

Davis Polk

Davis Polk & Wardwell LLP (03) 5561 4421 tel
Izumi Garden Tower 33F (03) 5561 4425 fax
1-6-1 Roppongi
Minato-ku, Tokyo 106-6033

MEMORANDUM

日付: 2010年9月1日
送信先: 関係者各位
件名: ドッド・フランク法における店頭デリバティブ規制 (参考和訳)

最近成立したドッド＝フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律(以下、「ドッド・フランク法」といいます)は、現在、店頭市場で行われているデリバティブ取引の大部分を包括的に規制するものです。本メモランダムは、この新たな規制スキームを説明するとともに、その国際的な影響について論じるものです。

背景及び概要

店頭デリバティブは、従来、2000年商品先物近代化法(Commodity Futures Modernization Act of 2000)によって自由化されてきました。ドッド・フランク法は、この方針を完全に撤回し、市場参加者、市場及び商品に対する包括的な規制スキームを導入するものです。

ドッド・フランク法は、規制対象であるデリバティブ取引を、主として商品先物取引委員会(以下、「**CFTC**」といいます)によって規制される「スワップ」、主として証券取引委員会(以下、「**SEC**」といいます)によって規制される「証券派生スワップ」(security-based swap)、並びに **CFTC** 及び **SEC** により共同で規制される「混合スワップ」(mixed swap)のいずれかに分類しています。こうした責任の区分は、主に **CFTC** と **SEC** の歴史的な管轄権限の区分けに従っています。

スワップ及び証券派生スワップの双方に対するドッド・フランク法の要件の多くがほぼ同一であることから、説明の簡略化ため、本メモランダムにおいては、別途説明のない限り、以下のとおりとします。

- 「スワップ」という用語は、「スワップ」及び「証券派生スワップ」の双方を意味するものとします。
- 「スワップ・ディーラー」という用語は、「スワップ・ディーラー」及び「証券派生スワップ・ディーラー」(security-based swap dealer)の双方を意味するものとします。
- 「主要スワップ参加者」(major swap participant)という用語は、「主要スワップ参加者」及び「証券派生スワップ主要参加者」(major security-based swap participants)の双方を意味するものとします。

ドッド・フランク法のデリバティブ条項において最も重要な点は、以下のとおりです。

- 規制下にある集中清算機関を通じた清算の義務付け、及び規制下にある取引所又はスワップ執行ファシリティ(**swap execution facility**)を通じた取引の義務付け(ただし、いずれの場合も、一定の重要な例外があります)
- スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者を含む、規制対象となる市場参加者のカテゴリーの新設
- 銀行から銀行関連会社への多くのスワップ活動の分離(プッシュアウト)

ドッド・フランク法の他の規定と同様に、スワップに関連する新たな規制スキームの詳細は、ほとんどの場合、法律成立から 360 日の間になされる規則制定を通じて、各規制当局によって決定されます。

管轄権の区分

スワップ、証券派生スワップ及び混合スワップ

管轄権の区分 ドッド・フランク法では、一般的に、スワップ及びスワップ市場参加者に対する管轄権は CFTC が有し、証券派生スワップ及び証券派生スワップ市場参加者に対する管轄権は SEC が有するとされています。混合スワップに対しては、両委員会が共同で管轄権を有しています。

スワップ ドッド・フランク法では多くのスワップを規制していますが、特に、広範な種類の資産に対するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)、金利スワップ及びトータル・リターン・スワップを規制しています。単一の証券又は限定的な証券指数(**narrow-based security index**)に基づくスワップは一般的に SEC によって規制され、他方、広範な証券指数(**broad-based security index**)、国債及びその他大部分の参照資産に基づくスワップは CFTC によって規制されます。したがって、たとえば SEC は単一の発行体のクレジット・デフォルト・スワップの管轄権を有し、CFTC は複数の発行体を対象とする大規模なポートフォリオに対するクレジット・デフォルト・スワップの管轄権を有することとなります。金利スワップ及び外国為替スワップは、以下に述べるような形で適用免除されない限り、一般的に、CFTC の管轄の範囲内となります。

持分証券及びその他の証券に対するオプション、一定のフォワード契約及び先物契約は、「スワップ」の定義から除外されており、一般的に、これらに対する現行の規制はドッド・フランク法による影響を受けません。

「スワップ」の定義ではその他の取引も除外されていますが、特に、発送又は引渡し将来に設定されている非金融商品又は証券の販売で、現物決済されることが意図されている場合には除外されています。さらに、証券法及び 1934 年証券取引所法(以下、「**証券取引所法**」といいます)の対象となっている取引で、単一又は複数の証券の固定ベースでの購入又は売却を伴う取引も、その定義から除外されています。

外国為替スワップ及びフォワード ドッド・フランク法では、外国為替スワップ及び外国為替フォワードは、米国財務省(以下、「**財務省**」といいます)によって適用免除されない限り、スワップとみなされ、CFTC の管轄権に服するものとされています。財務省は、上記の一方又は双方の取引が、スワップとして規制されるべきではないこと、及びドッド・フランク法を回避するような仕組みの取引ではないことに関して書面

による決定を行うことにより、それらを適用免除することができます。外国為替スワップ及び外国為替フォワードについては、これらの取引をドッド・フランク法の規制範囲に含めるべきか否かに関して、同法の制定過程で下院及び上院の見解が対立し、論議の対象となりました。かかる議論における歩み寄りの結果、具体的な基準の検討に基づく最終的判断は、財務省に委ねられることになったものです。

