

2019年3月13日

米商品先物取引委員会による「SEF および取引執行要件」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、米商品先物取引委員会（CFTC）が2018年11月30日に公表した「SEF および取引執行要件」に対して、コメントの機会を与えられたことに感謝の意を表したい。本件検討に当たり、我々のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

今回の提案は、現在のSEF規制における問題認識を踏まえ、SEFを利用する取引を促進し、SEFを利用する市場参加者およびSEFにおける、より一層の柔軟性、効率性および透明性の強化を指向することを目的としていると理解している。

しかしながら、今回の提案は、以下の3点のとおり、潜在的に、域外適用の可能性や、過度に厳格な規制によりグローバルなデリバティブ市場の流動性を阻害するおそれのある内容を含んでいることを指摘したい。

第一に、登録要件の拡大、特にforeign swaps broking entitiesを対象とする提案は、非米国プラットフォームがSEFとなることにより、非米国人に対して、域外適用がなされるおそれがある。

第二に、取引執行要件の拡大により、大幅に対象商品が増加することが想定されるが、これにより（商品によっては）米国と他国規制との二重規制によるコスト増の他、規制間に非整合（矛盾）が生じれば、他国規制を遵守した結果、米国規制違反となる可能性がある。

第三に、SEF外（off-SEF）における取引前のコミュニケーションの禁止の厳格な提案は、大口取引に重要な影響を生じさせるほか、域外適用との関係が不明確である。

これらはいずれも、非米国人が米国人との取引を回避する大きな要因となりかねない。我々は、昨年10月に公表されたCFTC委員長名による「White Paper 2.0¹」で提示されたグローバルなスワップ市場における非米国人と米国人の市場分断を回避するSEF規制を構築するCFTCの方針に賛同するが、今回の提案は、それと逆行し、市場の分断を助長しかねないのではないかと危惧している。

については、CFTCに対しては、今回の改正が多岐にわたり、また大きな変更を含むことから、改正による影響度および市場参加者の懸念を慎重に検討したうえでの最終化をお願いしたい。具体的には、「規制対象範囲の精査」と「他国規制に対する十分な配慮」が重要な論点と考える。

我々は、今回の提案の重要な要素と考える上記の「登録要件の拡大」、「取引執行要件の拡大」および「取引前のコミュニケーションの禁止」の3項目に沿って、実務的な観点も含め、コメントを作成した。

¹ See https://www.cftc.gov/sites/default/files/2018-10/Whitepaper_CBSR100118_0.pdf

1. 登録要件の拡大

今回の登録要件に係る提案は”multiple-to-multiple”の取引活動を行うプラットフォームに対し、SEFとしての登録を求めている。この提案により、Swaps Broking Entities (“SBEs”)やforeign swaps broking entitiesが登録対象となるが、我々は特に後者を問題視している。

foreign swaps broking entityは多様なサービスをグローバルに市場参加者に提供している。当該foreign swaps broking entityが、全体の顧客数と比してごく少数の米国人にサービスを提供していることにより、SEFとして登録を行う場合、その他大勢の非米国人が当該プラットフォームによる自主規制を通じて米国当局の監督下に置かれることとなる。すなわち、非米国人にとって間接的に、予期せぬ域外適用がなされる。さらにこの域外適用が非米国当局の監督と重複することになるため、二重の規制コストを生じさせる。

一方、他国の規制に服しているforeign swaps broking entitiesは、CFTCの規制対象となることを避けるため、米国人へのサービス提供を拒否したり、回避したりする可能性もある。たとえ将来的に定量的な閾値（de minimis threshold）を設定するとしても、当該thresholdを逐次管理する負担や万一の規制抵触リスクを勘案すれば、米国人へのサービス提供は極めて限定的もしくは結果的に回避することが予想される²。このように、foreign swaps broking entitiesに一律にSEFとしての登録を求めることは「White paper2.0」で提言されている方針³とも逆行し、米国・非米国間のさらなる市場分断を招く蓋然性が高いことに強い危惧を覚えている。これらは、本提案の根源的な問題であり、登録までの猶予期間を設けることで解決される問題ではない。

既述のとおり、米国人へのサービス提供回避による市場流動性の低下、またそれにより引き起こされる市場分断のリスクを考慮に入れれば、過度に他法域のプラットフォームを米国の規制で縛るべきではないことから、foreign swaps broking entitiesはSEFの登録対象とすべきではないと考える。これらに対する監督については、他国当局に可能な限り委任し、登録要件の拡大による負の影響を最小化することが合理的である。

