



<追って日本語版を提供>

EBC Insurance Committee response to request for public comment: exposure draft on short-term revision in solvency margin regulation

The European Business Council in Japan (EBC) appreciates the opportunity to provide public comments on the draft for revised solvency calculations requirements. We welcome the proposed changes as an important step to modernise the solvency calculations in Japan and converge the requirements for Japanese insurers with those that apply to insurers on other global markets. In particular we welcome the requirements moving closer to the Solvency II regime being developed in Europe, and appreciate the positive sentiments from the FSA on the appropriateness of the Solvency II approach. Following are comments on specific items within the draft changes to the Solvency Requirements.

1 Price Fluctuation Risk

1.1 Price Fluctuation Risk for alternative asset classes

There is a growing representation of alternative assets in the investment portfolios of Japanese insurers. It is important to realise that for certain alternative asset classes such as hedge funds and private equity, risk profiles are significantly different from traditional equities, which historical data proves. Given this background, the EBC believes that the application of the equity factors for the calculation of the price fluctuation risk in the solvency is not appropriate. Separate factors should be set for hedge funds and private equity asset classes. Other classes not stipulated need also rules and regulations such as currency-hedged foreign equities/bonds and REIT.

Regarding hedge funds, their risk profile depends on type of hedge fund strategy. Risk factors should therefore be differentiated based on type of strategy (long/short, arbitrage etc) . By referring to the hedge fund index by strategy (for example EDHEC indices, which refers to 10 index providers), price fluctuation risk factors could be defined by strategy. Historical data could be used to determine the factors. The EBC believes that this will lead to a more meaningful risk assessment and hence risk capital provision for hedge fund investments.

Similarly, private equity is clearly different from the traditional equity asset class. Private Equity can be broadly categorized into two types:

- 1) **Buyout** (investment in established private or publicly listed firms that are undergoing a fundamental change in operations or strategy) and
- 2) **Venture capital** (high-risk investment in new or young companies following a growth path in technology and other value-added sectors).

By referring to the historical data of the Thomson Venture Economics Indexes for Private Equity, the EBC considers that appropriate price fluctuation risk factors could be determined for private equity split into the Buyout and Venture capital categories. We believe that this will lead to a more meaningful price fluctuation risk assessment for private equity assets and hence risk capital provision for such investments.

1.2 Treatment of derivatives regarding Price Fluctuation Risk Amount

The EBC believes that risks of derivatives are under estimated in current as well as in the proposed new rules. We therefore recommend that risk factors for foreign currency assets should be defined with hedging derivatives. For example, the risk amount of F/X-hedged foreign currency bond is set to zero in the proposed new rules although, in reality, such bonds are exposed to interest rate risk.

According to a response by the FSA to a public comments received in March 2001, the interest it was concluded that the risk factor should be 0%. The EBC believes, however, this should be re-considered to better reflect current market environment, especially for combinations of assets and hedges with significant exposure, such as FX-hedged foreign currency bond.

The report following the proposal ("Trial estimation of Solvency Margin Ratio to check technical skills") recommends that FX-hedged foreign currency assets be regarded as foreign currency assets backing foreign currency liability. However, in this case, we need to define different risk factors for FX-hedged foreign currency assets to those used for foreign currency assets backing foreign currency liability, to better reflect the cost of hedging.

1.3 Diversification Benefit regarding Price Fluctuation Risk Amount

The draft proposal suggests calculations should be made according to the following:

- 1) Estimate the risk that the price of asset class falls below par in each individual asset class and
- 2) Apply the correlation matrix to the risk amounts derived by 1 in order to compute the diversification benefit and aggregated risk.

The EBC believes, however, that the benefit of computing risk for individual asset classes has become less relevant with the recent mark to market valuation and the sophistication of financial techniques. The risk should rather be calculated on the expected return and volatility of the entire asset portfolio of the whole company, which in turn are derived from the returns and volatilities of individual assets and the correlation matrix. By doing so, the calculation of diversification benefit will be more accurate

2 Future profits:

According to the draft FSA recommendations, expected future profit will be not counted in the available margin, which is in direct contradiction to Solvency 2. The EBC believes that this is actually a step away from the long-term strategy of allowing for more economic based calculations and maintains that expected future profit should be allowed to remain the available margin.

Furthermore, not only expected future profits for participating products, but also those for non-participating business should be counted in the available margin. We see no reason to differentiate the treatment of future profits from non participating business from that for non-par products. For non-par products the reserve also includes a future profit margin which could be released over time to cover the risks, in the same way as future profits for participating business.

