

2019年7月12日

国際スワップ・デリバティブズ協会（ISDA）による
「LIBOR 等における公表停止前の論点に関する市中協議」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、国際スワップ・デリバティブズ協会（ISDA）が5月16日に公表した「LIBOR 等における公表停止前の論点に関する市中協議」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。

1. 総論

今般、OSSG からの要請、FCA 高官のスピーチや ARRC におけるキャッシュ商品のフォールバック条項との平仄を踏まえて公表停止前トリガーに関する提案がなされたと理解している。

我々がフォールバックに関する議論や準備を進める中で、IBOR の公表停止時にフォールバックのタイミングや手続きが集中するリスクや、昨年7月に公表された市中協議文書に対してコメント¹しているとおおり、キャッシュ商品と一体となってヘッジ効果等を得ることを目的としているデリバティブ取引において、キャッシュ商品とのフォールバックに係る整合性がどのようにとられるかという懸念が強くみられている。

今回の提案は、これらの懸念を十分に考慮いただいた結果と考えており、歓迎する。

ただし、公表停止前トリガーは市場参加者に大きな影響を与えることも踏まえ、より一層円滑に LIBOR からの移行準備が進められるよう、明確化やさらなる検討を求めたい。

①公表停止前トリガーに係るステートメントに関する定義の明確化

本市中協議では公表停止前トリガーとして指標運営機関の監督当局が「当該 IBOR が市場の実態を表さない（no longer representative）旨のステートメント」の公表を行うことが想定されている。この定義が不明確な場合、市場参加者によって、解釈が異なるケースが生じたり、予期せぬタイミングでトリガーに抵触したりすることにより、市場の混乱を招きかねない。

トリガーへの抵触有無は当事者間の判断に委ねられると理解しているが、定義を可能な限り客観性・公示性・同時性の観点を考慮したものとすることで市場参加者の共通の理解

¹ <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion301022.pdf>

が醸成され、混乱を最小化することができると考えている。

一層明確化する方法として、例えば、欧州ベンチマーク規制上の指標運営機関の監督当局による評価における公表停止前トリガーに抵触する場合の文章を例示したり、限定列举等するかたちで内容を示したりすることが考えられ、それによって市場参加者の予見可能性を高めることを提案する。

②公表停止前トリガー発動後のフォールバック（金利の切替え）までの期間

公表停止トリガーの場合、当該トリガーに抵触した時点でスプレッド調整値が確定し、実際にフォールバックするのは公表停止時点であるため²、トリガー抵触時から一定の準備期間を確保することが可能であると想定される。一方で、公表停止前トリガーに関しては本市中協議文書においてフォールバックのタイミングが明記されていない。

例えば、トリガー発動後、極めて短期間でフォールバックが発生する場合、市場参加者のフォールバックに係る準備が十分に整っていない可能性があり、金融機関だけではなく事業法人に大きな混乱をもたらしかねない。一方で、トリガー発動からフォールバックまでの期間に市場環境が大きく変化した場合、価値移転が最小化されない懸念が高まる。

ISDA においては、トリガー発動からフォールバックが発生するまでの期間については、上記の期間の程度に関する論点に加え、本市中協議に寄せられる市場参加者の意見を踏まえて、適切な期間を設けていただきたい。

③ISDA 定義集およびプロトコルへの公表停止前トリガーの挿入について

市場参加者の混乱を避けるために、可能な限り標準化を進め、例外を少なくして、市場参加者が同じ条件のもと対応を行っていくことが重要である。加えて、実務的には事務負担を軽減し、効率的な対応がなされることが望ましいことから、ISDA 定義集およびプロトコルの双方に公表停止前トリガーを挿入し、フォールバックに関する対応を進めていくことを支持する。ただし、キャッシュ商品へのフォールバック条項の挿入はデリバティブ取引と比べて難しいケースがあるため、ヘッジの整合性の観点から一部の取引については、公表停止前トリガーを含まない例外的な対応ができるよう、手当てしていただきたい。

④キャッシュ商品への配慮

本市中協議は基本的に ARRC によるキャッシュ商品のフォールバックに係る検討を踏まえたものと理解している。米国以外でも、各検討体においてキャッシュ商品のフォールバック条項等について検討が進められており、最終化に当たっては USD LIBOR 参照商品以外のキャッシュ商品のフォールバックに係る検討も注視し、キャッシュ商品とデリバティブ

² 例えば、本市中協議の 3 頁。

“Note that the fallbacks will not apply until the actual discontinuation of the relevant IBOR (if that is after the announcement date).”

