

CCPの再建・破綻処理に関する欧州委員会の提案 ～EUのCCPに参加する日系金融機関への影響にも注意が必要～

公益財団法人 国際金融情報センター ブラッセル事務所長

金子寿太郎



1. 今次提案の背景

昨年11月28日、EUの欧州委員会（以下、欧州委）はCCP（Central Counterparty；中央清算機関）の再建と破綻処理の域内ルールに関する提案を公表した。CCPは、金融取引の当事者の間に入り、売り手に対する買い手となるとともに、買い手に対する売り手となることにより、未決済契約の履行を確保するための金融市場インフラである。世界的な金融危機を経て、2009年のピッツバーグG20サミットで店頭デリバティブ取引に対して清算集中義務等を課すことが合意されて以来、金融市場におけるCCPの重要性が高まっている（注1）。これとともに、銀行等清算参加者の

信用リスクを引き取ったCCP自体がシステムックリスクの源泉とならぬよう、CCPの経営危機に対処するためのルール作りが急務となった。

EUでは、CCPを規律するためのルールとして、既に欧州市場インフラ規則（EMIR）という域内ルールがあり、これがCCPの頑健性を維持するのに寄与している。例えばEMIRでは、CCPが常に満たすべき財務資源に関して、そのシステムックな重要性の度合いにかかわらず、最大のエクスポージャーをもたらす可能性のある清算参加者2先が同時に破綻した場合でも全ての損失を吸収可能でできる水準を備えるよう規定しており、関連の国際基準である金融市場インフラのための原則（FMI原則）よりも高い要件を設けている（注2）。

EMIRが実施されていることにより、EUのCCPが破綻の危機に陥る蓋然性は決して高くない。実際、EUには現在17のCCP（一覧は下表参照）が存在するが、これまで破綻事

目次

1. 今次提案の背景
2. 今次提案のポイント
3. 今後の展望と留意点

(表) EU域内で活動しているCCP

名称	設立国	清算商品例	監督当局
LCH Ltd	英国	現物株・店頭デリバティブ	イングランド銀行
ICE Clear Europe Limited	英国	上場デリバティブ	イングランド銀行
CME Clearing Europe Ltd	英国	金利・商品デリバティブ	イングランド銀行
LME Clear Ltd	英国	商品デリバティブ	イングランド銀行
Eurex Clearing AG	ドイツ	現物株・債権・証券貸借	連邦金融監督機構 (Bafin)
European Commodity Clearing	ドイツ	商品デリバティブ	連邦金融監督機構 (Bafin)
LCH SA	フランス	現物株・債権・上場デリバティブ	ブルーデンス監督・破綻処理庁 (ACPR)
ICE Clear Netherlands B.V.	オランダ	店頭株デリバティブ	オランダ銀行 (DNB)
European Central Counterparty N.V.	オランダ	現物株	オランダ銀行 (DNB)
Nasdaq OMX Clearing AB	スウェーデン	株・金利・商品デリバティブ	金融監督庁 (Finansinspektionen)
Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.	イタリア	現物株・債権・レボ	イタリア銀行
KDPW_CCP	ポーランド	現物株・債権・金利デリバティブ	金融監督庁 (KNF)
CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH	オーストリア	上場現物株・債権	オーストリア金融市場機構 (FMA)
BME Clearing	スペイン	現物株・債権	国家証券市場委員会 (CNMV)
OMIClear-C.C., S.A.	ポルトガル	商品デリバティブ	証券市場委員会 (CMVM)
Athens Exchange Clearing House	ギリシャ	上場現物株・債権	ギリシャ資本市場委員会
Keler CCP	ハンガリー	上場現物株・債権	ハンガリー中央銀行 (MNB)

(出所) 欧州証券市場機構

例はないほか、欧州証券市場機構 (ESMA) のストレステストでも、これまで域内CCPの頑健性に特段の問題は指摘されていない。それでもCCPはシステミックな重要性を持つ金融市場インフラであるため、万一の事態に対する備えを講じておくことが必要である。

