

2018年11月26日

米代替参照金利委員会による「LIBORを参照するシンジケートローンの新規組成に係るフォールバック条項」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、米代替参照金利委員会（ARRC）が本年9月24日に公表した「LIBORを参照するシンジケートローンの新規組成に係るLIBORフォールバック条項」に対して、コメントの機会を与えられたことに感謝の意を表したい。本件検討に当たり、我々のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

【総論】

①ターム物金利の構築

現在、ターム物金利の構築に関する検討が世界的に進められており、英国では市中協議が公表されている状況にある。

我々は ISDA が本年7月12日に公表した市中協議「2006年版 ISDA 定義集における IBOR のフォールバック」¹に対するコメントにおいて、0/N 複利（後決め）については、キャッシュ商品における実務対応に難しさがあること、また、0/N 複利（前決め）については金利の参照期間と適用期間に差異があり、市場実勢が適切に反映されない等の問題があることを主張している²。

今回提案されているフォールバックに係るウォーターフォール構造は、フォワードルッキングなターム物 SOFR を第1階層としており、キャッシュ商品側のニーズを的確に反映した提案と考え、歓迎する。一方で、市中協議にも記載のあるように、現時点ではフォワードルッキングなターム物 SOFR は構築されておらず、公示性も担保されていない。我々は、今後、堅固なフォワードルッキングなターム物 SOFR が予定どおり構築されることを強く期待するが、何らかの理由によって第2階層の後継金利が適用されうることも理解しており、仮に、第2階層として SOFR 複利の適用を考えるのであれば、現行の事務・システムへの影響およびシンジケートローン（シ・ローン）利用者の実務上のフィージビリティについて十分に考慮されるべきである。

¹ <http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf/>

² <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion301022.pdf> 参照。

②デリバティブとキャッシュ商品間の平仄

デリバティブとキャッシュ商品のそれぞれのフォールバックは、特に後継金利とトリガーの2点について、ヘッジの有効性の観点から平仄がとれていることが重要と考えられる。仮に、キャッシュ商品とデリバティブの関係性について、フォールバック後にヘッジ関係が維持されなくなる場合には、参加金融機関や顧客から賛同を得ることが極めて難しくなると想定される。

なお、デリバティブは、シ・ローンを含むキャッシュ商品側のヘッジニーズにもとづき取引が行われるのが通常である。ARRC が、後継金利にかかるウォーターフォールの第1階層にターム物 SOFR を位置づけていることや、スプレッド調整にかかるウォーターフォールの第1階層に、ISDA 定義集ではなく公的機関が推奨するスプレッドを位置づけていることは、キャッシュ側のニーズを適切に反映いただいているものと理解している。

a. 後継金利について

本市中協議においても、後継金利が商品間（デリバティブ-貸出、債券、証券化商品）で整合的であることの有益性について記載がなされているものの、提案されている後継金利は、ISDA の市中協議において検討中のデリバティブに関するフォールバック案³との平仄が完全にとれているものではないと理解している。ヘッジの有効性の観点からは、両商品間の平仄は重要と考えられるため、検討に当たってはこの点を十分に考慮いただきたい。

b. フォールバックのトリガーについて

ISDA の市中協議においては、IBOR の恒久的な呈示の停止をトリガーとしているのに対し、本市中協議はさらに IBOR の恒久的な呈示の停止前の事象もトリガーとして含んでいる。IBOR の恒久的な呈示の停止前にフォールバックを可能とするトリガーが貸出側のみに存在することとなると、このトリガー発生時にデリバティブとの間のヘッジ関係が維持されないことが想定される。この観点に関してもデリバティブ契約における標準化を目的とする ISDA のフォールバックトリガーとシ・ローン契約の個別性との異同を踏まえ、デリバティブとキャッシュ商品間の平仄を極力とるべきと考える。

また、事前にシ・ローン利用者の準備が完了し、トリガー発生後の対応を円滑に実施していくことが可能であるかについても、Pre-cessation trigger 等の設計において考慮されるべきと考える。

