

欧州監督当局による第二次市中協議文書「Second Consultation Paper: Draft Regulatory Technical Standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

## 1. 前文

- (1) 第一次市中協議文書 (1<sup>st</sup> Consultation Paper) (以下、「1<sup>st</sup> CP」という) において対応困難あるいは問題が多いとコメントした点 (8%追加ヘアカットの取り扱い、担保集中制限等) において、相応の改善がなされたものと認識している。まずは、本件関連当局の方々のご配慮に感謝したい。
- (2) この第二次市中協議文書 (2<sup>nd</sup> Consultation Paper) (以下、「2<sup>nd</sup> CP」という) に対しては欧州を中心とする多くの金融機関から意見が寄せられることと思われるが、我々は日本に限らず、アジア地域や、担保契約 (CSA 契約) の普及率が低い地域を踏まえてコメントすることとしたい。EMIR 規制は、本邦やアジアの金融機関もしくは事業法人が欧州の金融機関もしくは事業法人とのクロスボーダー取引に適用されるものであるとともに、他当局の規制作りの指針になるものと認識している。このため、欧州金融機関の意見のみならず、アジア等、他地域の意見も十分反映していただけるとありがたい。

## 2. 総括

- (1) 実務上対応可能な決済期間の確保
  - ・ シドニーーロンドン間等、時差が大きい場合は、T+1 ないし T+2 での決済は物理的に不可能もしくは極めて困難である。
  - ・ 一方、取引当事者が双方とも欧州域内にある場合は、比較的短時間で担保を決済できると思われるが、欧州の多くの地場金融機関においても、相応量のクロスボーダー取引を実施している。

以上の点を踏まえ、相対取引の組み合わせを考慮のうえ、以下のように物理的な最短期間を検討すべき。

- (i) 同一域内、もしくは予め定めた特定の範囲内の場合は、VM、IM ともに T+2 を上限。
- (ii) 上記以外の場合 (一方が欧州域内、他方がアジア域内、等) は、T+3 を上限。
- (iii) 上限日数以内の場合は、MPOR (margin period of risk) の修正は不要。

- (2) 規制未導入国および法的有効性未確認国の規制対象からの除外
  - ・ 現実的には、規制未導入国に所在するカウンターパーティに対し、(i)民間金融機関が CSA 契約の締結を求めても強制力がないこと、(ii)オペレーション態勢の構築には長期間を要すること、さらに(iii)倒産法制を改正し、ネットイングの法的有効性を確保するには長期間を要することから、欧・米・日の規制

開始日をターゲットに CSA 契約締結および担保授受の開始を行うことは実質的に不可能である。

- ・ 規制遵守義務のある金融機関は規制違反を回避するために、CSA 契約未締結のカウンターパーティに対して一斉に新規取引を停止せざるを得なくなる。これにより、デリバティブ市場でのカバー取引等が成立しない等、対象地域の市場において大きな混乱が発生することが予想される。
- といった点に鑑み、以下の代替案を検討していただきたい。

- (i) 該当局が証拠金規制を導入するまでは、EMIR による規制を適用しない、あるいは CSA 契約締結の準備期間として規制適用開始から一定の猶予期間(1年～2年程度)を設定。
- (ii) BCBS/IOSCO が規制未導入国の当局に対し、CSA 契約締結推奨を書面で発信。
- (iii) カウンターパーティが一括清算ネットィングの有効性が未確認である法域に所在する場合の規制適用免除。

(3) 8%追加ヘアカット適用基準の緩和

- ・ 担保コスト増となる 8%ヘアカットを回避するには、transfer currency を VM の通貨に合わせることで、あるいは、termination currency を IM の通貨に合わせることが必要となる。
- ・ しかしながら、前者はクロスボーダー取引においては双方の利害が真っ向から衝突するため、期日までの契約締結を困難にする。また、後者も、特にクロスボーダー取引時に無理やり単一通貨に設定すると、破産発生時の対応に混乱を来すことになる。
- ・ VM のみならず、IM もほとんどの金融機関に義務化される中、そもそも 8%追加ヘアカットを設定する必要性は乏しい。
- ・ VM におけるキャッシュ担保につきヘアカット不要としたこととの平仄を確保する必要がある。

以上の点に鑑み、以下の代替案を検討していただきたい。

termination currency および transfer currency に関し、同一域内の契約においては単一通貨の設定とするが、クロスボーダー契約においては複数通貨の設定（各当事者で異なる単一通貨の設定）を容認すること。

### 3. 質問事項への回答

(以下(1)から(8)までは、2<sup>nd</sup> CP にて提示されている質問事項に対する回答)

(1) 規制対象範囲

- ① 【Question 1 (P.27)】 EU 域外の NFC との取引について、1<sup>st</sup> CP では一律規制対象になる懸念があったが、2<sup>nd</sup> CP にて、EU 域内の NFC と同様に取扱われることが明確化された件（つまり、EU 域外の NFC- (i.e., non-EU NFC-) は EU 域内の NFC- (i.e., EU NFC-) と同様に規制免除されることになった件）に対しては、妥当な修正として歓迎する。
- ② 一方で、【P.27 の Article 3 GEN、P.18～19 の(8)、Background and rationale の P.8 第 5 パラグラフ～第 6 パラグラフ】に記載されているように、2<sup>nd</sup> CP では、規

