECURITY.**—Section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)) is amended by adding at the end the following:

“(77) **ASSET-BACKED SECURITY.**—The term ‘asset-backed security’—

“(A) means a fixed-income or other security collateralized by any type of self-liquidating financial asset (including a loan, a lease, a mortgage, or a secured or unsecured receivable) that allows the holder of the security to receive payments that depend primarily on cash flow from the asset, including—

- “(i) a collateralized mortgage obligation;
- “(ii) a collateralized debt obligation;
- “(iii) a collateralized bond obligation;
- “(iv) a collateralized debt obligation of asset-backed securities;
- “(v) a collateralized debt obligation of collateralized debt obligations; and

“(vi) a security that the Commission, by rule, determines to be an asset-backed security for purposes of this section; and

“(B) does not include a security issued by a finance subsidiary held by the parent company or a company controlled by the parent company, if none of the securities issued by the finance subsidiary are held by an entity that is not controlled by the parent company.”.

(b) CREDIT RISK RETENTION.—The Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.) is amended by inserting after section 15F, as added by this Act, the following:

**“SEC. 15G. CREDIT RISK RETENTION.**

“(a) DEFINITIONS.—In this section—

“(1) the term ‘Federal banking agencies’ means the Office of the Comptroller of the Currency, the Board of Governors of the Federal Reserve System, and the Federal Deposit Insurance Corporation;

“(2) the term ‘insured depository institution’ has the same meaning as in section 3(c) of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813(c));

“(3) the term ‘securitizer’ means—

“(A) an issuer of an asset-backed security; or

“(B) a person who organizes and initiates an asset-backed securities transaction by selling or transferring assets, either directly or indirectly, including through an affiliate, to the issuer; and

“(4) the term ‘originator’ means a person who—

“(A) through the extension of credit or otherwise, creates a financial asset that collateralizes an asset-backed security; and

“(B) sells an asset directly or indirectly to a securitizer.

“(b) REGULATIONS REQUIRED.—

“(1) IN GENERAL.—Not later than 270 days after the date of enactment of this section, the Federal banking agencies and the Commission shall jointly prescribe regulations to require any securitizer to retain an economic interest in a portion of the credit risk for any asset that the securitizer, through the issuance of an asset-backed security, transfers, sells, or conveys to a third party.

“(2) RESIDENTIAL MORTGAGES.—Not later than 270 days after the date of the enactment of this section, the Federal banking agencies, the Commission, the Secretary of Housing and Urban Development, and the Federal Housing Finance Agency, shall jointly prescribe regulations to require any securitizer to retain an economic interest in a portion of the credit risk for any residential mortgage asset that the securitizer, through the issuance of an asset-backed security, transfers, sells, or conveys to a third party.

“(c) STANDARDS FOR REGULATIONS.—

“(1) STANDARDS.—The regulations prescribed under subsection (b) shall—

“(A) prohibit a securitizer from directly or indirectly hedging or otherwise transferring the credit risk that the securitizer is required to retain with respect to an asset;

“(B) require a securitizer to retain—

“(i) not less than 5 percent of the credit risk for any asset—

“(I) that is not a qualified residential mortgage that is transferred, sold, or conveyed through the issuance of an asset-backed security by the securitizer; or

“(II) that is a qualified residential mortgage that is transferred, sold, or conveyed through the issuance of an asset-backed security by the securitizer, if 1 or more of the assets that collateralize the asset-backed security are not qualified residential mortgages; or

“(ii) less than 5 percent of the credit risk for an asset that is not a qualified residential mortgage that is transferred, sold, or conveyed through the issuance of an asset-backed security by the securitizer, if the originator of the asset meets the underwriting standards prescribed under paragraph (2)(B);

“(C) specify—

“(i) the permissible forms of risk retention for purposes of this section;

“(ii) the minimum duration of the risk retention required under this section; and

“(iii) that a securitizer is not required to retain any part of the credit risk for an asset that is transferred, sold or conveyed through the issuance of an asset-backed security by the securitizer, if all of the assets that collateralize the asset-backed security are qualified residential mortgages;

“(D) apply, regardless of whether the securitizer is an insured depository institution;

“(E) with respect to a commercial mortgage, specify the permissible types, forms, and amounts of risk retention that would meet the requirements of subparagraph (B), which in the determination of the Federal banking agencies and the Commission may include—

“(i) retention of a specified amount or percentage of the total credit risk of the asset;

“(ii) retention of the first-loss position by a third-party purchaser that specifically negotiates for the purchase of such first loss position, holds adequate financial resources to back losses, provides due diligence on all individual assets in the pool before the issuance of the asset-backed securities, and meets the same standards for risk retention as the Federal banking agencies and the Commission require of the securitizer;

“(iii) a determination by the Federal banking agencies and the Commission that the underwriting standards and controls for the asset are adequate; and

“(iv) provision of adequate representations and warranties and related enforcement mechanisms; and

“(F) establish appropriate standards for retention of an economic interest with respect to collateralized debt obligations, securities collateralized by collateralized debt obligations, and similar instruments collateralized by other asset-backed securities; and

“(G) provide for—

“(i) a total or partial exemption of any securitization, as may be appropriate in the public interest and for the protection of investors;

“(ii) a total or partial exemption for the securitization of an asset issued or guaranteed by the United States, or an agency of the United States, as the Federal banking agencies and the Commission jointly determine appropriate in the public interest and for the protection of investors, except that, for purposes of this clause, the Federal National Mortgage Association and the Federal Home Loan Mortgage Corporation are not agencies of the United States;

“(iii) a total or partial exemption for any asset-backed security that is a security issued or guaranteed by any State of the United States, or by any political subdivision of a State or territory, or by any public instrumentality of a State or territory that is exempt from the registration requirements of the Securities Act of 1933 by reason of section 3(a)(2) of that Act (15 U.S.C. 77c(a)(2)), or a security defined as a qualified scholarship funding bond in section 150(d)(2) of the Internal Revenue Code of 1986, as may be appropriate in the public interest and for the protection of investors; and

“(iv) the allocation of risk retention obligations between a securitizer and an originator in the case of a securitizer that purchases assets from an originator, as the Federal banking agencies and the Commission jointly determine appropriate.

“(2) ASSET CLASSES.—

“(A) ASSET CLASSES.—The regulations prescribed under subsection (b) shall establish asset classes with separate rules for securitizers of different classes of assets, including residential mortgages, commercial mortgages, commercial loans, auto loans, and any other class of assets that the Federal banking agencies and the Commission deem appropriate.

“(B) CONTENTS.—For each asset class established under subparagraph (A), the regulations prescribed under subsection (b) shall include underwriting standards established by the Federal banking agencies that specify the terms, conditions, and characteristics of a loan within the asset class that indicate a low credit risk with respect to the loan.

“(d) ORIGINATORS.—In determining how to allocate risk retention obligations between a securitizer and an originator under subsection (c)(1)(E)(iv), the Federal banking agencies and the Commission shall—

“(1) reduce the percentage of risk retention obligations required of the securitizer by the percentage of risk retention obligations required of the originator; and

“(2) consider—

“(A) whether the assets sold to the securitizer have terms, conditions, and characteristics that reflect low credit risk;

“(B) whether the form or volume of transactions in securitization markets creates incentives for imprudent

origination of the type of loan or asset to be sold to the securitizer; and

“(C) the potential impact of the risk retention obligations on the access of consumers and businesses to credit on reasonable terms, which may not include the transfer of credit risk to a third party.

“(e) EXEMPTIONS, EXCEPTIONS, AND ADJUSTMENTS.—

“(1) IN GENERAL.—The Federal banking agencies and the Commission may jointly adopt or issue exemptions, exceptions, or adjustments to the rules issued under this section, including exemptions, exceptions, or adjustments for classes of institutions or assets relating to the risk retention requirement and the prohibition on hedging under subsection (c)(1).

“(2) APPLICABLE STANDARDS.—Any exemption, exception, or adjustment adopted or issued by the Federal banking agencies and the Commission under this paragraph shall—

“(A) help ensure high quality underwriting standards for the securitizers and originators of assets that are securitized or available for securitization; and

“(B) encourage appropriate risk management practices by the securitizers and originators of assets, improve the access of consumers and businesses to credit on reasonable terms, or otherwise be in the public interest and for the protection of investors.

“(3) CERTAIN INSTITUTIONS AND PROGRAMS EXEMPT.—

“(A) FARM CREDIT SYSTEM INSTITUTIONS.—Notwithstanding any other provision of this section, the requirements of this section shall not apply to any loan or other financial asset made, insured, guaranteed, or purchased by any institution that is subject to the supervision of the Farm Credit Administration, including the Federal Agricultural Mortgage Corporation.

“(B) OTHER FEDERAL PROGRAMS.—This section shall not apply to any residential, multifamily, or health care facility mortgage loan asset, or securitization based directly or indirectly on such an asset, which is insured or guaranteed by the United States or an agency of the United States. For purposes of this subsection, the Federal National Mortgage Association, the Federal Home Loan Mortgage Corporation, and the Federal home loan banks shall not be considered an agency of the United States.

“(4) EXEMPTION FOR QUALIFIED RESIDENTIAL MORTGAGES.—

“(A) IN GENERAL.—The Federal banking agencies, the Commission, the Secretary of Housing and Urban Development, and the Director of the Federal Housing Finance Agency shall jointly issue regulations to exempt qualified residential mortgages from the risk retention requirements of this subsection.

“(B) QUALIFIED RESIDENTIAL MORTGAGE.—The Federal banking agencies, the Commission, the Secretary of Housing and Urban Development, and the Director of the Federal Housing Finance Agency shall jointly define the term ‘qualified residential mortgage’ for purposes of this subsection, taking into consideration underwriting and product features that historical loan performance data indicate result in a lower risk of default, such as—

“(i) documentation and verification of the financial resources relied upon to qualify the mortgagor;

“(ii) standards with respect to—

“(I) the residual income of the mortgagor after all monthly obligations;

“(II) the ratio of the housing payments of the mortgagor to the monthly income of the mortgagor;

“(III) the ratio of total monthly installment payments of the mortgagor to the income of the mortgagor;

“(iii) mitigating the potential for payment shock on adjustable rate mortgages through product features and underwriting standards;

“(iv) mortgage guarantee insurance or other types of insurance or credit enhancement obtained at the time of origination, to the extent such insurance or credit enhancement reduces the risk of default; and

“(v) prohibiting or restricting the use of balloon payments, negative amortization, prepayment penalties, interest-only payments, and other features that have been demonstrated to exhibit a higher risk of borrower default.

“(C) LIMITATION ON DEFINITION.—The Federal banking agencies, the Commission, the Secretary of Housing and Urban Development, and the Director of the Federal Housing Finance Agency in defining the term ‘qualified residential mortgage’, as required by subparagraph (B), shall define that term to be no broader than the definition ‘qualified mortgage’ as the term is defined under section 129C(c)(2) of the Truth in Lending Act, as amended by the Consumer Financial Protection Act of 2010, and regulations adopted thereunder.

“(5) CONDITION FOR QUALIFIED RESIDENTIAL MORTGAGE EXEMPTION.—The regulations issued under paragraph (4) shall provide that an asset-backed security that is collateralized by tranches of other asset-backed securities shall not be exempt from the risk retention requirements of this subsection.

“(6) CERTIFICATION.—The Commission shall require an issuer to certify, for each issuance of an asset-backed security collateralized exclusively by qualified residential mortgages, that the issuer has evaluated the effectiveness of the internal supervisory controls of the issuer with respect to the process for ensuring that all assets that collateralize the asset-backed security are qualified residential mortgages.

“(f) ENFORCEMENT.—The regulations issued under this section shall be enforced by—

“(1) the appropriate Federal banking agency, with respect to any securitizer that is an insured depository institution; and

“(2) the Commission, with respect to any securitizer that is not an insured depository institution.

“(g) AUTHORITY OF COMMISSION.—The authority of the Commission under this section shall be in addition to the authority of the Commission to otherwise enforce the securities laws.

“(h) AUTHORITY TO COORDINATE ON RULEMAKING.—The Chairperson of the Financial Stability Oversight Council shall coordinate all joint rulemaking required under this section.



“(i) **EFFECTIVE DATE OF REGULATIONS.**—The regulations issued under this section shall become effective—

“(1) with respect to securitizers and originators of asset-backed securities backed by residential mortgages, 1 year after the date on which final rules under this section are published in the Federal Register; and

“(2) with respect to securitizers and originators of all other classes of asset-backed securities, 2 years after the date on which final rules under this section are published in the Federal Register.”.

(c) **STUDY ON RISK RETENTION.**—

(1) **STUDY.**—The Board of Governors of the Federal Reserve System, in coordination and consultation with the Comptroller of the Currency, the Director of the Office of Thrift Supervision, the Chairperson of the Federal Deposit Insurance Corporation, and the Securities and Exchange Commission shall conduct a study of the combined impact on each individual class of asset-backed security established under section 15G(c)(2) of the Securities Exchange Act of 1934, as added by subsection (b), of—

(A) the new credit risk retention requirements contained in the amendment made by subsection (b), including the effect credit risk retention requirements have on increasing the market for Federally subsidized loans; and

(B) the Financial Accounting Statements 166 and 167 issued by the Financial Accounting Standards Board.

(2) **REPORT.**—Not later than 90 days after the date of enactment of this Act, the Board of Governors of the Federal Reserve System shall submit to Congress a report on the study conducted under paragraph (1). Such report shall include statutory and regulatory recommendations for eliminating any negative impacts on the continued viability of the asset-backed securitization markets and on the availability of credit for new lending identified by the study conducted under paragraph (1).

**SEC. 942. DISCLOSURES AND REPORTING FOR ASSET-BACKED SECURITIES.**

(a) **SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.**—Section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o(d)) is amended—

(1) by striking “(d) Each” and inserting the following:

“(d) **SUPPLEMENTARY AND PERIODIC INFORMATION.**—

“(1) **IN GENERAL.**—Each”;

(2) in the third sentence, by inserting after “securities of each class” the following: “, other than any class of asset-backed securities,”; and

(3) by adding at the end the following:

“(2) **ASSET-BACKED SECURITIES.**—

“(A) **SUSPENSION OF DUTY TO FILE.**—The Commission may, by rule or regulation, provide for the suspension or termination of the duty to file under this subsection for any class of asset-backed security, on such terms and conditions and for such period or periods as the Commission deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

“(B) **CLASSIFICATION OF ISSUERS.**—The Commission may, for purposes of this subsection, classify issuers and

res securitizations, the proposed rule seeks to ensure that this misalignment is addressed by not granting these res securitizations with an exemption from risk retention. However, the proposed rules may have an adverse impact on capital formation and efficiency if they make some types of res securitization transactions costlier or infeasible to conduct as a result of risk retention costs.

#### *D. Executive Order 12866 Determination*

The Office of Management and Budget (OMB) reviewed this proposed rule as it relates to programs and activities of the Department of Housing and Urban Development (HUD) under Executive Order 12866 (entitled "Regulatory Planning and Review"), and determined the rule as it relates to HUD to be an economically significant regulatory action, as provided in section 3(f)(1) of the Order. The docket file is available for public inspection in the Regulations Division, Office of General Counsel, Department of Housing and Urban Development, 451 7th Street, SW., Room 10276 Washington, DC 20410-0500. Due to security measures at the HUD Headquarters building, please schedule an appointment to review the docket file by calling the Regulations Division at 202-402-3055 (this is not a toll-free number). Individuals with speech or hearing impairments may access this number via TTY by calling the Federal Information Relay Service at 800-877-8339.

#### *E. OCC Unfunded Mandates Reform Act of 1995 Determination*

Section 202 of the Unfunded Mandates Reform Act of 1995, Public Law 104-4 (Unfunded Mandates Act) requires that an agency prepare a budgetary impact statement before promulgating a rule that includes a Federal mandate that may result in expenditure by State, local, and tribal governments, in the aggregate, or by the private sector, of \$100 million (adjusted for inflation) or more in any one year. The current inflation-adjusted expenditure threshold is \$126.4 million. If a budgetary impact statement is required, section 205 of the UMRA also requires an agency to identify and consider a reasonable number of regulatory alternatives before promulgating a rule.

