



マージン規制実施後の店頭デリバティブ・ドキュメンテーション —IM Phase 5 へ向けて— 執筆者: 仲田 信平

1. はじめに

(1) 清算されない店頭デリバティブ取引に対する証拠金規制

2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻により強化された一連のグローバル・ベースでの金融市場の改革も大詰めを迎えています。これまで、店頭デリバティブに対する規制としては、2009年9月のピッツバーグ・サミットにおいて、「銀行及びその他の金融機関による無謀で無責任なリスク・テイクが、現在の危機の実質的な要因となった危険な金融の脆弱性を作り出した」との基本的な認識のもとに、①取引所または電子取引基盤における約定、②中央清算機関(CCP)による決済、③取引情報蓄積機関への報告、④より高い所要自己資本の賦課が提起され、さらに2011年11月のカンヌ・サミットでは、⑤清算されない店頭デリバティブ取引につき、証拠金規制を課すことが提唱されました。

カンヌ・サミットでの首脳声明を受け、BCBS(バーゼル銀行監督委員会)及びIOSCO(証券監督者国際機構)は、2013年9月、清算されないデリバティブの証拠金規制についてのフレームワークを公表しました。日本では、2016年3月、金融庁が、「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、並びに金融庁告示を公布し、これらは、2016年9月1日から段階的な適用が開始されています。また、米国、欧州、スイス、カナダにおいても、概ね日本と同時期に証拠金の段階的適用開始しており、さらにオーストラリア、シンガポール、香港、ブラジル等において証拠金規制の導入が進められています。

現在、証拠金のうち、変動証拠金(VM)については、すでに規制の適用が開始されておりますが、当初証拠金(IM)については、2018年9月にいわゆる“Phase 3”が実施された段階であり、今後、2019年9月の“Phase 4”及び証拠金規制実施の最終段階となる2020年9月の“Phase 5”へ向けての準備が進められています。特に、“Phase 4”から“Phase 5”では、規制の適用の基準となる

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

閾値の金額(グループベースでの店頭デリバティブ取引の想定元本(AANA))が、百分の1程度¹に引き下げられるため、地域金融機関や生損保会社等を含め、数多くの金融機関に対して、当初証拠金(IM)に係る証拠金規制が適用されることが見込まれています(いわゆるIM ビッグバン)。

(2) 適用される規制の確認

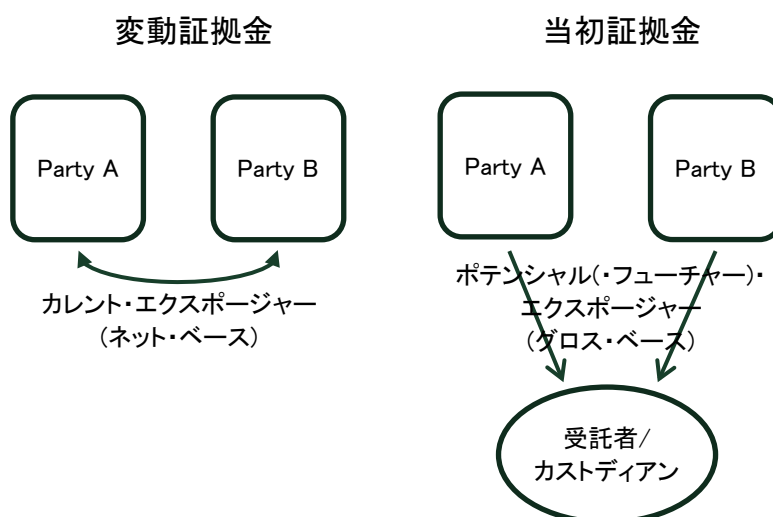
当初証拠金(IM)規制の対応には、第一段階として、取引相手毎に、適用される規制の内容を具体的に確認することが必要となります。一般的に、証拠金規制は、①自己及び相手方がそれぞれ属する法域における法的又は規制上の属性(例:「金融商品取引業者等」、「Covered Swap Entity」、「Financial Counterparty」等)、及び②グループベースでの店頭デリバティブ取引の想定元本の金額により、その適用の有無や適用の開始時期が決定されます。そのため、こうした事項につき、取引相手毎に確認することが必要となります。

