

Minutes of LIBOR Trade Association Working Party meeting
held on 26 April 2023
via teleconference

Present

ACT
AFME
APLMA
ICMA
ISDA
LMA
LSTA
TACT

ACT: Association of Corporate Treasurers
AFME: Association for Financial Markets in Europe
APLMA: Asia Pacific Loan Market Association
ICMA: International Capital Market Association
ISDA: International Swaps and Derivatives Association
LMA: Loan Market Association
LSTA: Loan Syndications and Trading Association
TACT: The Association of Corporate Trustees

1. Introduction

The purpose of the meeting was for the trade associations to provide updates on any developments in respect of LIBOR transition since the last meeting.

本会議の目的は、前回の会議以降の LIBOR 移行に関する進展について、業界団体が最新情報を提供することであった。

2. TACT update

In relation to US dollar LIBOR, TACT is particularly involved with securitisation, and has been tracking the transition progress with respect to securitised products and CDOs. The process for collating transaction data on the performance and rate switch of such products involves compilation of a standard form. TACT added that this has generally been hard to follow because the relevant deadlines have not approached yet.

TACT has also been working on the transition of sterling LIBOR deals. TACT noted that it had recently heard of a few deals that were going to get caught by the discontinuance of 1- and 6-month synthetic sterling LIBOR on 31 March 2023, but that these transitioned just in time. Some reasons for the delay in transition include a combination of flaws in the system, for example, notices not getting to noteholders and custodians not passing them on.

Further, TACT is aware of deals that will need to be updated in light of the US dollar LIBOR deadline. In order to get past the finishing line, TACT will be urging noteholders to carry on with the transition as US legislation on its own will not suffice in transitioning outstanding contracts.

米ドル LIBOR との関係では、TACT は特に証券化に関与しており、証券化商品や CDO の移行作業の進捗状況を追跡している。このようなプロダクトのパフォーマンスとレートの変更に関するトランザクションデータの照合プロセスには、標準フォームの編集が含まれる。TACT は、関連する期限がまだ近づいていないため、これを追跡するのは通常、困難であると付け加えた。

TACT は債券 LIBOR 取引の移行にも取り組んでおり、2023 年 3 月 31 日に 1 カ月物と 6 カ月物のシンセティック・債券 LIBOR 廃止に関連のあるいくつかの取引が発覚したが、これらはぎり

ぎりで移行が完了したと述べた。移行が遅れた理由として、通知が届かない、またはカスタディアンによる通知の未送信など、システムにおける複数の欠陥の組み合わせを挙げた。

さらに、TACT は米ドル LIBOR の期限を考慮した場合に更新すべき取引を認識しており、未処理となっている契約を移行するのに米国の法律だけでは十分ではないため、移行の完了に向けて、債券所有者に移行作業を続行するよう促すとした。

3. LSTA update

The LSTA noted that it had three main updates in respect of US dollar LIBOR transition to share with the other trade associations: (i) overall progress of legacy transition; (ii) use cases for synthetic dollar LIBOR; and (iii) the update to the ARRC's term SOFR scope of use recommendations.

In relation to US dollar LIBOR transition progress, it was noted that leveraged loans transition has picked up considerably together with amendment fallbacks activity. The LSTA expects this to continue in the coming weeks as the June 2023 deadline approaches. The latest data show that over 50% of leveraged loans are now linked to SOFR, and that over a third of the outstanding ones are linked to hardwired fallback language. In terms of credit adjustment spreads, a range of approaches are being seen, including 10bps flat across all tenors and also the ISDA spreads as set out in the ARRC fallback language.

On synthetic US dollar LIBOR, the use cases for this in the US market are not very wide – it will have only limited application. There is some confusion in the US loan market on this, notwithstanding the fact that most remaining LIBOR-referencing loans have fallback language embedded which triggers on non-representativeness, which means that most contracts will not need to resort to a synthetic methodology. Therefore, the LSTA is continuing its efforts to educate market participants on the limited application of synthetic US dollar LIBOR.