Based on current and historical supervisory data on national bank securitization activity, the OCC estimates that, pursuant to the proposed rule, national banks would be required to retain approximately \$2.8 billion of credit risk, after taking into consideration the proposed exemptions

for qualified residential mortgages and other qualified assets. The cost of retaining this risk amount has two components. The first is the loss of origination and servicing fees on the reduced amount of origination activity necessitated by the need to hold the \$2.8 billion retention amount on the bank's balance sheet. Typical origination fees are 1 percent and typical servicing fees are another half of a percentage point. To capture any additional lost fees, the OCC conservatively estimated that the total cost of lost fees to be two percent of the retained amount, or approximately \$56 million. The second component of the retention cost is the opportunity cost of earning the return on these retained assets versus the return that the bank would earn if these funds were put to other use. Because of the variety of assets and returns on the securitized assets, the OCC assumes that this interest opportunity cost nets to zero. In addition to the cost of retaining the assets under the proposed rule, the overall cost of the proposed rule includes the administrative costs associated with implementing the rule and providing required disclosures. The OCC estimates that implementation and disclosure will require approximately 480 hours per institution, or at \$100 per hour, approximately \$48,000 per institution. The OCC estimates that the rule will apply to approximately 25 national banking organizations. Thus, the estimate of the total administrative cost of the proposed rule is approximately \$1.2 million. Thus, the estimated total cost of the proposed rule applied to ABS is \$57.2 million.

The OCC has determined that its portion of the final rules will not result in expenditures by State, local, and tribal governments, or by the private sector, of \$126.4 million or more. Accordingly, the OCC has not prepared a budgetary impact statement or specifically addressed the regulatory alternatives considered.

#### *F. Commission: Small Business Regulatory Enforcement Fairness Act*

For purposes of the Small Business Regulatory Enforcement Fairness Act of 1996, or "SBREFA,"<sup>237</sup> the Commission solicits data to determine whether the proposal constitutes a "major" rule. Under SBREFA, a rule is considered "major" where, if adopted, it results or is likely to result in:

- An annual effect on the economy of \$100 million or more (either in the form of an increase or a decrease);

- A major increase in costs or prices for consumers or individual industries; or

- Significant adverse effects on competition, investment or innovation.

We request comment on the potential impact of the proposal on the U.S. economy on an annual basis, any potential increase in costs or prices for consumers or individual industries, and any potential effect on competition, investment or innovation. Commenters are requested to provide empirical data and other factual support for their views if possible.

#### *G. FHFA: Considerations of Differences Between the Federal Home Loan Banks and the Enterprises*

Section 1313 of the Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992 requires the Director of FHFA, when promulgating regulations relating to the Federal Home Loan Banks (Banks), to consider the following differences between the Banks and the Enterprises (Fannie Mae and Freddie Mac): cooperative ownership structure; mission of providing liquidity to members; affordable housing and community development mission; capital structure; and joint and several liability.<sup>238</sup> The Director also may consider any other differences that are deemed appropriate. In preparing the portions of this proposed rule over which FHFA has joint rulemaking authority, the Director considered the differences between the Banks and the Enterprises as they relate to the above factors. FHFA requests comments from the public about whether differences related to these factors should result in any revisions to the proposal.

#### **Text of the Proposed Common Rules (All Agencies)**

The text of the proposed common rules appears below:

#### **Part \_\_\_\_—Credit Risk Retention**

##### **Subpart A—Authority, Purpose, Scope and Definitions**

Sec.

- \_\_\_\_.1 [Reserved]
- \_\_\_\_.2 Definitions.

##### **Subpart B—Credit Risk Retention**

- \_\_\_\_.3 Base risk retention requirement.
- \_\_\_\_.4 Vertical risk retention.
- \_\_\_\_.5 Horizontal risk retention.
- \_\_\_\_.6 L-Shaped risk retention.
- \_\_\_\_.7 Revolving asset master trusts.
- \_\_\_\_.8 Representative sample.
- \_\_\_\_.9 Eligible ABCP conduits.
- \_\_\_\_.10 Commercial mortgage-backed securities.

<sup>237</sup> 5 U.S.C. 603.

<sup>238</sup> See 12 U.S.C. 4513.

- \_\_\_11 Federal National Mortgage Association and Federal Home Loan Mortgage Corporation ABS.
- \_\_\_12 Premium capture cash reserve account.

#### Subpart C—Transfer of Risk Retention

- \_\_\_13 Allocation of risk retention to an originator.
- \_\_\_14 Hedging, transfer and financing prohibitions.

#### Subpart D—Exceptions and Exemptions

- \_\_\_15 Exemption for qualified residential mortgages.
- \_\_\_16 Definitions applicable to qualifying commercial loans, commercial mortgages, and auto loans.
- \_\_\_17 Exceptions for qualifying commercial loans, commercial mortgages, and auto loans.
- \_\_\_18 Underwriting standards for qualifying commercial loans.
- \_\_\_19 Underwriting standards for qualifying CRE loans.
- \_\_\_20 Underwriting standards for qualifying auto loans.
- \_\_\_21 General exemptions.
- \_\_\_22 Safe harbor for certain foreign-related transactions.
- \_\_\_23 Additional exemptions.

Appendix A to Part \_\_\_—Additional QRM Standards; Standards for Determining Acceptable Sources of Borrower Funds, Borrower's Monthly Gross Income, Monthly Housing Debt, and Total Monthly Debt

#### Subpart A—Authority, Purpose, Scope and Definitions

§ \_\_\_1 [Reserved]

§ \_\_\_2 Definitions.

For purposes of this part, the following definitions apply:

**ABCP** means asset-backed commercial paper that has a maturity at the time of issuance not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.

##### **ABS interest:**

(1) Includes any type of interest or obligation issued by an issuing entity, whether or not in certificated form, including a security, obligation, beneficial interest or residual interest, payments on which are primarily dependent on the cash flows of the collateral owned or held by the issuing entity; and

(2) Does not include common or preferred stock, limited liability interests, partnership interests, trust certificates, or similar interests that:

- (i) Are issued primarily to evidence ownership of the issuing entity; and
- (ii) The payments, if any, on which are not primarily dependent on the cash flows of the collateral held by the issuing entity.

**Affiliate.** An affiliate of, or a person affiliated with, a specified person means

a person that directly, or indirectly through one or more intermediaries, controls, or is controlled by, or is under common control with, the person specified.

**Appropriate Federal banking agency** has the same meaning as in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813).

**Asset** means a self-liquidating financial asset (including but not limited to a loan, lease, mortgage, or receivable).

**Asset-backed security** has the same meaning as in section 3(a)(77) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)(77)).

**Collateral** with respect to any issuance of ABS interests means the assets or other property that provide the cash flow (including cash flow from the foreclosure or sale of the assets or property) for the ABS interests irrespective of the legal structure of issuance, including security interests in assets or other property of the issuing entity, fractional undivided property interests in the assets or other property of the issuing entity, or any other property interest in such assets or other property.

**Collateralize.** Assets or other property collateralize an issuance of ABS interests if the assets or property serve as collateral for such issuance.

**Commercial real estate loan** has the same meaning as in § \_\_\_.16 of this part.

**Commission** means the Securities and Exchange Commission.

**Consolidated affiliate** means, with respect to a sponsor, an entity (other than the issuing entity) the financial statements of which are consolidated with those of:

- (1) The sponsor under applicable accounting standards; or
- (2) Another entity the financial statements of which are consolidated with those of the sponsor under applicable accounting standards.

**Control** including the terms “controlling,” “controlled by” and “under common control with”

(1) Means the possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract, or otherwise.

(2) Without limiting the foregoing, a person shall be considered to control a company if the person:

- (i) Owns, controls or holds with power to vote 25 percent or more of any class of voting securities of the company; or
- (ii) Controls in any manner the election of a majority of the directors,

trustees or persons performing similar functions of the company.

##### **Credit risk** means:

(1) The risk of loss that could result from the failure of the borrower in the case of a securitized asset, or the issuing entity in the case of an ABS interest in the issuing entity, to make required payments of principal or interest on the asset or ABS interest on a timely basis;

(2) The risk of loss that could result from bankruptcy, insolvency, or a similar proceeding with respect to the borrower or issuing entity, as appropriate; or

(3) The effect that significant changes in the underlying credit quality of the asset or ABS interest may have on the market value of the asset or ABS interest.

##### **Depositor** means:

(1) The person that receives or purchases and transfers or sells the securitized assets to the issuing entity;

(2) The sponsor, in the case of a securitization transaction where there is not an intermediate transfer of the assets from the sponsor to the issuing entity; or

(3) The person that receives or purchases and transfers or sells the securitized assets to the issuing entity in the case of a securitization transaction where the person transferring or selling the securitized assets directly to the issuing entity is itself a trust.

**Eligible ABCP conduit** means an issuing entity that issues ABCP provided that:

(1) The issuing entity is bankruptcy remote or otherwise isolated for insolvency purposes from the sponsor of the issuing entity and from any intermediate SPV;

(2) The interests issued by an intermediate SPV to the issuing entity are collateralized solely by the assets originated by a single originator-seller;

(3) All of the interests issued by an intermediate SPV are transferred to one or more ABCP conduits or retained by the originator-seller; and

(4) A regulated liquidity provider has entered into a legally binding commitment to provide 100 percent liquidity coverage (in the form of a lending facility, an asset purchase agreement, a repurchase agreement, or other similar arrangement) to all the ABCP issued by the issuing entity by lending to, or purchasing assets from, the issuing entity in the event that funds are required to repay maturing ABCP issued by the issuing entity.

**Eligible horizontal residual interest** means, with respect to any securitization transaction, an ABS interest in the issuing entity that:

(1) Is allocated all losses on the securitized assets (other than losses that are first absorbed through the release of funds from a premium capture cash reserve account, if such an account is required to be established under § 12 of this part) until the par value of such ABS interest is reduced to zero;

(2) Has the most subordinated claim to payments of both principal and interest by the issuing entity; and

(3) Until all other ABS interests in the issuing entity are paid in full, is not entitled to receive any payments of principal made on a securitized asset, *provided, however*, an eligible horizontal residual interest may receive its current proportionate share of scheduled payments of principal received on the securitized assets in accordance with the transaction documents.

*Federal banking agencies* means the Office of the Comptroller of the Currency, the Board of Governors of the Federal Reserve System, and the Federal Deposit Insurance Corporation.

*Intermediate SPV* means, with respect to an originator-seller, a special purpose vehicle that:

(1) Is bankruptcy remote or otherwise isolated for insolvency purposes from the originator-seller;

(2) Purchases assets from the originator-seller; and

(3) Issues interests collateralized by such assets to one or more ABCP conduits.

*Issuing entity* means, with respect to a securitization transaction, the trust or other entity:

(1) That is created at the direction of the sponsor;

(2) That owns or holds the pool of assets to be securitized; and

(3) In whose name the asset-backed securities are issued.

*Originator* means a person who:

(1) Through an extension of credit or otherwise, creates an asset that collateralizes an asset-backed security; and

(2) Sells the asset directly or indirectly to a securitizer.

*Originator-seller* means an entity that creates assets through one or more extensions of credit and sells those assets (and no other assets) to an intermediate SPV, which in turn sells interests collateralized by those assets to one or more ABCP conduits.

*Regulated liquidity provider* means:

(1) A depository institution (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813));

(2) A bank holding company (as defined in 12 U.S.C. 1841), or a subsidiary thereof;

(3) A savings and loan holding company (as defined in 12 U.S.C.

1467a), provided all or substantially all of the holding company's activities are permissible for a financial holding company under 12 U.S.C. 1843(k), or a subsidiary thereof; or

(4) A foreign bank whose home country supervisor (as defined in § 211.21 of the Federal Reserve Board's Regulation K (12 CFR 211.21)) has adopted capital standards consistent with the Capital Accord of the Basel Committee on Banking Supervision, as amended, and that is subject to such standards, or a subsidiary thereof.

*Retaining sponsor* means, with respect to a securitization transaction, the sponsor that has retained or caused to be retained an economic interest in the credit risk of the securitized assets pursuant to subpart B of this part.

*Revolving asset master trust* means an issuing entity that is:

(1) A master trust; and

(2) Established to issue more than one series of asset-backed securities all of which are collateralized by a single pool of revolving securitized assets that are expected to change in composition over time.

*Securitization transaction* means a transaction involving the offer and sale of asset-backed securities by an issuing entity.

*Securitized asset* means an asset that:

(1) Is transferred, sold, or conveyed to an issuing entity; and

(2) Collateralizes the ABS interests issued by the issuing entity.

*Securitizer* with respect to a securitization transaction shall mean either:

(1) The depositor of the asset-backed securities; or

(2) A sponsor of the asset-backed securities.

*Seller's interest* means an ABS interest:

(1) In all of the assets that:

(i) Are owned or held by the issuing entity; and

(ii) Do not collateralize any other ABS interests issued by the issuing entity;

(2) That is *pari passu* with all other ABS interests issued by the issuing entity with respect to the allocation of all payments and losses prior to an early amortization event (as defined in the transaction documents); and

(3) That adjusts for fluctuations in the outstanding principal balances of the securitized assets.

*Servicer* means any person responsible for the management or collection of the securitized assets or making allocations or distributions to holders of the ABS interests, but does not include a trustee for the issuing entity or the asset-backed securities that makes allocations or distributions to

holders of the ABS interests if the trustee receives such allocations or distributions from a servicer and the trustee does not otherwise perform the functions of a servicer.

*Sponsor* means a person who organizes and initiates a securitization transaction by selling or transferring assets, either directly or indirectly, including through an affiliate, to the issuing entity.

*U.S. person:*

(1) Means—

(i) Any natural person resident in the United States;

(ii) Any partnership, corporation, limited liability company, or other organization or entity organized or incorporated under the laws of the United States;

(iii) Any estate of which any executor or administrator is a U.S. person;

(iv) Any trust of which any trustee is a U.S. person;

(v) Any agency or branch of a foreign entity located in the United States;

(vi) Any non-discretionary account or similar account (other than an estate or trust) held by a dealer or other fiduciary for the benefit or account of a U.S. person;

(vii) Any discretionary account or similar account (other than an estate or trust) held by a dealer or other fiduciary organized, incorporated, or (if an individual) resident in the United States; and

(viii) Any partnership, corporation, limited liability company, or other organization or entity if:

(A) Organized or incorporated under the laws of any foreign jurisdiction; and

(B) Formed by a U.S. person principally for the purpose of investing in securities not registered under the Act.

(2) Does not include—

(i) Any discretionary account or similar account (other than an estate or trust) held for the benefit or account of a non-U.S. person by a dealer or other professional fiduciary organized, incorporated, or (if an individual) resident in the United States;

(ii) Any estate of which any professional fiduciary acting as executor or administrator is a U.S. person if:

(A) An executor or administrator of the estate who is not a U.S. person has sole or shared investment discretion with respect to the assets of the estate; and

(B) The estate is governed by foreign law;

(iii) Any trust of which any professional fiduciary acting as trustee is a U.S. person, if a trustee who is not a U.S. person has sole or shared investment discretion with respect to

the trust assets, and no beneficiary of the trust (and no settlor if the trust is revocable) is a U.S. person;

(iv) An employee benefit plan established and administered in accordance with the law of a country other than the United States and customary practices and documentation of such country;

(v) Any agency or branch of a U.S. person located outside the United States if:

(A) The agency or branch operates for valid business reasons; and

(B) The agency or branch is engaged in the business of insurance or banking and is subject to substantive insurance or banking regulation, respectively, in the jurisdiction where located;

(vi) The International Monetary Fund, the International Bank for Reconstruction and Development, the Inter-American Development Bank, the Asian Development Bank, the African Development Bank, the United Nations, and their agencies, affiliates and pension plans, and any other similar international organizations, their agencies, affiliates and pension plans.

(3) For purposes of the definition of a U.S. person, the term *United States* means the United States of America, its territories and possessions, any State of the United States, and the District of Columbia.

#### Subpart B—Credit Risk Retention

##### § \_\_.3 *Base risk retention requirement.*

(a) *Base risk retention requirement.* Except as otherwise provided in this part, the sponsor of a securitization transaction shall retain an economic interest in the credit risk of the securitized assets in accordance with any one of § \_\_.4 through § \_\_.11 of this part.

(b) *Multiple sponsors.* If there is more than one sponsor of a securitization transaction, it shall be the responsibility of each sponsor to ensure that at least one of the sponsors of the securitization transaction retains an economic interest in the credit risk of the securitized assets in accordance with any one of § \_\_.4 through § \_\_.11 of this part.

