

AFME : MIFID II における債券市場における取引後価格透明性の枠組み（仮訳）

2011 年 5 月 25 日

はじめに

EU 金融市場指令（MIFID）の見直しの中で、債券市場における取引後価格透明性の義務化が検討されている。欧州金融市場協会（AFME）としては、原則としてこの透明性の向上を支持する。しかしながら、多くの人が行き過ぎた透明性の向上は流動性に悪影響を与える」と主張しており、透明性と流動性の間には微妙なバランスの問題がある。このような悪影響を軽減するため、AFME は、200 社程度の欧州及び世界のホールセール金融市場の参加者を代表して、業界自身が、規制当局の懸念を解消する一方、特定の規制への必要性を取り除く調整の行き届いた透明性の体系を発展させることが可能かについて検討を行っている。この目的から、AFME は、提案した体系について意見を求めるため、主要な利害関係者への働きかけを行っているところである。あなたのフィードバックは我々にとって非常に重要である。

MIFID II と価格透明性

2007 年 11 月から適用されている MIFID は、欧州金融市場の統合の主要な柱である。MIFID の主な目的は、投資サービス・活動にとっての真の単一市場を創設し、かつ、調和のとれた高い投資家保護の確保によって、欧州金融市場の競争力を高めることにある。欧州委員会は、現在、MIFID の見直しを行っており、（MIFID II と呼ばれる）その目的のために規制当局としての提案を 7 月に策定することになっている。その後、この提案は欧州理事会と欧州議会において、2011 年及び 2012 年の大半をかけて検討されることとなる。

価格透明性は MIFID にとって常に要となってきた。MIFID I の価格透明性に係る規制は、株式に重点を置いているが、欧州委員会の目的は MIFID II の下、これを債券市場にまで拡大することを検討している。この意図は、欧州を通じて規制当局者及び政治家により幅広く共有されている。

新たな透明性の体系は、OTC、規制市場又は MTF（訳注：Multilateral Trading Facility / 我が国の私設取引システム（PTS）に相当）における取引の違いにかかわらず、投資業者に対する新たな義務を設定することを通じて実現することとなる。目論見書の発行を伴う、又は、規制市場若しくは MTF での取引が認可された全ての債券及び仕組商品について適用されることになるだろう。

欧州委員会は正確な取引後透明性の体系は、各アセットクラスについて、また一定のケースでは、当該アセットクラス内での各商品の種類に応じて定義される必要があることを認識している。この体系は取引をベースとする。それは、総額ベースのデータではなく、価格、取引高、取引時間及び取引商品の主な参考特性について、取引ごとのデータを提供することとなる。この透明性体系は、取引のサイズに基づいた閾値及び遅延のシステムに立脚したものとなる。

欧州委員会からの具体的な提案はまだ待たれている状況にある。しかしながら、昨年の夏、欧州証券監督者委員会（CESR）は、CESR としての提案を公表しており、同提案は、通常、重要なアドバイスとして欧州委員会の検討に加えられることとなる。AFME では、CESR の枠組みは、簡潔でわかりやすいものの、債券市場における固有の特徴を十分に勘案するものではないため、市場の流動性を著しく損なう恐れがあると懸念している。

AFME は透明性の向上を奨励している。しかしながら、多くの市場参加者が債券市場の特徴に対して十分な調整が図られていない透明性体系の導入に伴う負の影響を懸念している。債券市場は様々な種類の参加者からなる複雑なものであることから、AFME としては、流動性を保護し、十分に調整が図られた透明性体系を策定することはいかなる規制当局者にとっても難しい課題であると認識している。このため、AFME としては、業界自身が、全ての参加者のために透明性と流動性の特失を均衡させる枠組みを開発しようとするのが重要であると考えている。

取引後価格透明性体系に対する AFME の提案

AFME はどのような体系も市場参加者の最も広範な専門性の上に構築されるべきであり、それによって透明性と流動性の正しい均衡が保証されるものと考えている。規制当局者の期待する要件を満たすため、価格、取引量、取引時間に関し、個々の取引における取引後価格データを提供するものとする。この情報は、ウェブサイトを通じて、非営利目的において、一般に自由に利用できるようにする。

体系の一つ目の要素は、1 日当たり平均取引額及び平均約定件数、並びに発行残高等の一連のパラメーターを参照をして、債券全体から見た商品ごとの相対的な流動性を測定することにある。AFME は、現在、2011 年第 1 四半期に集めたデータを利用し、市場データ・セットに対する適切なフォーミュラを検証しているところである。

