

平成 28 年 12 月 19 日

米国商品先物取引委員会市中協議文書「**Cross-Border Application of the Registration Thresholds and External Business Conduct Standards Applicable to Swap Dealers and Major Swap Participants**」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

一般社団法人全国銀行協会（以下「全銀協」という。）として、米国商品先物取引委員会（CFTC）が公表した Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act の Title VII（以下「Title VII」という。）にもとづくスワップ取引規制のクロスボーダーでの適用に関する提案¹に対してコメントする機会を与えられたことに感謝の意を表したい。全銀協では、今回 CFTC が提案する内容に対し複数の観点から強い懸念を有している。われわれの理解では、提案内容は、米国との関連性がない経済活動に対して米国の規制を適用する枠組みを不必要に拡張するものになっている。特に、非米国人である会社（「non-US entity」）に対し、米国とはほぼ関連性を有さない極めて拡張された範囲でのスワップ取引を、スワップディーラー（SD）登録要否を判断するための閾値（「de minimis threshold」²）の計算において算入することが要請されており、全銀協の会員行に対しても登録義務が課される可能性がある一方、本件は米国商品先物法（“Commodity Exchange Act” 以下「CEA」という。）におけるスワップ取引にかかる規制の域外適用への制限と整合的ではなく、また、Title VIIの規制目的を促進する効果があるものでもなく、さらには、近時 CFTC 自身が認識³する「国際礼譲の原則」にも矛盾していると考える。

¹ Commodity Futures Trading Commission, Cross-Border Application of the Registration Thresholds and External Business Conduct Standards Applicable to Swap Dealers and Major Swap Participants 81 Fed. Reg. 71,946 (Oct. 18, 2016) <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2016-24905a.pdf>

² 閾値はスワップ取引の想定元本に対して適用される。17 C.F.R. § 1.3(ggg)(4) ご参照。

³ 例えば、2016年9月には CFTC は日本における非清算集中取引に関する証拠金規制に対して代替コンプライアンスを認めている。以下ご参照。Commodity Futures Trading Commission, Comparability Determination for Japan: Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants, 81 Fed. Reg. 63376 (Sept. 15, 2016) “...[T]he global nature of the swap market, coupled with the interconnectedness of market participants, also necessitate that the Commission recognize the supervisory interests of foreign regulatory authorities and consider the impact of its choices on market efficiency and competition, which the Commission believes are vital to a well-functioning global swap market.”

全銀協は、代替コンプライアンス措置の枠組みを通じた、米国外での規制の枠組みを再認識する協調的な取組みが増加しつつあるとの観点から、CFTC に対し今回の提案を再考するように強く求める。代替コンプライアンス措置はクロスボーダーでの調和を図る規制目的をより適切に促進するとともに、クロスボーダー市場の安定性を高めるのに有益である。それはまた、米国政府による「特に OTC デリバティブ市場改革（中略）の領域において、規制をより実効的なものとするために、クロスボーダーでの協力を強化する」とのコミットメントや、「正当化されるときは、相互の規制に委ねることを可能とするべきというサンクトペテルブルク宣言の趣旨」⁴とも一貫性が認められる。

全銀協が CFTC の提案に対し懸念する事項についての詳細は以下のとおりである。

- **提案内容は、米国と最低限の関係しか有さない外国企業に対し、米国と関係しない活動にもとづき不必要な登録を求める内容となっており、CFTC のクロスボーダー取引に対する規制の範囲を不当に拡張するものになっている。**

CEA の Section 2(i) では、Title VII が米国外での経済活動に域外適用されるのは、それが米国内で行われる活動と直接的で密接なつながりがある、あるいは米国経済に影響を与える場合⁵に限定している。CFTC による 2013 年のクロスボーダーガイダンス（以下「2013 年ガイダンス」⁶という。）およびこれに関連する CFTC 職員によるガイダンス⁷は、CFTC の Title VII のスワップ規制の域

⁴ G-20 財務大臣・中央銀行総裁会議声明（2015 年 2 月 9-10 日イスタンブール）より抜粋。
<http://g20.org.tr/wp-content/uploads/2015/02/Communique-G20-Finance-Ministers-and-Central-Bank-Governors-Istanbul1.pdf>.