③公示性

シ・ローンは関係者が多数であるため、多数関係者の合意を得ていく必要があるという

³ ISDA によるデリバティブに関するフォールバック案では、現状、ターム物金利は利用可能性が定かではないため、O/N RFR に限った案としており、将来、ターム物金利が利用可能となった場合の見直しは明示されていない。

特性がある。

エージェントがトリガー発生時に関係者に速やかに金利通知等を実施するためには、後継金利が第三者機関等により公示されることが不可欠となる。そのため、LIBOR 公表停止時点以前から後継金利のレートが第三者機関等により公表され、エージェントを含めた全契約当事者が後継金利を常に確認できるようにしておく必要がある。またトリガー発生の事実自体も、関係者全員がタイムリーに確認できるよう公表される必要がある。

④最終化および適用時期

フォールバック文言を最終化する際には、フォールバックに係る必要なインフラが金融機関やエンドユーザーにおいてしっかりと整えられていることを確認する必要がある。例えば、顧客同意を得るため、フォールバックについて認知・理解が十分に得られているか、フロント・ミドルオフィスにおいてシステム開発を含めた収益管理およびリスク管理の整備状況に問題がないかという点が重要である。

したがって、最終化および適用時期については、慎重に検討がなされるべきである。

【各論】

A. General Approach of the Two Fallback Proposals

(1) If the ARRC were to adopt one or more sets of business loan fallback language, which one or both of the recommended provisions (i.e., amendment approach and/or hardwired approach), in your view, is an appropriate policy? If you believe the amendment approach is more appropriate at present, what specific information (for instance, existence of term SOFR) would you need in order to get comfortable eventually adopting a hard-wired approach? Why?

(コメント)

いずれのアプローチも現時点では適切と考えられる。

(理由)

手続の自由度が低い方が、金利指標の公表停止時において円滑かつ広範に後継金利への移行が行われることが期待されるため、Hardwired approach のほうが最終的には望ましい。ただし、Hardwired approach には現時点で存在しない金利・スプレッドも含まれており、実際に設定された当該金利・スプレッドが Hardwired approach にもとづく契約締結時点の期待と異なるものとなるリスクがある。このため、現状では Amendment approach で契約を締結しておき、金利・スプレッドの策定が進んだ後に Hardwired approach への修正合意を行うことが現実的と考えられる。

B. Triggers

(2-a) Should fallback language for business loans include any of the pre-cessation triggers (triggers 3, 4 or 5)? If so, which ones?

(コメント)

ISDA との平仄がしっかり取れるのであれば、いずれも挿入してもよいと考える。仮に、別々のトリガー内容となってしまうのであれば、トリガー発生のタイミングがずれ、デリバティブとの間のヘッジ関係が維持されないことが想定されるため、挿入されることは望ましくないことに留意すべきと考える。なお、挿入するトリガーの設計に際しては、事前にシ・ローン利用者の準備が完了し、トリガー発生後の対応を円滑に実施していくことが可能であるかについても考慮されるべきと考える。

(理由)

コメントに記載のとおり。

(2-b) Please indicate whether any concerns you have about these pre-cessation triggers relate to differences between these triggers and those for standard derivatives or relate specifically to the pre-cessation triggers themselves.

(コメント)

ヘッジ手段たるデリバティブとの平仄が取れていることが望ましい。

(理由)

仮に、シ・ローンを含むキャッシュ商品とデリバティブの関係性について、フォールバック後にヘッジ関係が維持されなくなる場合には、参加金融機関や顧客から賛同を得ることが極めて難しくなると想定される。

(2-c) If pre-cessation triggers are not included, what options would be available to market participants to manage the potential risks involved in continuing to reference a Benchmark whose regulator has publicly determined that it is not representative of the underlying market or a Benchmark permanently or indefinitely based on a number of submissions that the Benchmark’s administrator acknowledges to be insufficient to allow for production in a standard manner?