商品の相対的流動性が測定されれば、当該商品に適用される（報告上の）遅延（もしあれば）は、流動性の測定と取引のサイズを基に適用されることとなる。例えば、流動性の高い商品のブロック・トレードの規模に満たないサイズの取引については、リアルタイムで公表されることとなる。一方、流動性の低い商品の大きなサイズの取引については、顧客の利益のため、その商品の流動性を保護するため、相当程度の遅延を伴って報告されることとなる。その結果、全ての商品が流動性に依拠していくつかに区分されることとなるだろう。取引サイズと特定の銘柄の流動性に従ってそれぞれの取引を分類することにより、透明性は向上する一方、市場流動性は保護されることとなる。

最終的な結果は、市場参加者に理解しやすい透明性のある枠組みとなるべきである。図 1 はそのような枠組みの例を示している。

図 1

流動性レベル 取引ロット	低	中	高
0 ～ X 百万	終了時間	即時	即時
X ～ Y 百万	取引日 + a (一定以上の取引量 は数値をマスク)	終了時間 (一定以上の取引量 は数値をマスク)	即時
Y 百万超	取引日 + b (一定以上の取引量 は数値をマスク)	取引日 + a (一定以上の取引量 は数値をマスク)	終了時間 (一定以上の取引量 は数値をマスク)

本枠組みの他の特徴としては、一定以上の取引量は数値にマスクをする、発行市場に係る特別な取扱い、ブロック・トレードの保護、一定残存期間の債券取引の除外を含むことができる点にある。

今後の見通し

現在、AMFE は、この透明性の枠組みについて、多くの多様な市場参加者のグループから意見を聞くため、検討を行っている。このフィードバックは我々にとって非常に重要である。

もし、この枠組みについて同意が得られれば、2011 年第 3 四半期に我々の考えを公表することを目標としている。その後、引き続きこの体系を調整し、この枠組みを遂行するための IT データ・インフラの要件及び実行可能性を評価することとなる。そして、データ・プロバイダーを選定するため、この実現可能性の調査に基づいた提案依頼 (RFP) が始まり、2011 年第 4 四半期には業者の指名が行われることとなる。この枠組みは 2012 年上半期に実施されることとなる。

全ての段階において、AFME は関係している政策立案者と連絡を取り、彼らのフィードバックを得る予定である。

以 上

Briefing Note

25/05/2011

MIFID II: a post trade transparency framework for the Fixed Income markets

Introduction

Under the MIFID review, regulators are considering implementing mandated post trade price transparency for the Fixed Income markets. AFME supports transparency in principle. However, there is a delicate balance between transparency and liquidity, with many arguing that too much transparency has a detrimental effect on liquidity. To mitigate these damaging effects, the Association of Financial Markets in Europe (AFME), representing around 200 European and global participants in the wholesale financial markets, is considering whether it is possible for the industry itself to develop a well-calibrated transparency regime that would address regulators' concerns but remove the need for specific regulation. To that end, AFME is reaching out to key stakeholders to gather input on the proposed regime. **Your feedback is of great importance to us.**

MIFID II & price transparency

The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), applied since November 2007, is a core pillar of EU financial market integration. MiFID's main objectives are to improve the competitiveness of EU financial markets by creating a genuine single market for investment services and activities, and to ensure a harmonised, high degree of protection for investors. The European Commission is currently reviewing MIFID and should produce a regulatory proposal to that effect (called MIFID II) in July. After that, it will be discussed by the European Council and the European Parliament throughout 2011 and a large part of 2012.

Price transparency has always been a cornerstone of MIFID. While the price transparency regulation of MIFID I was focused on equities, the Commission's aim under MIFID II is to broaden this to the fixed income markets. This intention is broadly shared by regulators and politicians across Europe.

The new transparency regime would be achieved through the setting up of new obligations for investment firms, whether trading OTC or on regulated markets or MTFs. It is likely to apply to all bonds and structured products with a prospectus, or which are admitted to trading either on a regulated market or MTF.

The Commission acknowledges that the exact post-trade transparency regime would need to be defined for each asset class and in some cases for each type of instrument within this asset class. The regime would be transaction-based. It would provide data on transactions in terms of price, volume, time of trade, and the main reference characteristics of the traded instrument rather than aggregate data. The transparency regime would be predicated on a system of thresholds and delays, based on transaction size.