EUでは、銀行の再建・破綻処理に関する指令 (BRRD) が先に成立・発効している。しかし、CCPには銀行と異なる特殊性があることから、独自の検討が必要である。こうした考えに基づき、欧州委は、CCPのほか保険会社等を含む非銀行業態の再建・破綻処理の枠組みについて、2012年10月から同12月まで市中協議を行った。今次提案は、その際にCCPの再建・破綻処理に関するEUルールを

早期に求めるコメントが多く寄せられたことに基づき策定されている。

2. 今次提案のポイント

今次提案は、金融安定委員会 (FSB) 並びにBISの決済・市場委員会及び証券監督者国際機構 (CPMI-IOSCO) におけるこれまでの議論^(注3)と基本的に整合的な内容であり、モラルハザードや納税者負担を回避しつつ、CCPの不可欠な機能を残し、金融システムの安定を維持することを目的としている。もっとも、国際基準はハイレベルな内容を規定しているにとどまっており、FSBやCPMI-IOSCOで技術的なガイドラインの検討が継

続している。こうした状況を踏まえ、今次提案では、国際的な議論の進展に応じて、柔軟に見直しを行う可能性が示されている。また、破綻処理ツールなどについては、国際基準よりも踏み込んだたちでの独自性が若干認められる。以下では、今次提案の特に重要な側面に絞って、それらのポイントのほか、既存の銀行向けEUルール（BRRD）^{（注4）}との相違や国際基準との関係を解説する。

（1）監督当局による早期介入

CCPは、監督当局の検証を経つつ、有事の再建計画を予め策定し、清算参加者の破綻やその他の損害（詐欺、サイバー攻撃等）に備えなければならない。CCP自身による再建手続きに加えて、今次提案には、監督当局の早期介入という既存の国際基準には明記されていないEU独自の規定が含まれている。これは、BRRDに倣って、破綻状態（failing or likely to fail）に至る以前の段階においても、銀行の自主的な再建策では不十分な場合や破綻が公益を損ないかねない場合、監督当局の介入を許容している。

金融機関危機の拡散を未然に防ぐ上では、監督当局が早期に介入することが有効である。一方で、事実上破綻処理が早期に開始されることにより、CCPの自主的な再建が損なわれる事態にならないよう注意する必要がある。早期介入のための基準（トリガー）について、今次提案は詳しく定めてはいない。一般的に、定量的な基準は、明確である一方、

あらゆる状況に応じた柔軟な対応を取ることが難しくするきらいがある。他方、定性基準だけでは透明性や説明責任を十分に確保することが難しい。この点は今後の課題であろう。

なお、CCPの場合、監督にかかるEU機関は存在しない。すなわち、同じ金融市場インフラでも、取引情報蓄積機関（TR）がESMAの監督も受けているのと異なり、CCPは主として設立国（ホーム）当局の監督を受けている^{（注5）}。

（2）破綻処理の開始基準

破綻処理は、原則として、CCP自身による再建や監督当局による早期介入の後、かつ通常の倒産法による清算の前のタイミングで開始される。具体的には、①適切な期間内に再建される現実的な見込みがないこと、②金融システムの安定を害する恐れがあること、③通常の倒産法に則った清算では支障があること、という定性的なトリガーが示されている。BRRDと同様、最低自己資本比率等の数値基準は設けられていない。トリガーの解釈の余地が大きい点は、監督当局による早期介入と似通っている。

銀行と同じく、トリガーを引く主体は、原則として監督当局である^{（注6）}。一方、銀行について単一破綻処理委員会（SRB）というEU機関が設立されたのとは異なり、CCPの破綻処理にかかるEU機関の創設は今次提案で想定されていない。監督部署と破綻処理部署の間で機密情報の共有が適切に遮断される場