ブ間のヘッジのミスマッチを防ぐため、可能な限り通貨間・商品間の平仄がとれるよう調整・検討を進めていくべきである。

その中で特に注視すべき点は、フォールバック・レートのミスマッチである。2019年4月、5月にARRCより発表された各種キャッシュ商品のフォールバックに関する推奨の中では、大多数の支持を得て **primary** なフォールバック・レートとしてターム物 RFR を利用することが明記されている。他方で、インターバンクデリバティブにおいては、ISDA 市中協議の結果として、オーバーナイト RFR 複利後決めが支持されており、その利用が進むことが想定されるが、当該 ISDA 市中協議は、上記推奨に係る ARRC の市中協議が公表される前に実施されたものであり、ターム物 RFR が選択肢に含まれていなかった。今後、取引に利用できる頑健なターム物 RFR 金利が構築されれば、IBOR のフォールバック・レートとして利用するニーズも想定され、また上記キャッシュ商品との平仄や、後決め複利への対応が難しくヘッジ手段の限られる事業法人の借入人等の利便性に鑑みれば、少なくともヘッジ目的で利用されるデリバティブにおける、将来的なフォールバック・レートとしての適用を必要に応じ検討いただきたい。

⑤フォールバックに係る準備を円滑に進める手法について

ISDA はこれまで OSSG や各検討体と密接な連携を行い、市場参加者の準備に資する施策をタイムリーに実施していただいていると認識しているが、今後も、本件の最終化については、タイムラインに沿った適切な対応を行っていただきたい。

また、フォールバックは内容が複雑であり、依然として概念が広く知れ渡っていないため、FSB や各国検討体と同様、代替金利を参照するにあたり必要となるコンベンションを策定し、周知していただきたい。また、その一環として、今後公表されるスプレッド調整の詳細に係る市中協議に関してもわかりやすい説明を行うなど、工夫を行っていただきたい。

上記を踏まえたうえで、以下各論に回答する。

2. 各論

(1) Would you be content to have any contracts that continue to reference the Covered IBOR after the supervisor of the Covered IBOR's administrator makes a statement that the Covered IBOR is no longer representative? If so, why and under what circumstances?

(コメント)

基本的には当該金利を参照する新規契約は締結しない。ただし、例えば以下のようなケースにおいては当該金利を利用する可能性がある。

(a)新規契約

・代替金利を参照するためのコンベンションが十分に整備されていない場合の暫定的な利

用

・顧客が当該 IBOR の利用を希望し、規制上許容される場合（例えば、取引当事者の双方が欧州ベンチマーク規制の適用対象外である場合等）の利用

(b)既存契約

- ・代替金利への事前移行が完了するまでの暫定的な利用
- ・トリガー発動後、代替金利が適用されるまでの暫定的な利用
- ・残存期間がわずかな契約における利用

(理由)

監督当局による当該 IBOR が「市場の実態を表さない (no longer representative)」旨のステートメントは、金利の質とその金利を参照する取引の流動性に大きな影響を与えるため、新規契約では、金融機関と顧客の双方にとって、当該 IBOR を参照せず、代替金利指標を利用することが自然である。

一方、代替金利の取引のマーケットで十分な流動性がない状況や、取引当事者のシステム対応が完了していない状況で、強制的に代替金利へ切り替えることは混乱を招く可能性がある。また、残存期間がわずかな契約においては、金利の切替えは、その必要性に照らして過大な事務負荷となるケースもある。ただし、各国当局や ISDA によって、必要な対応がとられれば、代替金利指標への移行が進むと考えられるため、引き続き参照するケースはあくまで限定的と考えられる。

(3) Do you expect to amend or close out your derivative contracts referencing Covered IBORs prior to the possibility of a statement that a Covered IBOR is no longer representative? Please specifically comment on whether you expect to have exposure to LIBOR post-2021.