さらに、クロスボーダー取引においては、日本規制と米国規制(CFTC 又は Prudential Regulators)、あるいは日本規制と欧州規制のように、複数の証拠金規制が課せられるケースがあります。こうした場合、適用される規制のうち、「最も厳しい規制」を遵守する必要があるため、特に注意が必要です。具体的には、①店頭デリバティブ取引の想定元本(AANA)、最低引渡担保額や当初証拠金(IM)の閾値等、マージン規制に用いられる金額の為替相場の変動に伴う対応や、②計算頻度、決済の期限、適格担保の範囲、ヘアカット率等、各国又は地域の証拠金規制毎に相違する事項についての対応が、追加的な課題となります。

2. 当初証拠金規制に対応するためのドキュメンテーション

(1) 当初証拠金(IM)と変動証拠金(TM)の相違点

当初証拠金(IM)とは、店頭デリバティブ取引について将来発生し得る費用又は損失の見積額(ポテンシャル(・フューチャー)・エクスポージャー)に対応して預託する担保です。将来の一定期間において、いずれの当事者も、取引の時価評価で勝つ可能性も負ける可能性もあるため、ポテンシャル(・フューチャー)・エクスポージャーは、その性質上、両方の当事者に発生します。そのため、当初証拠金(IM)は、変動証拠金(TM)と異なり、相対で、ネット・ベースで差し入れることはできず、信託やカストディアンといった第三者に対して、互いに、グロス・ベースで差し入れることが必要となります。



¹ Phase 3 以降の当初証拠金(IM)規制の段階的適用に係る閾値の金額は、以下の通りです。

- ・2018年9月 (Phase 3): 210兆円超(日本) / 1.5兆ドル(米国) / 1.5兆ユーロ(欧州)
- ・2019年9月 (Phase 4): 105兆円超 / 0.75兆ドル(米国) / 0.75兆ユーロ(欧州)
- ・2020年9月 (Phase 5): 1.1兆円超 / 80億ドル(米国) / 80億ユーロ(欧州)

さらに、証拠金規制において、当初証拠金(IM)につき、①担保提供者が債務を履行しないときに、担保受領者が遅滞なく利用することができること²、及び②担保受領者が破綻した場合に、担保提供者に返還されることが要求されています。また、変動証拠金(VM)と異なり、原則として、担保受領者によるリハイポ等の担保の再利用が禁止されています。

(2) 信託スキームとカストディアン・スキームの概要

証拠金規制で求められる当初証拠金(IM)の分別管理を行うことを目的として、当初証拠金(IM)の実務上、信託とカストディアンが用いられています。以下、(a) 契約構成、(b) 平常時における担保物の受渡し(差入れ及び返戻)、(c) 担保提供者の破綻に伴う担保受領者の権利、(d) 担保受領者の破綻に伴う担保提供者の権利につき、それぞれの概要を説明します。

(a) 契約構成

(i) 信託スキーム

- ・ 担保提供者と担保受領者の二者間で IM CSA (日本法準拠の消費貸借型の契約)を締結
- ・ 担保提供者(第一受益権者)、担保受領者(委託者)、受託者の三者間で信託契約を締結

(ii) カストディアン・スキーム³

- ・ 担保提供者と担保受領者の二者間で IM CSA (カストディアンが所在する国の法律を準拠法とする質権型の契約)を締結
- ・ 質権に関する対抗要件を具備することや担保の受渡に関する業務を規定すること等を目的として、カストディアン所定の三者間契約(“Account Control Agreement”等)を締結

(b) 平常時における担保物の受渡し

(i) 信託スキーム(担保差入れ)