(コメント)

LSTA や LMA といった業界団体が、所属する会員間で合意した Pre-cessation trigger を含むフォールバック文言の雛形を事前に開示し、そのうえでトリガーが発生した際にはその旨を宣言することが考えられる。

(理由)

停止前トリガーについての定めがどこにもない場合、契約毎に当該契約の当事者が参照ベンチマークの利用を継続するかどうかの判断を求められる。当事者が多数存在するシ・ローンにおいては合意形成の難易度が高いことを考えると、契約関係の安定性を損なう可能性もある。

(3-a) Is an “opt-in” trigger appropriate to include? Why or why not?

(コメント)

ISDA との平仄は考慮されるべきであり、トリガー発生のタイミングの差異により、デリバティブとの間のヘッジ関係が維持されないことは回避されるべきと考える。なお、挿入するトリガーの設計に際しては、事前にシ・ローン利用者の準備が完了し、トリガー発生後の対応を円滑に実施していくことが可能であるかについても考慮されるべきと考える。

(理由)

“opt-in trigger “により、Trigger1~5 発生時において、後継金利への移行が一斉に発生することに伴う事務等の集中リスクを軽減することが可能と考えられる。ただし、デリバティブによりヘッジを行う場合においては、代替金利への読み替え後もヘッジ関係が維持されること、事前にシ・ローン利用者の準備が完了していることが当然に必要である。

(3-b) If you do believe an “opt-in” trigger should be included, do you prefer the approach in the hardwired proposal or the amendment proposal? Please explain.

(コメント)

Amendment approach または Hardwired approach のどちらの場合でも含まれるべきである。ただし、ISDA との平仄は考慮されるべきであり、トリガー発生のタイミングの差異により、

デリバティブとの間のヘッジ関係が維持されないことは回避されるべきと考える。

(理由)

3-a と同じ。

C. The Replacement Benchmark

(5) If the ARRC has recommended a forward-looking term rate, should that rate be the primary fallback for syndicated loans referencing LIBOR even though derivatives are expected to reference overnight versions of SOFR? Please explain.

(コメント)

シ・ローンにおけるフォールバックの第1階層がフォワードルッキングなターム物金利であることは、シ・ローン単体における実務の観点からは望ましい。ただし、ヘッジ手段たるデリバティブにおいても同様の指標が参照可能であることが前提であり、質問に記載されているような想定は、ヘッジの有効性を維持する観点からは許容できない。

(理由)

コメントに記載のとおり。

(6) Should the administrative agent (by itself or with some other party) be able to eliminate certain interest period options if there are no equivalent SOFR terms available? If so, consider the following options: (i) the administrative agent (and/or some other party) may remove all interest periods for which there is not a published term rate or (ii) the administrative agent (and/or some other party) may remove only the interest periods for which there is not a published term rate and a term rate cannot be interpolated. Which of the options do you support? Why?

(コメント)

スクリーンレートがない期間（オッド・ターム）の金利決定については、通常、融資契約書に規定されている。インターポレーションを適用するのであれば、融資契約書にその旨を規定しておく必要がある。

(理由)

各シ・ローン契約規定に定めていなければ、エージェントが対応することが困難である。

(7) Should “Compounded SOFR” be included as the second step in the waterfall? Why or why not? Would this preference be influenced by whether ISDA implements fallbacks referencing compounded SOFR or overnight SOFR?

(コメント)

SOFR 複利をウォーターフォールに組み込むのであれば第2階層として設定することが適切である。

(理由)

ヘッジ手段たるデリバティブ取引との関係からみれば、ISDA のフォールバックの定め

において SOFR 複利が選択されるのであれば、シ・ローン・フォールバックのウォーターフォールに SOFR 複利が組み入れられることは許容される。また、0/N SOFR との比較の観点からは、特定日の Fixing に伴うボラティリティが軽減される SOFR 複利の方がウォーターフォール構造の上位に来ることは適切と考えられる。

なお、シ・ローン単体の実務に照らせば、後継金利は、第 1 階層のターム物 SOFR のようなフォワードルッキングなターム物金利が本来は望ましい。

(8) If you believe that Compounded SOFR should be included, would a Compounded SOFR in advance or Compounded SOFR in arrears be preferable for syndicated loans? Please explain.