In relation to Term SOFR use cases, the ARRC published a summary and update of its term SOFR scope of use recommendations. The LSTA noted that this represents a positive development for the hedging space. There has been a large build-up of hedges, as dealers have assisted clients in hedging term SOFR loans and so assumed term SOFR risk they need to unload. While inter-dealer trading continues to be prohibited, the ARRC's update will now permit term SOFR-SOFR basis swaps between dealers and non-dealer market participants, even when the market participant does not hold term SOFR cash assets that they are seeking to hedge.

However, the LSTA noted that the update could also potentially constitute less of a positive development for loans. The reason for this is that in the process of updating its term SOFR use case recommendations, the ARRC also updated the definition of "business loan" and clarified that a business loan is one which is not classified as a public security under rule 144A. The LSTA noted that while this would seem logical, there is also a case (*Kirschner v JPM*) currently being heard in the US debating whether Term Loan Bs are securities and, if so, subject to federal securities laws. If the case decides that Term Loan Bs are securities, this would mean that they would not fall within the ARRC's definition of business loans and would mean they fall outside the use case for term SOFR.

LSTA は、米ドル LIBOR 移行に関して、他の業界団体と共有すべく 3 つの主要な更新 ((i) レガシー移行の全体的な進捗状況、(ii) シンセティックドル LIBOR のユースケースおよび(iii)ARRC (Alternative Reference Rates Committee) のターム物 SOFR 使用範囲勧告の更新) を行ったことに言及した。

米ドル LIBOR 移行の進捗状況との関連では、フォールバックアmendととともにレバレッジド・ローンの移行がかなり加速していることが指摘された。LSTA は、2023 年 6 月の期限が近づく中、今後数週間はこの状況が続くと予想している。最新のデータによると、レバレッジド・ローンの 50%以上が現在 SOFR にリンクされており、未処理の取引の 3 分の 1 以上がハードワイヤードのフォールバック文言にリンクされている。信用調整スプレッドに関しては、すべてのテナーで一

律 10 bps、ARRC のフォールバック文言で示されている ISDA スプレッドなど、さまざまなアプローチが見られる。

シンセティック米ドル LIBOR については、米国市場でのこの用途はあまり広くはなく、限られた用途しかない。残りのほとんどの LIBOR 参照ローンには Non-Representative をトリガーとするフォールバック文言が組み込まれているという事実にもかかわらず、米国のローン市場ではこの点について多少の混乱がある。つまり、ほとんどの契約はシンセティック手法に頼る必要がないということである。したがって、LSTA は、シンセティック米ドル LIBOR の限定的な適用について市場参加者を教育する努力を続けている。

ターム物 SOFR のユースケースに関連して、ARRC はターム物 SOFR の使用範囲に関する推奨事項の要約と更新を発表した。LSTA は、これはヘッジスペースにとって前向きな進展であると指摘した。ディーラーが顧客によるターム物 SOFR ローンへのヘッジを支援したため、顧客が SOFR ローンを取り崩す必要が出てくることになるターム物 SOFR リスクを想定したため、ヘッジが大量に積み上がった。ディーラー間取引は引き続き禁止されているが、ARRC の更新により、ディーラーとディーラー以外の市場参加者の間で、市場参加者がヘッジを試みようとするターム物 SOFR 現金資産を保有していない場合でも、ターム物 SOFR-SOFR ベーシス・スワップが可能になる。

しかし、LSTA は、今回のアップデートは融資にとってそれほどポジティブな動きとされない可能性もあると指摘した。理由としては、ARRC がターム物 SOFR ユースケース勧告を更新する過程で、「ビジネスローン」の定義も更新し、ビジネスローンは規則 144 A の下で公共証券(Public Security)に分類されないものであることを明確にしたためである。LSTA は、これは理にかなっているように思えるが、タームローン B が証券であるかどうか、もしそうであれば連邦証券法の適用を受けるかどうかを係争中の訴訟 (Kirschner 対 JPM) が現在米国で確認されていると指摘した。この訴訟でタームローン B が有価証券であると判断された場合、それは ARRC のビジネスローンの定義に該当せず、ターム SOFR のユースケースから外れることを意味する。