また、サンクトペテルブルグサミット的首脳宣言の中で、G-20 は店頭デリバティブ改革の文脈で、以下に合意している。

“jurisdictions and regulators should be able to defer to each other when it is justified by the quality of their respective regulatory and enforcement regimes, based on similar outcomes, in a non-discriminatory way, paying due respect to home country regulation regimes.” G20 首脳宣言(2013 年 9 月)項番 17-18 より抜粋。

http://www.g20.utoronto.ca/2013/Saint_Petersburg_Declaration_ENG.pdf.

⁵ 7 U.S.C. § 2(i). ご参照。

⁶ Commodity Futures Trading Commission, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With Certain Swap Regulations, 78 Fed. Reg. 45292 (Jul. 26, 2013) 参照。

⁷ Commodity Futures Trading Commission, Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight, No-Action Letters 13-69, 13-71, 14-01, 14-74, 14-140, and 15-48. 参照。

外適用（これには、CEA Section2 (i) にもとづく SD 登録の基準となる取引
量である閾値を含む）に関する考え方を提供している。すなわち、2013 年ガ
イダンスによれば、米国人の保証を受けていない非米国会社（non-US entity）
（ただし、後述する「conduit affiliate」に該当しない場合）は、SD 登録の閾値
の計算上、①米国人 SD の米国外支店、②SD 登録している非米国関連会社（当
該非米国関連会社が米国人の保証を受けているかどうかを問わない）との取引
を算入不要とされている。このような扱いは、CFTC 自身も認めているとおり、
保証を受けていない非米国人に対してはより緩やかな規制⁸を適用することを
理由としている。CFTC は 2013 年ガイダンスにおいて、われわれ全銀協から
提起された懸念を個別に認識したうえで、「(CFTC は) CEA Section2 (i) の
下では、全銀協の会員のような米国市場の非参加者は、米国人 SD の米国外支
店とのヘッジ取引活動において、SD 登録判定において算入されることはない
とすることが適当」と明言⁹している。

今回の CFTC による提案は、これまでの CFTC による CEA Section2(i)に対
する解釈を明らかに変更するものであり、ほとんど米国とは関係がない経済活
動に対してまで、不当に CFTC のスワップ取引規制を課そうとするものであ
る。「Foreign consolidated subsidiaries」（以下「FCS」という。）の取扱いと、
いわゆる「SD-Conduit」の取扱いに関するコメント依頼に関し、提案されて
いる変更点についての不整合または根拠に欠けると考えられる点について例
をあげると以下のとおりである。

- （1）非米国会社に米国人 SD の米国外支店、および FCS を相手に行うスワ
ップ取引を、閾値計算の対象とすることを求めていること

今回の提案では、非米国会社（米国人の保証人を有さず、または米国人の親会
社をもたない）に対し、閾値の計算上、新たに米国 SD の米国外支店や海外連
結子会社（FCS）とのスワップ取引を算入することを求めている。FCS には、
米国人の保証人を有さない非米国会社であって、米国親会社に会計上連結され
るに過ぎない非米国会社が含まれる。CFTC はこれらの新たな提案を行うにあ
たり、なぜこのようなアプローチが CEA Section2(i)の要請と整合的であるか
について、特に 2013 年ガイダンスで示した当該条項に関しすでに認知された