制未導入国（つまり、規制導入の予定がない国）や法的有効性未確認国（つまり、一括清算ネットリング契約の法的有効性や規制要件を満たした分別管理スキームの構築可能性に疑義がある国）に所在するカウンターパーティと取引する場合にも担保授受（collect and post initial and variation margins）が求められると読み取れる。このことは、規制未導入国や法的有効性未確認国に該当するEU域外のカウンターパーティと適切に担保授受が行われない場合、直ちに規制違反となってしまうことを意味すると考える。仮に、こうしたルールが決定されてしまうと、予期せぬ結果（unintended consequences）を招く可能性を払拭することが困難になる。

規制対象範囲に関し、以下の懸念事項を踏まえ、代替案を提案したい。

- ルール制定に際して勘案いただきたい懸念事項
  - ✓ 現実的に、規制未導入国に所在するカウンターパーティに対し、民間金融機関が CSA 契約締結を求めても、強制力がない。
  - ✓ 当該国においては CSA 契約締結が慣行として定着しておらず、そもそものオペレーション態勢が構築されていないケースも相応にあるため、欧・米・日の規制開始日をターゲットに CSA 契約締結および担保授受の開始を行うことは非現実的である。
  - ✓ 規制確定後直ちに契約締結交渉を開始できるわけではなく、現実的には各国当局間での同等性評価終了までは具体的な交渉実施は困難である。
  - ✓ EMIR 規制遵守義務のある金融機関が規制違反を回避するために、CSA 契約未締結のカウンターパーティに対して一斉に新規取引を停止する場合、デリバティブ市場でのカバー取引等が成立せず、対象となる地域の市場において大きな混乱が発生する。
  - ✓ 現地法規制においては、円滑な CSA 契約締結推進に制約がかかっているケースがある。例えば、インドのように、現地外為法において、グローバル CSA 契約（クロスボーダーでの担保授受を認める CSA 契約）の締結が許容されておらず、証拠金規制に対応するためには新たにインド国内で担保授受を行う事務フローを構築する必要があり、本店等における一元的かつ効率的な CSA 契約締結推進を阻む法制度の見直しが求められている事例が存在。（具体例：別添 1「IMPROVEMENT OF CSA AGREEMENT」・・・駐印日本大使館から現地商工会議所へ提出された要望書からの抜粋）
  - ✓ 【P.8 の第 6 パラグラフ、P.18～19 の前文（Recitals）の(8)】に記載しているように、欧州金融機関は、問題となっている法域に所在するカウンターパーティに対して拠出する IM について、カスタディアン等の 3rd party bank を使って当該法域外で IM を分別管理させることが求められているが、上記のようなインドの例では、そもそもクロスボーダーでの担保授受が許容されないため、拠出する IM の分別管理を物理的に実施することが不可能となる。クロスボーダーでのスキームが

機能しない以上、2<sup>nd</sup> CP の要件を充足することができないケースも発生し得る。

- ✓ 一括清算ネットティングの有効性が確認されていない法域のカウンターパーティとの VM 交換が義務付けられた場合、交換すべき VM の金額について合意に至ることが困難となる可能性が高いだけでなく、かえってリスクを増幅させる可能性がある(\*)。

(\*)カウンターパーティから見ると、当方は一括清算ネットティングが有効な相手であるため VM 金額算出の前提となるエクスポージャーも一括清算が可能との前提で計算することになるが、一方、当方から見ると、カウンターパーティは一括清算ネットティングの有効性が未確認であるためエクスポージャーはグロスベースで算出することになる(すなわち、正のエクスポージャーのみ足し合わせてエクスポージャーを算出し、負のエクスポージャーはゼロとして扱う)ことから、両者のエクスポージャー計算には必然的に齟齬が生じ、交換すべき VM の金額を決めることができない。仮に、両者の計算に整合性を持たせるため、カウンターパーティが一括清算ネットティングの有効な相手であるとの前提で当方のエクスポージャー算出を行うとした場合(すなわち、負けている取引のネガティブエクスポージャーは差し引いて計算する)、当方から見たエクスポージャーが実態より小さく見えることになるため、本来は正のエクスポージャーを持っているにもかかわらず担保を出すことになるケースも生じ、この場合、かえってリスクを増加させることになる。これは、リスク削減というそもそもの政策目的に逆行する。

➤ 代替案

民間金融機関が規制未導入国にて CSA 契約締結を円滑に進めていくとの前提の下、

- ① 規制未導入国の当局が証拠金規制を導入するまでは、EMIR による規制を適用しない、あるいは CSA 契約締結の準備期間として規制適用開始から一定の猶予期間(1年~2年程度)を設定すべき。
- ② BCBS/IOSCO が規制未導入国の当局に対して、監督下の金融機関への CSA 契約締結推奨を書面で発信するなどの施策(つまりは、CSA 契約締結推進に関わる阻害要因の削減推進)を検討させるような仕組み作りについて他国当局との調整を進めるべき。
- ③ カウンターパーティが一括清算ネットティングの有効性が未確認である法域に所在する場合は、そもそも証拠金規制適用を免除すべき。