(コメント)

市場実勢を適切に反映するという観点からは、「Compounded SOFR in arrears」が望ましい。ただし、金利後決めでは、利息期間開始日までに適用金利が決定できず、利息の通知を含めたシ・ローンの関係者の業務に支障が生じる等、現状の実務との親和性が低いため、十分な移行期間が必要であり、2021 年末までには態勢整備が困難である可能性も考慮に入れるべきである。したがって、SOFR 複利をフォールバックの指標金利に含めるのであれば、一連の利払いオペレーションを実施するために、一定程度、事前に金利が確定される必要がある。

(理由)

コメントに記載のとおり。

(9) Is Overnight SOFR an appropriate fallback reference rate for syndicated loans or should the final step in the replacement rate waterfall be Compounded SOFR (after which the hardwired approach defaults to a streamlined amendment process)? Would this preference be influenced by whether ISDA implements fallbacks referencing compounded SOFR or overnight SOFR? Please explain.

(コメント)

フォールバックレートが 0/N 物であることはこれまでの期間構造を有する金利と比較して適切ではない。ただし、ISDA における検討内容との平仄の観点から、ウォーターフォール構造の最下層に位置付けることに問題はない。その場合、期間構造を有する金利との差異を調整するために、その差異をスプレッドに反映する方法が必要になると考えられる。

(理由)

借入人および貸出人にとって、フォールバック適用時に取引の経済価値が可能な限り再現されることが重要である。

(10) Is it acceptable to fix one observation of Overnight SOFR as the reference rate for a loan lasting three months (or longer)? Would lenders refuse to offer longer-duration loans if they were priced over one Overnight SOFR observation? Please explain.

(コメント)

O/N物は基本的には受け入れにくいですが、スプレッドが期間構造を反映する場合のみ受入れを検討できると考えられる。ただし、貸出人の調達コストがカバーされない金利となる場合、受入れを拒否される可能性はある。

(理由)

借入人および貸出人にとってフォールバック適用時に取引の経済価値ができる限り再現される後継金利を適用すべきである。

D. Spread adjustments

(12) Do you believe that the ARRC should consider recommending a spread adjustment that could apply to cash products, including syndicated business loans?

(コメント)

推奨すべきである。ただし、どのような算定方法であるかを事前に関係者において認識し合意しておくことが円滑なフォールバック手続きの執行のために必要であると想定される。したがって、先日公表された変動利付債に関するフォールバック市中協議に関するFAQ⁴にも記載のとおり、市中協議等のプロセスを経て何らかのガイダンスが定められるべきである。

(理由)

スプレッドの調整は借入人および貸出人の利害が対立し、当事者間では調整が不可能となるリスクが高い。また、個別銘柄毎にスプレッド調整の方法が異なることは、投資家の混乱を招き、訴訟リスクを高める可能性がある。

(13) Is a spread adjustment applicable to fallbacks for derivatives under the ISDA definitions appropriate as the second priority in the spread waterfall even if syndicated business loans may fall back at a different time or to a different rate from derivatives? Please explain.

(コメント)

デリバティブ取引との関係は考慮されることが前提であるが、まずは、シ・ローン単体の取引にとって適切なスプレッド調整が検討されるべきであると考えため、第1階層よ

4

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2018/FRN-Consultation-FAQs.pdf>

りも下位に位置付けられる。したがって、そうした検討の結果、推奨されるスプレッドが策定されない場合においてのみ、ISDA のフォールバック時におけるスプレッド調整のロジックが採用されるというウォーターフォール構造が適切である。

(理由)

ARRC と ISDA のスプレッド調整ロジックが異なる場合、ヘッジの有効性が維持されない可能性が生じる。

F. The role of the administrative agent

(18) Is it necessary that any replacement rate and/or applicable spread adjustment be published on a screen by a third party? Why or why not?