##### § \_\_.4 *Vertical risk retention.*

(a) *In general.* At the closing of the securitization transaction, the sponsor retains not less than five percent of each class of ABS interests in the issuing entity issued as part of the securitization transaction.

(b) *Disclosures.* A sponsor utilizing this section shall provide, or cause to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities in the

securitization transaction and, upon request, to the Commission and to its appropriate Federal banking agency, if any, the following disclosure in written form under the caption “Credit Risk Retention”:

(1) The amount (expressed as a percentage and dollar amount) of each class of ABS interests in the issuing entity that the sponsor will retain (or did retain) at the closing of the securitization transaction and the amount (expressed as a percentage and dollar amount) of each class of ABS interests in the issuing entity that the sponsor is required to retain under this section; and

(2) The material assumptions and methodology used in determining the aggregate dollar amount of ABS interests issued by the issuing entity in the securitization transaction, including those pertaining to any estimated cash flows and the discount rate used.

##### § \_\_.5 *Horizontal risk retention.*

(a) *General requirement.* At the closing of the securitization transaction, the sponsor retains an eligible horizontal residual interest in an amount that is equal to at least five percent of the par value of all ABS interests in the issuing entity issued as part of the securitization transaction.

(b) *Option to hold base amount in horizontal cash reserve account.* In lieu of retaining an eligible horizontal residual interest in the amount required by paragraph (a) of this section, the sponsor may, at closing of the securitization transaction, cause to be established and funded, in cash, a horizontal cash reserve account in the amount specified in paragraph (a), *provided that* the account meets all of the following conditions:

(1) The account is held by the trustee (or person performing similar functions) in the name and for the benefit of the issuing entity;

(2) Amounts in the account are invested only in:

(i) United States Treasury securities with maturities of 1 year or less; or

(ii) Deposits in one or more insured depository institutions (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813)) that are fully insured by federal deposit insurance; and

(3) Until all ABS interests in the issuing entity are paid in full or the issuing entity is dissolved:

(i) Amounts in the account shall be released to satisfy payments on ABS interests in the issuing entity on any payment date on which the issuing entity has insufficient funds from any source (including any premium capture

cash reserve account established pursuant to § \_\_.12 of this part) to satisfy an amount due on any ABS interest; and

(ii) No other amounts may be withdrawn or distributed from the account except that:

(A) Amounts in the account may be released to the sponsor or any other person due to the receipt by the issuing entity of scheduled payments of principal on the securitized assets, *provided that*, the issuing entity distributes such payments of principal in accordance with the transaction documents and the amount released from the account on any date does not exceed the product of:

(1) The amount of scheduled payments of principal received by the issuing entity and for which the release is being made; and

(2) The ratio of the current balance in the horizontal cash reserve account to the aggregate remaining principal balance of all ABS interests in the issuing entity; and

(B) Interest on investments made in accordance with paragraph (b)(2) may be released once received by the account.

(c) *Disclosures.* A sponsor utilizing this section shall provide, or cause to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities in the securitization transaction and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, the following disclosure in written form under the caption “Credit Risk Retention”:

(1) If the sponsor retains risk through an eligible horizontal residual interest:

(i) The amount (expressed as a percentage and dollar amount) of the eligible horizontal residual interest the sponsor will retain (or did retain) at the closing of the securitization transaction, and the amount (expressed as a percentage and dollar amount) of the eligible horizontal residual interest that the sponsor is required to retain under this section; and

(ii) A description of the material terms of the eligible horizontal residual interest to be retained by the sponsor;

(2) If the sponsor retains risk through the funding of a horizontal cash reserve account:

(i) The dollar amount to be placed (or placed) by the sponsor in the horizontal cash reserve account and the dollar amount the sponsor is required to place in such an account pursuant to this section; and

(ii) A description of the material terms of the horizontal cash reserve account; and

(3) The material assumptions and methodology used in determining the aggregate dollar amount of ABS interests issued by the issuing entity in the securitization transaction, including those pertaining to any estimated cash flows and the discount rate used.

§ \_\_.6 *L-Shaped risk retention.*

(a) *General requirement.* At the closing of the securitization transaction, the sponsor:

(1) Retains not less than 2.5 percent of each class of ABS interests in the issuing entity issued as part of the securitization transaction; and

(2) Retains an eligible horizontal residual interest in the issuing entity, or establishes and funds in cash a horizontal cash reserve account that meets all of the requirements of § \_\_.5(b) of this part, in an amount that in either case is equal to at least 2.564 percent of the par value of all ABS interests in the issuing entity issued as part of the securitization transaction other than any portion of such ABS interests that the sponsor is required to retain pursuant to paragraph (a)(1) of this section.

(b) *Disclosure requirements.* A sponsor utilizing this section shall comply with all of the disclosure requirements set forth in § \_\_.4(b) and § \_\_.5(c) of this part.

§ \_\_.7 *Revolving asset master trusts.*

(a) *General requirement.* At the closing of the securitization transaction and until all ABS interests in the issuing entity are paid in full, the sponsor retains a seller's interest of not less than five percent of the unpaid principal balance of all the assets owned or held by the issuing entity *provided that*:

(1) The issuing entity is a revolving asset master trust; and

(2) All of the securitized assets are loans or other extensions of credit that arise under revolving accounts.

(b) *Disclosures.* A sponsor utilizing this section shall provide, or cause to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities in the securitization transaction and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, the following disclosure in written form under the caption "Credit Risk Retention":

(1) The amount (expressed as a percentage and dollar amount) of the seller's interest that the sponsor will retain (or did retain) at the closing of the securitization transaction and the amount (expressed as a percentage and dollar amount) that the sponsor is required to retain pursuant to this section;

(2) A description of the material terms of the seller's interest; and

(3) The material assumptions and methodology used in determining the aggregate dollar amount of ABS interests issued by the issuing entity in the securitization transaction, including those pertaining to any estimated cash flows and the discount rate used.

§ \_\_.8 *Representative sample.*

(a) *In general.* At the closing of the securitization transaction, the sponsor retains ownership of a representative sample of the pool of assets that are designated for securitization in the securitization transaction and draws from such pool all of the securitized assets for the securitization transaction, *provided that*:

(1) At the time of issuance of asset-backed securities by the issuing entity, the unpaid principal balance of the assets comprising the representative sample retained by the sponsor is equal to at least 5.264 percent of the unpaid principal balance of all the securitized assets in the securitization transaction; and

(2) The sponsor complies with paragraphs (b) through (g) of this section.

(b) *Construction of representative sample—(1) Designated pool.* Prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction, the sponsor identifies a designated pool (the "designated pool") of assets:

(i) That consists of a minimum of 1000 separate assets;

(ii) From which the securitized assets and the assets comprising the representative sample are exclusively drawn; and

(iii) That contains no assets other than those described in paragraph (b)(1)(ii) of this section.

(2) *Random selection from designated pool.* (i) Prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction, the sponsor selects from the assets that comprise the designated pool a sample of such assets using a random selection process that does not take account of any characteristic of the assets other than the unpaid principal balance of the assets.

(ii) The unpaid principal balance of the assets selected through the random selection process described in paragraph (b)(2)(i) of this section must represent at least 5 percent of the aggregate unpaid principal balance of all the assets that comprise the designated pool.

(3) *Equivalent risk determination.*

Prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction, the sponsor determines,

using a statistically valid methodology, that for each material characteristic of the assets in the designated pool, including the average unpaid principal balance of all the assets, that the mean of any quantitative characteristic, and the proportion of any characteristic that is categorical in nature, of the sample of assets randomly selected from the designated pool pursuant to paragraph (b)(2) of this section is within a 95 percent two-tailed confidence interval of the mean or proportion, respectively, of the same characteristic of the assets in the designated pool.

(c) *Sponsor policies, procedures and documentation.* (1) The sponsor has in place, and adheres to, policies and procedures for:

(i) Identifying and documenting the material characteristics of assets included in the designated pool;

(ii) Selecting assets randomly in accordance with paragraph (b)(2) of this section;

(iii) Testing the randomly-selected sample of assets for compliance with paragraph (b)(3) of this section;

(iv) Maintaining, until all ABS interests are paid in full, documentation that clearly identifies the assets included in the representative sample established under paragraphs (b)(2) and (3) of this section; and

(v) Prohibiting, until all ABS interests are paid in full, assets in the representative sample from being included in the designated pool of any other securitization transaction.

(2) The sponsor maintains documentation that clearly identifies the assets in the representative sample established under paragraphs (b)(2) and (3) of this section.

(d) *Agreed upon procedures report.*

(1) Prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction, the sponsor has obtained an agreed upon procedures report that satisfies the requirements of paragraph (d)(2) of this section from an independent public accounting firm.

(2) The independent public accounting firm providing the agreed upon procedures report required by paragraph (d)(1) of this section must at a minimum report on whether the sponsor has:

(i) Policies and procedures that require the sponsor to identify and document the material characteristics of assets included in a designated pool of assets that meets the requirements of paragraph (b)(1) of this section;

(ii) Policies and procedures that require the sponsor to select assets randomly in accordance with paragraph (b)(2) of this section;

(iii) Policies and procedures that require the sponsor to test the randomly-selected sample of assets in accordance with paragraph (b)(3) of this section;

(iv) Policies and procedures that require the sponsor to maintain, until all ABS interests are paid in full, documentation that identifies the assets in the representative sample established under paragraphs (b)(2) and (3) of this section; and

(v) Policies and procedures that require the sponsor to prohibit, until all ABS interests are paid in full, assets in the representative sample from being included in the designated pool of any other securitization transaction.

(e) *Servicing*. Until such time as all ABS interests in the issuing entity have been fully paid or the issuing entity has been dissolved:

(1) Servicing of the assets included in the representative sample must be conducted by the same entity and under the same contractual standards as the servicing of the securitized assets; and

(2) The individuals responsible for servicing the assets included in the representative sample or the securitized assets must not be able to determine whether an asset is owned or held by the sponsor or owned or held by the issuing entity.

(f) *Sale, hedging or pledging prohibited*. Until such time as all ABS interests in the issuing entity have been fully paid or the issuing entity has been dissolved, the sponsor:

(1) Shall comply with the restrictions in § \_\_.14 of this part with respect to the assets in the representative sample;

(2) Shall not remove any assets from the representative sample; and

(3) Shall not cause or permit any assets in the representative sample to be included in any designated pool or representative sample established in connection with any other issuance of asset-backed securities.

(g) *Disclosures*—(1) *Disclosure prior to sale*. A sponsor utilizing this section shall provide, or cause to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, the following disclosure with respect to the securitization transaction in written form under the caption “Credit Risk Retention”:

(i) The amount (expressed as a percentage of the designated pool and dollar amount) of assets included in the representative sample and to be retained (or retained) by the sponsor, and the amount (expressed as a percentage of

the designated pool and dollar amount) of assets required to be included in the representative sample and retained by the sponsor pursuant to this section;

(ii) A description of the material characteristics of the designated pool, including, but not limited to, the average unpaid principal balance of all the assets, the means of the quantitative characteristics and the proportions of categorical characteristics of the assets, appropriate introductory and explanatory information to introduce the characteristics, the methodology used in determining or calculating the characteristics, and any terms or abbreviations used;

(iii) A description of the policies and procedures that the sponsor used for ensuring that the process for identifying the representative sample complies with paragraph (b)(2) of this section and that the representative sample has equivalent material characteristics as required by paragraph (b)(3) of this section;

(iv) Confirmation that an agreed upon procedures report was obtained pursuant to paragraph (d) of this section; and

(v) The material assumptions and methodology used in determining the aggregate dollar amount of ABS interests issued by the issuing entity in the securitization transaction, including those pertaining to any estimated cash flows and the discount rate used.

(2) *Disclosure after sale*. A sponsor utilizing this section shall provide, or cause to be provided, to the holders of the asset-backed securities issued as part of the securitization transaction and, upon request, provide, or cause to be provided, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, at the end of each distribution period, as specified in the governing documents for such asset-backed securities, a comparison of the performance of the pool of securitized assets included in the securitization transaction for the related distribution period with the performance of the assets in the representative sample for the related distribution period.

(3) *Conforming disclosure of representative sample*. A sponsor utilizing this section shall provide, or cause to be provided, to holders of the asset-backed securities issued as part of the securitization transaction and, upon request, provide to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, disclosure concerning the assets in the representative sample in the same form, level, and manner as it provides, pursuant to rule or otherwise, concerning the securitized assets.

#### § \_\_.9 Eligible ABCP conduits.

(a) *In general*. A sponsor satisfies the risk retention requirement of § \_\_.3 of this part with respect to the issuance of ABCP by an eligible ABCP conduit in a securitization transaction if:

(1) Each originator-seller of the ABCP conduit:

(i) Retains an eligible horizontal residual interest in each intermediate SPV established by or on behalf of that originator-seller for purposes of issuing interests collateralized by assets of such intermediate SPV to the eligible ABCP conduit in the same form, amount, and manner as would be required under § \_\_.5(a) of this part if the originator-seller was the only sponsor of the intermediate SPV; and

(ii) Complies with the provisions of § \_\_.14 of this part with respect to the eligible horizontal residual interest retained pursuant to paragraph (a)(1)(i) of this section as if it were a retaining sponsor with respect to such interest;

(2) The sponsor:

(i) Establishes the eligible ABCP conduit;

(ii) Approves each originator-seller permitted to sell or transfer assets, indirectly through an intermediate SPV, to the eligible ABCP conduit;

(iii) Establishes criteria governing the assets that the originator-sellers referred to in paragraph (a)(2)(ii) of this section are permitted to sell or transfer to an intermediate SPV;

(iv) Approves all interests in an intermediate SPV to be purchased by the eligible ABCP conduit;

(v) Administers the eligible ABCP conduit by monitoring the interests in any intermediate SPV acquired by the conduit and the assets collateralizing those interests, arranging for debt placement, compiling monthly reports, and ensuring compliance with the conduit documents and with the conduit's credit and investment policy; and

(vi) Maintains and adheres to policies and procedures for ensuring that the conditions in this paragraph (a) have been met.

(b) *Disclosures*. A sponsor utilizing this section shall provide, or cause to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of any ABCP by the eligible ABCP conduit as part of the securitization transaction and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, in written form under the caption “Credit Risk Retention”, the name and form of organization of:

(1) Each originator-seller that will retain (or has retained) an eligible

horizontal residual interest in the securitization transaction pursuant to this section, including a description of the form, amount (expressed as a percentage and as a dollar amount), and nature of such interest; and

(2) Each regulated liquidity provider that provides liquidity support to the eligible ABCP conduit, including a description of the form, amount, and nature of such liquidity coverage.

(c) *Duty to comply.*

(1) The retaining sponsor shall be responsible for compliance with this section.

(2) A retaining sponsor relying on this section:

(i) Shall maintain and adhere to policies and procedures that are reasonably designed to monitor compliance by each originator-seller of the eligible ABCP conduit with the requirements of paragraph (a)(1) of this section; and

(ii) In the event that the sponsor determines that an originator-seller no longer complies with the requirements of paragraph (a)(1) of this section, shall promptly notify the holders of the ABS interests issued in the securitization transaction of such noncompliance by such originator-seller.

**§ 1010. Commercial mortgage-backed securities.**

(a) *Third-Party Purchaser.* A sponsor satisfies the risk retention requirements of § 1013 of this part with respect to a securitization transaction if a third party purchases an eligible horizontal residual interest in the issuing entity in the same form, amount, and manner as would be required of the sponsor under § 1015(a) of this part and all of the following conditions are met:

(1) *Composition of collateral.* At the closing of the securitization transaction, at least 95 percent of the total unpaid principal balance of the securitized assets in the securitization transaction are commercial real estate loans.

(2) *Source of funds.* The third-party purchaser:

(i) Pays for the eligible horizontal residual interest in cash at the closing of the securitization transaction; and

(ii) Does not obtain financing, directly or indirectly, for the purchase of such interest from any other person that is a party to the securitization transaction (including, but not limited to, the sponsor, depositor, or an unaffiliated servicer), other than a person that is a party to the transaction solely by reason of being an investor.

(3) *Third-party review.* The third-party purchaser conducts a review of the credit risk of each securitized asset prior to the sale of the asset-backed

securities in the securitization transaction that includes, at a minimum, a review of the underwriting standards, collateral, and expected cash flows of each commercial real estate loan that is collateral for the asset-backed securities.