仮に財務省が外国為替スワップ及び外国為替フォワードを除外すると決定した場合であっても、ドッド・フランク法は、かかる取引に対する当事者が一定の業務行為基準の対象となることを定めており、これらの取引をスワップ情報記録機関に報告するか、又は(いかなるスワップ情報記録機関も当該スワップ又はフォワードの報告を受け入れない場合には)CFTC に報告することを義務付けています。同様に、ドッド・フランク法では、取引所又はスワップ執行ファシリティにおいて清算又は取引される外国為替スワップ及び外国為替フォワードに関し、詐欺及び相場操縦の禁止規定から免除することを禁じています。なお、財務省の外国為替取引に関する決定は、リテールの外国為替取引に対する CFTC の管轄権には影響を及ぼしません。

証券派生スワップ ドッド・フランク法は、「証券派生スワップ」を以下のいずれかから派生したスワップであると定義しています。

- 限定的な証券指数
- 単一の証券又はローン(その利子又は価値を含みます)
- 証券の単一の発行体に関連する事由、又は限定的な証券指数に含まれる複数の証券にかかる複数の発行体に関連する事由の発生、不発生又は発生の頻度(ただし、当該事由が、発行体の財務諸表、財政状態又は金融債務に直接影響を及ぼすものである場合に限られます)

ある取決め、契約又は取引が、国債又はその他一定の「適用免除証券」(exempted securities) (地方債を含みません)を参照しているか又はそれらに基づいていることのみを理由として、証券派生スワップの定義を満たす場合には、「証券派生スワップ」の定義から除外されます。上記のように、これは、国債に関するスワップの管轄権を CFTC に与えることを意図したものです。かかる証券のオプション及び現物決済されるフォワードは、スワップ又は証券派生スワップに該当しないため、ドッド・フランク法の大部分の条項の対象とはなりません。

混合スワップ ドッド・フランク法では、スワップ及び証券派生スワップ双方の特性を備えている「混合スワップ」に関して、CFTC 及び SEC に対し、連邦準備制度理事会との協議を経た上で規則制定を行う共同の権限を付与しています。

特定銀行業務商品の除外 ドッド・フランク法は、適切な連邦監督機関(appropriate federal banking agency)の管轄下にある銀行によって実施される以下の「特定銀行業務商品」(identified banking products)に関し、CFTC 及び SEC の管轄権並びに「証券派生スワップ」及び「証券派生スワップ契約」(security-based swap agreement)の定義から除外しています。

- 預金口座、貯蓄口座、譲渡性預金証書又は銀行によって発行されるその他の預金性商品
- 銀行引受手形

- 銀行によって発行された信用状(LC)又はローン
- クレジットカード又は同様の取決めに基づいて作られた銀行の引き落とし口座
- 銀行又は銀行の関連会社(ブローカー又はディーラーを除く)が資金を提供し、参加し、又は所有するローンで、一定の者に売却されたものへの参加(パーティシペーション)

銀行によって販売されるスワップ契約の解釈に関し、「銀行商品の法的確実性に関する法律」(Legal Certainty for Bank Products Act)において従来規定されていた一定の法的確実性に関する保護は、ドッド・フランク法により廃止されています。

ドッド・フランク法では、適切な連邦監督機関が、ある特定銀行業務商品について商品取引所法又は証券取引所法を回避するための仕組みであると判断した場合には、CFTC 及び SEC との協議の上で、当該商品を上記の適用除外から除くことができるものとしています。

その他の管轄権の区分

ドッド・フランク法は、証券取引所法第 36 条(a)項(1)号に基づき SEC から適用免除されている証券に対するプット、コール及びオプションについての管轄権を、CFTC に対して付与しています。同法はまた、商品取引所法第 4 条(c)項(1)号に基づき CFTC から適用免除されている商品についての管轄権を、SEC に対して付与しています。また、両委員会は、管轄権が明確でない場合に、詐欺行為防止に関する権限を放棄することなく、相互に権限を委譲することも可能であるとされています。一般的に、金融取引業規制機構(FINRA)及び全米先物協会(National Futures Association)は、それぞれ、スワップ及び証券派生スワップを規制することを禁止されています。

ドッド・フランク法は、証券と先物の双方の要素を含むような新たなデリバティブ商品を上場又は取引する際に従うべき具体的な手続きを定めています。しかしながら、重要な点は、適格ハイブリッド商品は、依然、商品取引所法から除外されたままであるということです。そのため、商品契約と証券の双方の要素を含むような多くの仕組み商品は、引き続き証券として規制され、ドッド・フランク法に基づくスワップ又は証券派生スワップとして取り扱われることはないと考えられます。

州法に対する優先的適用(preemption) ドッド・フランク法は、各州がスワップ及び証券派生スワップを州法に基づく保険として考え、規制することを禁止しています。同法はまた、各州の賭博法又は「不正取引(bucket shop)禁止」法により、適格契約参加者(eligible contract participants)間での証券派生スワップや、登録国法証券取引所において実行された証券派生スワップを無効にすることを禁止しています。興味深いことに、各州の賭博法及び「不正取引禁止」法に対する専占は、証券派生スワップについてのみ規定されておりその他のスワップに関しては規定されていません。実際に、ドッド・フランク法において、店頭デリバティブ(商品取引所法の権限の範囲から除外されていました)に関して、州法に対して優先的に適用される旨を規定していた商品取引所法の規定が削除されました。

新たな定義及び修正された定義

市場参加者の新たなカテゴリー:スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者

スワップ・ディーラー ドッド・ فرانク法は、以下に該当する全ての者を「スワップ・ディーラー」と定義しています。

- 自らをスワップのディーラーとして公に称する者
- スワップにおいてマーケット・メーカーをする者
- 自らの自己勘定のために通常の業務過程でスワップを定期的に締結する者
- 取引において、スワップのトレーダー又はそのマーケット・メーカーとして一般に知られることとなるような活動を行う者