- ・ 担保提供者から担保受領者へ担保物を差入れ
- ・ (信託契約の委託者である)担保受領者から、受託者(信託口座)に対して、担保物を移転(ただし、オペレーション上は、担保の受渡に関する手続きを「準委任」することにより、担保提供者と受託者が直接的に担保物の受渡しを行う)

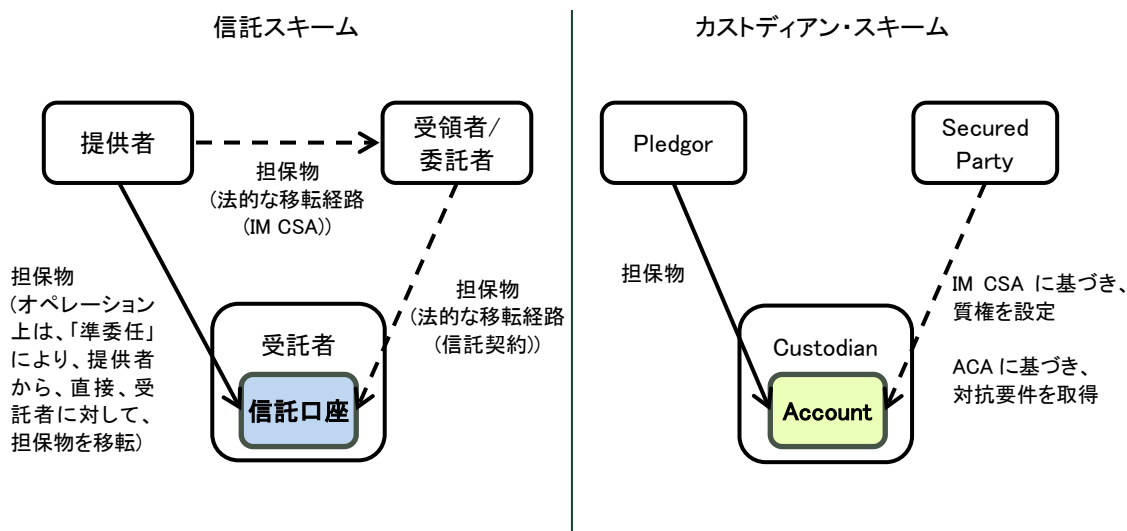
² 日本の金融機関(特に預金保険法第 126 条の 2 第 1 項第 2 号に規定される「特定第二号措置」の対象となることが想定されないもの)がカストディアン・スキーム(後述)を用いて「質権」形式で当初証拠金(IM)を提供し、担保提供者である当該金融機関に会社更生手続が開始した場合、「質権」として提供した当初証拠金(IM)が更生担保権(会社更生法第 2 条第 10 項)とみなされ、また、担保受領者は原則として更生計画の定めに従ってのみ弁済を受けることができるとされていることから(同法第 47 条第 1 項)、当初証拠金(IM)を、担保受領者が「遅滞なく利用すること」ができないのではないかとの指摘がなされていました。この点、金融庁が今年 3 月 15 日に国会に提出した、「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律案」において、一括清算法を改正し、一定の要件の下に、「担保権」について「更生手続開始の申立てがあった時」においてその効力を認める旨の規定が設けられています。そのため、同法案が成立すれば、上記の懸念は解消すると見込まれますが、「担保権の目的である財産」等の要件につき、内閣府令において規定されることが予定されているため、引き続きその内容を注視する必要があると思われます。

³ カストディアン及びその所在地に応じて、用いる契約の組み合わせや書式が、若干異なります。

(ii) カストディアン・スキーム(担保差入れ)

- 担保提供者から、カストディアン(担保口座)に対して、担保物を移転
- “Account Control Agreement”等の契約に基づき、担保口座に移転された担保に、質権を設定

