

2020年
11月27日号

ISDA IBOR Fallbacks Supplement 及び Protocol の公表： デリバティブ取引における LIBOR 消滅対応

執筆者：本柳 祐介、山本 俊之

1. デリバティブ取引のフォールバック条項に関するドキュメント公表

2021 年末の LIBOR 消滅リスクに対処するため、市場参加者は「移行」(transition) や「フォールバック」(fallback) に係る対応を急ピッチで進めています。

そのような状況において、デリバティブの国際的な業界団体である ISDA (International Swaps and Derivatives Association, Inc.) は、LIBOR や他の金利指標が恒久的に公表停止となった場合などに適用されるフォールバックについて IBOR Fallbacks Supplement (以下「サプPLEMENT」) 及び ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol (以下「プロトコル」) を公表し、プロトコルの批准開始日を 2020 年 10 月 23 日、サプPLEMENT 及びプロトコルの効力発生日を 2021 年 1 月 25 日としました¹。

フォールバック条項は、現在参照されている IBOR の公表が停止となった場合又は LIBOR が指標性を喪失した場合のデリバティブ契約における混乱を避けるためのものとなりますが、サプPLEMENT 及びプロトコルは、デリバティブ取引におけるフォールバック条項の国際標準となるべく、過去数年間にわたり、市場参加者への広範な意見募集、各国金融当局との調整、さらには競争法当局によるクリアランス²を経た上で、公表に至ったものです。

日本においても、金融庁や日本円金利指標に関する検討委員会(事務局：日本銀行)がその早期批准を推奨しており³、金融機関のみならず、事業会社にとっても、その内容及び批准の検討は必須と言えます。また、ローンや債券におけるフォールバック条項との関係でも、サプPLEMENT におけるデリバティブ取引のフォールバック条項との平仄を意識せざるを得ないでしょう。

サプPLEMENT やプロトコルの細かいメカニズムに関する理解については、自社の事情も踏まえつつ、必要に応じて専門家の助言

¹ <https://www.isda.org/2020/10/23/isda-launches-ibor-fallbacks-supplement-and-protocol/>

² 例えば米国司法省によるものとして、<https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-issues-favorable-business-review-letter-isda-proposed-amendments-address>

³ https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/cmt200807a.pdf

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/cmt201106a.pdf

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

も得る必要があるでしょうが、それらの理解のための「はじめの一歩」となるべく、本ニューズレターではサプメントやプロトコルの概要を説明します。

2. サプメントの概要

サプメントは、「Amendments to the 2006 ISDA Definitions to include new IBOR fallbacks – Supplement number 70 to the 2006 ISDA Definitions」として作られています。2006 ISDA Definitions(以下「2006年版定義集」)は、ISDA Master Agreement(マスター契約)に基づき金利や為替を対象とした店頭デリバティブ取引を行う際に標準的に用いられる用語集です。こちらに修正を加えることで、LIBOR等の消滅に伴うフォールバック条項を付け加える構成を採用しています。

そのため、効力発生日である2021年1月25日以降の「新規取引」については、2006年版定義集を利用する場合、いわば自動的にフォールバック条項が組み込まれることとなります。他方で、2021年1月25日より前の「過去取引」については、後記3のプロトコルを批准することで、批准者間でフォールバック条項が組み込まれる仕組みを採用しています。

サプメントにおけるフォールバック条項の仕組みは、大要、(1)対象通貨・金利において、(2)トリガー事由が発生した場合には、(3)LIBOR等の対象既存金利が、フォールバック金利へと置き換わるというものです。

(1) 対象通貨・金利

サプメントで対象となっている通貨及び金利は以下の通りです。対象既存金利は、サプメントの名称が「IBOR (interbank offered rate)」となっているように、LIBORに限定されておらず、日本についていえばTIBORも対象となっています。また、フォールバック後の基準金利についても、各国において特定された翌日物金利である無リスク金利(Risk Free Rate。以下「RFR」)等が用いられており、様々です。

対象通貨	対象既存金利(IBOR)	フォールバック後の基準金利
GBP(英ポンド)	LIBOR	SONIA
CHF(スイスフラン)	LIBOR	SARON
USD(米ドル)	LIBOR	SOFR
EUR(ユーロ)	LIBOR EURIBOR	€STR
JPY(日本円)	LIBOR TIBOR(円、ユーロ円)	TONA
AUD(豪ドル)	BBSW	AONIA
CAD(カナダドル)	CDOR	CORRA
HKD(香港ドル)	HIBOR	HONIA
SGD(シンガポールドル)	SOR	USD/SGDの為替取引及びフォールバック金利(SOFR)を基準に計算
THB(タイバーツ)	THBFIX	USD/THBの為替取引及びフォールバック金利(SOFR)を基準に計算