⁸ 2013 Guidance, 78 Fed. Reg. 45292, の 45319 から抜粋。

⁹ 2013 Guidance, 78 Fed. Reg. 45292, の 45320 から抜粋。

解釈がある点も踏まえた説明を十分に行っていない。

提案されている閾値に関する FCS および FCS と行う取引の取扱いは、これまでの CFTC による解釈から著しく異なり、説明不可能なものになっている。CFTC は 2013 年ガイダンスおよび関連する文書等において非米国会社の米国人関連会社により保証された活動が、保証関係により直接的に米国にリスクをもたらすかどうか注目していたものの、非米国会社が会計上の目的から米国人関連会社と連結されるかどうかを問題としていない¹⁰。直近では、CFTC は非清算集中店頭デリバティブに対する証拠金規制の中で FCS の取扱いを検討している。これらのルールでは、CFTC は FCS について、米国人の保証を受けた非米国会社と同等の水準のリスクを及ぼすことはなく、また「米国人による直接的な遡及効を有する保証が存在しない場合には、FCS は米国人 SD（または保証された米国人 SD）と同様に扱われるべきではない」¹¹と断じている。ここでの CFTC の判断基準は、「保証された米国人 SD とは対照的に、FCS がデフォルトした場合であっても米国親会社は FCS の債務を完済する法的義務を負わず、債務を完済しようとする判断は親会社のビジネスジャッジメント次第で行われる」¹²というものであった。

これに対し、今回、CFTC は FCS に対する拡張的な新たな提案を行う背景について十分な説明を行っておらず、全銀協としては、CFTC による新たなアプローチは、2013 年ガイダンスと非清算集中スワップのマージンに関するクロスボーダールールの両方に整合的でないばかりか、CEA Section 2 (i) の下での立法趣旨をも逸脱しているものと考えられる。この乖離を正当化するために、CFTC は潜在的な事象に目を向けている。例えば、非米国会社の破綻が FCS カウンターパーティーに「直接的な影響を及ぼすかもしれない」、今度はその FCS への悪影響が FCS の米国親会社を通じた「波及効果により米国金融システムの混乱をもたらすかもしれない」¹³という具合である。こうした考え方は、CFTC によって非清算集中店頭デリバティブに対する証拠金規制で提供された議論や 2013 年ガイダンスでの立場とは一貫性がない。われわれ全銀協とし

¹⁰ 2013 Guidance における取扱いご参照。

¹¹ Commodity Futures Trading Commission, Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants—Cross-Border Application of the Margin Requirements, 81 Fed. Reg. 34818, (May 31, 2016) の 34827 から抜粋。

¹² 同上

¹³ Proposed Rule の 71956 から抜粋。

ては、更なる具体的な実証なしには、CFTC が示す懸念は米国の商取引に直接かつ重要な関係がある、または悪影響を及ぼすレベルには到達していないと考える。

- (2) 追加的なスワップ取引類型を閾値カウントに求めるための、いわゆる「SD conduit」の提言は不適當であり、これらの法人の形態から生じるリスクによって正当化されない

CFTC は母国法域にて SD として活動し、スワップ取引に関連するリスクの一部または全てを米国関連会社に移転する米国 SD の非米国関連会社を「SD conduit」と称し、これらの活動を閾値の計算に算入すべきかどうか¹⁴について意見を求めている。非米国会社が米国人の関連会社と Back-to-Back で取引を行う状況がこれに該当する¹⁵。このコンセプトを議論する際、CFTC はいかなる規制上のリスクを捉えようとしているのか、特に、「SD conduit」によって移転されるリスクに関し詳述していない。確かに 2013 年ガイダンスでは、CFTC は関連するコンセプトとして「conduit affiliate」を導入していたが、これは登録済 SD の関連会社を閾値カウントから除く目的¹⁶の概念であった。今回の提案内容は、こうした状況の下で課せられる潜在的なリスクに関する CFTC の見方についての実質的な変更について何ら議論も説明も行われていない。また当該状況の下で SD の関係会社に追加的に課せられる義務を強要することについての根拠も示していない。

以上から、われわれ全銀協としては、これらの要請のアプローチの提案に強く反対する。今回の提案内容は閾値の実質的な引き下げにつながることで、現在 CFTC が取り組んでいる閾値の見直しに向けた取り組みの外側で、多数の会社に SD 登録を求める結果となるものである¹⁷。全銀協は、CFTC に対して、閾値について検討する際は、Giancarlo 委員が表明した清算されたスワップ取引を閾値のカウント対象から除外すべきという立場に合わせることを