(4) *Affiliation and control rights.* (i) Except as provided in paragraphs (a)(4)(ii) or (iii) of this section:

(A) The third-party purchaser is not affiliated with any party to the securitization transaction (including, but not limited to, the sponsor, depositor, or servicer) other than investors in the securitization transaction; and

(B) The third-party purchaser or an affiliate of such third-party purchaser does not have control rights in connection with the securitization transaction (including, but not limited to, acting as a servicer for the securitized assets) that are not collectively shared with all other investors in the securitization.

(ii) Notwithstanding paragraph (a)(4)(i)(A) of this section, the third-party purchaser may be affiliated with one or more originators of the securitized assets so long as the assets originated by the affiliated originator or originators collectively comprise less than 10 percent of the unpaid principal balance of the securitized assets included in the securitization transaction at closing of the securitization transaction.

(iii) Paragraph (a)(4)(i) of this section shall not prevent the third-party purchaser from acting as, or being an affiliate of, a servicer for any of the securitized assets, and having such controls rights that are related to such servicing, if the underlying securitization transaction documents provide for the following:

(A) The appointment of an operating advisor (the "Operating Advisor") that:

(1) Is not affiliated with other parties to the securitization transaction;

(2) Does not directly or indirectly have any financial interest in the securitization transaction other than in fees from its role as Operating Advisor; and

(3) Is required to act in the best interest of, and for the benefit of, investors as a collective whole.

(B) Any servicer for the securitized assets that is, or is affiliated with, the third-party purchaser must consult with the Operating Advisor in connection with, and prior to, any major decision in connection with the servicing of the securitized assets, including, without limitation:

(1) Any material modification of, or waiver with respect to, any provision of a loan agreement (including a mortgage,

deed of trust, or other security agreement);

(2) Foreclosure upon or comparable conversion of the ownership of a property; or

(3) Any acquisition of a property.

(C) The Operating Advisor shall be responsible for reviewing the actions of any servicer that is, or is affiliated with, the third-party purchaser and for issuing a report to investors and the issuing entity on a periodic basis concerning:

(1) Whether the Operating Advisor believes, in its sole discretion exercised in good faith, that such servicer is operating in compliance with any standard required of the servicer as provided in the applicable transaction documents; and

(2) What, if any, standard(s) the Operating Advisor believes, in its sole discretion exercised in good faith, with which such servicer has failed to comply;

(D) The Operating Advisor shall have the authority to recommend that a servicer that is, or is affiliated with, a third-party purchaser be replaced by a successor servicer if the Operating Advisor determines, in its sole discretion exercised in good faith, that:

(1) The servicer that is, or is affiliated with, the third-party purchaser has failed to comply with a standard required of the servicer as provided in the transaction documents; and

(2) Such replacement would be in the best interest of the investors as a collective whole; and

(E) If a recommendation described in paragraph (a)(4)(iii)(D) of this section is made, the servicer that is, or is affiliated with, the third-party purchaser must be replaced unless a majority of each class of ABS interests in the issuing entity eligible to vote on the matter votes to retain the servicer.

(5) *Disclosures.* The sponsor provides, or causes to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, the following disclosure in written form, and, with respect to paragraphs (a)(5)(i) through (vii) of this section, under the caption "Credit Risk Retention":

(i) The name and form of organization of the third-party purchaser;

(ii) A description of the third-party purchaser's experience in investing in commercial mortgage-backed securities;

(iii) Any other information regarding the third-party purchaser or the third-party purchaser's retention of the eligible horizontal residual interest that is material to investors in light of the



circumstances of the particular securitization transaction;

(iv) A description of the amount (expressed as a percentage and dollar amount) of the eligible horizontal residual interest that will be retained (or was retained) by the third-party purchaser, as well as the amount of the purchase price paid by the third-party purchaser for such interest;

(v) The amount (expressed as a percentage and dollar amount) of the eligible horizontal residual interest in the securitization transaction that the sponsor would have been required to retain pursuant to § \_\_.5(a) of this part if the sponsor had relied on such section to meet the requirements of § \_\_.3 of this part with respect to the transaction;

(vi) A description of the material terms of the eligible residual horizontal interest retained by the third-party purchaser;

(vii) The material assumptions and methodology used in determining the aggregate amount of ABS interests issued by the issuing entity in the securitization transaction, including those pertaining to any estimated cash flows and the discount rate used; and

(viii) The representations and warranties concerning the securitized assets, a schedule of any securitized assets that are determined to not comply with such representations and warranties, and what factors were used to make the determination that such securitized assets should be included in the pool notwithstanding that the securitized assets did not comply with such representations and warranties, such as compensating factors or a determination that the exceptions were not material.

(6) *Hedging, transfer and pledging.* The third-party purchaser complies with the hedging and other restrictions in § \_\_.14 of this part as if it were the retaining sponsor with respect to the securitization transaction and had acquired the eligible horizontal residual interest pursuant to § \_\_.5 of this part.

(b) *Duty to comply.* (1) The retaining sponsor shall be responsible for compliance with this section.

(2) A retaining sponsor relying on this section:

(i) Shall maintain and adhere to policies and procedures to monitor the third-party purchaser's compliance with the requirements in paragraph (a) of this section (other than paragraphs (a)(1) and (a)(5)); and

(ii) In the event that the sponsor determines that the third-party purchaser no longer complies with any of the requirements of paragraph (a) of this section (other than paragraphs (a)(1) and (a)(5)), shall promptly notify, or

cause to be notified, the holders of the ABS interests issued in the securitization transaction of such noncompliance by the third-party purchaser.

*§ \_\_.11 Federal National Mortgage Association and Federal Home Loan Mortgage Corporation ABS.*

(a) *In general.* The sponsor fully guarantees the timely payment of principal and interest on all ABS interests issued by the issuing entity in the securitization transaction and is:

(1) The Federal National Mortgage Association or the Federal Home Loan Mortgage Corporation operating under the conservatorship or receivership of the Federal Housing Finance Agency pursuant to section 1367 of the Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992 (12 U.S.C. 4617) with capital support from the United States; or

(2) Any limited-life regulated entity succeeding to the charter of either the Federal National Mortgage Association or the Federal Home Loan Mortgage Corporation pursuant to section 1367(i) of the Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992 (12 U.S.C. 4617(i)), provided that the entity is operating with capital support from the United States.

(b) *Certain provisions not applicable.* The provisions of § \_\_.12 and § \_\_.14(b), (c), and (d) of this part shall not apply to a sponsor described in paragraph (a)(1) or (2) of this section, its affiliates, or the issuing entity with respect to a securitization transaction for which the sponsor has retained credit risk in accordance with the requirements of this section.

(c) *Disclosure.* A sponsor utilizing this section shall provide to investors, in written form under the caption "Credit Risk Retention" and, upon request, to the Federal Housing Finance Agency and the Commission, a description of the manner in which it has met the credit risk retention requirements of this part.

*§ \_\_.12 Premium capture cash reserve account.*

(a) *When creation of a premium capture cash reserve account is required and calculation of amount.* In addition to the economic interest in the credit risk that a retaining sponsor is required to retain, or cause to be retained under § \_\_.3 of this part, the retaining sponsor shall, at closing of the securitization transaction, cause to be established and funded, in cash, a premium capture cash reserve account (as defined in paragraph (b) of this section) in an

amount equal to the difference, if a positive amount, between:

(1) The gross proceeds, net of closing costs paid by the sponsor(s) or issuing entity to unaffiliated parties, received by the issuing entity from the sale of ABS interests in the issuing entity to persons other than the retaining sponsor; and

(2)(i) If the retaining sponsor has relied on § \_\_.4, § \_\_.5, § \_\_.6, or § \_\_.7 of this part with respect to the securitization transaction, 95 percent of the par value of all ABS interests in the issuing entity issued as part of the securitization transaction; or

(ii) If the retaining sponsor has relied on § \_\_.8, § \_\_.9, or § \_\_.10 of this part with respect to the securitization transaction, 100 percent of the par value of all ABS interests in the issuing entity issued as part of the securitization transaction.

(b) *Operation of premium capture cash reserve account.* For purposes of this section, a premium capture cash reserve account means an account that meets all of the following conditions:

(1) The account is held by the trustee (or person performing similar functions) in the name and for the benefit of the issuing entity;

(2) Amounts in the account may be invested only in:

(i) United States Treasury securities with maturities of 1 year or less; and

(ii) Deposits in one or more insured depository institutions (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813)) that are fully insured by federal deposit insurance; and

(3) Until all ABS interests in the issuing entity are paid in full or the issuing entity is dissolved, no funds may be withdrawn or distributed from the account except as follows:

(i) Amounts in the account shall be released to satisfy payments on ABS interests in the issuing entity on any payment date on which the issuing entity has insufficient funds to satisfy an amount due on an ABS interest prior to the allocation of any losses to:

(A) An eligible horizontal residual interest held pursuant to § \_\_.5, § \_\_.6, § \_\_.9, § \_\_.10, or § \_\_.13 of this part, if any; or

(B) If an eligible horizontal residual interest in the issuing entity is not held pursuant to § \_\_.5, § \_\_.6, § \_\_.9, § \_\_.10, or § \_\_.13 of this part, the class of ABS interests in the issuing entity that:

(1) Is allocated losses before other classes; or

(2) If the contractual terms of the securitization transaction do not provide for the allocation of losses by class, the class of ABS interests that has the most subordinate claim to payment

of principal or interest by the issuing entity; and

(ii) Interest on investments made in accordance with paragraph (b)(2) of this section may be released to any person once received by the account.

(c) *Calculation of gross proceeds received by issuing entity*—(1) *Anti-evasion provision for certain resales and senior excess spread tranches.* For purposes of paragraph (a)(1) of this section, the gross proceeds received by the issuing entity from the sale of ABS interests to persons other than the retaining sponsor shall include the par value, or if an ABS interest does not have a par value, the fair value, of any ABS interest in the issuing entity that is directly or indirectly transferred to the retaining sponsor in connection with the closing of the securitization transaction and that:

(i) The retaining sponsor does not intend to hold to maturity; or

(ii) Represents a contractual right to receive some or all of the interest and no more than a minimal amount of principal payments received by the issuing entity and that has priority of payment of interest (or principal, if any) senior to the most subordinated class of ABS interests in the issuing entity, *provided, however, this paragraph (c)(1)(ii) shall not apply to any ABS interest that:*

(A) Does not have a par value;

(B) Is held by a sponsor that is relying on § \_\_.4 or § \_\_.6 of this part with respect to the securitization transaction; and

(C) The sponsor is required to retain pursuant to § \_\_.4 or § \_\_.6(a)(1) of this part.

(d) *Disclosures.* A sponsor that is required to establish and fund a premium capture cash reserve account pursuant to this section shall provide, or cause to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, the following disclosure in written form under the caption "Credit Risk Retention":

(1) The dollar amount required to be placed in the account pursuant to this section and any other amounts the sponsor will place (or has placed) in the account in connection with the securitization transaction; and

(2) The material assumptions and methodology used in determining the fair value of any ABS interest in the issuing entity that does not have a par value and that was used in calculating the amount required for the premium

capture cash reserve account pursuant to paragraph (c) of this section.

#### Subpart C—Transfer of Risk Retention

##### § \_\_.13 Allocation of risk retention to an originator

(a) *In general.* A sponsor choosing to retain a portion of each class of ABS interests in the issuing entity under the vertical risk retention option in § \_\_.4 of this part or an eligible horizontal residual interest pursuant to § \_\_.5(a) of this part with respect to a securitization transaction may offset the amount of its risk retention requirements under § \_\_.4 or § \_\_.5(a) of this part, as applicable, by the amount of the ABS interests or eligible horizontal residual interest, respectively, acquired by an originator of one or more of the securitized assets if:

(1) *Amount of retention.* At the closing of the securitization transaction:

(i) The originator acquires and retains the ABS interests or eligible horizontal residual interest from the sponsor in the same manner as would have been retained by the sponsor under § \_\_.4 or § \_\_.5(a) of this part, as applicable;

(ii) The ratio of the dollar amount of ABS interests or eligible horizontal residual interest acquired and retained by the originator to the total dollar amount of ABS interests or eligible horizontal residual interest otherwise required to be retained by the sponsor pursuant to § \_\_.4 or § \_\_.5(a) of this part, as applicable, does not exceed the ratio of:

(A) The unpaid principal balance of all the securitized assets originated by the originator; to

(B) The unpaid principal balance of all the securitized assets in the securitization transaction;

(iii) The originator acquires and retains at least 20 percent of the aggregate risk retention amount otherwise required to be retained by the sponsor pursuant to § \_\_.4 or § \_\_.5(a) of this part, as applicable; and

(iv) The originator purchases the ABS interests or eligible horizontal residual interest from the sponsor at a price that is equal, on a dollar-for-dollar basis, to the amount by which the sponsor's required risk retention is reduced in accordance with this section, by payment to the sponsor in the form of:

(A) Cash; or

(B) A reduction in the price received by the originator from the sponsor or depositor for the assets sold by the originator to the sponsor or depositor for inclusion in the pool of securitized assets.

(2) *Disclosures.* In addition to the disclosures required pursuant to

§ \_\_.4(b) or § \_\_.5(c) of this part, the sponsor provides, or causes to be provided, to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities as part of the securitization transaction and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any, in written form under the caption "Credit Risk Retention", the name and form of organization of any originator that will acquire and retain (or has acquired and retained) an interest in the transaction pursuant to this section, including a description of the form, amount (expressed as a percentage and dollar amount), and nature of the interest, as well as the method of payment for such interest under paragraph (a)(1)(iv).

(3) *Hedging, transferring and pledging.* The originator complies with the hedging and other restrictions in § \_\_.14 of this part with respect to the interests retained by the originator pursuant to this section as if it were the retaining sponsor and was required to retain the interest under subpart B of this part.

(b) *Duty to comply.* (1) The retaining sponsor shall be responsible for compliance with this section.

(2) A retaining sponsor relying on this section:

(i) Shall maintain and adhere to policies and procedures that are reasonably designed to monitor the compliance by each originator that is allocated a portion of the sponsor's risk retention obligations with the requirements in paragraphs (a)(1) and (a)(3) of this section; and

(ii) In the event the sponsor determines that any such originator no longer complies with any of the requirements in paragraphs (a)(1) and (a)(3) of this section, shall promptly notify, or cause to be notified, the holders of the ABS interests issued in the securitization transaction of such noncompliance by such originator.

##### § \_\_.14. Hedging, transfer and financing prohibitions.

(a) *Transfer.* A retaining sponsor may not sell or otherwise transfer any interest or assets that the sponsor is required to retain pursuant to subpart B of this part to any person other than an entity that is and remains a consolidated affiliate.

(b) *Prohibited hedging by sponsor and affiliates.* A retaining sponsor and its consolidated affiliates may not purchase or sell a security, or other financial instrument, or enter into an agreement, derivative or other position, with any other person if:

(1) Payments on the security or other financial instrument or under the agreement, derivative, or position are materially related to the credit risk of one or more particular ABS interests, assets, or securitized assets that the retaining sponsor is required to retain with respect to a securitization transaction pursuant to subpart B of this part or one or more of the particular securitized assets that collateralize the asset-backed securities issued in the securitization transaction; and

(2) The security, instrument, agreement, derivative, or position in any way reduces or limits the financial exposure of the sponsor to the credit risk of one or more of the particular ABS interests, assets, or securitized assets that the retaining sponsor is required to retain with respect to a securitization transaction pursuant to subpart B of this part or one or more of the particular securitized assets that collateralize the asset-backed securities issued in the securitization transaction.

(c) *Prohibited hedging by issuing entity.* The issuing entity in a securitization transaction may not purchase or sell a security or other financial instrument, or enter into an agreement, derivative or position, with any other person if:

(1) Payments on the security or other financial instrument or under the agreement, derivative or position are materially related to the credit risk of one or more particular interests, assets, or securitized assets that the retaining sponsor for the transaction is required to retain with respect to the securitization transaction pursuant to subpart B of this part; and

(2) The security, instrument, agreement, derivative, or position in any way reduces or limits the financial exposure of the retaining sponsor to the credit risk of one or more of the particular interests or assets that the sponsor is required to retain pursuant to subpart B of this part.