合、加盟国の監督当局が破綻処理当局を兼ねることも認められる。

(3) 破綻処理当局の権限・ツール

破綻処理当局は、予め策定した破綻処理計画書に則り、①事業売却、②ブリッジCCP、③損失割当、④株式消却や債務の株式転換、などの選択肢の中から、状況に応じて適宜の対応を選択することとされている。もっとも、CCPの承継機関を見つけることの難しさやCCPの一般的な組織形態を踏まえると、特に重要なのは③の損失割当であろう。今次提案では、債権の序列(hierarchy of claims)に基づき、no creditors worse off原則^(注7)のようなセーフガードに配慮することを前提とした上で、当局が利用できるべきツールとして、非破綻清算参加者等に対する事後的なキャッシュコール(奉加帳)や変動証拠金のヘアカットなど、多様な手段を明記している。

国際基準と比較すると、Key Attributesに記載されている当初証拠金のヘアカットは今次提案に明記されていない。しかし、今次提案は、破綻処理当局があらゆる状況にも柔軟に対応できるよう、あえて悉皆的なかたちで破綻処理ツールを記すことはしていない(記載されているツールはあくまで例示としての位置付け)。したがって、当初証拠金のヘアカットも、破綻処理の目的やセーフガードに合致する限り、当局は行使し得ると考えるべきである。

BRRDとの関係では、デリバティブ早期解

約権に対する停止(stay on early termination right)や一時的な支払い停止(payment moratoria)といった権限も厳しい条件の下で認められるという点が共通している一方、CCP固有のツールもみられる。今次提案では、関係者間の協議を重ねても、破綻参加者のポジションを他の参加者に割り当てることができない場合に備え、破綻処理当局は、CCPと破綻参加者の間の清算契約を全て解消(full tear-up)する法的権限も持つべきとされている。これは、未履行のブックを無くすことにより、CCPの債務を削減し、その存続を図る上では有効である。他方で、FSBも「最後の手段(last resort tool)」と整理しているように、金融市場にとって不可欠な機能を維持する、という破綻処理の目的を損なうことにもなりかねない劇薬であるため、運用にあたっては慎重な判断が求められる。

今次提案では、日本の金融商品取引法のような清算参加者に対する無限責任原則^(注8)は規定しておらず、CCPの損失をどの程度清算参加者に割り当てるかは、破綻処理当局の裁量に委ねるとしている。言い換えれば、BRRDと同様、最終手段としての公的資金による救済(納税者負担)は排除されていない。これは、特にデリバティブ取引の場合、清算参加者の破綻に伴ってCCPが被り得る最大損失額は予見できないことを踏まえた対応と推測される。

(4) 国際協調と域外国との関係

今次提案では、BRRDと同様、CCPについても、既存の監督カレッジに加えて、破綻処理カレッジを新たに設置することで、関係当局間の協調促進を図る方針が示されている。破綻処理カレッジは、FSBの国際基準が定める危機管理グループ(CMG)に対応している。破綻処理カレッジでは、破綻処理計画の策定、破綻処理可能性の評価、その他関連する情報の共有が行われる。BRRDとの大きな違いは、システミックな重要性の程度にかかわらず、域内全てのCCPに破綻処理カレッジの設置を義務付けていることである。なお、破綻処理カレッジは、個別CCP毎に、破綻処理当局のほか、監督当局、ESMAなど関係する当局で構成することとされている。日本を含む域外国(第三国)の当局も、EUと同等の守秘義務に服していると認められた場合、議題によっては会合に招待され得る。

再建・破綻処理ツールは、域外国の清算参加者に対しても、域内の清算参加者と同様に適用される必要がある。したがって、EUの当局と第三国の当局は、緊密に協力することが欠かせない。EUの破綻処理当局は、域外国当局との間で破綻処理に関する情報共有や協力に関する取極めを締結することが認められている。

なお、第76条は、第三国の破綻処理が①加盟国の金融安定に悪影響をもたらす、②加盟国内の参加者や清算参加者を同等に扱わない、③加盟国にとって大きな財政負担となり

得る、④加盟国の法律に反する、のいずれかに該当する場合、加盟国の破綻処理当局はその認証もしくは実施を拒否することができるとしている。こうした規定は、円滑な国際協調を妨げかねないため、解釈の明確化が求められるべきであろう。