(2) トリガー事由

トリガー事由は、サプメントにおいて Index Cessation Event として定義され、その具体的な文言は以下のものです。

- (i) a public statement or publication of information by or on behalf of the administrator of the Applicable Rate announcing that it has ceased or will cease to provide the Applicable Rate permanently or indefinitely, provided that, at the time of

- the statement or publication, there is no successor administrator that will continue to provide the Applicable Rate;
- (ii) a public statement or publication of information by the regulatory supervisor for the administrator of the Applicable Rate, the central bank for the currency of the Applicable Rate, an insolvency official with jurisdiction over the administrator for the Applicable Rate, a resolution authority with jurisdiction over the administrator for the Applicable Rate or a court or an entity with similar insolvency or resolution authority over the administrator for the Applicable Rate, which states that the administrator of the Applicable Rate has ceased or will cease to provide the Applicable Rate permanently or indefinitely, provided that, at the time of the statement or publication, there is no successor administrator that will continue to provide the Applicable Rate; or
- (iii) if the Applicable Rate is Sterling LIBOR, Swiss Franc LIBOR, U.S. Dollar LIBOR, Euro LIBOR or Yen LIBOR only, a public statement or publication of information by the regulatory supervisor for the administrator of such Applicable Rate announcing that (A) the regulatory supervisor has determined that such Applicable Rate is no longer, or as of a specified future date will no longer be, representative of the underlying market and economic reality that such Applicable Rate is intended to measure and that representativeness will not be restored and (B) it is being made in the awareness that the statement or publication will engage certain contractual triggers for fallbacks activated by pre-cessation announcements by such supervisor (howsoever described) in contracts.

トリガー事由の特徴は、大要、以下の通りです。

- ✓ (i)及び(ii)は、適用レートの運営者やその規制監督当局等により、**恒久的(permanently)又は無期限(indefinitely)**に適用レート提供が停止した又は停止するとの声明・公表があり、当該声明・公表時点で、適用レート提供を継続する承継運営者も不存在の場合、とされています。一般に、公表停止トリガー(あるいは恒久的停止トリガー)と理解されています。
- ✓ さらに(iii)では、**対象金利が LIBOR(英ポンド、スイスフラン、米ドル、ユーロ、日本円)の場合に限定して、いわゆる公表停止前トリガー(あるいは恒久的停止前トリガー、pre-cessation trigger)**が定められています⁴。ここでは、対象金利の運営者の規制監督当局が当該 LIBOR について**指標性の喪失(non-representative)**を決定等し、かつ、契約上の公表停止前トリガー発動についての当該規制監督当局の認識に係る声明・公表があることをトリガー事由としています。この公表停止前トリガーをサプメントに追加的に規定するかどうかについては、規制監督当局と市場参加者の間で激しいやりとりがありました。結論として、サプメントにおける標準条項として追加されることとなりました⁵。
 - より具体的には、英国 FCA(金融行為規制機構)がこの公表停止前トリガーにおける規制監督当局として想定されており、英国 FCA 自身による関連する声明も公表されています⁶。サプメントにおける公表停止前トリガーの文言は、この英国 FCA の声明も意識したものです。

また、トリガー事由とその効力発生日(Index Cessation Effective Date)はサプメントにおいて別個のものとして定義されています。フォールバック金利への移行タイミングについては、適用レート提供停止の最初の日ですが、LIBOR については、公表停止前トリガーが存在することから、指標性の喪失又は適用レート提供停止のいずれかの最初の日とされています。つまり、公表停止トリガー及び公表停止前トリガー双方が発生しても、いずれか早い方が優先されることとなります⁷。

さらに、フォールバック金利についての更なるフォールバックの仕組みも設けられていることに加えて(Fallback Index Cessation Event 及び Fallback Index Cessation Effective Date)、公表停止(前)トリガー発動に至る前の一時的な公表停止に対処するための条項も頑健性の観点から改めて設けられました。