図：担保差入れ



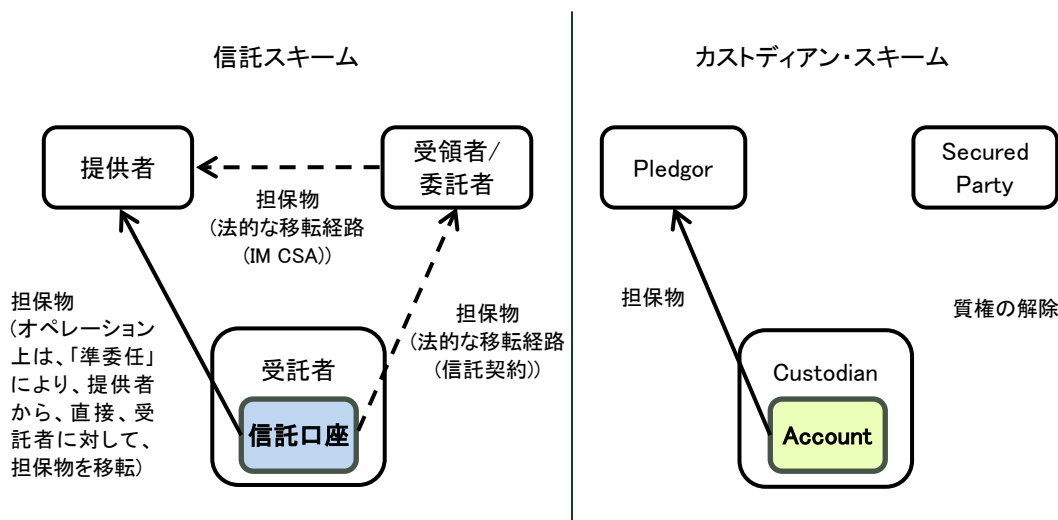
(iii) 信託スキーム(担保返戻)

- 受託者(信託口座)から、(信託契約の委託者である)担保受領者に対して、担保物を返戻
- 担保受領者から担保提供者へ担保物を返戻(ただし、オペレーション上は、担保の受渡に関する手続きを「準委任」することにより、受託者と担保提供者とが直接的に担保物の受渡しを行う)

(iv) カストディアン・スキーム(担保返戻)

- “Account Control Agreement”等の契約に基づき、返戻の対象となる担保物の質権を解除
- カストディアン(担保口座)から担保提供者に対して、担保物を返戻

図：担保返戻

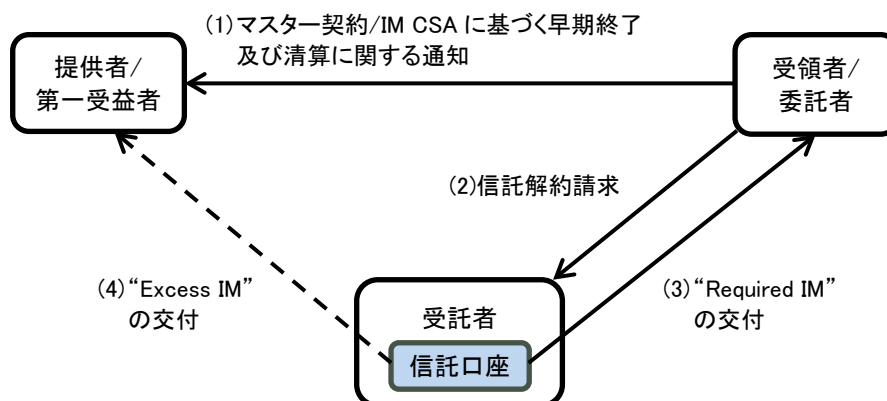


(c) 担保提供者の破綻に伴う担保受領者の権利実行

(i) 信託スキーム

担保提供者が破綻した場合、担保受領者(委託者)は、

- (1) マスター契約及び IM CSA に基づき、担保提供者に、清算に関する通知を送付
- (2) 信託契約に基づき、受託者に対し、信託契約の解約を通知
- (3) 信託契約の解約に基づく財産の返戻として、受託者に対し、(用いる信託契約の書式に応じ)すべての信託財産又は“Required IM”の交付を請求
- (4) 受託財産の価値が “Required IM”を越える場合、受託者は残額を担保提供者に交付