4. LMA update

The LMA noted that it has not yet received much feedback in relation to the ARRC's update on its term SOFR scope of use recommendations and its impact on hedging. On the FCA's decision on synthetic US dollar LIBOR, the LMA has also not received much feedback from members, although the general consensus is that the decision has been helpful. It was added that the LMA will hold a Developing Markets Conference on 24 May 2023, where it will be interesting to gather views and comments from emerging market participants in relation to legacy transition. LIBOR transition in the emerging markets continues to be a key area of focus for the LMA giving the continuing need for education.

The LMA noted that it published a note on EURIBOR fallbacks for its members. The note follows a meeting of the Working Group on Euro Risk-free Rates in December 2022, where concerns about the loan market not adopting robust fallbacks to EURIBOR were expressed. The note seeks to remind members that LMA documentation provides options for robust fallbacks mechanisms, and that there are also term rates available to users.

The LMA is also engaged in the transition of other IBORs globally, and members have an interest, for example, in the Canadian, Polish and South African loan markets. On the South African front, the LMA is continuing to give its support on the South African Rand transition. It was noted that the LMA is part of a JIBAR transition working group that is currently producing two separate consultation papers for transition rates, namely one aimed at loans and one for bonds.

LMA は、ARRC のターム物 SOFR 使用範囲の推奨事項とヘッジへの影響に関する更新に関して、まだそれほど多くのフィードバックを受け取っていないと述べた。シンセティック米ドル LIBOR に関する FCA の決定についても、LMA は加盟国からあまりフィードバックを受けていないが、この決定は有益であるというのが一般的な意見であるとした。さらに、2023 年 5 月 24 日に発展

途上市場会議を開催する予定であるとし、そこでレガシー移行に関連した新興市場参加者からの意見やコメントを収集することは興味深いと述べた。新興市場における LIBOR 移行は、教育の継続的な必要性を訴える LMA にとって引き続き重要な分野である。

LMA は、メンバーのために EURIBOR フォールバックに関するメモを公開したことに言及した。このメモでは、2022 年 12 月のユーロ・リスクフリー・レートに関する作業部会において、EURIBOR への強固なフォールバックを採用していないローン市場への懸念が表明されたことに触れられている。このメモは、LMA のドキュメントが堅牢なフォールバックメカニズムのオプションを提供し、ユーザーが利用できるタームレートもあることをメンバーにリマインドすることを目的としている。

LMA は世界的に他の IBOR (Interbank Offered Rate) の移行にも関与しており、メンバーはカナダ、ポーランド、南アフリカ等のローン市場にも関心を持っている。南アフリカでは、LMA は南アフリカ地域における移行を引き続き支援している。LMA は、JIBAR (Johannesburg Interbank Agreed Rate) 移行作業部会の一員であり、現在移行レートに関する 2 つの異なるの諮問文書、すなわち融資を目的としたものと債券に関するものを作成していることに言及した。

5. ISDA update

ISDA noted that the LSTA and the LMA covered all the recent market updates that are also applicable to derivatives, i.e. the ARRC's update of its term SOFR use cases and the FCA's decision on synthetic US dollar LIBOR. It was further noted that the last few weeks have overall been positive for US dollar LIBOR transition, with further clarity and also an increase in queries.

A couple of weeks ago, ISDA held a webinar together with Bloomberg, who publish the ISDA fallback rates and spreads, CME, LCH and Eurex. The webinar, which is available to watch on the ISDA website, went through the mechanics of fallbacks and the CCPs went through the process of transitioning away from US dollar LIBOR for cleared derivatives. ISDA added that there are some nuances in terms of different CCPs and transition timeline of derivatives, which are explained comprehensively in the webinar. Further, ISDA is holding a weekly Q&A call with members, which is likely to increase in popularity in the next few weeks as the US dollar LIBOR deadline gets closer. Non-members can attend and recordings are available. ISDA will also be hosting a panel with David Bowman and Tom Wipf at its AGM. ISDA also published a blog post looking at the ARRC's updates to its term SOFR use cases (although ISDA is neutral on term SOFR use in the derivatives market).