(コメント)

取引相手の同意を得て、契約の修正・更改を可能な限り行う対応が考えられる。

(理由)

早期に契約の修正・更改を行うことは、監督当局のスピーチ等からも推奨されており、移行に伴うオペレーション集中の回避等、円滑な移行に役立つ可能性がある。ただし、そのためには取引相手の理解と協力が不可欠であり、代替金利の参照に係る市場参加者の準備（代替金利のマーケットにおける流動性、コンベンションの確立等）が整っているかが重要となる。

(4) Do you expect any impediments to taking the steps you would want to take? How could ISDA mitigate these impediments? What other entities could mitigate these impediments and how could they do so?

(コメント)

円滑な準備のため以下の課題に関する検討を進めていただきたい。

①コンベンション

現状、代替金利を利用する際のコンベンションがプロダクト間で統一されておらず、システム改修の要件等の具体的な準備に当たり、障害となりかねない。ISDAが各国当局と連携を取り、可能な限りプロダクト間で代替金利のコンベンションを共通化することを望む。

②会計面の整備

デリバティブとキャッシュ商品においてトリガー等が異なる場合のヘッジ会計に関する整理が完了していない。ISDAは各会計基準設定主体の検討の進捗を注視しつつ、必要なサポートを行うことが望ましい。

③規制上の取扱い

契約修正時の取引報告の要否等、契約修正に伴う規制対応に関して不透明な事項があり、民間から明確化の要望も提示されている。ISDAはこれらについて整理のうえ、必要に応じて負担が軽減されるよう関係各所と調整を行うことが望ましい。

④標準化の促進

契約修正に関して、事務負担が軽く、標準的な方法が提示されれば、顧客との交渉が円滑に進むと考えられることから、ISDAは、プロダクト間の平仄に配慮しつつ、本市中協議文書で提示しているような定義集・プロトコルへの挿入等、標準的な対応を引き続き進めていただきたい。

(5) Would it be appropriate to include a pre-cessation trigger regarding 'representativeness' with the triggers for permanent cessation in the amendments to the 2006 ISDA Definitions and in the protocol that ISDA intends to publish to introduce the IBOR fallbacks? Please explain your answer.

(コメント)

定義集およびプロトコルに公表停止前トリガーを含めることは適切であると考えられる。ただし、総論に記載のとおり、公表停止前トリガーの挿入に当たっては、トリガー内容の定義の明確化や、トリガー発動後のフォールバックのタイミング等について引き続き検討すべきである。

(理由)

市場参加者の準備を円滑に進める観点から、定義集およびプロトコルに公表停止前トリガーを挿入し一括して標準的に対応されることが望ましい。

(6) Is inclusion of the trigger necessary to enhance existing controls and mechanisms already in place contractually and/or under existing law or are these controls and mechanisms sufficient?

(コメント)

強化されると思われる。

(理由)

契約の頑健性が高まると同時に、より早い段階で代替金利指標への移行が進むことが想定されるため。

(7) What problems could arise if such a trigger were not included in amendments to the 2006 ISDA Definitions and in the protocol that ISDA intends to publish to introduce the IBOR Fallbacks? Please specifically consider and comment on

(7-a) the potential for a CCP to exercise its discretion to change a reference rate if it determines that a Covered IBOR is no longer sufficiently robust or no longer fit for purpose

(コメント)

公表停止前トリガーが定義集およびプロトコルに含まれず、CCP の裁量により参照金利が変更された場合、清算集中取引と非清算集中取引で流動性が分断され、ベースリスクが発生する、もしくはベースリスクを回避するために個別に契約修正を行う無用の負担が生じる。

(7-b) management of a legacy portfolio of derivatives referencing an IBOR if use in new contracts is also prohibited by regulation (at least for entities in certain jurisdictions)

(コメント)

既存取引と新規取引において参照金利の分断が生じ、正確なポートフォリオ管理ができなくなると同時に、ベースリスクが発生する、もしくはベースリスクを回避するために個別に契約修正を行う負担が生じる。

(7-c) derivatives that hedge cash instruments that may have pre-cessation triggers and fallbacks

(コメント)

ヘッジ対象とヘッジ手段でトリガーの内容が異なるため、ヘッジ関係が継続されなくなる可能性がある。または、ヘッジ関係を継続するためにデリバティブ契約に公表停止前トリガーを含めるよう個別に契約修正を行う負担が生じる。

(8) What problems could arise if such a trigger were included? Please also consider derivatives that hedge cash instruments that do not have pre-cessation triggers and fallbacks. Please consider the implications of linking the fallbacks for the permanent cessation of a Covered IBOR with the agreement to convert the Covered IBOR to the corresponding adjusted RFR plus a spread upon a pre-cessation trigger.

