

2019年2月5日

米代替参照金利委員会による「LIBORを参照する相対貸出の 新規契約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）が昨年12月7日に公表した「LIBORを参照する相対貸出の新規契約に係る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。なお、当協会はARRCから9月に公表された「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」に関するコメント¹も提出しており、これらは関連する論点も多いため、あわせてお読みいただきたい。

【総論】

①国際的な議論の反映

現在、フォールバックについては、国際的に検討が進められており、ISDAにおいては、ISDA準拠のデリバティブについて、調整RFRの手法として後決め複利、スプレッド調整として過去の中央値・平均値アプローチをとる最終的な結論を導いている。

当協会は市中協議「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」（以下「シ・ローン市中協議」という。）に対して提出したコメント（以下「シ・ローンに関するコメント」という。）でも述べているとおり、デリバティブは、キャッシュ商品側のヘッジニーズにもとづく取引も多いと考えられ、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、ヘッジの有効性の観点から検討する際には、特に後継金利とトリガーのタイミングの2点について平仄がとれていることに対するニーズは強いと考えられる。

この点、相対貸出を対象とする本市中協議においても、キャッシュ商品とISDA準拠のデリバティブにおけるトリガーイベントやフォールバック・レートの差異に関する検討が含まれている。Appendix VIにおいてHedged Loanに係るフォールバック条項が検討されていることに加え、ISDAにおいてもPre-cessationトリガーへの対応を検討している旨が記載されている等、キャッシュ商品とデリバティブの双方の検討体において、市場参加者の要望を踏まえた対応がなされることを歓迎するとともに、本市中協議文書の最終化の際もその観点が踏まえられることを期待する。

¹ <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion301126.pdf>

②キャッシュ商品におけるターム物RFR構築のニーズ

本市中協議で提案されているフォールバックに係るハードワイヤード・アプローチにおけるウォーターフォール構造についても、シ・ローン市中協議と同様にフォワードルッキングなターム物SOFRが第1階層に設定されており、キャッシュ商品側のニーズが反映されていることを歓迎する。

ただし、仮に、フォールバック時にターム物SOFRが存在しない場合には、SOFR複利（ISDAの最終的な結論に従えば、SOFR後決め複利）をフォールバック・レートとして適用することになると考えられるが、キャッシュ商品の関係者からシ・ローン市中協議で幅広く指摘されたように、後決め複利では利息期間開始日に適用金利が決定できず、利息の通知を含めた相対貸出の借手/貸手の業務に支障が生じる等、現状の実務との親和性が低い。したがって、堅固なフォワードルッキングなターム物SOFRが早期に構築されることを期待しており、参照市場の活性化等にARRCとして引き続き取り組んでいただきたいと考えている。また、昨年10月に公表された” Transition from U.S. Dollar LIBOR -Timeline”では、参考値としてSOFRを参照するターム物金利を本年第1四半期に公表する方向とされているが、こうした動きは、ターム物SOFRの潜在的なユーザーが移行の準備を行うに当たって非常に有用と考えられ、大いに歓迎する。

③相対貸出とシンジケートローンにおける整合性

相対貸出およびシ・ローンは、取引当事者の数やエージェントの存在などの異なる要素もあるものの、キャッシュ商品としては類似する点は多く、フォールバックの枠組みが備えるべき特性についても、トリガー、フォールバック・レート、スプレッド調整等の観点から類似する点が多いと考えられる。したがって、両者のフォールバック条項は、相対貸出およびシ・ローン特有の論点を除き、基本的に整合的であるべきである。

例えば、相対貸出のハードワイヤード・アプローチにおける後継金利としては、ISDAにおける最終結果の公表を踏まえ「0/N SOFR+調整スプレッド」が含まれていないが、シ・ローン市中協議におけるウォーターフォール構造の提案では、第三階層として当該後継金利が含まれている。このような差異については、市中協議が最終化される際に平仄がとれるように調整いただきたい。

④修正アプローチおよびハードワイヤード・アプローチ

実務的な観点からは、手続きの自由度が低いハードワイヤード・アプローチの方が、トリガーの発動時に円滑かつ広範に後継金利への移行が行われると考えられるが、ターム物金利の構築に関して不確実性があることから、フォールバック時に後継金利が契約締結時点の期待とは異なったものとなるリスクがある。したがって、アプローチの選択については、ターム物SOFRの構築状況を勘案したうえで決定すべきであり、早急に結論を出すべきではない。

⑤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、今回の市中協議でも、シ・ローン市中協議と同様に、ISDA 市中協議において提案されている以外のトリガーが複数提案されており、当該トリガーは、金利指標の恒久的な停止の公表より前の移行を促進し、集中リスクを回避するため、有用と考える。