(2) 担保受け渡し期間

まずは、【P.31~32 の Article 1 VM の第 3 パラグラフ】等に記載してある“calculation date”の定義が存在しないので、明確化を求める。ただし、以下は、“calculation date”が“deal date (取引約定日)”と同義であるとの前提でコメントする。

VM (IM 授受有り)、VM (IM 授受無し)等の切り口で受け渡し期間を設定するの

ではなく、相対取引の組み合わせを考慮のうえ、VM および IM における物理的な最短期間を検討すべき。

➤ 具体的提案（詳細は別添 2 をご参照）

本店所在地	calculation date からの日数上限
i) 同一域内、もしくは予め定めた特定の範囲内（例えば欧州域内同士）	VM、IM ともに T+2 営業日 （現金の場合は T+1 営業日）
ii) 上記以外（一方が欧州域内、他方がアジア域内の場合等）	VM、IM ともに T+3 営業日

上限日数は最短期間であり、MPOR (margin period of risk) の修正は不要とする。

(注) ii) は、クロスボーダーでのオペレーションが発生する場合。

以下に、具体的な懸念事項、提案の根拠を記載する。当然ながら、リスク削減の観点からは決済期間は短い方がベターだが、その義務化によって生じる様々なリスク、コスト、不都合を無視すべきではない。

① VM

i. IM を授受している場合

- 別添 2 のテーブル上段は VM をアジア、欧州間で受け払いした場合のタイムスケジュールを示したもの。本 2<sup>nd</sup> CP にて提示されている「undisputed amount を一旦授受する」ことを前提にクロスボーダー取引における決済期間を最短とするため、VM、IM 各々のプロセスから、「合意」および「リコンサイル」のプロセスを廃止しても、最短 T+3 とならざるを得ない(\*)。しかしながら、この場合は、ディスピュートを解決せず、自社の計算ベースで本来受け取るべき金額よりも少ない金額で妥協せざるを得ないことから、債権保全上は、マイナスとなるため、従来どおり対応する場合は、プラス  $\alpha$  の期間が必要。

(\*) ただし、銘柄の確認が不要なキャッシュに限定すれば、1 日の短縮は可。

- 決済リスク削減のインセンティブ付与のために MPOR に決済までの期間を反映させることは理解できるが、これは一種のペナルティとなる。実務上対応可能な最短期間で対応しているケースにまで設定するのは非合理的である。クロスボーダー取引の阻害要因となるため、ペナルティを課すのは、実務上対応可能な最短日数を超過した部分に限定すべき。

ii. IM を授受していない場合

- calculation date から 1 営業日を超過してはならないとされているが、記載のとおり、クロスボーダー取引の場合は、T+3 の確保が必要となる。
- もっとも、双方とも、CSA のオペレーション拠点本部の両方が欧州域内にある場合は、T+1 で対応できるケースもあると思われるが、本部が他法域にある場合は、本部への連絡、合意、決済等に時間がかかる

ため、クロスボーダー取引と同様の期間が必要である。

- ・ 仮に T+1 を必須とした場合、クロスボーダー取引を行う欧州金融機関は、アジア金融機関のような(a)カウンターパーティに合わせたグローバルな CSA 契約交渉拠点の設置、および(b)各拠点の判断にもとづき即日担保授受できるリスク管理・流動性管理の体制の構築、が必要だが、対応可能な欧州金融機関は極めて限定的であり、クロスボーダー取引が著しく困難になる可能性がある(\*)。

(\*) 具体例としては、以下のような事例。

(a)IM 閾値に達している欧州金融機関が IM 閾値に達していないアジアの地場金融機関と取引する場合

(b)IM 閾値に達していない欧州金融機関が IM 閾値に達しているアジアの大手金融機関と取引する場合

## ② IM

- ・ 添付テーブルの下段は IM をアジア－欧州間で受け払いした場合のタイムスケジュールを示したもの。カスタディ・サービスにオートアロケーション機能があるかないか次第でもあるが、オートアロケーション機能なしの場合は最短でも T+3 とならざるを得ない。
- ・ オートアロケーション機能を活用すれば、所要決済期間が 1 日程度短縮可能と思われるが、日本国内の信託銀行を含め、当該機能を提供しているカスタディアンは限定的である。
- ・ 双方の本店やオペレーション部署が同一地域内にある場合、かつ、当該機能を利用すれば、T+1 も可能なケースがあると思われるが、一部の業者が提供しているサービスの利用を前提とした規制条件の設定はオートアロケーション機能を持たないカスタディアンを事実上排除することにつながる。
- ・ この結果、以下のような問題やリスクが生じる可能性が高い。
  - (i) カストディ業者の寡占化がさらに進み、各種リスクが特定の業者に集中
  - (ii) 寡占に伴うサービスの低下、フィーの高騰
  - (iii) 事業継続性 (business continuity) への支障
  - (iv) 代替サービス先の確保が困難になる

上記に鑑み、特定の業者のサービスを使用しなければ規制を遵守できないようなルール・メイキングはすべきでなく、実施するのであれば推奨に留めるべき。つまり、IM について T+1 のみ許容するというルールは修正すべき。

