

2016年5月

非清算店頭デリバティブ取引に係る 米国及びEUの証拠金規制の動向

弁護士 片山 達 / 同 戸塚貴晴 / 同 河合 健 / 同 谷本大輔

バーゼル銀行監督委員会(BCBS)及びIOSCOによる最終報告を踏まえた非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制が各国で最終化されつつあります。日本では、2016年3月31日に、最終規則(「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」及び「主要行等向けの総合的な監督指針」等の一部改正)が公表されました¹。

一方、日本の市場参加者であっても、例えば、米国やEUに拠点を有する場合や、米国やEUの規制対象者との間で非清算店頭デリバティブ取引を行う場合には、これらの法域の証拠金規制が直接又は間接的に適用される可能性があります。

本ニュースレターは、米国とEUの証拠金規制の動向について当方で認識している一定の事項の概略について、一般的な情報提供をいたします。

I. 米国の証拠金規制

1. 規制の経緯

ドッド・フランク法第731条及び第764条は、米商品先物取引委員会(以下「CFTC」という。)、米証券取引委員会(以下「SEC」という。)及び米健全性当局(通貨監督庁、連邦準備制度理事会、連邦預金保険公社、農業金融局、連邦住宅金融局。以下、併せて「PR」という。)に対し、non-cleared swap及びnon-cleared security-based swapについて当初証拠金及び変動証拠金の授受に関する規制を導入するよう求めている²。

1 本邦最終規則については、2016年4月付け当事務所ニュースレター「JFSA published final rules of margin requirements for OTC derivatives」参照。(https://www.amt-law.com/pdf/bulletins2_pdf/160420.pdf)

2 “swap”とは、大要、金利、為替、商品、天候、広範な証券インデックス、複数のローン等のアセットクラスを参照するデリバティブ取引をいい、CFTCの管轄に服している。一方、“security-based swap”とは、大要、単一の証券やローン、限定的な証券インデックス等を参照するデリバティブ取引をいい、SECの管轄に服している。

これに従い、PRは2015年10月22日、証拠金ファイナル・ルール³(以下「PR最終規制」という。)を公表し、CFTCは、2015年12月16日、証拠金ファイナル・ルール⁴(以下「CFTC最終規制」という。)を公表している。PR最終規制とCFTC最終規制はほぼ同様ではあるが、一部異なる点がある。以下ではPR最終規制について説明する。

2. 規制対象者

米国証拠金規制の対象者は、① CFTCに Swap Dealer(以下「SD」という。)として登録されている者 ② SECに Security-Based Swap Dealer(以下「SSD」という。)として登録されている者、③CFTCに Major Swap Participant(以下「MSP」という。)として登録されている者、④ Major Security-Based Swap Participant(以下「MSSP」といい、①ないし④を併せて「Swap Entity」という。)として登録されている者である⁵。

このうちPRの規制の適用を受ける者は、上記①ないし④に該当し、かつ、預金保険対象金融機関等のPRの監督を受けている者(例えばSDである銀行)である(PR規制対象者を以下「CSE」という。)

一方、CFTC最終規制の対象はPRの規制の適用を受けないSDとMSPであり、SEC規制の対象は、PRの規制の適用を受けないSSDとMSSPである。

3. 規制対象取引

デリバティブ清算機関で清算されない swap 及び security-based swap(以下、それぞれ「Non-cleared swap」及び「Non-cleared security-based swap」といい、併せて「非清算 swap」という。)が規制対象取引である。これらには、基本的に、広範な非清算デリバティブ取引が含まれる。

但し、現物決済されるFXフォワード及びFXスワップは変動証拠金及び当初証拠金の授受の対象外であり、通貨スワップ取引の元本部分は当初証拠金の授受につき対象外とされている。

また、施行日前に行われた取引は対象外である。但し、施行日以後の取引とマスター契約が同一であり、かつ、同じ netting set(法的に強制執行可能な一括清算合意の対象となる一定の範囲の取引群)にある場合には対象に含まれる。

4. 義務の内容

CSEは非清算スワップの相手方の属性に応じ、以下の通り当初証拠金及び(又は)変動証拠金を徴求(collect)及び(又は)提供(post)する義務を負う。

3 <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-11-30/pdf/2015-28671.pdf>

4 <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister121615.pdf>

5 Swap Dealer、Major Swap Participantのリストについては、以下を参照。

<https://www.nfa.futures.org/NFA-swaps-information/regulatory-info-sd-and-msp/SD-MSP-registry.HTML>