一方、金利指標の恒久的停止より前に発動されうるフォールバック条項に実効性を持たせるためには、顧客の準備が整っているか、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について十分な検討が必要である。

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。

以下、各質問に対しては、総論を前提に回答する。

【各論】

A. General Approach of the Two Fallback Proposals

(1) If the ARRC were to adopt one or more sets of bilateral 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)

ターム物 SOFR の構築状況を勘案すべきであり、早急に結論を出すべきではない。

(理由)

多くの相対貸出契約について対応が必要となることを踏まえれば、相対的に実務上の負荷が少なく、後継金利への移行がスムーズに行われることが期待されるハードワイヤード・アプローチが最終的には望ましい。ただし、現時点では、堅固なターム物 SOFR の構築がなされるかは不透明であり、早急に結論を出すべきでない。

現実的には、柔軟性のある修正アプローチにより契約を締結しておき、フォールバック・レートやスプレッド調整の検討が進捗したところで、ハードワイヤード・アプローチをとることが現実的と考えられる。

B. Triggers

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

(コメント)

Pre-cessation triggers については、ISDA デリバティブによるヘッジ取引を行う相対貸出取引の場合は、ISDA との平仄が取れており、かつ、当事者間で事前に合意できる限りにおいては、いずれも契約に挿入してよいと考える。ただし、挿入するトリガーの設計に際しては、事前に相対貸出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。

(3-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)

相対貸出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、市場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いった懸念が存在する。その観点から、相対で Pre-cessation triggers をデリバティブ契約に含める場合のテンプレート等を作成しようとしている ISDA の取り組みは有益である。

(3-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)

各社が個別に判断・修正することは可能である。ただし、実務上の負担は大きい。

(理由)

Pre-cessation triggers について契約書に盛り込まれない場合、そのような事態が発生した際に各社が 1 件ごとに参照ベンチマークの利用を継続するかどうかの判断・修正を行う必要が生じるため、実務上の負荷が大きい。

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

(コメント)

Opt-in trigger の挿入にあたっては、事前に相対貸出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。また、ISDA デリバティブによるヘッジ取引を行う相対貸出取引の場合は、ISDA との平仄が取れており、かつ、当事者間で事前に合意できる限りにおいては、契約に挿入してよいと考える。

(理由)

ベースリスクが生じる可能性があるものの、修正アプローチおよびハードワイヤー

ド・アプローチの双方において“opt-in” trigger を挿入することにより、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の軽減が期待できる。

C. The Replacement Benchmark

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

(コメント)

フォワードルッキングなターム物金利が、主たるフォールバック (primary fallback) となるべきである。

(理由)

相対貸出における実務の観点から望ましいため。

(7) Should the Lender be able to eliminate certain interest period options if there are no equivalent SOFR terms available? If so, consider the following options: (i) the Lender may remove all interest periods for which there is not a published term rate or (ii) the Lender 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)

(ii) が望ましい。

(理由)

相対貸出のようなキャッシュ商品にとっては、フォワードルッキングなターム物金利を可能な限り参照できることが望ましい。

(8) 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 において、米ドル LIBOR に係るフォールバックとして SOFR 複利後決めが選択される可能性が高いことから、相対貸出における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。但し、総論②で述べたように、キャッシュ商品の観点からはフォワードルッキングなターム物金利が望ましいため、SOFR 複利はターム物 SOFR よりも下の階層に設定されるべき。

(9) If you believe that Compounded SOFR should be included, which compounding period is preferable (“in arrears” or “in advance”)? Would this preference be influenced by whether ISDA implements fallbacks referencing compounded SOFR “in arrears” or “in advance”?

(コメント)

ISDA 準拠のデリバティブとの平仄の観点からは、後決めが望ましい。ただし、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。

(理由)

ISDA 準拠のデリバティブとの平仄の観点からは、SOFR 複利後決め (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、相対貸出における業務に支障が生じる等、現状の貸出実務との親和性が低いため、十分な移行期間が必要となる。

(10) As noted, this consultation does not include Overnight SOFR as a final step in the waterfall. Do you believe that Overnight SOFR is an appropriate fallback reference rate for bilateral business 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)?