A concrete proposal from the Commission is still forthcoming. However, last summer the European Committee of Securities Regulators (CESR) published their proposal, which usually serves as important input for the Commission's thinking. AFME is concerned that the CESR framework - while easy to understand - does not take sufficient account of the specific characteristics of the Fixed Income markets and therefore could seriously impair the liquidity of the market.

AFME encourages transparency. However, many market participants are worried about the possible adverse effects of a transparency regime that is not sufficiently calibrated for the specifics of the FI markets. AFME acknowledges that constructing a well calibrated regime that protects liquidity is a

difficult task for any regulator, as the fixed income market is complex with many different types of participants. Therefore, AFME considers it important that the industry itself attempts to develop a framework that balances the interest of transparency and liquidity for all participants. This should obviate the need for regulation.

The AFME proposal for a post trade price transparency regime

AFME believes that any regime should be built on the expertise of the broadest range of market participants, thereby guaranteeing the right balance between transparency and liquidity.

To meet the expected requirements of regulators, it would provide post trade data on individual transactions in terms of price, volume and time of trade. This information would be made freely available to the public for non-commercial use, through a website.

The first element of the regime would be to determine the relative liquidity of each instrument across the FI spectrum, by reference to a common set of parameters such as daily average traded volume, average number of tickets per day and outstanding volume. AFME is currently testing appropriate formulae against a market data set using data gathered over Q1 of 2011.

Once the relative liquidity of the instrument is determined, the applicable delay (if any) for that instrument will be applied based on that determination of liquidity and the size of the trade. For example, trades in highly liquid instruments in non-block trading sizes would be reported in real-time, whereas trades in low liquidity instruments in large sizes would be reported with a significant delay in order to protect liquidity in that instrument for the benefit of the customers. The outcome would produce a limited number of liquidity buckets for all instruments. Transparency would be enhanced but market liquidity would be protected by categorising each trade according to its size and the liquidity of that particular issue.

The end result should be a transparent framework that is easy to understand for market participants. Table 1 provides an example of such a framework.

Table 1: Example of post trade transparency framework

Liquidity Level	Low	Medium	High
Volume			
0-x million	EOD	Real-time	Real-time
x-y million	T+a / masked	EOD / masked	Real-time
>y	T+b / masked	T+a / masked	EOD / masked

EOD= End of Day

Masked= masked size above a certain threshold

Other characteristics of the framework could include the masking of the exact size of trades above a certain threshold, special treatment of primary market activity, protection of block trades and the exclusion of trades with a limited remaining maturity

Planning

Currently, AFME is talking to a large and diverse group of market participants for their feedback on the framework. This feedback is of great importance to us.

If consensus can be reached on the framework, the aim is to announce our intentions in Q3 2011. We will then continue to work on the calibration of the regime and evaluate the requirements and feasibility of an IT/data infrastructure to deliver the framework. An RFP based on that feasibility study will then be launched to select a data provider, which would be designated in Q4 of 2011. The framework should then be in operation in H1 2012.

At all stages of the process, AFME will be in contact with relevant policymakers to gather their feedback.

Further information

The EC's MiFID Review Consultation:

[://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf)

AFME's response to the MiFID Review Consultation:

[://www.afme.eu/AFME/Home/MiFIDresponse1211.pdf](http://www.afme.eu/AFME/Home/MiFIDresponse1211.pdf)

CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review:

[://www.esma.europa.eu/index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=7003](http://www.esma.europa.eu/index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=7003)

About AFME

AFME (Association for Financial Markets in Europe) promotes fair, orderly, and efficient European wholesale capital markets and provides leadership in advancing the interests of all market participants. AFME represents a broad array of European and global participants in the wholesale financial markets. Its members comprise pan-EU and global banks as well as key regional banks, brokers, law firms, investors and other financial market participants. AFME participates in a global alliance with the Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) in the US, and the Asia Securities Industry and Financial Markets Association through the GFMA (Global Financial Markets Association). AFME is listed on the EU Register of Interest Representatives, registration number 65110063986-76. For more information please visit the AFME website, [.afme.eu](http://afme.eu).

AFME contacts

Mark Austen

COO

Tel: +44 (0)20 7743 9343

mark.austen@afme.eu

Sander Schol

Director of FI

Tel: +44 (0)20 7743 9352

Sander.schol@afme.eu

Philip de Monchy

Director Corporate & Institutional Relations

Tel: +44 (0)20 7743 9368

Philip.demonchy@afme.eu

Published: 25 May 2011

Association for Financial Markets in Europe

St Michael's House

1 George Yard

London EC3V 9DH

Tel: + 44 (0)20 7743 9300

[.afme.eu](http://afme.eu)