## (3) IM モデル

- ・ デリバティブ取引は通常複数のアセット・クラスにわたるリスク・ファクターが包含されており、ネットィング・セット内の個々のデリバティブ取引を無理やり単一のアセット・クラスに割り当て、アセット・クラス毎の IM 金額を計

- 算のうえこれを合算した場合には、総計のIM金額が過大となる懸念が生じる。
- ・ 明確なアセット・クラスを定義して、同一アセット・クラス内のリスク・ヘッジ効果、リスク分散効果を認める一方、異なるアセット・クラス間ではヘッジ効果、分散効果は認めないという規制の本来の趣旨に鑑みれば、同一のリスク・ファクター（例えば金利リスク・ファクター）が複数の異なるアセット・クラスに割り当てられ、その後、単純合算されるという方式は、規制が意図するところとは乖離する結果となる可能性があると考えられる。
  - ・ デリバティブ取引に包含される一部のリスク・ファクターをヘッジする目的で、同一カウンターパーティとの間で、当該デリバティブ取引が属するアセット・クラスとは異なるアセット・クラスのデリバティブ取引を締結する（例えば、エクイティ・デリバティブ取引に含まれる金利リスクをヘッジする目的で、同一カウンターパーティと金利デリバティブ取引を行う）ことは、本来であれば当該当事者間のカウンターパーティ・リスクを減少させ、ひいてはシステミック・リスクの低減につながることから、おおいに奨励されるべき取引であるにもかかわらず、取引前よりもかえってIM金額が増大する結果となり、取引当事者に誤ったディス・インセンティブを与えてしまう結果となる。
  - ・ 意図せざる結果を回避し、規制の趣旨に合致した枠組みとするためにも、ネットティング・セットに包含される全てのデリバティブ取引をセンシティブリティに分解したのちに、各アセット・クラスに割り当てる方式を採用することが望ましい。

#### (4) 担保集中制限

担保集中制限（Concentration Limits）が適用となる対象先が限定されたことは歓迎されるべきだが、依然として以下のような論点がある。

担保集中制限を導入することは、(i)担保差入れの場合は担保種類の増加につながり、担保調達コストの増加が想定される。また、(ii)担保受入れの場合は、同様の理由により、担保管理コストの増加を招くものと思料する。なお、(i) (ii) いずれの場合も担保管理オペレーションの負担増となる。

ストレス環境下の市場でも一定水準以上の高い流動性を有する証券については、担保集中制限から免除するべきである。高い流動性があれば、短期間で担保処分が可能となるため、担保銘柄の集中による換価性についての負の影響は軽減できるものと思料する。

欧州法域で規制を受ける対象先は、欧州法域外の担保集中制限を受けないカウンターパーティに対しても担保集中制限を強要することとなるため、域外のカウンターパーティの事務量増加につながる。また、担保集中制限の適用を嫌う欧州域外の対象先は、欧州域内の対象先との取引を停止するリスクがある。

その上で、以下の点が不明確であり、明確化していただきたい。

- ① 【P.43 の Article 7 LEC の第 2 パラグラフ】の “each of the counterparties belong to

one of the categories listed in paragraph 3”は、欧州のエンティティ同士が取引する場合のみ、担保集中制限を遵守しなければならないことを意図しているのか否か。

- ② 【P.43 の Article 7 LEC の第 2 パラグラフ】の “the collateral”は IM のみを指しているのか、もしくは IM、VM 両方を指しているのか。
- ③ 【P.43 の Article 7 LEC の第 3 パラグラフ】の(a)、(b)、(c)には、欧州域外に本店が所在する金融機関も含まれるのか。また、(a)については、グループ会社全てが対象になるのか。
- ④ 【P.43 の Article 7 LEC の第 2 パラグラフ】の “the collateral collected in excess of EUR 1 billion”は EUR 1 billion を超えた部分にのみ担保集中制限が適用されるのか（例：EUR 1.2 billion を授受する際に、EUR 0.2 billion にのみ担保集中制限が適用される）、もしくは担保全額について適用されるのか。
- ⑤ そもそも、担保集中制限については、IM、VM とともに有価証券で授受されている場合、IM と VM を合算して適用されるとの認識で間違いはないか。
- ⑥ また、念のために確認したいが、担保集中制限については、複数のカウンターパーティから同一の有価証券を受け入れた場合、全てのカウンターパーティから受け取った合算金額に対して担保集中制限がかかるか否かの判定を行うのか。もしくは、カウンターパーティ毎の金額に対して担保集中制限がかかるか否かの判定を行うのか。（実務的には、複数当事者ベースで制約をかければ、リアルタイムでの管理や規制遵守は困難であり、相対ベースでの管理が現実的と考えられる。）

(5) 各種ドキュメント、規程類の整備義務について

1<sup>st</sup> CP のように、NFC-との間で証拠金授受を行わないことまで書面で合意することを求めるような不合理な点が是正された点を評価する。

(6) 法域毎に規制要件を満たしていることについての独立したリーガルレビューを年次で実施

【P.48 の Article 2 OPD の第 2 パラグラフ】にあるとおり、一括清算ネットィングの有効性について最低年次の頻度での independent legal review を求めるというのは現在の資本規制よりも厳格な対応を求めており、合理性に欠けるのではないと思われる。同様に、IM の分別管理スキームが規制要件を満たしていることについて最低年次の頻度での independent legal review を求めていることも同様の懸念がある。