⁴ 結果として、SOR 及び THBFX のフォールバック金利にも影響を与える可能性があります(前記(1)の表及び「[ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol \(IBOR Fallbacks Protocol\) FAQs](#)」3 回答)。

⁵ <https://www.isda.org/2020/05/14/isda-publishes-report-summarizing-final-results-of-consultation-on-pre-cessation-fallbacks-for-libor/>

⁶ <https://www.fca.org.uk/markets/transition-libor/libor-contractual-triggers>

⁷ 前掲注 4・5A 回答。

(3) フォールバック金利

フォールバック金利は、RFR を後決め複利計算によりターム物へと変換した値にスプレッドを加算したものとされています。以下ではそのメカニズムを概説します。

LIBOR はターム物金利であり、例えば、3 か月物や 6 か月物の金利が存在します。また、各金利計算期間が始まる直前に適用金利が定まる前決め (setting in advance) となっています。さらに銀行間の金利であることから、銀行の信用リスクが織り込まれているはずですが、他方、フォールバック後の基準金利として用いられる RFR は、翌日物 (=1 日) 金利であることに加えて、その名の通り、無リスク金利であることから、銀行の信用リスクは織り込まれていないはずですが、したがって、LIBOR のフォールバック金利を RFR を用いて算出するには、①翌日物をターム物に変換すること、②信用リスク分を含めたスプレッド調整を行うこと、が必要となります。

この点についてサプメントでは、①は RFR を該当する IBOR の金利期間にあわせて複利計算することでターム物へと変換させます。②スプレッド調整については、市場関係者に対する意見募集結果も踏まえ、トリガー事由の発生時 (からさらに対象となっているターム物に相当する期間分遡った時点) を基準に⁸、対象既存金利 (IBOR) 及びターム物へと変換後の RFR の差について過去 5 年間の中央値 (median) を固定値として用います。但し、①については、複利計算を行う過程で、前決め金利ではなく、後決め (setting in arrears) 金利を採用しているという特徴があることから、その計算終了時点を支払日より 2 営業日前ずらすこと (two business day backward shift)、支払事務の円滑化を図っています。

さらにドキュメンテーション上の工夫としては、上記全てを記載すると複雑かつ分量も多くなるといった配慮があったのか、サプメント上は、上記事項を特定できる程度の概括的な文言としながら、上記①及び②、さらには③フォールバック金利 (=①+②) を事前に選定された Bloomberg Index Services Limited (BISL)⁹ が計算・公表するという旨を規定しています。そして、上記計算方法の詳細は、別途公開されている技術文書 (IBOR Fallback Rate Adjustments Rule Book) に数式の形で厳密に記載されています¹⁰。

3. プロトコルの概要

前記 2 の通り、過去取引についてはサプメントに規定されるフォールバック条項が当然に組み込まれることとはなりません。この点、ISDA の過去事例でもよく用いられたように、2 当事者間の相対交渉で個別修正を行うのではなく、多数当事者間で一斉に変更の効力を生じさせるべく、プロトコル形式の手続が用意されました。プロトコルの批准を行えば、批准者間では過去取引についてサプメントの内容 (フォールバック条項) が組み込まれることとなります。

プロトコルの特徴としては、以下の点が挙げられます。

- (1) プロトコル対象書類 (Protocol Covered Document) は、2006 年版定義集等の ISDA 定義集が組み込まれ、又は、関連する IBOR に関する参照規定が存在する、締結済のコンファメーション、基本契約及び担保契約です¹¹。

この基本契約や担保契約には、ISDA が作成しているマスター契約や CSA に加えて、ISDA が作成していない一定の基本契約・担保契約も含まれます。もっとも、ISDA が作成していない書類について、ISDA はプロトコルによる変更の法的効力につき意見を留保していることに注意が必要となります¹²。

⁸ 前掲注 4・「FAQs」5A 回答では、トリガー事由が複数発生した場合のスプレッド調整の計算時点及びフォールバック金利の適用時点についても説明がなされています。

⁹ <https://www.isda.org/2019/07/31/bloomberg-selected-as-fallback-adjustment-vendor/>

¹⁰ <http://assets.isda.org/media/34b2ba47/c5347611-pdf/>

但し、SOR 及び THBFX は、BISL ではなく、ABS Benchmarks Administration Co Pte. Ltd. 及び Bank of Thailand がそれぞれ公表するものとされています。