3 GMB Risk

We appreciate the proposed changes to a GMB reserve based method as a way to calculate the risk quantification in the standard method. This will better reflect the characteristics of each company's business into the risk assessment.

However, the calculation methodology for GMB reserve is defined in the Actuarial Note of each

company, and so the risk amount could vary by the level of pure premium used in the GMB reserve calculation. The EBC therefore believes that a common methodology should be established for the pure premium within the GMB risk assessment of the standard method, such as that it is based on the observed risk-free rate on the evaluation date and is within the limits of the M&E.

The FSA proposal for the GMB risk does not include the co-variance effect. This is in contrast to the methodology used for the price fluctuation risk. Therefore the GMB risk is calculated based on assumptions exceeding the confidence level of the price fluctuation risk of 95%. The approaches should be made consistent .

The EBC believes, furthermore, that rules and regulations for setting risk factors of assets that are currently not in the FSA proposal, such as currency-hedged foreign equity / bonds and REIT, should also be introduced.

4 Interest Rate Risk

The interest rate risk based on the proposed calculation will have little uncertainty because the contribution of the standard deviation of interest rate to the risk amount is limited. This means that a diversification benefit between interest rate risk and the other risks cannot be expected. Therefore consideration needs to be given to revising the formula for the aggregated risk amount, which assumes such diversification benefit.

About the EBC:

The European Business Council (EBC) is the trade policy arm of the 18 European national chambers of commerce and business associations in Japan. Established in 1972, the EBC works to improve the trade and investment environment for European companies in Japan. The EBC currently represents more than 3,000 local European companies and individuals who are members of their national chambers of commerce. 350 of these companies participate directly in the EBC's 29 sector-based committees.



パブリックコメントの募集に対する EBC 保険委員会の回答：ソルベンシーマージン規制の短期的な見直し案

草案に対してコメントする機会を与えていただきましてありがとうございます。EBC は、より現実的な基準に向けてソルベンシーマージン基準を変更する決定を歓迎いたします。我々はこの動きを日本の保険会社と海外で事業を行う保険会社に対するソルベンシーマージン基準の収束に向けた建設的な前進と認識しております。特に、ヨーロッパで策定中のソルベンシーII 制度との統合に向けた動きを歓迎し、ソルベンシーII のアプローチの妥当性に関する金融庁の前向きな意見を高く評価します。

以下に、ソルベンシーマージン基準の変更案に含まれる個別の項目について、コメントを記載します。

1 価格変動リスク

1.1 オルタナティブアセットクラスに対する価格変動リスク

日本の保険会社の運用資産の中でオルタナティブアセットの存在感が増してきています。ヘッジファンドやプライベートエクイティのような特定のオルタナティブアセットは、その特徴、リスク特性は従来の株式とは著しく異なるものであります。過去のデータによるとこれらの運用資産は株式に対してほぼ中間程度の相関関係しか示しておりません。したがって、これらのソルベンシー中の価格変動リスクを計算するのに株式の係数を用いることは、あまりふさわしくないと考えます。

そこで、ヘッジファンドとプライベートエクイティにつきましては、別の違った係数を設定することが適当であると考えます。規則と規制が必要であるにもかかわらず、明記されていないその他の区分には、為替ヘッジを行った外国株式および債券、ならびに REIT があります。

ヘッジファンドに関しましては、ロング・ショート、アービトラージなどのヘッジファンドの投資戦略タイプによりリスク特性が異なり戦略ごとのリスクを設定することができます。投資戦略ごとのヘッジファンドのインデックス（例えば、10 のヘッジファンドのインデックスを参照する EDHEC インデックスなど）を参照することにより、投資戦略ごとの価格変動リスクを設定することは可能であると考えます。係数を設定するのに過去のデータは使用可能であると考えます。EBC は上記の取り扱いによりヘッジファンドのリスクアセスメントとリスクに備えた資本整備がより意味のあるものにつながるものと確信しております。

同様に、プライベートエクイティも従来の株式と明らかに異なります。プライベートエクイティは大雑把に、次の 2 つのタイプに分けることができます。

- 1) パイアウト（しっかりとした基盤がある未公開会社、もしくは上場会社が事業や戦略を根本的に変更している段階の会社に対する投資）および
- 2) ベンチャーキャピタル（技術や付加価値の分野で成長経路をたどっている新しい会社に対するリスクの高い投資）

トムソンベンチャーエコノミクスのプライベートエクイティのインデックスの過去データを参照することにより、パイアウトとベンチャーキャピタルに分かれた適切な価格変動リスク係数を設定することが可能であると考えます。EBC は上記の取り扱いによりプライベートエクイティの価格変動リスクアセスメントと、そのような投資のリスクに備えた資本整備がより意味のあるものにつながるものと確信しております。