また、独立したレビューを実施するとなる場合においても、対象が欧州域内の金融機関のみであることを明確化すべき。

(7) IM としてのキャッシュ担保の取り扱いを実質的に禁止することについて(de-facto ban)

- ・ 【P.48 の Article 1 SEG の第 1 パラグラフ】のとおり、IM についてはカスタディアン破綻リスクから守られるような仕組みを作ることが求められているが、キャッシュに関しては現実的に困難であり、事実上 IM にキャッシュを使うことが禁じられる可能性がある。

- ・ IM に使える他の良質な担保物が市場で不足した場合に、この制限により IM 差入れ義務を履行できなくなる可能性がある。
- ・ IM については T+1 という非常にタイトな (IM 計算にかかる時間、リコンサイル作業といった実務的条件を考慮すれば非現実的と言える程度に) 時限性の中で差入れを求められていることからすれば、少しでも差入れに要する時間を短縮するためにキャッシュを入れざるを得ないというケースもありうる。
- ・ 上記を踏まえるとキャッシュを IM に使用することを不可能にするような条件を付けるべきではない。IM は原則として、re-investment が許容されないため、キャッシュは IM に適さないが、必ず一定額を使う必要性が存在する。よって、カスタディアンに対するリスクを許容可能な額、たとえば EUR500,000 まで、および、当限度額を超えた場合の猶予期間 3 日といった範囲内でキャッシュの利用を許容するルールを設けることを提案する。
- ・ また、担保物の利用に係る定義 (禁止されている re-hypothecation : 転貸、re-pledge : 転質、re-use : 再利用、および合意により可能な re-investment : 再運用) は、各法域に応じて行われることを確認しておきたい。(基本的には、ISDA-CSA の準拠法毎の契約に従うとの理解) また、【P.49】の「re-invested collateral」に日本で IM のキャッシュ再運用手段として考慮されている「collateralized short-term loan (有担コールと呼ばれているもの)」が含まれるかについて確認したい。
- ・ 加えて、バーゼルⅢのレバレッジ規制等に関しても、現金が手元に積み上がる可能性がある以上、バーゼル各種規制の影響は無視できず、分別管理の機能を提供するカスタディアン/信託銀行としては、現金の受入に慎重にならざるを得ない。IM 分別管理によりシステムティック・リスク削減に寄与するカスタディアン/信託銀行が、少しでもその機能を容易に提供できるよう、証拠金規制とレバレッジ規制等のバーゼルⅢの関係性については当局において十分に配慮し緩和を継続検討すべきである。

#### (8) 8%追加ヘアカットの取り扱い

##### ➤ 明確化の依頼および趣旨の確認

###### ① termination currency および transfer currency の定義。

具体的な定義を示していただきたい。また、契約で定めた termination currency や transfer currency と異なる場合は、8%ヘアカットが必要となっているが、ISDA Master Agreement や CSA 契約のドキュメンテーション実務においては、契約当事者各々が定めるケースも多い中、双方とも同一で定めなければならないのか、あるいは、各々定めることも想定したものなのかを確認したい。

###### ② re-investment で購入されたアセット【P.49の Article 1 REU の第2パラグラフ】についてヘアカットが適用されるか否か、具体例も交えて明確化していただきたい。(例：termination currency が USD の時に、IM を JPY キャッシュで差入れて re-investment で US Treasury Securities を購入した場合)

###### ③ IM をキャッシュで差入れた場合、ヘアカットが適用されるか否か。

- ④ 【P.58 の ANNEX II のパラグラフ 7】の内容。特に VM については、“unsettled variation margin”にのみヘアカットがかかるとはどのようなことを意図しているかを明確化していただきたい。

(例：transfer currency が USD の時に、JPY キャッシュを差入れると、決済が完了するまでは、未決済担保についてのみ 8%ヘアカットが適用され、決済が完了した後は 8%ヘアカットが適用されない。つまり、余分に差入れていた 8%分の VM が戻ってくるということを意図しているのか。無用な混乱を避けるためにも、IM と同じ計算方法にしていきたい。)

- ⑤ 契約書上で、IM において termination currency を USD と定めた場合、もしくは、VM において transfer currency を USD と定めた場合、担保授受を USD (例：\$1,000,000) で行くと 8%ヘアカットは不要という扱いになるのか。  
上記と同一契約書の場合、担保授受を JPY で行くと 8%ヘアカットが必要で、担保金額は、 $\$1,000,000 \times 120 \text{ 円 } (\$/\text{¥換算レート}) \div (1 - 0.08) = 130,434,783 \text{ 円}$ と計算されるということになるのか。
- ⑥ Termination currency と Transfer currency について相手方と合意していない場合、VM および IM の双方に関して担保資産にヘアカットを適用するとも解釈しうるため、明確化していただきたい。双方に適用するとなった場合、同一 Trade Population に関して VM・IM とでヘアカットが重複して適用される懸念がある。