(1) 証拠金の算定方式

(ア) 変動証拠金の算定方式

- ① 非清算デリバティブの時価に基づく
- ② 複数取引の必要証拠金額についてネットリング可能(適格なマスター・ネットリング合意のある場合)

(イ) 当初証拠金の算定方法

- ① モデル方式(当局の承認必要)又は標準方式
- ② 同一リスクカテゴリー内の複数取引の必要証拠金額についてネットリング可能(適格なマスター・ネットリング合意のある場合)

(2) 証拠金の授受の義務の概要

相手方に応じた CSE の証拠金授受の義務の概要は次表の通り。

| 相手方 | 変動証拠金 | 当初証拠金 |
|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| SE | 徴求及び提供 | 徴求 |
| Financial End User ⁶ with Material Swap Exposure ⁷ | 徴求及び提供 | 徴求及び提供 |
| Other Financial End User | 徴求及び提供 | 提供義務なし 自ら適当と判断する場合に徴求 |
| Commercial End User or Small Financial Institution that Hedges | 義務なし | 義務なし |
| Other Counterparty | 提供義務なし 自ら適当と判断する場合に徴求 | 提供義務なし 自ら適当と判断する場合に徴求 |

但し、同一グループ内取引に関しては、CSE は変動証拠金については徴求及び提供の義務、当初証拠金については徴求のみの義務を負う。

最低引渡金額は、変動証拠金と当初証拠金を併せて 50 万ドルである。

当初証拠金の閾値(これ以下の金額の場合には当初証拠金の授受を要しない額)はグループ単位で 50 百万ドルである(但し、グループ内取引については 20 百万ドル)。

証拠金は日次で算定して受渡する必要がある。受渡しの時限は翌営業日(時差がある場合には遅い方を基準に判断)である。

(3) 分別管理

当初証拠金は両当事者から見て第三者であるカストディアンで分別管理される必要がある。

当初証拠金は一定の例外を除き再利用、再担保が認められない。

6 大要、SE以外の、銀行、同持株会社その他の規制金融機関、投資会社、証券化ビークル、その他一定のインベストメントプール、保険会社及び米国で設立されたならばこれらに該当する外国法人

7 前年の6-8月の非清算スワップの平均想定元本額が80億ドル超(現物決済のFXフォワード・スワップを含む)

5. 適格担保物

主な適格担保物は以下の通り。現金については(通貨ミスマッチ以外)ヘアカットはない。一方、その他の担保物については資産カテゴリーに応じてヘアカット率が設定されている。

決済通貨と異種通貨建ての担保の場合は 8%の追加ヘアカットがある。但し、変動証拠金については米ドル又は主要通貨の場合、IM については終了通貨建ての担保の場合は追加ヘアカットはない。

- 現金(米ドル、主要通貨又は決済通貨)
- 米国債、エージェンシー債
- 米政府系企業の発行又は保証する債券
- ECB 又は中央政府の発行又は保証する債券のうち一定の基準を満たすもの
- BIS、IMF、国際開発銀行の発行する債券
- 投資適格の社債
- 一定の株式指数を構成する株式
- 一定の投資ファンドの発行する証券
- 金

変動証拠金の適格担保については SE との取引においては現金(米ドル、主要通貨又は決済通貨)に限定されている。

6. クロスボーダー取引の取り扱い

(1) 適用除外

(ア) 外国 CSE による foreign swap については PR 規制は適用されない。

(イ) 外国 CSE とは以下のいずれでもない CSE をいう。

- 米国法に基づき設立された法人(“US Entity”)、外国銀行の米国支店・現法、US Entity の支店・現法

(ウ) foreign swap とは、外国 CSE の相手方と両当事者の保証人が、以下のいずれでもない者である場合の swap をいう。

- US Entity、外国銀行の米国支店・現法、米国居住者である個人、US Entity の支店、US Entity の現法である SE

(2) 代替的コンプライアンス

PR が外国の証拠金規制の同等性を認める場合、概要、以下の代替的コンプライアンスが認められる。

- 外国 CSE、外国銀行の米国支店(現法は含まない)、米銀の海外現法については、US Entity 等の保証がない場合、全部(相手方が US CSE でなく、かつ、US Entity 等の保証を受けていない場合)又は一定の範囲で代替的コンプライアンスの利用が可能
- CSE(米国 CSE を含む)は、相手方が Financial End User with Material Swap Exposure の場合、相手方が、US Entity 等の保証を受けておらず、かつ、同等性評価をクリアした外国の証拠金規制における当初証拠金の徴求義務を負っている場合においては、当初証拠金の提供(徴求は含まない)について代替的コンプライアンスの利用が可能