(d) *Permitted hedging activities.* The following activities shall not be considered prohibited hedging activities by a retaining sponsor, a consolidated affiliate or an issuing entity under paragraph (b) or (c) of this section:

(1) Hedging the interest rate risk (which does not include the specific interest rate risk, known as spread risk, associated with the ABS interest that is otherwise considered part of the credit risk) or foreign exchange risk arising from one or more of the particular ABS interests, assets, or securitized assets required to be retained by the sponsor under subpart B of this part or one or more of the particular securitized assets that underlie the asset-backed securities

issued in the securitization transaction; or

(2) Purchasing or selling a security or other financial instrument or entering into an agreement, derivative, or other position with any third party where payments on the security or other financial instrument or under the agreement, derivative, or position are based, directly or indirectly, on an index of instruments that includes asset-backed securities if:

(i) Any class of ABS interests in the issuing entity that were issued in connection with the securitization transaction and that are included in the index represents no more than 10 percent of the dollar-weighted average of all instruments included in the index; and

(ii) All classes of ABS interests in all issuing entities that were issued in connection with any securitization transaction in which the sponsor was required to retain an interest pursuant to subpart B of this part and that are included in the index represent, in the aggregate, no more than 20 percent of the dollar-weighted average of all instruments included in the index.

(e) *Prohibited non-recourse financing.* Neither a retaining sponsor nor any of its consolidated affiliates may pledge as collateral for any obligation (including a loan, repurchase agreement, or other financing transaction) any interest or asset that the sponsor is required to retain with respect to a securitization transaction pursuant to subpart B of this part unless such obligation is with full recourse to the sponsor or consolidated affiliate, respectively.

#### Subpart D—Exceptions and Exemptions

##### § \_\_.15 Exemption for qualified residential mortgages.

(a) *Definitions.* For purposes of this section, the following definitions shall apply:

*Borrower* includes any co-borrower, unless the context otherwise requires.

*Borrower funds* means funds:

(1) Derived from one or more sources identified as acceptable sources of funds in the Additional QRM Standards Appendix to this part; and

(2) That are verified in accordance with the requirements set forth in the Additional QRM Standards Appendix to this part.

*Cash-out refinancing* means a refinancing transaction in a principal amount that exceeds the sum of the amount used to:

(1) Fully repay the balance outstanding on the borrower's existing first-lien mortgage that is secured by the one-to-four family property being refinanced;

(2) Fully repay the balance outstanding as of the date of the mortgage transaction on any subordinate-lien mortgage that was used in its entirety to purchase such one-to-four family property;

(3) Pay closing or settlement charges required to be included on the related HUD-1 or HUD-1A Settlement Statement or a successor form in accordance with 24 CFR Part 3500 or a successor regulation; and

(4) Disburse up to \$500 of cash to the borrower or any other payee.

*Closed-end credit* means any consumer credit extended by a creditor other than open-end credit.

*Combined loan-to-value ratio* means, with respect to a first-lien refinancing transaction on a one-to-four family property, the ratio (expressed as a percentage) of:

(1) The sum of:

(i) The principal amount of the first-lien mortgage transaction at the closing of the transaction;

(ii) The unpaid principal amount of any other closed-end credit transaction that to the creditor's knowledge would exist at the closing of the refinancing transaction and that is or would be secured by the same one-to-four family property; and

(iii) The face amount (as if fully drawn) of any open-end credit transaction that to the creditor's knowledge would exist at the closing of the refinancing transaction and that is or would be secured by the same one-to-four family property; to

(2) The estimated market value of the one-to-four family property as determined by a qualifying appraisal.

*Consumer credit* means credit offered or extended to a borrower primarily for personal, family, or household purposes.

*Consumer reporting agency that compiles and maintains files on consumers on a nationwide basis* has the same meaning as in 15 U.S.C. 1681a(p).

*Creditor* has the same meaning as in 15 U.S.C. 1602(f).

*Currently performing* means the borrower in the mortgage transaction is not currently thirty (30) days past due, in whole or in part, on the mortgage transaction.

*Loan-to-value ratio* means, with respect to a mortgage transaction to purchase a one-to-four family property, the ratio (expressed as a percentage) of:

(1) The principal amount of the first-lien mortgage transaction at the closing of the mortgage transaction; to

(2) The lesser of:

(i) The estimated market value of the one-to-four family property as

determined by a qualifying appraisal; and

(ii) The purchase price of the one-to-four family property to be paid in connection with the mortgage transaction.

*Mortgage originator* has the same meaning as in 15 U.S.C. 1602(cc)(2) and the regulations issued thereunder.

*Mortgage transaction* means a closed-end credit transaction to purchase or refinance a one-to-four family property at least one unit of which is the borrower's principal dwelling.

*One-to-four family property* means real property that is held in fee simple, on leasehold under a lease for not less than 99 years which is renewable, or under a lease having a period of not less than 10 years to run beyond the maturity date of the mortgage and that is improved by a residential structure that contains one to four units, including but not limited to:

- (1) An individual condominium;
- (2) An individual cooperative unit; or
- (3) An individual manufactured home

that is constructed in conformance with the National Manufactured Home Construction and Safety Standards, as evidenced by a certification label affixed to the exterior of the home, and that is erected on or that otherwise is affixed to a foundation in accordance with requirements established by the Federal Housing Administration.

*Open-end credit* means any consumer credit extended by a creditor under a plan in which:

- (1) The creditor reasonably contemplates repeated consumer credit transactions;
- (2) The creditor may impose a finance charge from time to time on an outstanding unpaid balance; and
- (3) The amount of credit that may be extended to the borrower during the term of the plan (up to any limit set by the creditor) is generally made available to the extent that any outstanding balance is repaid.

*Points and fees* means:

- (1) All items considered to be a finance charge under 12 CFR 226.4(a) and 226.4(b), except:

(i) Interest or the time-price differential; and

(ii) Items excluded from the finance charge under 12 CFR 226.4(c), 226.4(d) and 226.4(e), unless included in paragraphs (2) through (5) of this definition;

(2) All compensation paid directly or indirectly by the borrower or creditor to a mortgage originator, including a mortgage originator that is also the creditor in a table-funded transaction;

(3) All items (other than amounts held for future payment of taxes) listed in 12 CFR 226.4(c)(7) unless:

(i) The charge is bona fide and reasonable;

(ii) The creditor and mortgage originator receive no direct or indirect compensation in connection with the charge; and

(iii) The charge is not paid to an affiliate of the creditor or mortgage originator;

(4) Premiums or other charges payable at or before closing for any credit life, credit disability, credit unemployment, or credit property insurance, or any other accident, loss-of-income, life or health insurance, or any payments directly or indirectly for any debt cancellation or suspension agreement or contract; and

(5) If the mortgage transaction refinances a previous loan made or currently held by the same creditor or an affiliate of the same creditor, all prepayment fees or penalties that are incurred by the consumer in connection with the payment of the previous loan.

*Prepayment penalty* means a penalty imposed solely because the mortgage obligation is prepaid in full or in part. For purposes of this definition, a prepayment penalty does not include, for example, fees imposed for preparing and providing documents in connection with prepayment, such as a loan payoff statement, a reconveyance, or other document releasing the creditor's security interest in the one-to-four family property securing the loan.

*Principal dwelling* means a one-to-four family property, or unit thereof, that is occupied or will be occupied by at least one borrower as a principal residence. For purposes of this definition, a borrower can only have one principal dwelling at a time; however, if a borrower buys a new dwelling that will become the borrower's principal dwelling within a year or upon the completion of construction, the new dwelling is considered the principal dwelling for purposes of applying this definition to a credit transaction to purchase the new dwelling.

*Qualifying appraisal* means an appraisal that meets the requirements of § 15(d)(11) of this part.

*Rate and term refinancing* means a refinancing transaction that is not a cash-out refinancing.

*Refinancing transaction* means:

(1) A closed-end credit transaction secured by a one-to-four family property that is entered into by the borrower that satisfies and replaces an existing credit transaction that was entered into by the same borrower and that is secured by the same one-to-four family property; or

(2) A closed-end credit transaction secured by the borrower's principal

dwelling on which there are no existing liens.

*Reverse mortgage* means a nonrecourse consumer credit transaction in which:

(1) A mortgage, deed of trust, or equivalent consensual security interest securing one or more advances is created in the borrower's principal dwelling; and

(2) Any principal, interest, or shared appreciation or equity is due and payable (other than in the case of default) only after:

(i) The borrower dies;

(ii) The dwelling is transferred; or

(iii) The borrower ceases to occupy the one-to-four family property as a principal dwelling.

*Total loan amount* means the amount financed, as determined according to 12 CFR 226.18(b), less any cost listed in paragraphs (3), (4) and (5) of the definition of "points of fees" that is both included in the definition of points and fees and financed by the creditor.

(b) *Exemption.* A sponsor shall be exempt from the risk retention requirements in subpart B of this part with respect to any securitization transaction, if:

(1) All of the securitized assets that collateralize the asset-backed securities are qualified residential mortgages;

(2) None of the securitized assets that collateralize the asset-backed securities are other asset-backed securities;

(3) At the closing of the securitization transaction, each qualified residential mortgage collateralizing the asset-backed securities is currently performing; and

(4)(i) The depositor of the asset-backed security certifies that it has evaluated the effectiveness of its internal supervisory controls with respect to the process for ensuring that all assets that collateralize the asset-backed security are qualified residential mortgages and has concluded that its internal supervisory controls are effective;

(ii) The evaluation of the effectiveness of the depositor's internal supervisory controls referenced in paragraph (b)(4)(i) of this section shall be performed, for each issuance of an asset-backed security in reliance on this section, as of a date within 60 days of the cut-off date or similar date for establishing the composition of the asset pool collateralizing such asset-backed security; and

(iii) The sponsor provides, or causes to be provided, a copy of the certification described in paragraph (b)(4)(i) of this section to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of asset-backed

securities in the issuing entity, and, upon request, to the Commission and its appropriate Federal banking agency, if any.

(c) *Qualified residential mortgage.* The term "qualified residential mortgage" means a closed-end credit transaction to purchase or refinance a one-to-four family property at least one unit of which is the principal dwelling of a borrower that:

- (1) Meets all of the criteria in paragraph (d) of this section; and
- (2) Is not:

- (i) Made to finance the initial construction of a dwelling;
- (ii) A reverse mortgage;
- (iii) A temporary or "bridge" loan with a term of twelve months or less, such as a loan to purchase a new dwelling where the borrower plans to sell a current dwelling within twelve months; or

- (iv) A timeshare plan described in 11 U.S.C. 101(53D).

(d) *Eligibility criteria—(1) First-lien required.* The mortgage transaction is secured by a first lien:

- (i) On the one-to-four family property to be purchased or refinanced; and
- (ii) That is perfected in accordance with applicable law.

(2) *Subordinate liens.* If the mortgage transaction is to purchase a one-to-four family property, no other recorded or perfected liens on the one-to-four family property would exist, to the creditor's knowledge at the time of the closing of the mortgage transaction, upon the closing of that transaction.

(3) *Original maturity.* At the closing of the mortgage transaction, the maturity date of the mortgage transaction does not exceed 30 years.

(4) *Written Application.* The borrower completed and submitted to the creditor a written application for the mortgage transaction that, as supplemented or amended prior to closing, includes an acknowledgement by the borrower that the information provided in the application is true and correct as of the date executed by the borrower and that any intentional or negligent misrepresentation of the information provided in the application may result in civil liability and/or criminal penalties under 18 U.S.C. 1001.

(5) *Credit history—(i) In general.* The creditor has verified and documented that within ninety (90) days prior to the closing of the mortgage transaction:

(A) The borrower is not currently 30 days or more past due, in whole or in part, on any debt obligation;

(B) Within the previous twenty-four (24) months, the borrower has not been 60 days or more past due, in whole or in part, on any debt obligation; and

(C) Within the previous thirty-six (36) months:

(1) The borrower has not been a debtor in a case commenced under Chapter 7, Chapter 12, or Chapter 13 of Title 11, United States Code, or been the subject of any Federal or State judicial judgment for the collection of any unpaid debt;

(2) The borrower has not had any personal property repossessed; and

(3) No one-to-four family property owned by the borrower has been the subject of any foreclosure, deed-in-lieu of foreclosure, or short sale.

(ii) *Safe harbor.* A creditor will be deemed to have met the requirements of paragraph (d)(5)(i) of this section if:

(A) The creditor, no more than 90 days before the closing of the mortgage transaction, obtains a credit report regarding the borrower from at least two consumer reporting agencies that compile and maintain files on consumers on a nationwide basis;

(B) Based on the information in such credit reports, the borrower meets all of the requirements of paragraph (d)(5)(i) of this section, and no information in a credit report subsequently obtained by the creditor before the closing of the mortgage transaction contains contrary information; and

(C) The creditor maintains copies of such credit reports in the loan file for the mortgage transaction.

(6) *Payment terms.* Based on the terms of the mortgage transaction at the closing of the transaction:

(i) The regularly scheduled principal and interest payments on the mortgage transaction:

(A) Would not result in an increase of the principal balance of the mortgage transaction; and

(B) Do not allow the borrower to defer payment of interest or repayment of principal;

(ii) No scheduled payment of principal and interest would be more than twice as large as any earlier scheduled payment of principal and interest;

(iii) If the rate of interest applicable to the mortgage transaction may increase after the closing of the mortgage transaction, any such increase may not exceed:

(A) 2 percent (200 basis points) in any twelve month period; and

(B) 6 percent (600 basis points) over the life of the mortgage transaction; and

(iv) The mortgage transaction does not include or provide for any prepayment penalty.

(7) *Points and fees.* The total points and fees payable by the borrower in connection with the mortgage transaction shall not exceed three percent of the total loan amount.

(8) *Debt-to-income ratios—(i) In general.* The creditor has determined that, as of a date that is no more than 60 days prior to the closing of the mortgage transaction, the ratio of:

(A) The borrower's monthly housing debt to the borrower's monthly gross income does not exceed 28 percent; and

(B) The borrower's total monthly debt to the borrower's monthly gross income does not exceed 36 percent.

(ii) *Applicable standards.* For purposes of determining the borrower's compliance with the ratios set forth in paragraph (d)(8)(i) of this section, the creditor shall:

(A) Verify, document, and determine the borrower's monthly gross income in accordance with the effective income standards established in the Additional QRM Standards Appendix to this part; and

(B) Except as provided in paragraph (d)(8)(iii) of this section, verify, document, and determine the borrower's monthly housing debt and total monthly debt in accordance with the standards established in the Additional QRM Standards Appendix to this part.

(iii) *Housing debt.* Notwithstanding paragraph (d)(8)(ii)(B) of this section, for purposes of determining the borrower's compliance with the ratios set forth in paragraph (d)(8)(i) of this section, the creditor shall:

(A) Determine the borrower's monthly periodic payment for principal and interest on the mortgage transaction and, if the mortgage transaction is a refinancing transaction, any other credit transaction (including any open-end credit transaction as if fully drawn) that to the creditor's knowledge would exist at the closing of the refinancing transaction and that would be secured by the one-to-four family property being refinanced, based on:

(1) The maximum interest rate that is permitted or required under any feature (including any conversion or other feature that allows a variable interest rate to convert to a fixed interest rate) of the relevant credit transaction documents during the first five years after the date on which the first regular periodic payment will be due; and

(2) A payment schedule that fully amortizes the mortgage transaction over the term of the mortgage transaction; and

(B) Include in the borrower's monthly housing debt and total monthly debt the monthly pro rata amount of the following, as applicable, with respect to the one-to-four family property being purchased or refinanced:

(1) Real estate taxes;

(2) Hazard insurance, flood insurance, mortgage guarantee insurance, and any other required insurance;

(3) Homeowners' and condominium association dues;

(4) Ground rent or leasehold payments; and

(5) Special assessments.

(9) *Loan-to-value ratio*—(i) *Purchase mortgages*. If the mortgage transaction is to purchase a one-to-four family property, at the closing of the mortgage transaction, the loan-to-value ratio of the mortgage transaction does not exceed 80 percent.

(ii) *Rate and term refinancings*. If the mortgage transaction is a rate and term refinancing, at the closing of the mortgage transaction, the combined loan-to-value ratio of the mortgage transaction does not exceed 75 percent.

(iii) *Cash-out refinancings*. If the mortgage transaction is a cash-out refinancing, at the closing of the mortgage transaction, the combined loan-to-value ratio of the mortgage transaction does not exceed 70 percent.