¹¹ Protocol Covered Documents = ① Protocol Covered Confirmations + ② Protocol Covered Master Agreements + ③ Protocol Covered Credit Support Documents。但し、店頭デリバティブ取引のクリアリング (清算) を規律する書類は対象外とされています。各 CCP の業務方法書等で規定されるべき問題であるからだと考えられます (前掲注 4・「FAQs」4I 回答)。

¹² 前掲注 4・「FAQs」4H 回答。

- (2) プロトコルに基づく変更の効力発生は、それより前に批准しても、2021年1月25日(Protocol Effective Date)です。他方で、2021年1月25日より後に批准した場合には、(既批准者との関係で)当該批准日がプロトコルに基づく変更の効力発生となります¹³。
- 2021年1月25日後、批准が遅れている間に仮にサプルメントのフォールバックの効力が発生した場合、新規取引にはフォールバックの効力が及ぶ一方で、過去取引についてはその効力は及ばないという帰結になりますので、注意が必要です。
- (3) 顧客(Client)のために代理人(Agent)として批准することも認められています。代理批准については、①どの範囲の顧客のために行うかの決定、また、②代理人が、顧客のために代理締結している書類のみならず、顧客のために代理締結していないがその修正権限は有している書類(Non-Agent Executed Protocol Covered Document)についても顧客を特定しながらプロトコルの対象として含めることが可能な仕組みとなっています。さらに、代理批准については、本人たる顧客批准等との批准日に係る優先劣後関係についても整理されています¹⁴。
- この代理批准は、ファンドを運用する資産運用会社との関係でとりわけ問題となりますが、ファンドについては国内・海外それぞれ法形式が様々であり、日本であれば信託受託者の動向・整理も含め、その代理批准の範囲・方法が問題になると考えられます。
- (4) その内容の修正等について第三者からの承諾等が明示的に求められている第三者信用保証書類(Third Party Credit Support Document)が存在するプロトコル対象書類については、プロトコル批准者は、当該第三者からの承諾等を得ていること、かつ、他のプロトコル批准者から要求があった場合にはその証拠書類を提出することが求められます。もともと、当該第三者自体がプロトコル批准者でもある場合には、プロトコル上、みなし承諾等としての取扱いがなされます。これは例えば、ISDA マスター契約に係る保証契約が存在する場合において、主債務の内容が変更される場合に保証人の事前承諾が求められている場合を想定した規定だと考えられます。
- (5) プロトコル自体の準拠法は英国法ですが、プロトコルに基づくプロトコル対象書類の修正については、プロトコル対象書類自体の準拠法に基づくものとされています。
- (6) プロトコル自体の文言を修正することは出来ませんが、相対交渉を円滑化するため、個別修正のための雛形がISDAにより用意されています¹⁵。

4. おわりに

「フォールバック」は、LIBOR 消滅に備える「シートベルト」であると言われることがあります¹⁶。本ニュースレターが安全なシートベルトを備えるための一助となり、その結果、市場関係者が、LIBOR 消滅対応の本丸である「移行」対応に注力できるようになることを期待します。

以上



もとやなぎ ゆうすけ
本柳 祐介

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士
y.motoyanagi@jurists.co.jp

2001年早稲田大学法学部卒業、2010年コロンビア大学ロースクール卒業(LL.M.)。ファイナンス分野のパートナーであり、キャピタル・マーケッツ、アセット・マネジメント、金融規制、金融取引等を中心とした業務を担当している。



やまもと としゆき
山本 俊之

西村あさひ法律事務所 弁護士
to.yamamoto@jurists.co.jp

2009年弁護士登録。アセットマネジメントやデリバティブを中心に、金融取引やレギュレーション、当局対応・海外紛争案件にも関与。弁護士登録前は、2000-2005年まで株式会社格付投資情報センター(R&I)、2007-2008年までメリルリンチ日本証券株式会社にてそれぞれアナリスト業務に従事。LIBOR 消滅対応に係る近著として「Japanese Yen Interest Rate Benchmark Reform - Crossroad of the Local Movements in Japan and the Global Movement in the Derivatives Space」(2020年)。

¹³ 前掲注4・「FAQs」8C 回答。

¹⁴ 前掲注4・「FAQs」10F 及び G 回答。

¹⁵ <http://assets.isda.org/media/79487fdd/>

¹⁶ <https://www.fca.org.uk/news/speeches/interest-rate-benchmark-reform-transition-world-without-libor>