■ 3. 今後の展望と留意点

今次提案は、新たなEU規則として起草されており、既にそのドラフトがEU理事会と欧州議会に提出されている。当該規則の最終化までのスケジュールは、EU理事会等での審理状況に左右されるため、現時点では未定である。欧州委では、今次提案に対する市中の反応のほか、FSB及びCPMI-IOSCOでの検討状況の進展も踏まえつつ、柔軟な姿勢で最終化を目指す方針と推測される。

当該規則は、EMIRとは異なり、第三国CCPとしての認証を取得・維持する上で前提となる、EUと域外国の法・規制にかかる同等性評価の対象とはならない。とはいえ、清算参加者に対する損失割当ルールなどは、EUのCCPに参加する日系金融機関にも大きな影響を及ぼし得る。したがって、日本としても、最終化に向けた閣僚理事会や欧州議会での議論を注視していく必要がある。加えて、当該規則案はESMAに幾つかの細則(technical standards)やガイドラインを策定するよう求めているため、こちらの動向もフォローしていかなければならない。

EUのCCPについては、英国のEU離脱との関係にも注意が欠かせない。現状、英国は域内にある17のCCPのうち4つを擁しており、それらはユーロ建てデリバティブ取引等の清算で大きなシェアを持っている。英国が欧州経済領域（EEA）からも抜けた場合、英国は、日本と同様、第三国として法・規制にかかる同等性評価を受けなければ、EUの金融機関に清算サービスを提供できなくなる。仮に、英国がシティで活動している金融機関の引き留めを図る観点から、今後規制緩和を進めるようなことがあれば、EMIRとの同等性は受けにくくなる。その結果、国際的な金融市場の分断に繋がる恐れがある。

欧州委は今後、金融システム安定の観点から、ユーロ建て取引を扱う金融市場インフラに関して、域内設置の義務付けを検討する可能性がある。仮にそうした対応が実現した場合、英国のEU離脱を契機として、CCPの勢力図が世界的に大きく変わるような事態も起き得るだろう。

て、破綻処理に関する国際基準「Key Attributes」を策定。Key Attributesは、2014年にCCPなど銀行以外の業態への適用に関する附録（Appendix）を加えるかたちで改定された。FSBでは引き続きCCPの破綻処理に関する追加的なガイダンスを策定中（2月1日に市中協議文書を公表）。一方、再建についても、CPMI-IOSCOが2014年にガイドラインを公表。CPMI-IOSCOも、引き続きCCPの再建に関する追加的なガイダンスを策定中（昨年8月には、再建計画の策定ルールなどに関する市中協議文書を公表）。

（注4） 2016年初に発効した銀行再建・破綻処理指令。

（注5） ESMAは、EU規則・指令にかかる細則の策定やストレステストの実施のほか、当局カレッジにおける調整的な役割を担っている。

（注6） 今次提案では、破綻処理当局に対しても、CCPの状態を評価するのに必要な全ての情報を有している場合には、破綻処理への移行にかかるトリガーを引くことが認められている。

（注7） 通常の倒産法に基づく清算手続きよりも、債権者が不利に扱われてはならないとする原則。

（注8） 同法の第156条の10により規定。



（注1） 欧州委によれば、標準化された店頭デリバティブのアセットクラスが増加してきていることもあり、CCPで清算される全世界の取引量は2015年時点で全体の約50%と、ピッツバーグサミットの頃からほぼ倍増している。

（注2） EMIRの第43条。一方、FMI原則は、より複雑なリスク特性を持つCCP、または複数法域でシステミックに重要なCCPに当該要件の適用対象を規定しつつ、その他のCCPには同1先を最低要件としている。

（注3） FSBは、2011年に全てのSIFI業態を対象とし