(10) *Down payment*. If the mortgage transaction is for the purchase of a one-to-four family property:

(i) The borrower provides, at closing, a cash down payment in an amount equal to at least the sum of:

(A) The closing costs payable by the borrower in connection with the mortgage transaction;

(B) 20 percent of the lesser of:

(1) The estimated market value of the one-to-four family property as determined by a qualifying appraisal; and

(2) The purchase price of the one-to-four family property to be paid in connection with the mortgage transaction; and

(C) The difference, if a positive amount, between:

(1) The purchase price of the one-to-four family property to be paid in connection with the mortgage transaction; and

(2) The estimated market value of the one-to-four family property as determined by a qualifying appraisal;

(ii) The funds used by the borrower to satisfy the down payment required by paragraph (d)(10)(i) of this section:

(A) Must come solely from borrower funds;

(B) May not be subject to any contractual obligation by the borrower to repay; and

(C) May not have been obtained by the borrower from a person or entity with an interest in the sale of the property (other than the borrower); and

(iii) The creditor shall verify and document the borrower's compliance with the conditions set forth in

paragraphs (d)(10)(i) and (d)(10)(ii) of this section.

(11) *Appraisal*. The creditor obtained a written appraisal of the property securing the mortgage that was performed not more than 90 days prior to the closing of the mortgage transaction by an appropriately state-certified or state-licensed appraiser that conforms to generally accepted appraisal standards as evidenced by the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) promulgated by the Appraisal Standards Board (ASB) of the Appraisal Foundation, the appraisal requirements of the Federal banking agencies, and applicable laws.

(12) *Assumability*. The mortgage transaction is not assumable by any person that was not a borrower under the mortgage transaction at closing.

(13) *Default mitigation*. The mortgage originator—

(i) Includes terms in the mortgage transaction documents under which the creditor commits to have servicing policies and procedures under which the creditor shall—

(A) Mitigate risk of default on the mortgage loan by taking loss mitigation actions, such as loan modification or other loss mitigation alternative, in the event the estimated resulting net present value of such action exceeds the estimated net present value of recovery through foreclosure, without regard to whether the particular action benefits the interests of a particular class of investors in a securitization;

(B) Take into account the borrower's ability to repay and other appropriate underwriting criteria in such loss mitigation actions;

(C) Initiate loss mitigation activities within 90 days after the mortgage loan becomes delinquent (if the delinquency has not been cured);

(D) Implement or maintain servicing compensation arrangements consistent with the obligations under paragraphs (d)(13)(i)(A), (B), and (C) of this section;

(E) Implement procedures for addressing any whole loan owned by the creditor (or any of its affiliates) and secured by a subordinate lien on the same property that secures the first mortgage loan if the borrower becomes more than 90 days past due on the first mortgage loan;

(F) If the first mortgage loan will collateralize any asset-backed securities, disclose or require to be disclosed to potential investors within a reasonable period of time prior to the sale of the asset-backed securities a description of the procedures to be implemented pursuant to paragraph (d)(13)(i)(E) of this section; and

(G) Not sell, transfer or assign servicing rights for the mortgage loan unless the agreement requires the purchaser, transferee or assignee servicer to abide by the default mitigation commitments of the creditor under this paragraph (d)(13)(i) as if the purchaser, transferee or assignee were the creditor under this section.

(ii) Provides disclosure of the foregoing default mitigation commitments to the borrower at or prior to the closing of the mortgage transaction.

(e) *Repurchase of loans subsequently determined to be non-qualified after closing*. A sponsor that has relied on the exemption provided in paragraph (b) of this section with respect to a securitization transaction shall not lose such exemption with respect to such transaction if, after closing of the securitization transaction, it is determined that one or more of the residential mortgage loans collateralizing the asset-backed securities does not meet all of the criteria to be a qualified residential mortgage *provided that*:

(1) The depositor complied with the certification requirement set forth in paragraph (b)(4) of this section;

(2) The sponsor repurchases the loan(s) from the issuing entity at a price at least equal to the remaining aggregate unpaid principal balance and accrued interest on the loan(s) no later than 90 days after the determination that the loans do not satisfy the requirements to be a qualified residential mortgage; and

(3) The sponsor promptly notifies, or causes to be notified, the holders of the asset-backed securities issued in the securitization transaction of any loan(s) included in such securitization transaction that is (or are) required to be repurchased by the sponsor pursuant to paragraph (e)(2) of this section, including the amount of such repurchased loan(s) and the cause for such repurchase.

*§ \_\_.16 Definitions applicable to qualifying commercial mortgages, commercial loans, and auto loans.*

The following definitions apply for purposes of §§ \_\_.17 through \_\_.20 of this part:

*Appraisal Standards Board* means the board of the Appraisal Foundation that establishes generally accepted standards for the appraisal profession.

*Automobile loan*:

(1) Means any loan to an individual to finance the purchase of, and is secured by a first lien on, a passenger car or other passenger vehicle, such as a minivan, van, sport-utility vehicle,

pickup truck, or similar light truck for personal, family, or household use; and

(2) Does not include any:

- (i) Loan to finance fleet sales;
- (ii) Personal cash loan secured by a previously purchased automobile;
- (iii) Loan to finance the purchase of a commercial vehicle or farm equipment that is not used for personal, family, or household purposes;
- (iv) Lease financing; or
- (v) Loan to finance the purchase of a vehicle with a salvage title.

**Combined loan-to-value (CLTV) ratio** means, at the time of origination, the sum of the principal balance of a first-lien mortgage loan on the property, plus the principal balance of any junior-lien mortgage loan that, to the creditor's knowledge, would exist at the closing of the transaction and that is secured by the same property, divided by:

(1) For acquisition funding, the lesser of the purchase price or the estimated market value of the real property based on an appraisal that meets the requirements set forth in § \_\_.19(b)(2)(ii) of this part; or

(2) For refinancing, the estimated market value of the real property based on an appraisal that meets the requirements set forth in § \_\_.19(b)(2)(iii) of this part.

**Commercial loan** means a secured or unsecured loan to a company or an individual for business purposes, other than any:

- (1) Loan to purchase or refinance a one-to-four family residential property;
- (2) Loan for the purpose of financing agricultural production; or
- (3) Loan for which the primary source (fifty (50) percent or more) of repayment is expected to be derived from rents collected from persons or firms that are not affiliates of the borrower.

**Commercial real estate (CRE) loan:**

(1) Means a loan secured by a property with five or more single family units, or by nonfarm nonresidential real property, the primary source (fifty (50) percent or more) of repayment for which is expected to be derived from:

- (i) The proceeds of the sale, refinancing, or permanent financing of the property; or
- (ii) Rental income associated with the property other than rental income derived from any affiliate of the borrower; and

(2) Does not include:

- (i) A land development and construction loan (including 1- to 4-family residential or commercial construction loans);
- (ii) Any other land loan;
- (iii) A loan to a real estate investment trusts (REITs); or
- (iv) An unsecured loan to a developer.

**Debt service coverage (DSC) ratio** means:

(1) For qualifying leased CRE loans, qualifying multi-family loans, and other CRE loans, the ratio of:

(i) The annual NOI less the annual replacement reserve of the CRE property at the time of origination of the CRE loans; to

(ii) The sum of the borrower's annual payments for principal and interest on any debt obligation.

(2) For commercial loans, the ratio of:

(i) The borrower's EBITDA as of the most recently completed fiscal year; to

(ii) The sum of the borrower's annual payments for principal and interest on any debt obligation.

**Debt to income (DTI) ratio** means the ratio of:

(1) The borrower's total debt (for automobile loans), including the monthly amount due on the automobile loan; to

(2) The borrower's monthly income.

**Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA)** means the annual income of a business before expenses for interest, taxes, depreciation and amortization, as determined in accordance with U.S. Generally Accepted Accounting Principles (GAAP).

**Environmental risk assessment** means a process for determining whether a property is contaminated or exposed to any condition or substance that could result in contamination that has an adverse effect on the market value of the property or the realization of the collateral value.

**First lien** means a lien or encumbrance on property that has priority over all other liens or encumbrances on the property.

**Junior lien** means a lien or encumbrance on property that is lower in priority relative to other liens or encumbrances on the property.

**Leverage ratio** means the ratio of:

(1) The borrower's total debt (for commercial loans); to

(2) The borrower's EBITDA.

**Machinery and equipment (M&E) collateral** means collateral for a commercial loan that consists of machinery and equipment that is identifiable by make, model, and serial number.

**Model year** means the year determined by the manufacturer and reflected on the vehicle's Motor Vehicle Title as part of the vehicle description.

**Net operating income (NOI)** refers to the income a CRE property generates after all expenses have been deducted for federal income tax purposes, except for depreciation, debt service expenses, and federal and state income taxes, and

excluding any unusual and nonrecurring items of income.

**New vehicle** means any vehicle that:

- (1) Is not a used vehicle; and
- (2) Has not been previously sold to an end user.

**Payment-in-kind (PIK)** means payments of principal or accrued interest that are not paid in cash when due, and instead are paid by increasing the principal or by providing shares or stock in the borrowing company. A PIK loan is a type of loan that typically does not provide for any cash payments of principal or interest from the borrower to the lender between the drawdown date and the maturity or refinancing date.

**Purchase price** means:

(1) For a new vehicle, the amount paid by the borrower for the new vehicle net of any incentive payments or manufacturer cash rebates; and

(2) For a vehicle other than a new vehicle, the lesser of:

- (i) The purchase price as would be determined for a new vehicle; or
- (ii) The retail value of the used vehicle, as determined by a nationally recognized automobile pricing agency and based on the manufacturer, year, model, features, and condition of the vehicle.

**Qualified tenant** means

(1) A tenant with a triple net lease who has satisfied all obligations with respect to the property in a timely manner; or

(2) A tenant who originally had a triple net lease that subsequently expired and currently is leasing the property on a month-to-month basis, has occupied the property for at least three years prior to the date of origination, and has satisfied all obligations with respect to the property in a timely manner.

**Qualifying leased CRE loan** means a CRE loan secured by commercial nonfarm real property, other than a multi-family property or a hotel, inn, or similar property:

(1) That is occupied by one or more qualified tenants pursuant to a lease agreement with a term of no less than one (1) month; and

(2) Where no more than 20 percent of the aggregate gross revenue of the property is payable from one or more tenants who:

(i) Are subject to a lease that will terminate within six months following the date of origination; or

(ii) Are not qualified tenants.

**Qualifying multi-family loan:**

(1) Means a CRE loan secured by any residential property (other than a hotel, motel, inn, hospital, nursing home, or other similar facility where dwellings are not leased to residents);

(i) That consists of five or more dwelling units (including apartment buildings, condominiums, cooperatives and other similar structures) primarily for residential use; and

(ii) Where at least seventy-five (75) percent of the NOI is derived from residential rents and tenant amenities (including income from parking garages, health or swim clubs, and dry cleaning), and not from other commercial uses.

**Replacement reserve** means the monthly capital replacement or maintenance amount based on the property type, age, construction and condition of the property that is adequate to maintain the physical condition and NOI of the property.

**Salvage title** means a form of vehicle title branding, which notes that the vehicle has been severely damaged and/or deemed a total loss and uneconomical to repair by an insurance company that paid a claim on the vehicle.

**Total debt**, with respect to a borrower, means:

(1) In the case of an automobile loan, the sum of:

(i) All monthly housing payments (rent- or mortgage-related, including property taxes, insurance and home owners association fees); and

(ii) Any of the following that are dependent upon the borrower's income for payment:

(A) Monthly payments on other debt and lease obligations, such as credit card loans or installment loans, including the monthly amount due on the automobile loan;

(B) Estimated monthly amortizing payments for any term debt, debts with other than monthly payments and debts not in repayment (such as deferred student loans, interest-only loans); and

(C) Any required monthly alimony, child support or court-ordered payments; and

(2) In the case of a commercial loan, the outstanding balance of all long-term debt (obligations that have a remaining maturity of more than one year) and the current portion of all debt that matures in one year or less.

**Total liabilities ratio** means the ratio of:

(1) The borrower's total liabilities, determined in accordance with U.S. GAAP; to

(2) The sum of the borrower's total liabilities and equity, less the borrower's intangible assets, with each component determined in accordance with U.S. GAAP.

**Trade-in allowance** means the amount a vehicle purchaser is given as a credit at the purchase of a vehicle for the fair exchange of the borrower's existing

vehicle to compensate the dealer for some portion of the vehicle purchase price, except that such amount shall not exceed the trade-in value of the used vehicle, as determined by a nationally recognized automobile pricing agency and based on the manufacturer, year, model, features, and condition of the vehicle.

**Triple net lease** means a lease pursuant to which the lessee is required to pay rent as well as all taxes, insurance, and maintenance expenses associated with the property.

**Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)** means the standards issued by the Appraisal Standards Board for the performance of an appraisal, an appraisal review, or an appraisal consulting assignment.

**Used vehicle:**

(1) Means any vehicle driven more than the limited use necessary in transporting or road testing the vehicle prior to the initial sale of the vehicle; and

(2) Does not include any vehicle sold only for scrap or parts (title documents surrendered to the State and a salvage certificate issued).

#### **§ \_\_.17 Exceptions for qualifying commercial loans, commercial mortgages, and auto loans.**

The risk retention requirements in subpart B of this part shall not apply to securitization transactions that satisfy the standards provided in §§ \_\_.18, \_\_.19, or \_\_.20 of this part.

#### **§ \_\_.18 Underwriting standards for qualifying commercial loans.**

(a) **General.** The securitization transaction—

(1) Is collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by one or more commercial loans, each of which meets all of the requirements of paragraph (b) of this section; and

(2) Does not permit reinvestment periods.

(b) **Underwriting, product and other standards.** (1) Prior to origination of the commercial loan, the originator:

(i) Verified and documented the financial condition of the borrower:

(A) As of the end of the borrower's two most recently completed fiscal years; and

(B) During the period, if any, since the end of its most recently completed fiscal year;

(ii) Conducted an analysis of the borrower's ability to service its overall debt obligations during the next two years, based on reasonable projections;

(iii) Determined that, based on the previous two years' actual performance, the borrower had:

(A) A total liabilities ratio of 50 percent or less;

(B) A leverage ratio of 3.0 or less; and

(C) A DSC ratio of 1.5 or greater;

(iv) Determined that, based on the two years of projections, which include the new debt obligation, following the closing date of the loan, the borrower will have:

(A) A total liabilities ratio of 50 percent or less;

(B) A leverage ratio of 3.0 or less;

(C) A DSC ratio of 1.5 or greater; and

(v) If the loan is originated on a secured basis, obtained a first-lien security interest on all of the property pledged to collateralize the loan.

(2) The loan documentation for the commercial loan includes covenants that:

(i) Require the borrower to provide to the originator or subsequent holder, and the servicer, of the commercial loan the borrower's financial statements and supporting schedules on an ongoing basis, but not less frequently than quarterly;

(ii) Prohibit the borrower from retaining or entering into a debt arrangement that permits payments-in-kind;

(iii) Impose limits on:

(A) The creation or existence of any other security interest with respect to any of the borrower's property;

(B) The transfer of any of the borrower's assets; and

(C) Any change to the name, location or organizational structure of the borrower, or any other party that pledges collateral for the loan;

(iv) Require the borrower and any other party that pledges collateral for the loan to:

(A) Maintain insurance that protects against loss on any collateral for the commercial loan at least up to the amount of the loan, and that names the originator or any subsequent holder of the loan as an additional insured or loss payee;

(B) Pay taxes, charges, fees, and claims, where non-payment might give rise to a lien on any collateral;

(C) Take any action required to perfect or protect the security interest of the originator or any subsequent holder of the loan in the collateral for the commercial loan or the priority thereof, and to defend the collateral against claims adverse to the lender's interest;

(D) Permit the originator or any subsequent holder of the loan, and the servicer of the loan, to inspect the collateral for the commercial loan and the books and records of the borrower; and

(E) Maintain the physical condition of any collateral for the commercial loan.



(3) Loan payments required under the loan agreement are:

(i) Based on straight-line amortization of principal and interest that fully amortize the debt over a term that does not exceed five years from the date of origination; and

(ii) To be made no less frequently than quarterly over a term that does not exceed five years.

(4) The primary source of repayment for the loan is revenue from the business operations of the borrower.