7. 適用時期

非清算スワップ(FX フォワード及びスワップを含み、適用除外スワップを除く)の想定元本の月末(当該年の3、4、5月)平均が、下記表の金額を超える場合に適用される。

| 適用時期 | 当初証拠金 | 変動証拠金 |
|-----------|------------|---------|
| 2016年9月1日 | USD3兆以上 | USD3兆以上 |
| 2017年3月1日 | — | 限定なし |
| 2017年9月1日 | USD2.25兆以上 | 限定なし |
| 2018年9月1日 | USD1.5兆以上 | 限定なし |
| 2019年9月1日 | USD0.75兆以上 | 限定なし |
| 2020年9月1日 | USD80億以上 | 限定なし |

II. EUの証拠金規制

EUの証拠金規制の内容は、European Market Infrastructure Regulation(EMIR)⁸及びこれに基づき制定されるRegulatory Technical Standards(RTS)⁹によって定められることとなっている。RTSについては、2016年3月8日にそのFinal Draft¹⁰(以下「RTS最終案」という。)が公表された。

1. 規制対象者

Financial counterparty 及び NFC+が規制対象者とされている。

- (1) Financial counterparty(EMIR 第2条第(8)号)
 - (ア) 投資会社(investment firm)
 - (イ) 金融機関(credit institution)
 - (ウ) 保険会社等(insurance undertaking、assurance undertaking、reinsurance undertaking)
 - (エ) UCITS 及びその運用会社
 - (オ) Alternative Investment Fund Manager(AIFM)によって運用される Alternative Investment Fund (AIF) 等
- (2) NFC+(EMIR 第10条第1項、第3項)
 - (ア) EU 内で設立された者(financial counterparty 及び CCP を除く)
 - (イ) グループ内の NFCs を通算したグロスの想定元本金額が、以下の基準金額(clearing threshold)を超えた場合は、NFC+としての届出を要するとされている(EMIR 第10条、Regulation(EU)

8 Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories

9 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

10 RTS最終案については、以下を参照。

<https://www.esa.europa.eu/documents/10180/1398349/RTS+on+Risk+Mitigation+Techniques+for+OTC+contracts+%28JRC-2016-+18%29.pdf/fb0b3387-3366-4c56-9e25-74b2a4997e1d>

No149/2013 第 11 条)

| 取引類型 | 基準金額 |
|----------------------------------------------------------------------|----------|
| OTC credit derivative contracts | EUR 10 億 |
| OTC equity derivative contracts | EUR 10 億 |
| OTC interest rate derivative contracts | EUR 30 億 |
| OTC foreign exchange derivative contracts | EUR 30 億 |
| OTC commodity derivative contracts その他上記以外の OTC derivative contracts | EUR 30 億 |

(3) EU 外の主体

EU 内で設立されていれば financial counterparty 又は NFC+に相当するであろう EU 外の主体が、EU の financial counterparty 又は NFC+と取引する場合には、EU 側の主体に規制が適用されるとされている (RTS 最終案第 3 条)。

2. 規制対象取引

(1) 対象商品の範囲を画する定義語

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)¹¹における定義を参照して規定されている「OTC derivative contract」(EMIR 第 2 条第(7)号)が規制対象とされており(EMIR 第 11 条第(3)号)、これには、現物決済される foreign exchange forward 及び foreign exchange swap を含めて広範囲の商品が含まれるものとされている。

(2) 施行日前の取引の取扱い

施行日後に締結される契約が適用対象であるため、施行日前の取引については変動証拠金及び当初証拠金の授受は必要ないが、施行日後の取引と同一の netting set に含める場合は適用対象とされている。

(3) 当初証拠金に関して対象外となる取引

現物決済される foreign exchange forward 及び foreign exchange swap 並びに currency swap(元本部分)は対象外とされている(RTS 最終案第 7 条)

3. 主な適用除外

(1) 変動証拠金及び当初証拠金に関する適用除外

(ア) グループ内取引(intragroup transaction)については、一定の条件の下で適用除外が認められる(EMIR 第 11 条第 5 項～第 10 項、RTS 最終案第 35 条～第 38 条)。

(イ) ネットティングの有効性又は分別管理の要件充足が確認されていない第三国の主体との間の取引につき、

11 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

一定の条件の下で適用除外が認められる(RTS 最終案第 11 条)。

(2) 変動証拠金に関する適用除外

現物決済される foreign exchange forward については、2018 年 12 月 31 日又は MiFID II に基づく関連する立法措置が施行される日のいずれか早い日までの間は変動証拠金に関して適用除外となる(RTS 最終案第 39 条第 6 項)