1.2 価格変動リスク量に関するデリバティブの取り扱い

現在および提案中の規則では、デリバティブのリスクが過小評価されることが多いため、デリバティブのヘッジを伴う外貨資産のリスク係数を設定することを提案いたします。例えば、提案されている規則では、FXヘッジを行う外貨建て債券のリスク量はゼロとなっていますが、このような債券には金利リスクが伴います。

2001年3月のパブリックコメントに対する回答によると、金利リスクについての調査が行われ、そのリスク係数は0%であると結論されました。しかし、特に、FXヘッジを行う外貨建て債券など、大きなエクスポージャーを持つ資産とヘッジの組み合わせに関して、現在の市場環境を反映するために、再度調査を行う必要があると考えます。

提案後に発表された調査（「技術的スキルを確認するためのソルベンシーマージン比率の試験的評価」）では、FXヘッジを行う外貨資産を、外貨負債裏付け外貨資産と看做すという別の処置が採用されています。しかし、このケースでは、FXヘッジを行う外貨資産について、外貨負債裏付け外貨資産とは別のリスク係数を設定し、ヘッジのコストを反映させる必要があります。

1.3 価格変動リスク量に関する分散効果

見直し案では、以下の計算手順が提示されています。

- 1) それぞれの資産区分について、資産区分の価格が額面を下回るリスク量を見積もる。
- 2) 分散効果と総リスク量を求めるため、1から得られたリスク量に相関行列を適用する。

ただし、時価評価を採用する最近の動きと金融手法の発達を考慮すると、個別の資産区分のリスク量を算出する利点は小さくなりました。その代わりに、企業の資産ポートフォリオ全体の予想される期待収益率とボラティリティに基づいて、リスク量を求めることを検討することができます。これは、個別の資産のリターンおよびボラティリティと相関行列から得られます。これにより、分散効果の算出精度が高まる可能性があります。

2 将来利益

ソルベンシー2では、将来利益を有効なマージンと看做しているのに対して、草案では、そのように扱われなくなりました。今回の短期的な見直しは、ソルベンシー規制に関する国際的な動向を踏まえて実施する中期的な見直しに向けた過程であると考えられることから、将来利益を引き続き有効なマージンと看做すべきであると考えます。

さらに、有配当の商品だけでなく無配当の商品の将来利益も有効なマージンと看做すべきであると考えます。無配当の商品を有配当の商品と異なる取り扱いをすることには合理的な理由は見つかりません。無配当の商品の責任準備金には有配当の商品と同様に、リスクをカバーできる将来収益を含んでおり、時間の経過とともに取り崩すことができます。

3 最低保証リスク

標準的方式のリスク定量化手法について、現在のリスク係数を用いるアプローチから最低保証に係わる責任準備金に基づく手法に変更するという案を評価します。これにより、各社の事業特性がリスク評価により適切に反映されます。

ただし、最低保証に係わる責任準備金の算出方法は、各社の算出方法書に定義されており、リスク量は責任準備金の算出に使用される純保険料の水準によって異なります。標準的方式の最低保

証のリスクの評価に用いられる純保険料について、評価日時点のリスク・フリー金利に基づいて算出する方法（ただし、保険契約関連費用が上限）といった、共通の手法を確立する必要があります。

変更案には、価格変動リスクと異なり、分散効果が含まれないため、最低保証リスクは価格変動リスクで設定されている95%の信頼水準を上回って算出されることとなります。

為替ヘッジを行った外国株式および債券やREITなど、変更案に明記されていないリスク係数を設定するための規定を導入する必要があります。

4 金利リスク

リスク量に対する金利の標準偏差の寄与度は限定的なものであり、提案されている計算に基づく金利リスク量には、ほとんど不確実性は含まれません。つまり、金利リスクとその他のリスクとの間の分散効果は期待できません。したがって、そのような分散効果を想定した総リスク量に関する公式の見直しを検討する必要があると考えます。

EBC について:

欧州ビジネス協会（EBC）は欧州 18 ヶ国の在日商工会議所・経済団体にとっての通商政策部門であり、1972年に設立されて以来、在日欧州企業にとっての通商・投資環境の改善を目指し、活動を続けている。EBCの会員は法人と個人を合わせ現在3,000を超しているが、会員はすべて各国の商工会議所に所属し、日本で活動している。会員企業の中で約350社が、EBCの29の産業別委員会に直接参加している。