➤ 8%追加ヘアカット適用基準の緩和

- ISDA Master Agreement における termination currency とは一括清算の際の解約通貨として定められ、同一域内当事者の契約の場合には、特定の単一通貨を定める場合が多い一方、クロスボーダー契約の場合には、「USD、JPY、EUR の何れか」「Non-defaulting Party や Non-affected Party が決定する」など特定単一通貨を予め指定しない事例が多く見られる。これは、以下に起因する。
  - a) 「一括清算の際の解約通貨」は、本来、デフォルト事由の発生していない取引当事者にとって一括清算手続上差障りのない清算通貨であるべきこと(倒産実務においては、「期限の利益喪失事由発生当事者」(Defaulting Party) の本店所在国の通貨で債権金額を確定することが多い)
  - b) クロスボーダー契約の場合、両当事者の所在する法域によって解約通貨が異なり得ること
- 上記慣行に鑑みると、クロスボーダー契約においては、両当事者に対して同一の単一通貨を適用させるべきではなく、実務に沿ったかたちでの複数の termination currency 設定が容認されるべき。
- 実態として追加ヘアカット回避を意識して、単一の termination currency を設定する金融機関も発生すると考えられるが、この場合、一括清算実施時の支障を考慮した判断が必要である。そもそも、ISDA Master Agreement の termination currency と CSA の担保通貨の関係性を重要視する必要はないと思われる。
- termination currency および transfer currency とともに自国通貨で定められれば自社

が有利、相手国通貨で定めれば不利となるのは明らかであり、クロスボーダーでの契約締結交渉の実務においては、双方自国通貨を主張し、互いに譲り合わないことが想定される。このため、契約締結交渉が長期化するだけでなく、最終的には力関係の弱い金融機関が譲歩せざるを得ない。結果的に、欧米大手金融機関が自国通貨で設定、アジア、アフリカ等の比較的小規模の小さい金融機関が非自国通貨での設定を受け入れ、追加ヘアカットを抛出せざるを得ないケースが多くなると思われ、円滑な市場取引が阻害されることが懸念される。

- ・ 証拠金規制は、カウンターパーティの倒産リスクの影響を回避・軽減させる趣旨と捉えている。しかしながら、VMについてはヘアカットの導入により担保差入側が受入側に対してヘアカット分の信用リスクを負担することとなり制度趣旨に反して逆に信用リスクが増える現象が懸念される。

VMのみならず、(i)IMも将来的にほとんどの金融機関に義務化される中、そもそも8%追加ヘアカットを設定する必要性は乏しい、(ii)VMキャッシュをヘアカット不要としたこととの平仄を確保することが必要、(iii)金融実務に悪影響を及ぼすことなく、短い準備期間の中で、円滑に導入することが必要、といった諸点に鑑み、追加ヘアカットの改善は不可避と思われる。

以上を踏まえ、具体的提案は以下のとおり。

termination currency および transfer currency に関し、同一域内の契約においては単一通貨とするが、クロスボーダー契約においては複数通貨（当事者双方で各々単一通貨を指定等）の設定を容認すること。

#### 4. 質問事項以外のコメント

##### (1) 規制対象

- ① 担保授受（collect and post initial and variation margins）に関する義務について  
項番 3(1)に記載しているように、担保抛出義務は課さない方が望ましい。本論点は欧州における規制のみならず、各国で同種のルールを導入する場合に同じ問題が発生するという観点および各国規制の harmonization の観点からも重要であることから、再考していただきたい。本ルールの問題点を4つのパターンに分けて記載する。

##### i. 欧州域内のエンティティ同士の取引について

基本的には、欧州域内のエンティティ同士では、一方が担保を徴求する際に、他方がその要求に応じることが期待されるため、抛出義務が課されても問題はない。しかし、「担保徴求者は、自身が計算した金額を必ず徴求する」「担保抛出者は、自身が計算した金額でしか抛出できない」というルールとなってしまうと、当事者間で合意に至ることはない。そのような事態を避けるためにも、“undisputed amount”【P.32 の Article 1 VM の第 6 パ

ラグラフ、および P.33 の Article 1 EIM の第 5 パラグラフ】の定義を明確化していただきたい。

- ii. 欧州域内のエンティティと欧州域外のエンティティの取引について  
後述する iii および iv の場合を除いては、基本的には上述 i と同じであり、問題ない。ただし、その前提としては、“undisputed amount”で合意できるという規制内容が、欧州域外のエンティティにも認められていることが挙げられる。円滑な導入のために規制の harmonization を最大限目指していただきたい。
- iii. 欧州域内のエンティティと欧州域外で規制未導入国のエンティティとの取引について  
問題点は 3(1)に記載のとおり。
- iv. 欧州域内のエンティティと欧州域外でネットィングの有効性が確認されていない国のエンティティとの取引について  
問題点は 3(1)に記載のとおり。

## (2) IM モデル

### ① デリバティブ・ポートフォリオと担保資産間の相関非勘案【P.36 の Article 5 MRM の第 2 パラグラフ】

BCBS/IOSCO 最終報告書では、ヘアカットをモデル化する選択肢を提示している。一般的に、デリバティブ・ポートフォリオと担保資産には共通の金利・為替リスク等が存在するため、ヘアカットとして表現されるリスクには、担保資産単独の価格変動リスク（ボラティリティ）だけでなくデリバティブ・ポートフォリオと担保資産間の相関リスクも含まれる。