(3) 当初証拠金に関する適用除外

(ア) 基準月末時点における非清算集中デリバティブの平均想定元本額が単体及びグループ全体で EUR80 億(※段階的施行あり)を下回っている場合(RTS 最終案第 8 条)

① グループ内取引は一度だけカウント

② Investment funds については財産の分別管理等を条件としてファンドごとに判定すれば足りる

(イ) 当初証拠金の授受を要する額が以下の金額以下である場合(RTS 最終案第 9 条)。

③ 各取引当事者の属するグループ同士の間で EUR5000 万以下

④ 各取引当事者が同一グループに属する場合、当該取引当事者間で EUR1000 万以下

4. 義務の内容

(1) 変動証拠金

(ア) 変動証拠金は、以下の時点の netting set について、日次で計算(RTS 最終案第 12 条第 1 項第 2 項)

① 各当事者が同じタイムゾーンの場合は前営業日

② 各当事者が異なるタイムゾーンの場合は早い方のタイムゾーンにおける前営業日の 16 時

(イ) 変動証拠金は以下の時点までに徴求を要する(RTS 最終案第 13 条第 3 項乃至第 5 項)

① 原則として、計算を行った営業日中

② 所定の要件を充足して IM 又は VM の積み増しを行っている場合、計算日から 2 営業日以内

(2) 当初証拠金

(ア) 当初証拠金の計算方法(RTS 最終案第 13 条第 1 項)

① standardised approach (標準的方法の利用)

② initial margin models (当初証拠金モデルの利用)

(イ) 以下のいずれかの場合、翌営業日までに当初証拠金を計算し、かつ、受け入れることが必要(RTS 最終案第 13 条第 3 項第 5 項)

① 新たな取引が netting set に追加された場合

② 既存の取引が終了し、又は、netting set から除外された場合

③ 既存の取引について、担保授受以外の支払が発生した場合

④ standardised approach による場合は、満期日が近づくことで既存契約の資産カテゴリが変更となった場合

⑤ その他直近 10 営業日以内に計算が実施されていない場合

(ウ) 拠出された当初証拠金は、担保徴求者の債務不履行又は倒産から保護されるように、第三者保管者若しくはカस्टディアンにおける記帳又は他の法的に有効な方法によって分別管理されることが必要(RTS 最終案第 33 条第 1 項)

5. 適格担保物(例)

RTS 最終案第 22 条第 2 項が以下を適格担保物として規定している。

- (i) 現金預金(短期金融市場預金等を含む)
- (ii) 金
- (iii) 中央政府・中央銀行の発行する債券
- (iv) 地方政府の発行する債券
- (v) 公共セクター法人の発行する債券
- (vi) 国際開発金融機関の発行する債券
- (vii) IMF・BIS 等の国際機関の発行する債券
- (viii) 金融機関・投資会社の発行する債券
- (ix) 社債券
- (x) 再証券化商品を除く証券化商品の最上位シニアトランシェ
- (xi) 転換社債(主要指数に含まれるエクイティに転換可能なもの)
- (xii) 主要指数に含まれるエクイティ
- (xiii) UCITS 持分(適格基準を充たすもの)

6. 当初証拠金に係る担保集中制限(例)

(ア) Global systemically important institutions(G-SIs)、other systemically important institutions(O-SIs) 及び 10 億ユーロを超える当初証拠金授受が必要となる相手方との間の取引にあつては、10 億ユーロを超える当初証拠金について、単一の主体又は同一国に所在する主体の発行する以下の担保物につき上限 50%(RTS 最終案第 28 条第 2 項乃至第 4 項)

中央政府・中央銀行の発行する債券、地方政府の発行する債券、公共セクター法人の発行する債券、国際開発金融機関の発行する債券及び IMF・BIS 等の国際機関の発行する債券 等

(イ) OTC derivative contracts の参照資産と同一種類の資産を担保物として徴求する場合は、上記担保集中制限の適用除外となる。

(ウ) G-SII 又は O-SIs に該当する当事者間では、個々の第三者カストディアンによって保有されるキャッシュを当初証拠金の 20%以内にすることが必要(RTS 最終案第 28 条第 5 項)

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 片山 達(tatsu.katayama@amt-law.com)
弁護士 戸塚貴晴(takaharu.totsuka@amt-law.com)
弁護士 河合 健(ken.kawai@amt-law.com)
弁護士 谷本大輔(daisuke.tanimoto@amt-law.com)
 - 本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、finlaw-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいますようお願いいたします。
 - 本ニュースレターのバックナンバーは、<http://www.amt-law.com/bulletins2.html>にてご覧いただけます。