2. 取引執行要件の拡大

今回、現行のmade available to trade (MAT) プロセスを廃止し、要件に当てはまるすべてのスワップに取引規制が適用されることが提案されている。この方針には異論はないが、義務対象が大幅に増加することによる市場への影響は確りと分析すべきであり、特に以下の重要な論点について検討していただきたい。

① 規制上の非整合が生じる懸念

²実際、80億ドルの閾値が設定されているSD登録規制において、全銀協の会員行の中には、保守的に米国人との取引を回避している銀行も存在しており、同様のディスインセンティブがSEFにおいて生じると考えられる。

³ https://www.cftc.gov/sites/default/files/2018-10/Whitepaper_CBSR100118_0.pdf 参照。” This White Paper recommends that, using this authority, the CFTC should generally exempt from SEF registration non-U.S. trading venues that are regulated in Comparable Jurisdictions with respect to all types of swaps”との記載がある。

今回の提案により対象となる商品によっては二重の規制遵守が求められる可能性がある。例えば、日本円の金利スワップが対象取引となった場合、米国と日本の義務対象法人が義務対象商品を取引する場合にはCFTCと日本の監督当局（金融庁）の双方の規制に従う必要が生じる。

したがって、対象となる商品について、一方の法域で適切に監督されている場合にSEFにおける取引執行要件義務を免除する等の柔軟な枠組みを構築すべきである。

② 実務上の負荷

規制対象商品が増加した場合、取引当事者は新たなフローやシステムを構築するコストが生じる。例えば、取引執行義務対象商品がSEFに上場する度に追加される運用は取引の都度Webサイトを確認する必要がある。また、義務対象商品について、SEFのうち1社でも取扱が可能であるものとした場合、当該商品の取引を行うには、必ず特定のSEFを利用することが求められるため、諸手続きが必要となる。これらはいずれも実務上の負担が高く、本コスト増が、非米国人のSEF利用回避の要因となり、米国と非米国間の深刻な市場の分断を招きかねない。

したがって、義務対象商品の変更のタイミングを一定の時点とし、さらに周知期間を設ける、複数のSEFが取り扱う商品を義務対象とする、等の実務上の負担を軽減する方法を検討していただきたい。

一方、今回、適用除外について、実務や市場の効率性の観点を踏まえた複数の提案がなされているが、以下の理由から賛同する。

- ◇ 「関係会社間取引」は、必ずしも価格優位性を求めるものではなく、グループ間のリスク管理や取引戦略に基づくケースが多く、取引執行義務に馴染まないと考えられるため、清算/非清算取引に関わらず全取引を適用除外とすることに賛同する。
- ◇ 「適用除外SEFのみが取り扱うスワップ」は、当該スワップを当局が把握し義務対象商品として公表することが監督権限の観点から実質不可能であり、適切に機能しないと考えられるため、適用除外とすることに賛同する。
- ◇ 「清算集中義務の免除を受けているスワップ」については、仮に適用対象とした場合、規制コストが発生し、清算集中義務の免除で得られるメリットが低下してしまうものと考えられるため、適用除外とすることに賛同する。

3. 取引前のコミュニケーションの禁止

今回の提案ではoff-SEFで行われる取引前のコミュニケーションを禁止しているほか、現状の例外規定を削除している。

この提案は、以下の3点のとおり、不明確な点が多く、過度に厳格であるため、SEFにおける取引の流動性の低下を招き、市場に潜在的な悪影響を与える可能性があると考えられる。

したがって、CFTCは、影響を慎重に分析したうえ、対象取引や規制内容について明確化および再考が必要である。

第一に、CFTC規制の域外適用ルールとの関係が不明確である。域外適用ルールの原則に従えば、取引執行義務関連の規制は非米国人同士の取引には及ばないと考えられるため、それと同様に取り扱いについてよいことを確認したい。

第二に、「取引に関するコミュニケーション」(pre-execution communications)の定義が曖昧である。例えば市況情報の交換や案件の所期段階での潜在的な取引ニーズのヒアリングなどが「取引に関するコミュニケーション」に該当するのか、のように、SEF外でコミュニケーション可能な情報、不可な情報について、明確化していただきたい。仮に過度に規制した場合には、コストがかさみ、効率的な運用や市場の流動性を阻害することとなる。

第三に、今回、SEF上での取引が求められる大口取引(block trades)についてもoff-SEFで行われる取引前のコミュニケーション禁止の規定が及ぶが、市況状況等の正確な情報が入手しづらくなることや、SEF上に集約された取引執行前コミュニケーションが外部に漏れるリスク等も懸念され、コストの増加や効率性を低下させる結果につながり、大口取引に対するディスインセンティブとなりかねない。

以 上