自己勘定において、個人的に又は受託者としての資格においてスワップ取引を行う者であっても、「通常の業務の一部として行うものではない」場合には、上記定義から除外されます。

ドッド・フランク法は、預金保険対象機関が、顧客に対するローンの組成に関連して顧客とスワップを締結することを提案する限りにおいては、「スワップ・ディーラー」とはみなされないとしています。この例外は、「証券派生スワップ・ディーラー」の定義には適用されません。

ドッド・フランク法は、顧客との間の取引又は顧客のための取引に関連して僅少なスワップ取引 (de minimis swap dealing) を行う事業体を、スワップ・ディーラーとしての指定から除外しています。これらは、今後 CFTC 及び SEC による規則制定を通じて策定される各要素に基づき判断されることになります。

ドッド・フランク法は、証券取引所法の「証券」の定義に、証券派生スワップを含める変更を行いました。同時に同法の「ディーラー」の定義を修正し、適格契約参加者との間の証券派生スワップにおけるディーラーは、ブローカー・ディーラーとして登録する必要のないことを明確にしました。しかしながら、証券派生スワップの「ブローカー」として行為する者に関しては同様の適用免除は規定されていません。

主要スワップ参加者 ドッド・フランク法は、以下のいずれかに該当し、かつディーラーではない者を、「主要スワップ参加者」として定義しています。

- CFTC 及び SEC によって決定される主要なスワップのカテゴリーのいずれかに該当するスワップについて、相当規模のポジションを保有している者(ただし、(1) 商業的リスクをヘッジ又は軽減する目的で保有しているポジション、及び (2) 従業員退職所得保障法 (ERISA) に基づく従業員給付プランによって、同プランの運営に直接関連するリスクをヘッジ又は軽減することを主たる目的として保有されているポジションについては、いずれも除外されます)
- 相当規模のカウンターパーティ・エクスポージャーが生み出され、米国銀行システム又は金融市場の金融安定性に深刻な悪影響を及ぼす可能性のあるような既存のスワップを保有する者
- CFTC 及び SEC によって決定される主要なスワップのカテゴリーのいずれかに該当する既存のスワップについて相当規模のポジションを維持し、その保有する自己資本の額と比較して高いレ

バレッジを効かせており、かつ、適切な連邦監督機関によって策定される自己資本規制の対象となっていない金融事業体

相当規模のポジション ドッド・フランク法は、CFTC 及び SEC に対してそれぞれ、金融システム上重要である、又は米国の金融システムに重大な影響を及ぼす可能性のある事業体に関して、「有効な監視、管理及び監督を行う上で十分に安全」(prudent for the effective monitoring)と考えられるような「相当規模のポジション」(substantial position)の定義を定めることを義務付けています。

金融子会社の除外 ドッド・フランク法は、関連会社の製造製品に対するファイナンスを主たる事業としている事業体で、以下の全てに該当するものを主要スワップ参加者の定義から除外しています。ただし、証券派生スワップ主要参加者の定義からは除外されていません。

- 金利及び外国為替に対するエクスポージャーに関連した商業リスクをヘッジする目的でデリバティブを利用する事業体であること
- かかるエクスポージャーの 90%以上が製品の購入又はリースを促進するためのファイナンスから生じていること
- かかる製品の 90%以上が親会社又は関連会社によって製造されていること

ドッド・フランク法においては、CFTC 及び SEC が、ある者について、特定の種類、クラス又はカテゴリーに関するスワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者として指定する一方で、その他の種類、クラス又はカテゴリーに関するスワップ・ディーラーではないとすることも認められています。

一定の市場参加者の既存の定義の改定

CPO 及び FCM の定義の拡大 ドッド・フランク法はまた、商品取引所法における「先物取次業者」(futures commission merchant)、「仲介ブローカー」(introducing broker)、「商品プール」(commodity pool)及び「商品プール運用者」(commodity pool operator)の定義を大きく拡大しています。これらの改定により、これまでスワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者として取り扱われてきた一部のスワップ市場参加者を含め、より多くの事業体が各カテゴリーにおいて CFTC への登録を義務付けられる可能性があります。

先物取次業者 ドッド・フランク法は、「先物取次業者」という用語には、スワップに関連して、注文を勧誘し、もしくは受入れ、又は何らかの取引、契約もしくはリテール商品の取決め、契約及び取引に対する証拠金、保証もしくは担保とするために、何らかの金銭、証券もしくは財産を受入れ、もしくはそれらに代わり信用を供与するいずれかの個人、団体、パートナーシップ、企業もしくは信託が含まれると定義しています。

ドッド・フランク法は、かかる「先物取次業者」の定義を拡大又は縮小する権限を、CFTC に対して付与しています。

適格契約参加者 ドッド・フランク法は、適格契約参加者の一定のカテゴリーに関し、以下の内容を義務付けることにより、その基準を若干引き上げています。これらの条件は、下記に記載する業務行為要件及び取引所における取引要件に関連します。

- 政府事業体、行政的下部組織 (political subdivision)、多国籍又は超国家的事業体及びそれらのいずれかの組織、機関又は部門が適格契約参加者としての資格を得るためには、裁量ベースで最低 5,000 万ドルを所有又は投資すること
- 個人が適格契約参加者としての資格を得るためには、裁量ベースで最低 1,000 万ドルの投資を行うこと。又は、当該個人が所有する資産もしくは負っている負債、又は当該個人が所有するかもしくは負う可能性が合理的に高い資産及び負債に関連するリスクを管理するために契約が締結される場合には、当該個人が最低 500 万ドルを投資すること