Further, ISDA is also working on other IBORs globally that are key to the derivatives market, such as in Poland and South Africa. ISDA expects work on IBORs in other jurisdictions to continue for the next couple of years.

The LMA highlighted that the LMA also produces South African law documentation, which means that the JIBAR transition is a relevant development for the LMA to monitor. In addition, the LMA is also looking to update its domestic interest rate benchmark schedule in due course, and has recently published a compounded CORRA schedule.

ISDA は、LSTA と LMA がデリバティブにも適用される最近の市場アップデート (すなわち ARRC によるターム物 SOFR ユースケースの更新および FCA (Financial Conduct Authority) による合成米ドル LIBOR の決定) のすべてを網羅していると述べた。さらに、ここ数週間は全体的に米ドル LIBOR への移行は順調で、さらなる明確さと照会数の増加が見られることについて言及された。

数週間前、ISDA は、ISDA フォールバック・レート (代替金利指標) とスプレッドを公表する Bloomberg、および CME、LCH、Eurex と共にウェビナーを開催した。ISDA のウェブサイトで見られる可能なウェビナーは、フォールバックのメカニズムについて触れ、CCP (Central Counterparty) はデリバティブ清算に向けた米ドル LIBOR からの移行プロセスについて議論した。ISDA は、CCP の違いやデリバティブの移行時期などには多少の認識のずれがあり、ウェビナーによって包括的に説明されていると付け加えた。さらに、ISDA は毎週メンバーとの Q&A セッ

ションを行っており、米ドル LIBOR の期限が近づくにつれて、今後数週間で注目度が高まる可能性が高い。会員でなくても参加でき、録音も可能。ISDA の年次総会では、David Bowman と Tom Wipf によるパネルセッションも開催される。ISDA はまた、ARRC のターム物 SOFR の使用事例の更新についてのブログ記事を公開した (ただし ISDA はデリバティブ市場におけるターム物 SOFR の利用については中立的な立場をとっている)。

さらに、ISDA は、ポーランドや南アフリカなど、デリバティブ市場の鍵を握る他の IBOR にも世界的に取り組んでいる。ISDA は、他の法域での IBOR に関する作業が今後数年間継続されると予想している。

LMA は、LMA が南アフリカの法律文書も作成していることを強調した。これは、JIBAR の移行が、LMA が監視すべき進展であることを意味する。加えて、LMA は、適当な時期における国内金利ベンチマークスケジュールの更新も検討しており、最近、複利 CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average) スケジュールを公表した。

6. ICMA update

ICMA is considering the FCA's decision on synthetic US dollar LIBOR and all the recent regulatory announcements from the bond market's perspective. Bond market participants are resigned to the end date and the announcement helps provide clarity. ICMA is working on collating data in respect of bonds impacted by the US dollar LIBOR transition and liaising with the FCA as to the size of the task ahead. It was noted that ICMA has reiterated the need to the FCA of a robust transition process. ICMA is also looking into issues around litigation risk and other residual tail risks, including the possibility that any litigation risk arising out of synthetic LIBOR will lie with the FCA rather than with bondholders. ICMA is also tracking the remaining progress of sterling LIBOR transition and what remains outstanding on the US dollar LIBOR side. Finally, ICMA is continuing to keep a watching brief on RFR conventions.