(5) The loan was funded within the six (6) months prior to the closing of the securitization transaction.

(6) At the closing of the securitization transaction, all payments due on the loan are contractually current.

(7) (i) The depositor of the asset-backed security certifies that it has evaluated the effectiveness of its internal supervisory controls with respect to the process for ensuring that all assets that collateralize the asset-backed security meet all of the requirements set forth in paragraphs (b)(1) through (b)(6) of this section and has concluded that its internal supervisory controls are effective;

(ii) The evaluation of the effectiveness of the depositor's internal supervisory controls referenced in paragraph (b)(7)(i) of this section shall be performed, for each issuance of an asset-backed security, as of a date within 60 days of the cut-off date or similar date for establishing the composition of the asset pool collateralizing such asset-backed security; and

(iii) The sponsor provides, or causes to be provided, a copy of the certification described in paragraph (b)(7)(i) of this section to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of asset-backed securities in the issuing entity, and, upon request, to its appropriate Federal banking agency, if any.

(c) *Buy-back requirement.* A sponsor that has relied on the exception provided in paragraph (a) of this section with respect to a securitization transaction shall not lose such exception with respect to such transaction if, after the closing of the securitization transaction, it is determined that one or more of the loans collateralizing the asset-backed securities did not meet all of the requirements set forth in paragraphs (b)(1) through (b)(6) of this section provided that:

(1) The depositor complied with the certification requirement set forth in paragraph (b)(7) of this section;

(2) The sponsor repurchases the loan(s) from the issuing entity at a price at least equal to the remaining principal

balance and accrued interest on the loan(s) no later than ninety (90) days after the determination that the loans do not satisfy all of the requirements of paragraphs (b)(1) through (b)(6) of this section; and

(3) The sponsor promptly notifies, or causes to be notified, the holders of the asset-backed securities issued in the securitization transaction of any loan(s) included in such securitization transaction that is required to be repurchased by the sponsor pursuant to paragraph (c)(2) of this section, including the principal amount of such repurchased loan(s) and the cause for such repurchase.

#### *§ \_\_.19 Underwriting standards for qualifying CRE loans.*

(a) *General.* The securitization transaction is collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by one or more CRE loans, each of which meets all of the requirements of paragraph (b) of this section.

(b) *Underwriting, product and other standards.* (1) The CRE loan must be secured by a first lien on the commercial real estate.

(2) Prior to origination of the CRE loan, the originator:

(i) Verified and documented the current financial condition of the borrower;

(ii) Obtained a written appraisal of the real property securing the loan that:

(A) Was performed not more than six months from the origination date of the loan by an appropriately state-certified or state-licensed appraiser;

(B) Conforms to generally accepted appraisal standards as evidenced by the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) promulgated by the Appraisal Standards Board and the appraisal requirements of the Federal banking agencies (OCC: 12 CFR part 34, subpart C; FRB: 12 CFR part 208, subpart E, and 12 CFR part 225, subpart G; and FDIC: 12 CFR part 323); and

(C) Provides an "as is" opinion of the market value of the real property, which includes an income valuation approach that uses a discounted cash flow analysis;

(iii) Qualified the borrower for the CRE loan based on a monthly payment amount derived from a straight-line amortization of principal and interest over the term of the loan (but not exceeding 20 years);

(iv) Conducted an environmental risk assessment to gain environmental information about the property securing the loan and took appropriate steps to mitigate any environmental liability

determined to exist based on this assessment;

(v) Conducted an analysis of the borrower's ability to service its overall debt obligations during the next two years, based on reasonable projections;

(vi) Determined that, based on the previous two years' actual performance, the borrower had:

(A) A DSC ratio of 1.5 or greater, if the loan is a qualifying leased CRE loan, net of any income derived from a tenant(s) who is not a qualified tenant(s);

(B) A DSC ratio of 1.5 or greater, if the loan is a qualifying multi-family property loan; or

(C) A DSC ratio of 1.7 or greater, if the loan is any other type of CRE loan;

(vii) Determined that, based on two years of projections, which include the new debt obligation, following the origination date of the loan, the borrower will have:

(A) A DSC ratio of 1.5 or greater, if the loan is a qualifying leased CRE loan, net of any income derived from a tenant(s) who is not a qualified tenant(s);

(B) A DSC ratio of 1.5 or greater, if the loan is a qualifying multi-family property loan; or

(C) A DSC ratio of 1.7 or greater, if the loan is any other type of CRE loan.

(3) The loan documentation for the CRE loan includes covenants that:

(i) Require the borrower to provide to the originator and any subsequent holder of the commercial loan, and the servicer, the borrower's financial statements and supporting schedules on an ongoing basis, but not less frequently than quarterly, including information on existing, maturing and new leasing or rent-roll activity for the property securing the loan, as appropriate; and

(ii) Impose prohibitions on:

(A) The creation or existence of any other security interest with respect to any collateral for the CRE loan;

(B) The transfer of any collateral pledged to support the CRE loan; and

(C) Any change to the name, location or organizational structure of the borrower, or any other party that pledges collateral for the loan;

(iii) Require the borrower and any other party that pledges collateral for the loan to:

(A) Maintain insurance that protects against loss on any collateral for the CRE loan, at least up to the amount of the loan, and names the originator or any subsequent holder of the loan as an additional insured or loss payee;

(B) Pay taxes, charges, fees, and claims, where non-payment might give rise to a lien on any collateral for the CRE loan;

(C) Take any action required to perfect or protect the security interest of the

originator or any subsequent holder of the loan in the collateral for the CRE loan or the priority thereof, and to defend such collateral against claims adverse to the originator's or subsequent holder's interest;

(D) Permit the originator or any subsequent holder of the loan, and the servicer, to inspect the collateral for the CRE loan and the books and records of the borrower or other party relating to the collateral for the CRE loan;

(E) Maintain the physical condition of the collateral for the CRE loan;

(F) Comply with all environmental, zoning, building code, licensing and other laws, regulations, agreements, covenants, use restrictions, and proffers applicable to the collateral;

(G) Comply with leases, franchise agreements, condominium declarations, and other documents and agreements relating to the operation of the collateral, and to not modify any material terms and conditions of such agreements over the term of the loan without the consent of the originator or any subsequent holder of the loan, or the servicer; and

(H) Not materially alter the collateral for the CRE loan without the consent of the originator or any subsequent holder of the loan, or the servicer.

(4) The loan documentation for the CRE loan prohibits the borrower from obtaining a loan secured by a junior lien on any property that serves as collateral for the CRE loan, unless such loan finances the purchase of machinery and equipment and the borrower pledges such machinery and equipment as additional collateral for the CRE loan.

(5) The CLTV ratio for the loan is:

(i) Less than or equal to 65 percent; or

(ii) Less than or equal to 60 percent, if the capitalization rate used in an appraisal that meets the requirements set forth in paragraph (b)(2)(ii) of this section is less than or equal to the sum of:

(A) The 10-year swap rate, as reported in the Federal Reserve Board H.15 Report as of the date concurrent with the effective date of an appraisal that meets the requirements set forth in paragraph (b)(2)(ii) of this section; and

(B) 300 basis points.

(6) All loan payments required to be made under the loan agreement are:

(i) Based on straight-line amortization of principal and interest over a term that does not exceed 20 years; and

(ii) To be made no less frequently than monthly over a term of at least ten years.

(7) Under the terms of the loan agreement:

(i) Any maturity of the note occurs no earlier than ten years following the date of origination;

(ii) The borrower is not permitted to defer repayment of principal or payment of interest; and

(iii) The interest rate on the loan is:

(A) A fixed interest rate; or

(B) An adjustable interest rate and the borrower, prior to or concurrently with origination of the CRE loan, obtained a derivative that effectively results in a fixed interest rate.

(8) The originator does not establish an interest reserve at origination to fund all or part of a payment on the loan.

(9) At the closing of the securitization transaction, all payments due on the loan are contractually current.

(10) (i) The depositor of the asset-backed security certifies that it has evaluated the effectiveness of its internal supervisory controls with respect to the process for ensuring that all assets that collateralize the asset-backed security meet all of the requirements set forth in paragraphs (b)(1) through (9) of this section and has concluded that its internal supervisory controls are effective;

(ii) The evaluation of the effectiveness of the depositor's internal supervisory controls referenced in paragraph (b)(10)(i) of this section shall be performed, for each issuance of an asset-backed security, as of a date within 60 days of the cut-off date or similar date for establishing the composition of the asset pool collateralizing such asset-backed security; and

(iii) The sponsor provides, or causes to be provided, a copy of the certification described in paragraph (b)(10)(i) of this section to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of asset-backed securities in the issuing entity, and, upon request, to its appropriate Federal banking agency, if any.

(c) *Buy-back requirement.* A sponsor that has relied on the exception provided in paragraph (a) of this section with respect to a securitization transaction shall not lose such exception with respect to such transaction if, after the closing of the securitization transaction, it is determined that one or more of the CRE loans collateralizing the asset-backed securities did not meet all of the requirements set forth in paragraphs (b)(1) through (b)(9) of this section provided that:

(1) The depositor has complied with the certification requirement set forth in paragraph (b)(10) of this section;

(2) The sponsor repurchases the loan(s) from the issuing entity at a price at least equal to the remaining principal

balance and accrued interest on the loan(s) no later than ninety (90) days after the determination that the loans do not satisfy all of the requirements of paragraphs (b)(1) through (b)(9) of this section; and

(3) The sponsor promptly notifies, or causes to be notified, the holders of the asset-backed securities issued in the securitization transaction of any loan(s) included in such securitization transaction that is required to be repurchased by the sponsor pursuant to paragraph (c)(2) of this section, including the principal amount of such repurchased loan(s) and the cause for such repurchase.

#### *§ 20 Underwriting standards for qualifying auto loans.*

(a) *General.* The securitization transaction is collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by one or more automobile loans, each of which meets all of the requirements of paragraph (b) of this section.

(b) *Underwriting, product and other standards.* (1) Prior to origination of the automobile loan, the originator:

(i) Verified and documented that within 30 days of the date of origination:

(A) The borrower was not currently 30 days or more past due, in whole or in part, on any debt obligation;

(B) Within the previous twenty-four (24) months, the borrower has not been 60 days or more past due, in whole or in part, on any debt obligation;

(C) Within the previous thirty-six (36) months, the borrower has not:

(1) Been a debtor in a proceeding commenced under Chapter 7 (Liquidation), Chapter 11 (Reorganization), Chapter 12 (Family Farmer or Family Fisherman plan), or Chapter 13 (Individual Debt Adjustment) of the U.S. Bankruptcy Code; or

(2) Been the subject of any Federal or State judicial judgment for the collection of any unpaid debt;

(D) Within the previous thirty-six (36) months, no one-to-four family property owned by the borrower has been the subject of any foreclosure, deed in lieu of foreclosure, or short sale; or

(E) Within the previous thirty-six (36) months, the borrower has not had any personal property repossessed;

(ii) Determined and documented that, upon the origination of the loan, the borrower's DTI ratio is less than or equal to thirty-six (36) percent. For the purpose of making the determination under paragraph (b)(1)(ii) of this section, the originator must:

(A) Verify and document all income of the borrower that the originator

includes in the borrower's effective monthly income (using payroll stubs, tax returns, profit and loss statements, or other similar documentation); and

(B) On or after the date of the borrower's written application and prior to origination, obtain a credit report regarding the borrower from a consumer reporting agency that compiles and maintain files on consumers on a nationwide basis (within the meaning of 15 U.S.C. 1681a(p)) and verify that all outstanding debts reported in the borrower's credit report are incorporated into the calculation of the borrower's DTI ratio under paragraph (b)(1)(ii) of this section;

(2) An originator will be deemed to have met the requirements of paragraph (b)(1)(i) of this section if:

(i) The originator, no more than 90 days before the closing of the loan, obtains a credit report regarding the borrower from at least two consumer reporting agencies that compile and maintain files on consumers on a nationwide basis (within the meaning of 15 U.S.C. 1681a(p));

(ii) Based on the information in such credit reports, the borrower meets all of the requirements of paragraph (b)(1)(i) of this section, and no information in a credit report subsequently obtained by the originator before the closing of the mortgage transaction contains contrary information; and

(iii) The originator obtains electronic or hard copies of such credit reports.

(3) At closing of the automobile loan, the borrower makes a down payment from the borrower's personal funds and trade-in allowance, if any, that is at least equal to the sum of:

(i) The full cost of the vehicle title, tax, and registration fees;

(ii) Any dealer-imposed fees; and

(iii) 20 percent of the vehicle purchase price.

(4) The transaction documents require the originator, subsequent holder of the loan, or an agent of the originator or subsequent holder of the loan to maintain physical possession of the title for the vehicle until the loan is repaid in full and the borrower has otherwise satisfied all obligations under the terms of the loan agreement.

(5) If the loan is for a new vehicle, the terms of the loan agreement provide a maturity date for the loan that does not exceed 5 years from the date of origination.

(6) If the loan is for a vehicle other than a new vehicle, the term of the loan (as set forth in the loan agreement) plus the difference between the current model year and the vehicle's model year does not exceed 5 years.

(7) The terms of the loan agreement:

(i) Specify a fixed rate of interest for the life of the loan;

(ii) Provide for a monthly payment amount that:

(A) Is based on straight-line amortization of principal and interest over the term of the loan; and

(B) Do not permit the borrower to defer repayment of principal or payment of interest; and

(C) Require the borrower to make the first payment on the automobile loan within 45 days of the date of origination.

(8) At the closing of the securitization transaction, all payments due on the loan are contractually current; and

(9) (i) The depositor of the asset-backed security certifies that it has evaluated the effectiveness of its internal supervisory controls with respect to the process for ensuring that all assets that collateralize the asset-backed security meet all of the requirements set forth in paragraphs (b)(1) through (b)(8) of this section and has concluded that its internal supervisory controls are effective;

(ii) The evaluation of the effectiveness of the depositor's internal supervisory controls referenced in paragraph (b)(9)(i) of this section shall be performed, for each issuance of an asset-backed security, as of a date within 60 days of the cut-off date or similar date for establishing the composition of the asset pool collateralizing such asset-backed security; and

(iii) The sponsor provides, or causes to be provided, a copy of the certification described in paragraph (b)(9)(i) of this section to potential investors a reasonable period of time prior to the sale of asset-backed securities in the issuing entity, and, upon request, to its appropriate Federal banking agency, if any.

(c) *Buy-back requirement.* A sponsor that has relied on the exception provided in this paragraph (a) of this section with respect to a securitization transaction shall not lose such exception with respect to such transaction if, after the closing of the securitization transaction, it is determined that one or more of the automobile loans collateralizing the asset-backed securities did not meet all of the requirements set forth in paragraphs (b)(1) through (b)(8) of this section *provided that*:

(1) The depositor has complied with the certification requirement set forth in paragraph (b)(9) of this section;

(2) The sponsor repurchases the loan(s) from the issuing entity at a price at least equal to the remaining principal balance and accrued interest on the loan(s) no later than 90 days after the

determination that the loans do not satisfy all of the requirements of paragraphs (b)(1) through (b)(8) of this section; and

(3) The sponsor promptly notifies, or causes to be notified, the holders of the asset-backed securities issued in the securitization transaction of any loan(s) included in such securitization transaction that is required to be repurchased by the sponsor pursuant to paragraph (c)(2) of this section, including the principal amount of such repurchased loan(s) and the cause for such repurchase.

#### **§ 21 General exemptions.**

(a) This part shall not apply to:

(1) Any securitization transaction that:

(i) Is collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by residential, multifamily, or health care facility mortgage loan assets that are insured or guaranteed as to the payment of principal and interest by the United States or an agency of the United States; or

(ii) Involves the issuance of asset-backed securities that:

(A) Are insured or guaranteed as to the payment of principal and interest by the United States or an agency of the United States; and

(B) Are collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by residential, multifamily, or health care facility mortgage loan assets or interests in such assets.

(2) Any securitization transaction that is collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by loans or other assets made, insured, guaranteed, or purchased by any institution that is subject to the supervision of the Farm Credit Administration, including the Federal Agricultural Mortgage Corporation;

(3) Any asset-backed security that is a security issued or guaranteed by any State of the United States, or by any political subdivision of a State or territory, or by any public instrumentality of a State or territory that is exempt from the registration requirements of the Securities Act of 1933 by reason of section 3(a)(2) of that Act (15 U.S.C. 77c(a)(2)); and

(4) Any asset-backed security that meets the definition of a qualified scholarship funding bond, as set forth in section 150(d)(2) of the Internal Revenue Code of 1986 (26 U.S.C. 150(d)(2)).