スワップの清算、取引及び報告

スワップに関する新たな義務的清算

ドッド・フランク法は、CFTC 又は SEC が決定した全てのスワップに関し、清算機関での清算を義務付けています。いかなる清算機関もかかる契約の清算を受け入れない場合、ドッド・フランク法では、規制当局が特定の措置を講じるものとされ、そのための権限も付与されています。

ドッド・フランク法は、CFTC 及び SEC に対して、スワップが清算を義務付けられるべきか否かを判断するため、継続的にスワップを審査し、パブリック・コメントの期間を定めることを義務付けています。

ドッド・フランク法は、清算機関に対し、清算を受け入れることを計画している全てのスワップを CFTC 又は SEC に提示し、その会員に当該提示についての通知を行うことを義務付けています。CFTC 及び SEC は、コメント募集のために当該提示を公表し、原則として、提出の受理後 90 日以内に決定を行うことを義務付けられています。

ドッド・フランク法は、CFTC 及び SEC がスワップを審査するにあたり、考慮すべき多くの要素のうち特に、エクスポージャー想定額、取引の流動性及び価格決定データ、オペレーション上の専門知識及び関連インフラの利用可能性、システミック・リスク軽減及び競争に与える影響、並びに関連清算機関又はその清算会員が支払い不能となった場合における顧客並びにスワップ・カウンターパーティのポジション、資金及び財産の取り扱いに関する合理的な法的確実性の存在について、考慮することを義務付けています。

清算要件の適用前に締結されたスワップは、特定の期間内に報告される限り、清算機関での清算を義務付けられません。

商業上のエンド・ユーザーに対する清算要件の適用免除

ドッド・フランク法は、スワップ・カウンターパーティが、(1) 金融事業体ではなく、(2) 商業的リスクをヘッジ又は軽減する目的でスワップを用いており、かつ (3) 清算機関を通じないスワップを締結することに関連して、一般的にどのようにしてその金融債務を支払うかについて CFTC 又は SEC に対して通知する場合には、清算要件からの適用免除を選択できるとしています。

金融事業体 かかる適用免除の解釈上、「金融事業体」という用語は、スワップ・ディーラー、主要スワップ参加者、商品プール、プライベート・ファンド、従業員給付プラン又は主として銀行業務もしくは本源的な金融業務を行っている者を意味します。金融事業体の定義は、スワップ・ディーラーの定義と同様

に、一定のキャプティブ・ファイナンス・カンパニーを除外しています。CFTC 及び SEC は、金融事業体の定義から小規模銀行及びその他一定の事業体を除外する権限を付与されています。

関連会社 ドッド・フランク法は、清算要件から適用免除されている者の関連会社が、清算機関を通じないスワップを利用して適用免除者の商業上のリスクをヘッジし、軽減することを許容しています。しかしながら、関連会社が、スワップ・ディーラー、主要スワップ参加者、商品プール、連結資産 500 億ドル以上の銀行持株会社、発行体又は一定の民間投資会社である場合には認められません。

取締役会の委員会による審査 ドッド・フランク法は、証券法に基づき登録されている証券の発行体又は証券取引所法に基づき報告義務のある発行体に対し、清算要件からの適用免除の対象となっているスワップを締結する場合には、その取締役会における適切な委員会からの承認を得ることを義務付けています。

清算の選択 ドッド・フランク法は、清算機関を通じないスワップのカウンターパーティが、当該スワップを清算機関を通じて清算することを選択し、そのための清算機関を選択することを許容しています。

スワップの清算に関する差別的取扱いの禁止

ドッド・フランク法では、スワップを各清算機関の間で相互代替的に清算すること (fungible clearing) は義務付けていませんが、各清算機関に対して、(1) 当事者間で相対で執行されたスワップ又は関連しない市場で執行されたスワップについて非差別的に清算すること、及び (2) 清算機関内においては全てのスワップを、経済的に等しい同一条件において相殺することを義務付けています。ドッド・フランク法では、CFTC が、デリバティブ清算機関に対して、他方の清算機関のカウンターパーティ・クレジット・リスクを受け入れることを強制することはできないものとされています。

スワップに関する新たな義務的取引執行要件

ドッド・フランク法は、清算要件の対象となる全てのスワップが、取引市場として指定された商品取引所もしくは証券取引所上で、又はスワップ執行ファシリティを通じて、取引されることを義務付けています (ただし、それらの事業体がいずれもスワップ取引を受け入れない場合を除きます)。たとえば、清算要件から適用免除されている非金融事業体との取引のように、清算要件が適用されない場合は、取引所又はスワップ執行ファシリティを通じずに取引を執行することが可能です。

スワップ執行ファシリティ ドッド・フランク法は、「スワップ執行ファシリティ」の用語について、何らかの州際通商手段を通じて、当該ファシリティ又は取引システムにおいて複数の参加者により行われるビッド (bid) 及びオファー (offer) を受け入れることにより、複数の参加者がスワップを執行又は取引する能力を有する取引システム又はプラットフォームとして定義しており、これには、(1) 当事者間のスワップの執行を促進するものであって、(2) 取引市場又は国法証券取引所として指定されていない取引ファシリティも含まれます。

ドッド・フランク法は、スワップ執行ファシリティに関し、先物取次業者、ブローカー又は取引所としての登録からのいかなる適用免除も規定していません。

適格契約参加者ではないカウンターパーティとのスワップは全て、取引所において取引が行われる必要があります。

スワップ取引データの公衆への報告

ドッド・フランク法は、CFTC 及び SEC に対して、価格及び取引量を含むスワップ取引のリアルタイムでの公表データの報告に関する規則を定めることを義務付けています。清算機関を通じたものか否かを問わず、スワップは、登録されたスワップ情報記録機関に報告されなければなりません。報告を行う責任は、主としてスワップ・ディーラーにあります。