システミック・リスク削減という規制目的に照らして、なぜ本件相関の勘案が禁じられるのか理解しがたく、いたずらにモデルの自由度を抑制していると考えられる（Question 3 にも関連）。

### ② 市場急変時の追加担保拠出【P.34 の Article 3 MRM の第 8 パラグラフ】

まず、“over a period that ranges between one and thirty business days”が、“to post the additional initial margin”または“the recalibration of the model”のいずれに掛かるのか確認したい。

前者、すなわち、モデルの再キャリブレーションから発生する追加担保の拠出期限である場合、特に、金融危機時に業界全体として所要担保金額が増加するケースが想定されるが、適格担保資産の流動性によっては一律 30 営業日という期限を設定することはかえってシステミック・リスクを増幅させる結果を招きかねない。30 営業日という基準値の設定根拠を明確化していただくとともに、市場流動性への意図せざる悪影響を避けるため可能であれば一律の期限設定を見送っていただきたい。

### ③ 1<sup>st</sup> CP では、IM 計算に内部モデルを適用する場合、当局への届出 (notify) と関連するドキュメンテーションの備置が要求されていたが、2<sup>nd</sup> CP では当該条文が削除されている。これは内部モデルの使用に際し、当局への届出手続等は一

切必要なくなったということにより確認させていただきたい。

(3) グループ間取引

2<sup>nd</sup> CP では、当局から免除を受けない限りグループ間取引も証拠金の授受を義務化している。しかしながら、本規制の目的は、ある金融グループの破綻が、他の金融グループに連鎖することによるシステム・リスクの回避にあるのに対して、たとえグループ間で証拠金を授受したとしても、グループをまたぐ破綻連鎖の防止に関しては有効な施策とはなりえず、システム・リスクの回避には貢献しない。それにもかかわらずこれを義務化した場合、VM はともかくとして、IM の場合はこれを再担保に供することが許されず、また IM を受入れるカスタディアンのレバレッジ比率への悪影響を避ける必要から、主要国の国債がその大半を占めることになると想定されるため、大量の担保有価証券がグループ内で死蔵する結果となる。市場で取引される主要国国債の流通量が減少すれば、今後金融政策の正常化（量的緩和・ゼロ金利政策の解除）に向けて、金利のボラティリティが一層増大し市場が混乱することも懸念される。また、グループ間取引の免除措置を受けるために、どの当局から承認を得ればよいかを明確にさせていただきたい。欧州域内で2社以上のグループ会社が存在する場合に、全ての所在国当局から承認を得る必要があるのか、そのうちの1国の当局から承認を得ることで足りるのか。あるいは、欧州域外のグループ会社の所在国で、欧州同様にグループ間取引の免除措置が定められている場合、当該欧州域外国の承認も要件となるのか、といった点を明確化させていただきたい。

(4) 同等性評価

クロスボーダーにおけるCSA契約締結には、各国規制確定後の同等性評価終了が不可欠。規制適用開始日までに、各国間に跨る莫大な数のCSA契約を締結完了するためには、来年初（2016年1月）を目処に同等性評価を完了させていただきたい。それ以降の完了であれば、民間の自助努力でキャッチアップすることは現実的に困難。換言すると、来年初時点で、規制未導入国も含め、同等性評価が未済の相手国に関しては、一定の猶予期間を設定するなど、規制導入時期に係る弾力的な運用をお願いしたい。

以 上

**Suggestion xx-xx****IMPROVEMENT OF CSA AGREEMENT**

<input checked="" type="checkbox"/> New <input type="checkbox"/> Ongoing
--

**1. SUGGESTION**

- In order to facilitate the introduction of Global Standard Credit Support Annex (“Global CSA”) against Indian banks, regulations on transfer of securities for collateral posting outside in India must be eased.
- Or, if such deregulation is not possible in the near future, then settlement and clearing of Indian Securities has to evolve for Indian National Debt to be used as eligible collateral for Local Credit Support Annex (“Local CSA”).

**2. ISSUE / PROBLEM**

- Aftermath of the Great Financial Crisis, executing collateralized OTC derivatives has become a sound global practice as agreed at G20 in 2009. Foreign banks in India are finding it difficult to expand derivative transactions with Indian banks and Financial Institutions because of severe restrictions on collateral posting, both locally as well as globally.
- Consequently, this limits the overall growth of derivative markets in India.
- Practice in India doesn’t conform to the standards of “The 2009 G20 agreement to reform the global OTC derivatives market” which stipulates the introduction of collateralization of derivative transactions worldwide.

**3. BENEFIT / MERIT FOR INDIA**

- With the enabling of transfer of security outside India under Foreign Exchange Management (FEMA) Act, derivative transactions between the Indian banks and foreign banks under global CSA will be activated and this will lead to development of local derivatives markets as well as debt capital markets. An active derivatives market is a key proponent to attract more foreign investment which is in line with the long-term vision of the Indian Government to develop local Infrastructure.
- Introducing global CSA will mitigate credit risk between Indian and Foreign banks, and contribute to activation of financial markets in India. It will also contribute to development of overseas business of the Indian banks.
- Acceptability of India national debt by foreign banks will increase if it is accepted as an eligible security (in case of Local CSA). It will also help for the expansion of Indian Bond markets and demand for Indian bonds.