(5) Any securitization transaction that:

(i) Is collateralized solely (other than cash and cash equivalents) by existing

asset-backed securities issued in a securitization transaction:

(A) For which credit risk was retained as required under subpart B of this part; or

(B) That was exempted from the credit risk retention requirements of this part pursuant to subpart D of this part;

(ii) Is structured so that it involves the issuance of only a single class of ABS interests; and

(iii) Provides for the pass-through of all principal and interest payments received on the underlying ABS (net of expenses of the issuing entity) to the holders of such class.

(b) This part shall not apply to any securitization transaction if the asset-backed securities issued in the transaction are:

(1) Collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by obligations issued by the United States or an agency of the United States;

(2) Collateralized solely (excluding cash and cash equivalents) by assets that are fully insured or guaranteed as to the payment of principal and interest by the United States or an agency of the United States (other than those referred to in paragraph (a)(1)(i) of this section); or

(3) Fully guaranteed as to the timely payment of principal and interest by the United States or any agency of the United States;

(c) *Rule of construction.* Securitization transactions involving the issuance of asset-backed securities that are either issued, insured, or guaranteed by, or are collateralized by obligations issued by, or loans that are issued, insured, or guaranteed by, the Federal National Mortgage Association, the Federal Home Loan Mortgage Corporation, or a Federal home loan bank shall not on that basis qualify for exemption under this section.

§ \_\_.22 *Safe harbor for certain foreign-related transactions.*

(a) *In general.* This part shall not apply to a securitization transaction if all the following conditions are met:

(1) The securitization transaction is not required to be and is not registered under the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a *et seq.*);

(2) No more than 10 percent of the dollar value by proceeds (or equivalent if sold in a foreign currency) of all classes of ABS interests sold in the securitization transaction are sold to U.S. persons or for the account or benefit of U.S. persons;

(3) Neither the sponsor of the securitization transaction nor the issuing entity is:

(i) Chartered, incorporated, or organized under the laws of the United

States, any State of the United States, the District of Columbia, Puerto Rico, the Virgin Islands, or any other possession of the United States (each of the foregoing, a "U.S. jurisdiction");

(ii) An unincorporated branch or office (wherever located) of an entity chartered, incorporated, or organized under the laws of a U.S. jurisdiction; or

(iii) An unincorporated branch or office located in a U.S. jurisdiction of an entity that is chartered, incorporated, or organized under the laws of a jurisdiction other than a U.S. jurisdiction; and

(4) If the sponsor or issuing entity is chartered, incorporated, or organized under the laws of a jurisdiction other than a U.S. jurisdiction, no more than 25 percent (as determined based on unpaid principal balance) of the assets that collateralize the ABS interests sold in the securitization transaction were acquired by the sponsor or issuing entity, directly or indirectly, from:

(i) A consolidated affiliate of the sponsor or issuing entity that is chartered, incorporated, or organized under the laws of a U.S. jurisdiction; or

(ii) An unincorporated branch or office of the sponsor or issuing entity that is located in a U.S. jurisdiction.

(b) *Evasions prohibited.* In view of the objective of these rules and the policies underlying Section 15G of the Exchange Act, the safe harbor described in paragraph (a) of this section is not available with respect to any transaction or series of transactions that, although in technical compliance with such paragraph (a), is part of a plan or scheme to evade the requirements of section 15G and this Regulation. In such cases, compliance with section 15G and this part is required.

§ \_\_.23 *Additional exemptions.*

(a) *Securitization transactions.* The federal agencies with rulewriting authority under section 15G(b) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78o–11(b)) with respect to the type of assets involved may jointly provide a total or partial exemption of any securitization transaction as such agencies determine may be appropriate in the public interest and for the protection of investors.

(b) *Exceptions, exemptions, and adjustments.* The Federal banking agencies and the Commission, in consultation with the Federal Housing Finance Agency and the Department of Housing and Urban Development, may jointly adopt or issue exemptions, exceptions or adjustments to the requirements of this part, including exemptions, exceptions or adjustments for classes of institutions or assets in

accordance with section 15G(e) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78o–11(e)).

#### **Appendix A to Part \_\_—Additional QRM Standards; Standards for Determining Acceptable Sources of Borrower Funds, Borrower's Monthly Gross Income, Monthly Housing Debt, and Total Monthly Debt**

##### **I. Borrower Funds to Close**

###### *A. Cash and Savings/Checking Accounts as Acceptable Sources of Funds*

###### **1. Earnest Money Deposit**

a. The lender must verify with documentation, the deposit amount and source of funds, if the amount of the earnest money deposit:

i. Exceeds 2 percent of the sales price, or

ii. Appears excessive based on the borrower's history of accumulating savings. Satisfactory documentation includes:

iii. A copy of the borrower's cancelled check

iv. Certification from the depositor holder acknowledging receipt of funds, or

v. Separate evidence of the source of funds.

b. Separate evidence includes a verification of deposit (VOD) or bank statement showing that the average balance was sufficient to cover the amount of the earnest money deposit, at the time of the deposit.

###### **2. Savings and Checking Accounts**

a. A VOD, along with the most recent bank statement, may be used to verify savings and checking accounts.

b. If there is a large increase in an account, or the account was recently opened, the lender must obtain from the borrower a credible explanation of the source of the funds.

###### **3. Cash Saved at Home**

a. Borrowers who have saved cash at home and are able to adequately demonstrate the ability to do so, are permitted to have this money included as an acceptable source of funds to close the mortgage.

b. To include cash saved at home when assessing the borrower's cash assets, the:

i. Money must be verified, whether deposited in a financial institution, or held by the escrow/title company, and

ii. Borrower must provide satisfactory evidence of the ability to accumulate such savings.

## ▼B

*Article 122*

1. The Member States need not apply the limits laid down in Articles 120(1) and (2) to holdings in insurance companies as defined in Directives 73/239/EEC and 2002/83/EC, or in reinsurance companies as defined in Directive 98/78/EC.

2. The Member States may provide that the competent authorities are not to apply the limits laid down in Article 120(1) and (2) if they provide that 100 % of the amounts by which a credit institution's qualifying holdings exceed those limits shall be covered by own funds and that the latter shall not be included in the calculation required under Article 75. If both the limits laid down in Article 120(1) and (2) are exceeded, the amount to be covered by own funds shall be the greater of the excess amounts.

## ▼M7

## Section 7

**Exposures to transferred credit risk***Article 122a*

1. A credit institution, other than when acting as an originator, a sponsor or original lender, shall be exposed to the credit risk of a securitisation position in its trading book or non-trading book only if the originator, sponsor or original lender has explicitly disclosed to the credit institution that it will retain, on an ongoing basis, a material net economic interest which, in any event, shall not be less than 5 %.

For the purpose of this Article, 'retention of net economic interest' means:

- (a) retention of no less than 5 % of the nominal value of each of the tranches sold or transferred to the investors;
- (b) in the case of securitisations of revolving exposures, retention of the originator's interest of no less than 5 % of the nominal value of the securitised exposures;
- (c) retention of randomly selected exposures, equivalent to no less than 5 % of the nominal amount of the securitised exposures, where such exposures would otherwise have been securitised in the securitisation, provided that the number of potentially securitised exposures is no less than 100 at origination; or
- (d) retention of the first loss tranche and, if necessary, other tranches having the same or a more severe risk profile than those transferred or sold to investors and not maturing any earlier than those transferred or sold to investors, so that the retention equals in total no less than 5 % of the nominal value of the securitised exposures.

Net economic interest is measured at the origination and shall be maintained on an ongoing basis. It shall not be subject to any credit risk mitigation or any short positions or any other hedge. The net economic interest shall be determined by the notional value for off-balance sheet items.

For the purpose of this Article, 'ongoing basis' means that retained positions, interest or exposures are not hedged or sold.

There shall be no multiple applications of the retention requirements for any given securitisation.

2. Where an EU parent credit institution or an EU financial holding company, or one of its subsidiaries, as an originator or a sponsor, securitises exposures from several credit institutions, investment firms or other financial institutions which are included in the scope of supervision on a consolidated basis, the requirement referred to in paragraph 1 may be satisfied on the basis of the consolidated

## ▼M7

situation of the related EU parent credit institution or EU financial holding company. This paragraph shall apply only where credit institutions, investment firms or financial institutions which created the securitised exposures have committed themselves to adhere to the requirements set out in paragraph 6 and deliver, in a timely manner, to the originator or sponsor and to the EU parent credit institution or an EU financial holding company the information needed to satisfy the requirements referred to in paragraph 7.

3. Paragraph 1 shall not apply where the securitised exposures are claims or contingent claims on or fully, unconditionally and irrevocably guaranteed by:

- (a) central governments or central banks;
- (b) regional governments, local authorities and public sector entities of Member States;
- (c) institutions to which a 50 % risk weight or less is assigned under Articles 78 to 83; or
- (d) multilateral development banks.

Paragraph 1 shall not apply to:

- (a) transactions based on a clear, transparent and accessible index, where the underlying reference entities are identical to those that make up an index of entities that is widely traded, or are other tradable securities other than securitisation positions; or
- (b) syndicated loans, purchased receivables or credit default swaps where these instruments are not used to package and/or hedge a securitisation that is covered by paragraph 1.

4. Before investing, and as appropriate thereafter, credit institutions, shall be able to demonstrate to the competent authorities for each of their individual securitisation positions, that they have a comprehensive and thorough understanding of and have implemented formal policies and procedures appropriate to their trading book and non-trading book and commensurate with the risk profile of their investments in securitised positions for analysing and recording:

- (a) information disclosed under paragraph 1, by originators or sponsors to specify the net economic interest that they maintain, on an ongoing basis, in the securitisation;
- (b) the risk characteristics of the individual securitisation position;
- (c) the risk characteristics of the exposures underlying the securitisation position;
- (d) the reputation and loss experience in earlier securitisations of the originators or sponsors in the relevant exposure classes underlying the securitisation position;
- (e) the statements and disclosures made by the originators or sponsors, or their agents or advisors, about their due diligence on the securitised exposures and, where applicable, on the quality of the collateral supporting the securitised exposures;
- (f) where applicable, the methodologies and concepts on which the valuation of collateral supporting the securitised exposures is based and the policies adopted by the originator or sponsor to ensure the independence of the valuer; and
- (g) all the structural features of the securitisation that can materially impact the performance of the credit institution's securitisation position.

Credit institutions shall regularly perform their own stress tests appropriate to their securitisation positions. To this end, credit institutions may rely on financial models developed by an ECAI provided that credit institutions can demonstrate, when requested, that they took due

## ▼M7

care prior to investing to validate the relevant assumptions in and structuring of the models and to understand methodology, assumptions and results.

5. Credit institutions, other than when acting as originators or sponsors or original lenders, shall establish formal procedures appropriate to their trading book and non-trading book and commensurate with the risk profile of their investments in securitised positions to monitor on an ongoing basis and in a timely manner performance information on the exposures underlying their securitisation positions. Where relevant, this shall include the exposure type, the percentage of loans more than 30, 60 and 90 days past due, default rates, prepayment rates, loans in foreclosure, collateral type and occupancy, and frequency distribution of credit scores or other measures of credit worthiness across underlying exposures, industry and geographical diversification, frequency distribution of loan to value ratios with band widths that facilitate adequate sensitivity analysis. Where the underlying exposures are themselves securitisation positions, credit institutions shall have the information set out in this subparagraph not only on the underlying securitisation tranches, such as the issuer name and credit quality, but also on the characteristics and performance of the pools underlying those securitisation tranches.

Credit institutions shall have a thorough understanding of all structural features of a securitisation transaction that would materially impact the performance of their exposures to the transaction such as the contractual waterfall and waterfall related triggers, credit enhancements, liquidity enhancements, market value triggers, and deal-specific definition of default.

Where the requirements in paragraphs 4, 7 and in this paragraph are not met in any material respect by reason of the negligence or omission of the credit institution, Member States shall ensure that the competent authorities impose a proportionate additional risk weight of no less than 250 % of the risk weight (capped at 1 250 %) which would, but for this paragraph, apply to the relevant securitisation positions under Annex IX, Part 4, and shall progressively increase the risk weight with each subsequent infringement of the due diligence provisions. The competent authorities shall take into account the exemptions for certain securitisations provided in paragraph 3 by reducing the risk weight it would otherwise impose under this Article in respect of a securitisation to which paragraph 3 applies.

6. Sponsor and originator credit institutions shall apply the same sound and well-defined criteria for credit-granting in accordance with the requirements of Annex V, point 3 to exposures to be securitised as they apply to exposures to be held on their book. To this end the same processes for approving and, where relevant, amending, renewing and re-financing credits shall be applied by the originator and sponsor credit institutions. Credit institutions shall also apply the same standards of analysis to participations or underwritings in securitisation issues purchased from third parties whether such participations or underwritings are to be held on their trading or non-trading book.

Where the requirements referred to in the first subparagraph of this paragraph are not met, Article 95(1) shall not be applied by an originator credit institution and that originator credit institution shall not be allowed to exclude the securitised exposures from the calculation of its capital requirements under this Directive.

7. Sponsor and originator credit institutions shall disclose to investors the level of their commitment under paragraph 1 to maintain a net economic interest in the securitisation. Sponsor and originator credit institutions shall ensure that prospective investors have readily available access to all materially relevant data on the credit quality and performance of the individual underlying exposures, cash flows and collateral supporting a securitisation exposure as well as such information that is necessary to conduct comprehensive and well informed

**▼M7**

stress tests on the cash flows and collateral values supporting the underlying exposures. For that purpose, materially relevant data shall be determined as at the date of the securitisation and where appropriate due to the nature of the securitisation thereafter.

8. Paragraphs 1 to 7 shall apply to new securitisations issued on or after 1 January 2011. Paragraphs 1 to 7 shall, after 31 December 2014, apply to existing securitisations where new underlying exposures are added or substituted after that date. Competent authorities may decide to suspend temporarily the requirements referred to in paragraphs 1 and 2 during periods of general market liquidity stress.

9. Competent authorities shall disclose the following information:

- (a) by 31 December 2010, the general criteria and methodologies adopted to review the compliance with paragraphs 1 to 7;
- (b) without prejudice to the provisions laid down in Chapter 1, Section 2, a summary description of the outcome of the supervisory review and description of the measures imposed in cases of non-compliance with paragraphs 1 to 7 identified on an annual basis from 31 December 2011.

The requirement set out in this paragraph is subject to the second subparagraph of Article 144.

10. The Committee of European Banking Supervisors shall report annually to the Commission about the compliance by competent authorities with this Article. The Committee of European Banking Supervisors shall elaborate guidelines for the convergence of supervisory practices with regard to this Article, including the measures taken in case of breach of the due diligence and risk management obligations.

**▼B***CHAPTER 3**Credit institutions' assessment process**Article 123*

Credit institutions shall have in place sound, effective and complete strategies and processes to assess and maintain on an ongoing basis the amounts, types and distribution of internal capital that they consider adequate to cover the nature and level of the risks to which they are or might be exposed.

These strategies and processes shall be subject to regular internal review to ensure that they remain comprehensive and proportionate to the nature, scale and complexity of the activities of the credit institution concerned.

*CHAPTER 4**Supervision and disclosure by competent authorities**Section 1***Supervision***Article 124*

1. Taking into account the technical criteria set out in Annex XI, the competent authorities shall review the arrangements, strategies, processes and mechanisms implemented by the credit institutions to comply with this Directive and evaluate the risks to which the credit institutions are or might be exposed.



## 金融商品取引法研究会名簿

(平成 25 年 3 月 6 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古 澤 知 之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤 瀬 裕 司	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会専務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	高 坂 進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末 吉 恵	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

**[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」**

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月  
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月  
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月  
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月  
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)  
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月  
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および  
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月  
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 7 月  
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月  
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月  
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反  
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授  
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月  
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月  
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員  
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任  
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。  
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 42 号

ドッド＝フランク法における  
信用リスクの保持ルールについて

平成 25 年 4 月 24 日

定価（本体 500 円＋税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会  
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所  
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8  
東京証券会館内 〒 103-0025  
電話 03（3669）0737 代表  
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-658-7 C3032 ¥500E