スワップに関するその他の新要件

新たな業務行為要件

ドッド・フランク法は、登録スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者に対して、CFTC 及び SEC の規定する業務行為基準を遵守することを義務付けています。これには、詐欺行為、スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者の業務に対する注意深い監督 (*diligent supervision*) 及びポジション限度の遵守に関する基準、並びにその他両委員会が適切であると判断する事項に関する基準が含まれます。

CFTC 及び SEC は、スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者に関して、以下の内容の業務行為基準を策定しなければなりません。

- カウンターパーティが適格契約参加者に関する適格基準に合致しているかどうかを検証する義務の策定
- スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者ではない全てのカウンターパーティに対して、スワップに関する重大なリスクや、スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者が有する重大なインセンティブ又は利益相反、及び各スワップの日々の時価情報を開示することの義務付け
- 公正取引及び誠実性の原則 (*principles of fair dealing and good faith*) に基づいた、公正で均衡の取れた方法で情報を伝達する義務の確立

特別事業体 ドッド・フランク法は、スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者が「特別事業体」 (*special entities*) との間で取引を行う際には、厳格な業務行為要件を課しています。特別事業体には、年金ファンド、基金、退職金プラン、及び地方自治体を含む政府機関や政府事業体が含まれます。

ドッド・フランク法は、スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者が、特別事業体に対するアドバイザーとして活動する場合に、詐欺、偽装及び相場操縦に関与することを禁止しています。さらに、スワップ・ディーラー (であって、主要スワップ参加者ではない者) は、特別事業体のアドバイザーとして活動する場合、特別事業体にとって最大の利益となるように活動することが求められ、かつ、スワップ・ディーラーの推奨するスワップが当該特別事業体にとって最大の利益となるものであるかどうかに関して、合理的な判定を行うために必要となる特別事業体の情報を入手する合理的な努力を行うことが求められます。

ドッド・フランク法は、スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者が、特別事業体との間でスワップを締結することを提案し又は実際に締結する場合において、一定の特別事業体カウンターパーティ (であって、適格契約参加者に該当する者) が以下の要件を満たす「独立代表者」 (*independent representative*) を有していると信じるに足る合理的な根拠を求める要件 (詳細は CFTC 又は SEC によって規定される) を遵守することを義務付けています。

- 取引及びリスクを評価する十分な知識を備えていること
- 法定欠格事由の対象となっていないこと
- スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者から独立していること
- カウンターパーティの最大の利益となるよう行動する義務を負うこと
- 適切な開示を行うこと
- 公正な価格決定及び取引の適切性に関して、特別事業体に対して書面による表明を提供すること

最後に、ドッド・フランク法は、スワップ・ディーラーが、特別事業体との間でスワップを締結することを提案し又は実際に締結する場合において、当該取引の着手前に自らが行動するための資格について書面により特別事業体に開示することを義務付けています。

ドッド・フランク法は、特別事業体によって取引所又はスワップ執行ファシリティ上で開始された取引に関しては、スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者がカウンターパーティの身元を知らない限り、上記の業務行為基準の対象から除外しています。

自己資本及び証拠金規制

一般的規制 ドッド・フランク法は、スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者に対して、自己資本規制を課すとともに、清算機関を通じないスワップに関しては当初証拠金及び変動証拠金規制を課しています。自己資本規制及び清算機関を通じないスワップにかかる証拠金規制については、銀行事業体に関する内容は、CFTC 及び SEC との協議の上、健全性監督機関 (prudential regulators) によって設定されます。それ以外の事業体に関する内容は、CFTC 及び SEC によって設定されます。

ドッド・フランク法は、自己資本規制及び証拠金規制により、スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者の安全性及び健全性が確保される必要があるとしています。当該規制は、各事業体における清算機関を通じないスワップに関連したリスクに鑑み、適切な内容でなければなりません。

現金以外の担保の利用 ドッド・フランク法は、証拠金規制を満たすために現金以外の担保を利用することに関し、それがスワップ取引市場の金融上の一体性及び米国金融システムの安定性の維持に資する場合には、規制当局に対してその利用を許可することを求めています。

証拠金に関する明示的なグランドファーザー条項(適用免除条項)の不存在 ドッド・フランク法は、既存のスワップに関して、自己資本規制又は証拠金規制にかかるグランドファーザー条項を明示的には規定していません。この点については、多くの市場参加者が非常に敏感になっています。

商業上のエンド・ユーザーに対する証拠金規制の適用可能性 ドッド・フランク法は、スワップ・カウンターパーティが清算要件から適用免除されている場合に、証拠金規制からも適用免除されるかどうかは明示していませんが、ドッド上院議員(民主党員-コネチカット州選出)及びリンカーン上院議員(民主党員-アーカンソー州選出)によるフランク下院議員(民主党-マサチューセッツ州選出)及びピーターソン下

院議員(民主党-ミネソタ州選出)宛ての 2010 年 6 月 30 日付書簡においては、こうした非金融スワップ・カウンターパーティが証拠金規制の対象となることは意図されていないと記述されています。