(コメント)

当事者間でのタイムリーな共有の観点から、後継金利・調整スプレッドについては第三者によって公表されるべきである。

(理由)

コメントに記載のとおり。

(19) Given that market practices and conventions may change over time, should the administrative agent's limited ability to make conforming changes be available only at the point of transition or on a periodic, ongoing basis? Why or why not?

(コメント)

市場慣行により変化しうるため、一時点ではなく、Ongoing とすべきである。

(理由)

新たな金利指標がどのように制定されるのか不透明な現時点では、移行時の一時点とは言い切れない。

G. Operational considerations

(20) How important is it for the fallback rate to be available prior to making a borrowing/advancing funds? For instance, if the rate was a compounded three-month rate calculated at the end of the interest period, would that be problematic? Please explain.

(コメント)

事業計画の立案や各決算期末における経過利息の計算の観点から、期間前に金利が決定されることが望ましい。

(理由)

金利後決めでは、利息期間開始日までに適用金利が決定できず、利息の通知等シ・ローンの関係者の業務に支障が生じる。

(21) Are there operational concerns about having the ability to convert many loans over a very short period of time?

Please explain.

(コメント)

ローンにおいては、多数の個別契約が締結されており、短期間での切替は極めて困難と考えられる。利払日（金利更改日）が特定日に集中する傾向もある中、短期間に多くの案件で後継金利への移行が行われると、円滑なオペレーションの阻害要因となるため、十分な移行期間が必要である。

(22) Do you see other operational challenges that fallback language should acknowledge or of which the ARRC should be aware? Please explain.

(コメント)

決算期末における経過利息の計算方法の手当および期限前弁済が発生した際の Break Funding Cost の計算ルールに伴う問題について認識すべきである。

(理由)

スプレッド調整の方法が定まっていない中では、上記のような問題についても利用者側は準備を行うことが困難である。

I. General feedback

(24) Are there any provisions in the fallback language proposals that would significantly impede syndicated loan originations? If so, please provide a specific and detailed explanation.

(コメント)

Hardwired approach の「currently outstanding syndicated loans」は定義が不明確（特に米国外の企業からすれば「outstanding」の基準が不明）であるため改善が必要。

また、「Required Lenders」、「Supermajority Lenders」についても、定義が不明確である。解説からは「Required」は過半数、「Supermajority」は3分の2以上を指すという趣旨が読み取れたものの、雛形上に当該趣旨を明記し、必要に応じて修正可能事項とすべきである。

さらに、「Screen Rate」⁵、「Quotation Date」、「Break funding Cost」、「Interpolation Rate」等の関連する用語規定にも修正が必要なため、可能な限りフォールバック条項において当

⁵ 例えば、ガイドライン等では、Screen Rate については「SOFR の Screen Rate は <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/sofr> に掲載のレート」といったように具体的に各シ・ローン当事者が参照可能なウェブページの箇所を明示して文言を手当てするとともに、その後継の金利指標に係るページについてもあわせて文言の手当てをしていただきたい。

該用語読替やガイドラインを設けていただきたい。具体的にはAmendment approachの文言（案）ではカバーされずHardwired approachに入っているような項目（例えば“Benchmark reset Date”、“Interest Period”、“Interpolated SOFR”、“Reference Time”）等も用語の定義を定めていただきたい。

(25) Please provide any additional feedback on any aspect of the proposals.

（コメント）

スプレッド調整の「ARRC が推奨値を呈示する」の算定ロジックについて、市場参加者が理解・準備できるよう、市中協議をすべきであり、市中協議を経て算定ロジックが定まった場合には、契約書文言案を合わせて公表すべきである。

また、より実勢を反映したスプレッド調整を行うため、参照マーケットを社債や CDS まで拡大することも考えられる。

（理由）

12 および 22 に記載のとおり。

以 上