The LMA noted that data collection on outstanding loans is a rather difficult exercise for the EMEA loan market given that the market is private (and tracks issuance rather than volumes of outstanding loans). The LMA suspects there is not much transition activity on the developing markets side, and is concerned that the recent synthetic US dollar LIBOR announcement may slow the pace of transition for some market participants. The LMA added that litigation risk is also an interesting issue; whilst the UK has legislation dealing with contractual continuity, other countries may not have similar legislation in place and there may be a risk here of participants arguing that synthetic LIBOR is not LIBOR (although query the incentive for that when synthetic LIBOR is term SOFR plus the well-publicised ISDA spread).

ICMA は、シンセティック米ドル LIBOR に関する FCA の決定と、最近の規制に関する全ての発表を債券市場の観点から検討している。債券市場の参加者は終了日までに退き、発表は明確性を高めるのに役立つ。ICMA は、米ドル LIBOR 移行によって影響を受ける債券に関するデータの照合や、今後の作業量について FCA と連絡を取り合っている。ICMA が移行プロセスを盤石に遂行する上での FCA の必要性を強調していることに触れた。ICMA はまた、訴訟リスクやその他の残存するテールリスクに関する問題も調査しており、シンセティック LIBOR から生じる訴訟リスクは債券保有者ではなく FCA にある可能性があることに触れた。さらに、英ポンド LIBOR 移行の残りの進捗状況と、米ドル LIBOR について残存する未処理取引を追跡している。最後に、ICMA は RFR コンベンション (利息計算方式) に関する監視指示 (watching brief) を継続している。

LMA によると、EMEA のローン市場は非公開であるため (また、ローン残高ではなく発行額を追跡しているため)、ローン残高に関するデータ収集はかなり困難な作業であるという。LMA は、発展途上国市場の移行作業はそれほど残されていないとみており、最近のシンセティック米ドル LIBOR に関する発表が一部の市場参加者の移行ペースを遅らせるのではないかと懸念している。LMA は、訴訟リスクも無視できない問題だと付け加えた。英国では契約の継続性に関する法律が制定されているが、他の国では同様の法律が制定されていない可能性があり、このような場合、参加者がシンセティック LIBOR は LIBOR ではないと主張するリスクがあるかもしれない (ただし、

シンセティック LIBOR がターム物 SOFR+公表済みの ISDA スプレッドである場合は、そのインセンティブを照会する)。

7. APLMA update

The APLMA recently conducted a LIBOR transition survey, which did not receive many responses as APAC market players seem to have a tendency not to share data on their transition progress.

On the main trends the APLMA is observing in the APAC region, which is mainly a dollar-denominated market, term SOFR is emerging as the preferred methodology in some deals, while compounded SOFR is used in others. It was noted that overall the ARRC's LIBOR legacy transition playbook has worked well. The APLMA noted that it gathered some anecdotal evidence that some borrowers are considering waiting until synthetic US dollar LIBOR before remediating their loans. Further, the credit spread adjustment tends to be fixed in remediation deals, while it is either negotiated as separate or incorporated in the margin in new deals. It was noted that the APLMA's waterfall fallback provisions provide for either cost of funds or central bank rate. As far as the APLMA is aware, parties are using both options, with no clear preference, and noted that they differ from the fallbacks under LMA documentation.

The APLMA further commented that the existence of synthetic US dollar LIBOR will be a relief for many.

Finally, the APLMA noted that the Monetary Authority of Singapore has issued some guidelines for the Singapore loan market that recommends compounded rates (either NCCR or CCR). Singapore is a small market, but this is a different route from the one taken in the US.

APLMA は最近 LIBOR 移行に関する調査を実施したが、APAC の市場参加者は移行の進捗状況に関するデータを共有しない傾向があるようで、有効な回答はあまり得られなかった。

APLMA が主にドル建て市場である APAC 地域で確認した主な傾向については、ターム物 SOFR が好まれる手法となっている案件もあれば複利 SOFR が利用される案件もある。ARRC の LIBOR legacy transition playbook が全体的にうまく機能していることに触れた。また、一部の借り手が融資返済前にシンセティック米ドル LIBOR まで待つことを検討しているという事例証拠を収集したことに言及した。さらに、信用スプレッド調整は、修復取引で修正される傾向があるが、新規取引では個別に交渉されるか、証拠金に組み込まれる。APLMA のウォーターフォールバック条項は、資金コストまたは中央銀行金利のいずれかを規定している。APLMA が認識している限り、当事者は両方のオプションを使用しており、明確な優先順位はなく、LMA 文書のフォールバックとは異なることに注意が必要であることに言及がなされた。