¹⁴ Proposed Rule の 71958 から抜粋。

¹⁵ 同上

¹⁶ 2013 Guidance の 45359 ご参照。CFTC は“conduit affiliate”に swap dealer の affiliate を含めることは意図していない。

¹⁷ Swap Dealer De Minimis Exception Final Staff Report (2016 年 8 月 15 日)ご参照。
http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfreport_sddeminis081516.pdf.

求める。Giancarlo 委員が述べたように、「もしドットフラック法の真の目的がシステミックリスクの削減であるならば、清算されたスワップ取引を閾値のカウント対象とすることの意味には疑問がある」。¹⁸われわれ全銀協は、Giancarlo 委員に賛成し、CFTC が閾値について再考する際には、このアプローチを取り入れるべきと考える。

また、われわれ全銀協は、今回の提案が米国と最低限の関係しかない経済活動に対して TitleVII のスワップ規制を不相当に及ぼすことになるかと考える。SD 登録要請の適用範囲を著しく拡大することにより、ルールが、CEA Section2 (i) と整合のとれないものとなり、デリバティブ市場における明らかなリスク軽減効果にはつながらないことを申しあげたい。さらに、これらの変更は 2013 年ガイダンスでも記載¹⁹され、近時 CFTC 自身が認識²⁰する「国際礼譲の原則」にも矛盾している。

同様にわれわれは、取引を米国内でアレンジ、交渉または執行を行ったという理由だけで、その取引に米国規制が適用するという CFTC の提案に反対する。これらの行為自体は、米国にリスクを及ぼさないため、そのような基準だけで該当取引に米国規制を適用させるべきではないと求める。

- **CFTC によるコストベネフィット分析は、提案内容を正当化するためには不十分であること。SD 登録を求められる可能性がある全ての法人が言及されておらず、SD 登録するかどうかの検討に要するのに必要なコストを含む、全ての法令遵守上のコストを反映していない。また、市場を分断し、流動性を低下させることや、有意なリスク削減につながらないことについても考慮されていない。**

われわれ全銀協は、CFTC は非米国会社に対し課せられる追加的なコストを十分に考慮していないと考える。これは SD としての登録に要するコスト（それだけでも 1 社あたり数百万ドルに及びかねない）に留まらず、登録するか否か

¹⁸ Commissioner J. Christopher Giancarlo による 2015 年 11 月 18 日付コメント。
<http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/giancarlostatement111815>

¹⁹ 2013 Guidance 45300 ご参照。

²⁰ 例えば Commodity Futures Trading Commission, Comparability Determination for Japan: Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants, 81 Fed. Reg. 63376 (2016 年 9 月 15 日) ご参照。

に関わらず発生する新たな閾値を遵守するコストも指す。提案されたルールでは 14 社の非米国会社が FCS に該当し、新たに SD 登録を要すると試算しているが、これには、FCS との取引を行うことによって登録が必要になるかもしれない非米国人や非 FCS（全銀協会員行も該当）が含まれていない。その結果、提示された社数は包括的でなく、コストベネフィット分析は内包するコストを概算できていない²¹。加えて、全銀協会員行は日本法にもとづく包括的な規制を受けているため、新たな規制を入れることによる規制上の利益についても過大評価していることになっている。

さらに、提案されたルールはそもそも SD 登録する必要がない会社に対しても新たな制約を求めることになる。なぜなら、完全に経済活動が米国外で行われる場合であったとしても、これらの会社は取引相手を分類し直し、現状の規制の枠組みに則したシステムを多額のコストを投じて改変する必要が生じるからである。例えば、現在、SD として登録していない非米国会社は、新たに彼らのスワップのカウンターパーティーが、閾値に算入する必要がある米国人 SD の外国支店や FCS であるかどうかを特定しなければならなくなる。