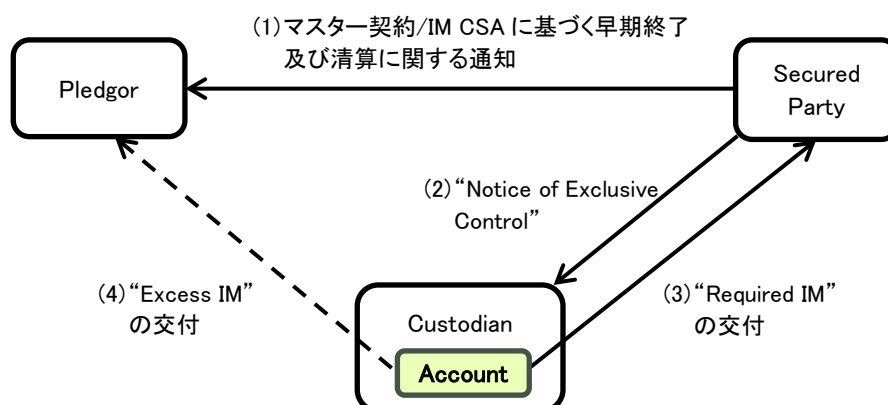
“Required IM” 担保受領者が算定する、取引の清算のために必要な金額
(信託の解約に基づく残余財産の交付)

“Excess IM” “Required IM”を越える余剰な担保(第一受益権に相当する財産の交付)

(ii) カストディアン・スキーム

Pledgor が破綻した場合、Secured Party は、

- (1) マスター契約及び IM CSA に基づき、Pledgor に、清算に関する通知を送付
- (2) “Account Control Agreement”等に基づき、カストディアンに対し、“Notice of Exclusive Control”等の文書を送付
- (3) カストディアンに対し、(用いる契約の書式に応じ)すべての財産又は“Required IM”の交付を請求
- (4) 担保物の価値が “Required IM”を越える場合、カストディアンは残額を Pledgor に交付



“Required IM” Secured Party が算定する、取引の清算のために必要な金額
(担保権の実行に基づく財産の引渡し)

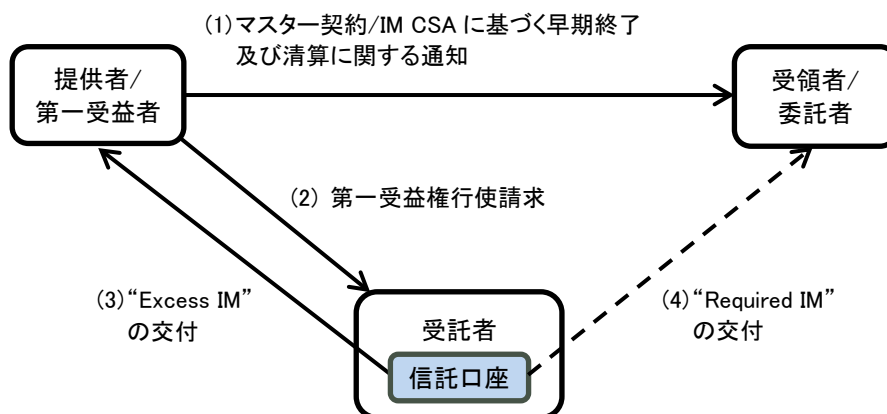
“Excess IM” “Required IM”を越える余剰な担保(余剰な担保の返戻)

(d) 担保受領者の破綻に伴う担保提供者の権利実行

(i) 信託スキーム

担保受領者が破綻した場合、担保提供者(第一受益者)は、

- (1) マスター契約及び IM CSA に基づき、担保受領者に、清算に関する通知を送付
- (2) 信託契約に基づき、受託者に対し、第一受益権行使請求書を送付
- (3) 受託者に対し、第一受益権として、(用いる信託契約の書式に応じ)すべての信託財産又は“Excess IM”の交付を請求
- (4) 受託財産の価値が “Excess IM”を越える場合、受託者は残額を担保受領者に交付