APLMA はさらに、シンセティック米ドル LIBOR の存在は多くの人にとって救済になるだろうとコメントした。

最後に、APLMA は、シンガポール金融管理局がシンガポールのローン市場向けに複利(NCCR または CCR)を推奨するガイドラインを発行していることに言及した。シンガポールは小さな市場であるが、米国で実施されているのとは別のルートである。

8. AFME update

AFME noted that it did not have many updates to share. AFME is mainly continuing to monitor developments in the UK, such as the FCA announcements, and participates in the sterling bond market sub-group meetings. AFME has not been made aware of any concerns with regard to US dollar LIBOR transition from its members. Further, AFME will continue working on a monthly LIBOR transition update published by GFMA that contains contributions by both SIFMA and AFME.

AFMEによると、共有すべきアップデートは多くなかったことに言及した。AFMEは主にFCAの発表など英国の動向を注視し続けており、ポンド債市場のサブグループ会合にも参加している。AFMEは、加盟国からの米ドル LIBOR 移行に関する懸念について何も知らされていない。さら

に、AFME は、SIFMA と AFME の両者からの協力を得て、GFMA (Global Financial Markets Association) 発行の月次の LIBOR 移行に関するアップデートに引き続き取り組んでいく。

9. ACT update

The ACT has not received much feedback from members with regard to the outstanding transition in the UK market. The feedback which has been received, however, highlights that the FCA's announcement on synthetic US dollar LIBOR has been welcomed in the UK. The ACT further noted that there is not widespread use of term SOFR in the UK market, as it is more convenient to use overnight SOFR to align with sterling transactions. The general consensus from the market is that participants are carrying on with the transition.

ACT は、英国市場における移行作業の未処理分に関して、メンバーからあまり多くのフィードバックを受けていない。しかしながら、寄せられたフィードバックは、シンセティック米ドル LIBOR に関する FCA の発表が英国で歓迎されていることを強調している。ACT はさらに、債券取引と整合させるには翌日物 SOFR を利用する方が便利であることから、英国市場でターム物 SOFR は広く利用されているわけではないと指摘した。市場の一般的なコンセンサスとしては、参加者によって移行作業が継続中であるということであった。

10. AOB

The LMA thanked members of the Working Party for their contributions and sought feedback as to whether it would be more helpful to schedule the next call before the end of June or during the second week of July. Members agreed to set the next meeting for July 2023, as it provides an opportunity to discuss any potential issues that may have arisen with US dollar LIBOR transition.

The ACT asked whether these calls should be extended beyond July, given that the transition efforts in the other IBORs around the world are likely to continue for the next few years. The LMA suggested these calls could continue for a more restricted group of people who have an interest in these markets. Members agreed to discuss this further during the next meeting in July 2023.

LMA は、作業部会のメンバーの貢献に感謝の意を表明し、次の会議の開催を 6 月末までに行うのか、それとも 7 月の第 2 週に行うのとどちらがより役立つかについてフィードバックを求めたところ、次回会合を 2023 年 7 月に設定することで合意した。これにより米ドル LIBOR 移行に伴って生じる可能性のある問題について議論する機会を提供する。

ACT は、世界の他の IBOR における移行作業が今後数年間続く可能性が高いことを考慮して、会議の開催を 7 月以降に持ち越すべきかどうかについても質問した。LMA は、これらの市場に関心を持つより制限されたグループのメンバーに対して、これらの会議への招集が継続する可能性があるを示唆した。メンバーは、2023 年 7 月における次回会合でこれらの事項についてさらに議論することで合意した。