カウンターパーティの資金及び財産の保護

先物取次業者／ブローカー・ディーラー登録 ドッド・フランク法は、ある事業体が、清算機関によってもしくは清算機関を通じて清算されるスワップに関する証拠金、保証もしくは担保とするために、スワップ顧客の金銭、証券もしくは財産を受け入れ、又はそれらに代わり信用を供与する場合には、先物取次業者として登録されていること(当該契約が CFTC 規制対象のスワップである場合)、又はブローカー、ディーラーもしくは証券派生スワップ・ディーラーとして登録されていること(当該契約が証券派生スワップである場合)を義務付けています。

資金及び財産の分離 ドッド・フランク法は、限定的な例外を除き、先物取次業者、ブローカー、ディーラー及び証券派生スワップ・ディーラーに対して、清算機関を通じたスワップに関する証拠金、保証、もしくは担保とするために受領したスワップ顧客の金員、証券及び財産を、当該スワップ顧客に属するものとして取り扱い、スワップ顧客の当該財産を自らの資金と混同しないこと、及び他者の取引もしくは契約に関する証拠金、担保もしくは保証として利用しないことを義務付けています。ドッド・フランク法はまた、清算機関及び預金取扱機関に対して、上記のように分離されることが求められている財産を、先物取次業者、ブローカー、ディーラー、証券派生スワップ・ディーラー、その他スワップ顧客以外の者に属するものとして保有、処分又は利用することを禁止しています。

第三者カストディアンにおける証拠金の分離 ドッド・フランク法では、清算機関を通じないスワップにおけるカウンターパーティが、当初証拠金を第三者カストディアンにおいて分離しておくことを選択した場合には、スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者に対し、当該カウンターパーティの利益のためにかかる分離を行うことを義務付けています。同法は、カウンターパーティが当該分離を要求しなかった場合には、スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者に対して、その事務管理部門において証拠金規制及び担保規制を遵守していることに関して、四半期ごとにカウンターパーティーに報告することを義務付けています。

商品契約 ドッド・フランク法は、破産法 (Bankruptcy Code) における定義を拡大し、「商品契約」(Commodity Contract) という用語に、CFTC 規制対象のスワップで清算機関を通じたものを含めることとし、また、「顧客」(customer) という用語に、当該事業体の商品契約勘定において、先物取次業者に対する請求権(当該先物取次業者の業務から生じたもの)を有している事業体を含めることとしています。

ポジション限度及び大規模スワップ・トレーダーによる報告

個別商品のポジション ドッド・フランク法は、CFTC に対して、先物契約、公認取引市場においてもしくは当該市場の規則に従って取り引きされる先物契約もしくは先物商品に関するオプション、又はこれらの契約もしくはオプションと経済的に等しいスワップに関連して、ある者が保有することのできる現物商品のポジション金額の限度を設定することを求めています。適用除外とされている商品及び真正な (bona fide) ヘッジ・ポジションは、この要件の対象となっておりません。ドッド・フランク法は、CFTC に対して、かかるポジション限度を設定するに際し、それにより商品の価格発見機能が外国商品取引所にシフトすることとならないように努めることを求めています。

ポジション総額 ドッド・フランク法は、CFTC に対して、ある者(トレーダーのグループ又は種類(any group or class of traders)を含みます)が保有することのできる、同一原資産商品に基づく契約のポジションの総数又は総額に対する各月の限度を規定すること(これに関連するヘッジ・ポジションに対する適用免除条項を規定することも含みます)を義務付けています。

規模に基づくポジション限度 ドッド・フランク法は、SEC に対して、ある者が保有することのできる証券派生スワップのポジションの規模の限度を規定すること(これに関連するヘッジ・ポジションに対する適用免除条項を規定することも含みます)を義務付けています。SEC には、証券派生スワップのポジションと、以下のいずれかに関するポジションとを合算する権限が付与されています。

- 当該証券派生スワップが基づいている又は参照している証券、ローン、又は証券もしくはローンの集合体
- 証券、証券の集合体又は証券指数で、その価格、利回り、価値もしくはボラティリティ、又はその持分が、かかる証券派生スワップの重要な条件のベースとなっているもの、及び、これらの証券、証券の集合体又は証券指数に関連したその他の商品

ポジション限度の適用免除 CFTC 及び SEC は、上記のポジション限度から、いかなる者もしくはその種類、いかなるスワップもしくはその種類、又はいかなる取引もしくはその種類に関しても、条件付き又は無条件で適用免除することができます。

執行 CFTC 及び SEC によって設定される限度に加え、ドッド・フランク法は、公認取引市場及びスワップ執行ファシリティに対して、自らの市場又はファシリティに関するポジション限度又はポジション説明責任要件を設定し、履行することを求めています。

報告 ドッド・フランク法は、(1) 重要な価格発見機能を果たしている CFTC 規制対象のスワップ、又は(2) 証券派生スワップ及び関連商品に関して、CFTC 又は SEC の定める基準を超えて取引を行うトレーダーに対し、CFTC 又は SEC に報告書を提出することを義務付けています。

ドッド・フランク法は、CFTC 規制対象のスワップにかかる大規模スワップ・トレーダーに対して、特定の帳簿及び記録を保存することを義務付けています。

既存のポジション ドッド・フランク法は、同法制定以前から存在しているポジションに関し、新しいポジション限度要件から免除しています。

域外適用

CFTC 規制対象のスワップに関連するドッド・フランク法の条項は、以下のいずれかに該当しない限り、米国外における活動には適用されません。

- 米国通商における活動又はこれに対する影響との直接的かつ重要な関連を有していること
- ドッド・フランク法の回避を防止する上で必要又は適切であるとして CFTC が公布する規則及び規制に違反していること。