“Excess IM”

“Required IM”を超える余剰な担保(第一受益権に相当する財産の交付)

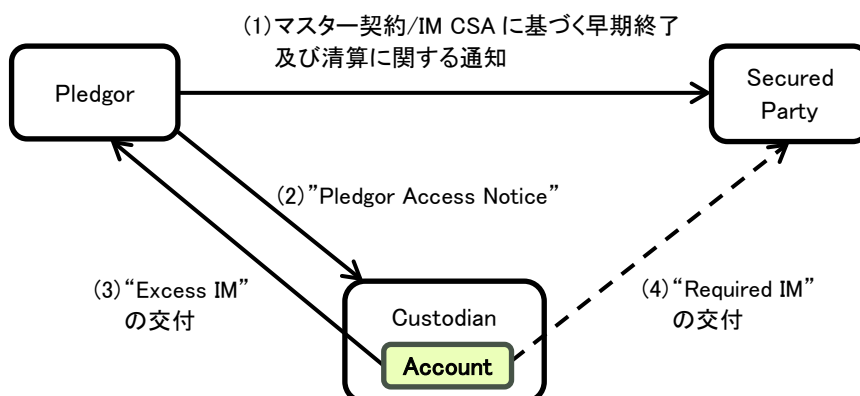
“Required IM”

担保提供者が算定する、取引の清算のため、担保受領者に交付すべき金額(信託の解約に基づく残余財産の交付)

(ii) カストディアン・スキーム

Secured Party が破綻した場合、Pledgor は、

- (1) マスター契約及び IM CSA に基づき、Secured Party に、清算に関する通知を送付
- (2) “Account Control Agreement”等に基づき、カストディアンに対し、“Pledgor Access Notice”等の文書を送付
- (3) カストディアンに対し、(用いる契約の書式に応じ)すべての財産又は“Excess IM”の交付を請求
- (4) 担保物の価値が “Excess IM”を越える場合、カストディアンは残額を、Secured Party に交付



“Excess IM”

“Required IM”を超える余剰な担保(担保の返戻)

“Required IM”

Pledgor が算定する、取引の清算のため、Secured Party に交付すべき金額(“Required IM”の交付)

このように、信託とカストディアンとは、契約の構成や法的な建付けは異なるものの、平常時における担保物の受渡しの流れに大きな相違はなく、また、証拠金規制において求められる、①担保提供者が債務を履行しないときに、担保受領者が遅滞なく利用することができること⁴、及び②担保受領者が破綻した場合に、担保提供者に返還されることの要件を、一般的には、いずれも充足していると思われま

3. 今後の展望

当初証拠金(IM)は、変動証拠金(TM)と異なり、相対で、ネット・ベースで差し入れることはできず、信託やカストディアンといった第三者に対して、互いに、グロス・ベースで差し入れることが必要となります。また、信託やカストディアン(及びその所在地)毎に用いる契約書の組み合わせや書式が異なるため、変動証拠金(TM)に比べ、ドキュメンテーションは、より複雑なものとなります。

さらに、当初証拠金(IM)の実施のためには、ドキュメンテーション以外にも、各取引相手毎に適用されるマージン規制の確認、信託又はカストディアンでの口座の開設、オペレーションの構築、モデルの管理、差入る担保物の確保といった作業が必要となります。

そのため、対象となる金融機関(及びその取引相手方)は、2020年9月の“Phase 5”(IMビッグ・バン)に向け、早期に準備を進めていくことが望まれます。



なかだ しんぺい
仲田 信平

西村あさひ法律事務所 弁護士
s_nakada@jurists.co.jp

デリバティブ取引、レポ取引、アセット・マネージメント、キャピタル・マーケット、金融規制対応等の企業法務を手掛けている。

⁴ ただし、日本の金融機関がカストディアン・スキームを用いて担保を提供する場合の更生担保権に関する事項については、上記脚注(2)をご参照ください。