(コメント)

0/N 物はフォールバック・レートとして適切ではない。

(理由)

当協会がシ・ローンに関するコメントの Question 9 で回答したように、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。加えて、ISDA においてフォールバック・レートとして 0/N 物を採用しない方向に固まりつつある中、ISDA 準拠のデリバティブとの平仄の観点からも、0/N 物を採用する必要はない。この点はシ・ローン市中協議の最終化の際にも検討がなされるべきである。

D. Spread adjustments

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

(コメント)

キャッシュ商品に適用されるスプレッド調整は、ARRC が予めガイダンス等で推奨すべきである。

(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、個別契約毎にスプレッド調整の方法が異なることは、混乱を招き、訴訟リスクを高める可能性がある。したがって、円滑なフォールバック手続きのため、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必要であ

り、円滑な合意のために ARRC が市中協議等のプロセスを経て何らかのガイダンスを予め定めるべきである。

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

(コメント)

適切と考える。

(理由)

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、相対貸出単体の取引にとって適切なスプレッド調整が優先的に検討されるべきである。したがって、特に相対貸出に推奨されるスプレッドが第1階層として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第2階層として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。

E. The role of the Lender

(16) In any of these situations, should the Lender have the right to take the relevant action, for example to designate loan terms unilaterally within the framework of either Appendix I or Appendix II, simply by notice to the Borrower? Alternatively, should the lender have the right to take such action, subject only to the Borrower's right to withhold consent? Please explain which approach, or what alternative approach, you think would be better.

(コメント)

よりよいアプローチ方法は、借入人の置かれた状況により異なる。

(理由)

借入人が、フォールバック・レートおよび調整スプレッド等の重要事項について事前に理解および同意し、実際に適用されるレート等を予め合理的に予想することができる場合は、トリガーイベントが生じた際に改めて合意を求めず、通知だけすればよいと考えられる。一方、借入人が、適用されるフォールバック・レートおよび調整スプレッド等の重要事項を事前に知り得ないまたは知ることが困難な場合は、貸出人からの通知のみの方法では、借入人の利益を害する恐れがあり、訴訟リスクが高まるケースが生じるため、借入人が、意向を改めて確認される権利を有することが適当と考えられる。

(17) 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)

フォールバック・レートおよび調整スプレッドについては第三者のスクリーンにおいて公表されるべきである。

(理由)

当事者間でのタイムリーな共有および訴訟リスク回避の観点から必要である。

F. Operational considerations

(19) 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)

非常に短期間での移行は、オペレーション上の懸念が存在する。したがって、適切な移行期間の確保や事前に相対貸出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うる態勢を整えていくことは重要と考える。また、Pre-cessation triggers や Opt-in trigger を導入するに当たっては、トリガー時点についての考察・合意に加え、後継金利への切り替えが効力を発生する日程に関しても予め合意しておくべき事項として検討することは、オペレーション上の懸念を低減していく上では有益と思われる。

(理由)

相対貸出は、シ・ローンと比べ、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。例えば参考になる知見として、欧州リスクフリーレートWGから1月21日に公表されているユーロ建キャッシュ商品におけるフォールバック文言に関する原則²が挙げられる。

G. Hedged loans

(21) If bilateral business loans fall back to a different rate from derivatives, how do market participants expect to handle the interplay of loans and their hedges? Would market participants expect that current swaps would be terminated and a new swaps entered into once the loan has transitioned?

(コメント)

相対貸出においてデリバティブと異なるフォールバック・レートに移行した場合、一つの手法としては、スワップを一旦終了し、ローンのフォールバック・レートと同一のレートを参照するスワップを新たに締結するという事も考えられる。しかしながら、そのようなスワップの解約・新規締結（特に、ローンを提供するカウンターパーティと、ヘッジのためのスワップを提供するカウンターパーティが異なるケース）においては、交渉や契約事務等の面から負担が増加し、時間がかかることが想定される。事務負担や、新規契約締結までに生じるベシスリスク等を避けるのであれば、事前にローンの契約にフォー

² See <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.sg3guidingprinciples201901.en.pdf> パラグラフ 23 において、“The date from which the fallback rate will apply after one or more of the trigger events has occurred should also be specified clearly in fallback provisions.”との記載がある。

ルバック条項を挿入する際に、ヘッジとして利用しているスワップについても同一のフォールバック条項を挿入する形で個別に契約を修正していくことが考えられる。

(22) Would market participants that execute interest rate hedges prefer to fall back to the same rate and spread that becomes operative under the ISDA Definitions even if a term SOFR is available? If so, please provide comments on the proposal for hedged loans set forth in Appendix VI, including a discussion of any operational concerns. Please provide comments on any other approaches you think could be useful in addressing fallbacks in loans and related hedges.

(コメント)

頑健なターム物 SOFR が利用可能となった場合には、相対貸出における実務的な観点等からターム物 SOFR の利用が好まれると考えられる。

以 上