SEC 規制対象のスワップに関連するドッド・フランク法の条項は、ある者が米国の法管轄権のない証券派生スワップの取引を行う場合においては、当該者が、ドッド・フランク法の回避を防止するために SEC が公布する規則及び規制に違反して取引を行わない限り、適用されません。この条項は、既存の証券取引所法の管轄権規定に従ったものです。

証券取引所法による実質保有の報告

ドッド・フランク法は、証券取引所法第 13 条(d)項、第 13 条(f)項及び第 13 条(g)項を修正し、SEC 規則に基づき、証券派生スワップの購入又は売却により証券の実質保有者となる又はなるとみなされる市場参加者を、その実質保有の報告要件の対象に含めることとしています。

ドッド・フランク法は、証券取引所法第 13 条及び第 16 条を修正し、原則として、証券派生スワップ契約は原資産証券の実質保有ポジションとみなされないものとしています。ただし、SEC が健全性監督機関及び財務省との協議の上で規則を制定することにより、証券派生スワップの購入又は売却が、持分証券の直接保有と同程度の所有権の徴表 (incidents of ownership) を伴うものであり、かつ証券派生スワップの購入又は売却を持分証券の実質保有権の取得とみなすことがドッド・フランク法の関連条項の目的を達成する上で必要であると判断する場合には、この限りではありません。

規則制定、効力発生及び適用免除権限

規則制定 ドッド・フランク法は、同法において特に明記されていない限り、CFTC 及び SEC に対して、同法成立後 360 日以内に必要な規則をそれぞれ公布することを義務付けています。

ドッド・フランク法は、清算機関を通じないスワップで同法成立日以前に締結されたものに関し、その報告義務に関する暫定的な最終規則を、同法成立日後 90 日以内に公表するよう CFTC 及び SEC に対して義務付けています。

ドッド・フランク法は、同法成立日後 1 年以内に、スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者の登録に関する規則を公表するよう CFTC に対して義務付けています。

ドッド・フランク法は、同法成立日後 1 年以内に、証券派生スワップ・ディーラー及び証券派生スワップ主要参加者の登録に関する規則を公表するよう SEC に対して義務付けています。

効力発生日 第 7 章の各項 (subtitle) の効力発生日は、以下の日付のうちいずれか遅い時点とされています。

- 第 7 章の成立日の 360 日後
- 条項が規則制定を義務付けている場合、当該条項を施行する最終規則又は規制の公表後 60 日以内

ドッド・フランク法では、前述した清算機関を通じないスワップ及び証券派生スワップに関する一定の報告に関する条項は、同法成立と同時に効力発生すると規定されています。同法成立前に締結された清算機関を通じないスワップは、同法成立日現在でその期限が経過していない場合、同法成立後 90 日以内に暫定的な最終規則が採択された後 (又は CFTC もしくは SEC が適切であると決定したその他の

期間の経過後)、30 日以内(又は CFTC もしくは SEC が適切であると決定した適切な期間以内)に、取引記録機関又は CFTC もしくは SEC に報告されなければならないと規定しています。

ドッド・フランク法は、ポジション限度に関する条項は同法成立日にその効力が発生すると規定しています。

現在のスワップに関する効力 ドッド・フランク法は、各スワップ契約において特段留保されていない限り、ドッド・フランク法に基づきいかなる要件又は修正も、当事者が当該スワップ契約に基づく 1 つ又は複数の取引を解除し、再交渉し、修正し、変更し又は補足することを認めるような解除事由、不可抗力 (force majeure)、違法性、費用増加、規制変更その他同様の事由を構成しないものとする規定しています。

適用免除権限 ドッド・フランク法は、明示的に権限が付与されている場合を除き、CFTC 及び SEC が、ドッド・フランク法の各項における多数の主要条項について適用免除を付与することを禁止しています。CFTC 及び SEC が、規則によって追加的に用語を定義することは認められています。

利益相反

ドッド・フランク法は、利益相反を軽減するための規則を公布することを、CFTC 及び SEC に対して義務付けています。これらの規則では、以下のいずれかの者がスワップ清算機関又は取引所にかかる支配権又は議決権を有する場合に関して、何らかの数値的制限が規定される可能性があります。

- 連結資産 500 億ドル以上の銀行持株会社
- 連邦準備制度理事会によって監督されるノンバンク金融会社
- 上記銀行持株会社又はノンバンク金融会社の関連会社
- スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者
- スワップ・ディーラー又は主要スワップ参加者の関係者

法執行権限、内部者取引、攪乱的な行動及び公益通報者

ドッド・フランク法は、スワップに関連する CFTC、SEC 及び健全性監督機関の法執行権限を強化しています。

ドッド・フランク法は、CFTC の内部者取引に関する権限を強化しており、連邦政府機関による情報で、国際通商における何らかの商品の価格に影響を及ぼしうる又は影響を及ぼす傾向にある情報に対する CFTC の権限と、その情報を受領した上で取引を行う者に対する CFTC の権限が強化されています。

ドッド・フランク法は、登録事業体における規則に基づいて以下に該当する取引、慣行又は行為を行うことを禁止しています。

- ビッド又はオファーに違反すること

- 取引時間外における秩序ある取引の執行に関し、故意に看過し、又は認識ある過失により看過すること
- 取引を執行する前に取り消す意図がありながらビッド又はオファーを提示すること

ドッド・フランク法は、カウンターパーティがスワップをいずれかの第三者に詐欺を働くための手段、スキームもしくは策略として利用するであろうという事実を知りながら、又は認識ある過失により当該事実を看過してスワップ契約を締結することを禁止しています。