(コメント)

問題点として、公表停止前トリガーに係るステートメントに関する定義が不明確であり市場の混乱を招く可能性があること、フォールバックまでの十分な準備期間が確保されなくなる可能性があること、キャッシュ商品とのヘッジ関係が維持されない可能性があること等が挙げられるため、ISDA のさらなる検討を期待する。特に、公表停止前トリガーに関するフォールバックのタイミングについては、「総論」に記載の通り、キャッシュ商品との平仄もしくはオペレーション負荷の観点から懸念がある。ISDA としても FCA などの関係

機関に対し当該課題認識を伝えていただきたい。

(9) Do you think inclusion of a pre-cessation trigger would positively or negatively affect industry take up of the permanent cessation fallbacks? Please specifically comment on adherence to the protocol to amend legacy derivative contracts.

(コメント)

良い影響があると考えます。

(理由)

市場参加者は、フォールバックに関する手続きといった事務が集中することを避けることが想定される。また、公表停止前トリガーをプロトコルに加える場合は、公表停止トリガーもあわせて対応される可能性が高い。

したがって、プロトコルの観点から、公表停止トリガーを採用することに関してポジティブな影響を与える。

(11) Would such a protocol be helpful to address concerns regarding ‘non-representative’ benchmarks? If so, which of the approaches listed above (and/or variations of these approaches) do you prefer?

(コメント)

「Matching function」の内容をはじめとして、(a)～(d)に関する詳細が提示されていないため、回答できない。一方、基本的には公表停止前トリガーが全ての既存契約に適用されるようかたちが望ましいが、契約の修正が難しいキャッシュ商品など、特殊な事情により公表停止前トリガーの挿入が望ましくないケースも存在しうるため、提案された手法のうち(a)や(d)など一定の取引を除外する柔軟性を可能な限り限定的にもたせることも考えられる。

(12) Please comment on the relative disadvantages and advantages of such a protocol as compared to inclusion of a pre-cessation trigger in the 2006 ISDA Definitions and the protocol that ISDA intends to publish to implement the IBOR Fallbacks without any ability to elect for or against inclusion of such a pre-cessation trigger.

(コメント)

メリットとして、複数のプロトコル内容が生じるため、市場参加者の実態に合わせ柔軟な対応が可能となる一方、デメリットとして、例外的な取扱いが増加し、市場全体で見た場合、フォールバック条項の挿入や代替金利への移行が円滑に進まないおそれがある。

(13) Would you prefer using such a protocol as opposed to template language for bilateral incorporation in derivative contracts to address concerns regarding ‘non-representative’ benchmarks, and other pre-cessation concerns you may have?

(コメント)

(a)や(d)のプロトコルでの対応が望ましい。

(理由)

ARRC のフォールバック条項に従えば、USD LIBOR 建キャッシュ商品の新規契約においては公表停止前トリガーを含むことが想定される。したがって、ヘッジとして利用するデリバティブにおいても公表停止前トリガーを含む必要があることに鑑みると、(a)や(d)のプロトコルの方が事務負荷が少ない。

(15) Would it be appropriate to use the adjusted RFR plus a spread under these circumstances or could it be problematic? Please explain.

(コメント)

適切である。

(理由)

市場においてシンプルかつ標準的な対応がなされるよう、公表停止トリガーによるフォールバックと同様に調整 RFR+スプレッド調整で計算された後継金利を利用することが望ましい。

なお、スプレッド調整については、Question18 で記載のとおり、公表停止前トリガー発動時に計算された値が利用されることが望ましい。

(18) In this scenario, should the spread adjustment following permanent discontinuation of the Covered IBOR automatically change to the 'permanent cessation' spread (i.e., a spread calculated by reference to historical data at the time the announcement is made in respect of permanent cessation)? Alternatively, should it remain at the spread adjustment for the 'pre-cessation' event?

(コメント)

公表停止前トリガー時に計算されたスプレッド調整を維持すべきである。

(理由)

複数のスプレッド調整の機会が生じることは、事務負担が大きいほか、カウンターパーティからの理解を得ることが難しい。

どのタイミングでトリガーが発動するかは契約上の重要な事項であるため、スプレッド調整の数値がそれに応じて異なっていることは自然であると考えます。

以上