**4. (IF ANY)INTERNATIONAL STANDARD / BEST PRACTICE**

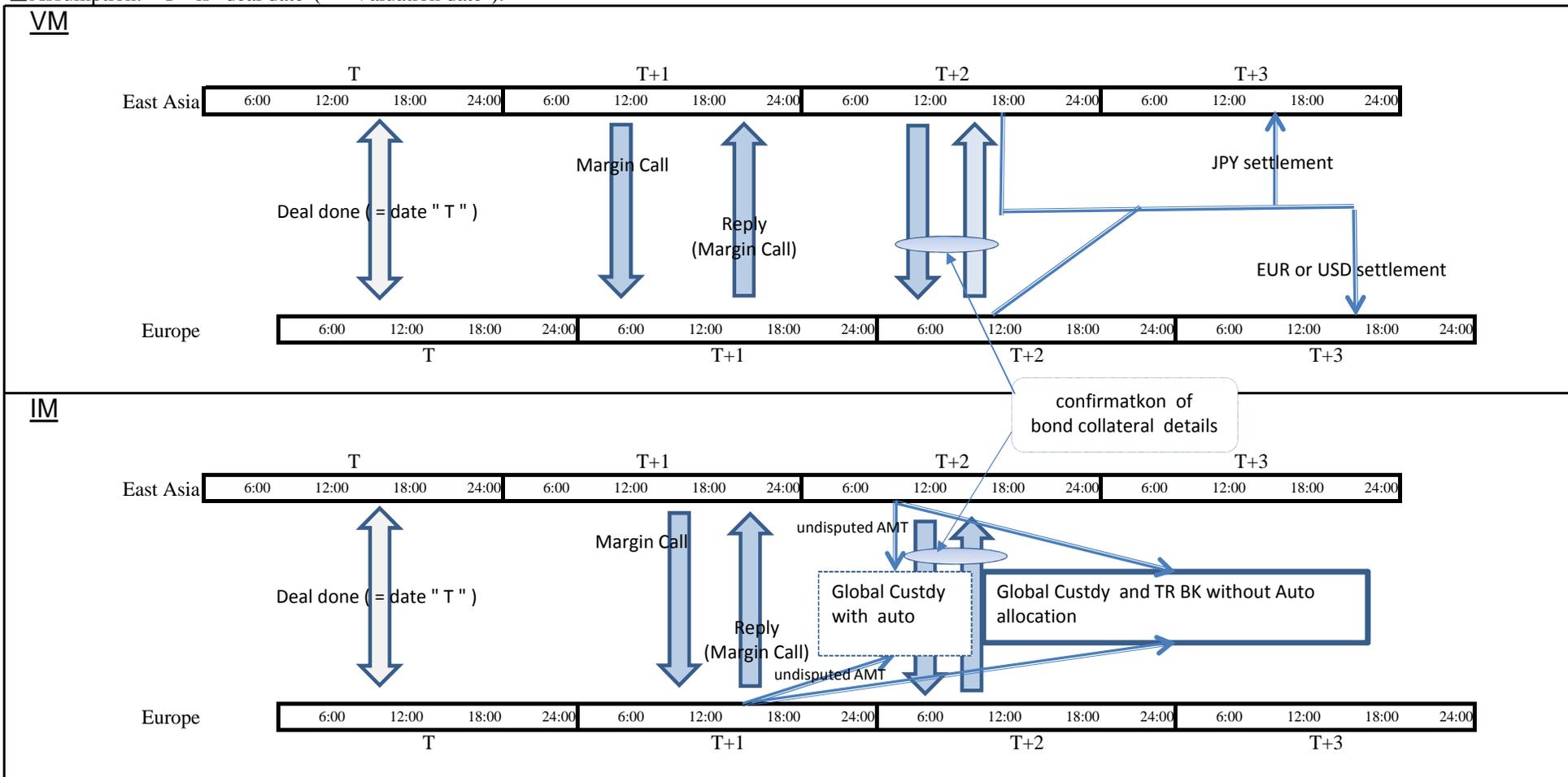
- Each country is advancing standardization and introducing legislation on derivative transactions for conforming to the international agreement of G20 in September, 2009 (example: Malaysia).
- The Global CSA has been introduced among major Asian countries except for Indonesia, Vietnam, and India. Especially, The Global CSA is commonly used in the market of Thailand as compared to other ASEAN countries.

**5. (IF ANY) RESPONSE OF FEDAI AND/OR OUR COMMENTS THEREON**

- 24<sup>th</sup> September 2012 FEDAI Circular / SPL-62/ISDA-CSA/2012  
“On the issue, it is observed that providing collaterals / margins for onshore transactions at an off-shore centre is not permissible under FEMA”

### クロスボーダー取引における証拠金の最短決済期間

□ Assumption: " T " is "deal date" ( ≠ "Valuation date").



- 銘柄の確認が不要なキャッシュ担保に限定すれば、1日短縮可。  
欧州規制案に掲げられている「undisputed Amountを一旦授受する」ことが前提。
- デール時間帯が、East Asiaの遅い時間帯になった場合は、翌日デール扱いになる場合あり(各社のシステム運用による)。  
その場合、実際のdeal dateの翌日を" T "日と認識することとする。