ドッド・フランク法は、公益通報者 (whistleblowers) によって自主的に提供された「独自情報」 (original information) によって、商品先物取引所法に基づき提起される司法上、行政上の措置もしくは関連措置の執行が成功し、100 万ドルを超える制裁金をもたらす結果となった場合、CFTC に対し、その裁量で、当該公益通報者に報酬を支払うことを義務付けています。

「スワップ」は第 1256 条契約には該当しない

ドッド・フランク法は、「スワップ」(金利、通貨、ベースス、商品、株式、株式指標及びクレジット・デフォルト並びに「同様の契約」を含みます)は、同法の成立日後に開始する年に関しては、内国歳入法 (Internal Revenue Code) 第 1256 条の対象とならないと規定しています。第 1256 条がポジションに適用される場合、納税者は一般的に各課税年度末に当該ポジションがその時点で売却されたものとして損益を認識し、当該損益の 60%を長期、40%を短期のキャピタル・ゲイン又はロスとして取り扱わなければなりません。現行法上、第 1256 条の目的における「規制対象先物契約」の範囲に関して一部不明確な部分が残るものの、ドッド・フランク法の条項は、一定の商品に関し、たとえ「適格商品取引所もしくは証券取引所において、又はその規則に従って取引引きされた」場合であっても、当該「規制対象先物契約」とはみなされないことを明らかに意図しています。

当事務所では、この条項は、法律制定前に第 1256 条の対象でなかった商品が、ドッド・フランク法を理由としてその対象となることはないことを確実にするためのものであり、また、同条項は、一定の「外国通貨契約」 (foreign currency contract) に関する現在の第 1256 条の適用状況に影響を与えることは意図していないと理解しています。これらの意図は、立法経緯により明らかであると考えています。

「スワップ」という用語は、内国歳入法においては定義されていませんが、同条項の文言は財務省の「名目元本契約」 (notional principal contract) (一般的に、特に当事者の一方から他方に対して少なくとも年 1 回の定期的支払いを義務付けている契約)の規制における定義と非常に似ています。「スワップ」という用語は、ドッド・フランク法の解釈上、一般的に商品取引所法第 1a 条(47)項(これはドッド・フランク法によって成文化されるよう提案されたものです)を参照することにより定義されていますが、これは、たとえば一定のフォワード契約や「一括償還スワップ」 (bullet swaps) 等、デリバティブ商品の広範な領域を対象にしていると考えられます。したがって、一部のケースにおいては、特定の商品が第 1256 条の適用対象である「規制対象先物契約」を構成するのか、又は除外対象の「スワップ」もしくは「同様の契約」を構成するかどうかを判断することが困難である場合が考えられます。

本条項は、一般的に、「証券」(特に、金利、通貨及び株式の名目元本契約を含みます)にかかるディーラーや、トレーダーの選択に関する影響はなく、また、活発に取引されている商品(それらの商品に対する名目元本契約を含む)のディーラーもしくはトレーダーの選択にも影響を及ぼさないと考えられます。これらは、一般的に内国歳入法第 475 条に基づき全て通常の時価評価の対象になっています。

その他の条項

契約市場及び清算機関に関する CFTC 規制の全般的な変更 ドッド・フランク法では、CFTC に対して、契約市場として指定された商品取引所及び指定清算機関に関するスワップ関連の新しい規制権限や監督権限を与えるだけでなく、これらの事業体の規制のために既存の CFTC の枠組みに対して多くの変更を行っています。ドッド・フランク法下では、契約市場及び清算機関はそれぞれ、同法成立前に基づいていた商品取引所法下と比べ、非常に多くの「基本原則」(core principles)の対象となります。デリバティブ清算機関に関する新しい基本原則には、特に、ガバナンス、財務の安定性及びクレジット・エクスポージャーに対する制限が含まれています。さらに、ドッド・フランク法は、CFTC の規制対象商品取引所及び清算機関が新商品を導入する際、又はその規則を修正する際に従うべき手続きを修正しています。

外国商品取引所 ドッド・フランク法は、米国人に直接的なアクセスを提供する米国外の商品取引所に対して登録を義務付けるための規則及び規制を採択する権限を、CFTC に対して付与しています。これらの規則及び規制の策定に際して、CFTC は米国外の商品取引所の本国において類似の規制が存在しているかどうかを考慮する必要があるとされています。米国外の商品取引所が、米国の先物取引所に上場している契約の価格に対して清算がなされるような契約に関して米国人への直接的なアクセスを提供しようとする場合には、特定の制限が適用されます。

ポートフォリオ証拠金 ドッド・フランク法は、ポートフォリオに基づく証拠金(portfolio margining)の取扱いを促進するため、証券取引所法及び商品取引所法を修正しています。これにより、一定の要件(SEC 及び CFTC による規制措置を含みます)を条件として、承認されたポートフォリオ証拠金プログラムに基づき、ブローカー／先物取次業者として二重に登録している者が、現金及び証券は先物勘定に保有し、また、先物、先物に関するオプション及び関連担保は証券勘定に保有するという取扱いが許容されました。これに加え、CFTC は、破産法の関連条項の解釈上、先物勘定として運営されるポートフォリオ証拠金勘定に保有される証券は「顧客財産」であり、また、かかる勘定の所有者は「顧客」であることを確保することが義務付けられています。

* * * * *

以上の事項についてご質問、ご意見がありましたら、以下の担当者にご連絡ください。

セオドア・A・パラダイス

電話: 03-5561-4430

eメール: theodore.paradise@davispolk.com

本メモランダムは、一般的な情報提供のみを目的としたサマリーであり、本件に関する完全な分析ではなく、またリーガル・アドバイスとして依拠されるべきものではありません。また、本文は英語原文の参考和訳であり、本文と原文の内容に相違がある場合には原文が優先します。