さらに CFTC はコストベネフィット分析において本提案がデリバティブ市場の分断と流動性低下により生じる可能性がある悪影響を十分に考慮していない。提案されたルールが導入されれば、非米国会社は自身のスワップ活動をさらに抑制するかもしれず、その結果、米国人と取引を控えることに加え、米国人に保証された非米国人とも取引を抑制したり、また、米国人の米国外支店や FCS とも取引を控える可能性がある。これはスワップ取引の流動性を減らすことにつながり、非米国でのビジネス活動に関連したリスクをヘッジする目的でスワップ取引を行う事業法人である FCS にも影響が生じる。この追加的な非米国会社による取引相手制限はデリバティブ市場の流動性への悪影響だけでなく、非 US 銀行が顧客の米ドル調達ニーズへ対応する力も削減し得る。なぜならこうした貸出行為は銀行の金利スワップやその他スワップ取引に関連しているからである。

加えて、全銀協の会員銀行は、日本法にもとづく厳格な規制を受けている。これにはスワップ取引にかかる活動も含まれるほか、クリアリングやマージン授受の義務付けや行為規制も含まれる。提案された追加的な非米国スワップ取引

²¹ Proposed Rule 71963 ご参照。

を非米国人の閾値計算に算入することを求めるルールの拡大は全銀協の会員行に対し、二重で、必要のない登録要請を求めることになる。仮にこうした登録が行われたとしても、これらの活動は米国との関係性が低いため、この登録はそれに匹敵するだけのリスク削減効果や規制による利益にはつながらない。

全銀協としては、これらの追加的なコストは、関係する取引が米国との関連性がわずかであることを考慮すると、CFTC の規制範囲の拡張を正当化しないと考える。CFTC は、影響を受ける全ての市場参加者を対象とする綿密な影響分析を行うことなしに、本規制のほか、クロスボーダー規制適用範囲の重大な結果をもたらす拡大は行うべきではない。

- 今回の改定は、現実的に履行可能なもので、明確かつ理解しやすいものでなければならない

CFTC が既存の SD 登録のために閾値に関連するルールを変更する事(閾値を引き下げることを含む)が適当であると考えれば、もしくはクロスボーダー取引への規制の適用範囲を変更するのであれば、CFTC は変更後のルールについては、ルール変更後の取引のみに適用するべきである。各社は自身のシステムやコンプライアンスプログラムに新たな規制により必要な変更を加える時間が確保される必要があり、そのような規制は新たな規制が施行される以前の取引に遡及的に適用されるべきではない。最後に、CFTC に導入される全てのルールは明確で理解しやすい²²ものでなければならない。ほとんど米国と関連のない非米国会社に適用される可能性のある場合には特に重要である。

以上のような観点から、われわれ全銀協は CFTC に対し、提案されたルール案を再考するとともに、スワップ規制の枠組みの域外適用において米国と十分

²²例えば、CFTC Regulation 1.3(ggg)(4)に記載のある現在の閾値計算基準は、米国法の概念での支配基準にもとづいてコンセプトが定められている (17 C.F. R.1.3(ggg)(4)についてはFurther Definition of “Swap Dealer,” “Security-Based Swap Dealer,” “Major Swap Participant,” “Major Security-Based Swap Participant” and “Eligible Contract Participant,” 77 Fed. Reg. 30596,の30631 脚注437参照)。しかし、この基準は、そのコンセプトにもとづいた自身のステータスを見極めるのが困難な非米国企業に適用するのは難しい。その代わりに、計算基準は企業に適用されている会計基準の下での連結基準にもとづくべきである。

関連性のあるものに対しても、「直接的で重要な」影響が米国内であるか考慮することを求める。全銀協は今回提案された内容はこの目的に合致していないと考える。

CFTC におかれてはこれらのコメントを熟慮いただきたい。これらの点について議論を要望される場合には別途の連絡先まで連絡をいただきたい。

以 上