

Minutes of the LIBOR Trade Association Working Party meeting

held on 17 July 2023

via Microsoft Teams

Present

ICMA
ICMSA
ISDA
LMA
LSTA

1. Introduction (はじめに)

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

2. LSTA update (LSTA アップデート)

In relation to US dollar LIBOR, the LSTA reported that the transition at end-June went well, with only a few companies having run out of time and some loans may have ended up transitioning to Prime as a result. The LSTA noted that the US domestic loan market saw a lot of fallbacks amendment transition activity in the weeks leading up to the discontinuation date for US dollar LIBOR. Virtually every loan adopted term SOFR plus a credit spread adjustment as a fallback.

Further, it was noted that a portion of loans are due to transition at the next interest period reset. This is in line with the general loan market's approach to LIBOR transition observed over the years, with transition efforts occurring towards the end of the transition timeline - probably thanks to the pressure added by the repeated warnings issued by global authorities.

LSTA は、米ドル LIBOR に関して、6 月末の移行は無事に完了したと報告したが、期限内に完了しなかった企業は数社のみで、一部のローンは結果的にプライムに移行した可能性がある。

LSTA は、米ドル LIBOR の廃止日までの数週間に、米国内のローン市場で多くのフォールバックによる修正移行活動がなされたと述べた。事実上すべてのローンは、フォールバックとして「ターム物 SOFR + 信用スプレッド調整」を採用した。

また、貸付金の一部は、次の利息計算期間リセット日に移行する予定であるとのコメントがなされた。これは、一般的なローン市場における LIBOR 移行に関して長期にわたり見られたアプローチと一致しており、移行期間の終了に向けて移行努力が行われている。これはおそらく、世界中の当局が繰り返し警告を発したことの効果によるものであるといえる。

3. LMA update (LMA アップデート)

It was noted that the LMA held a meeting with its LIBOR Working Party last week and attended a meeting of the sterling Loan Enablers Task Force. During these meetings, no major issues in

respect of US dollar LIBOR transition were reported. However, similar to what was reported by the LSTA, the transition activity was backloaded and some parties have opted to roll over their loans and will transition at the next interest period.

The LMA noted that there are a few operational issues that have arisen from the LIBOR transition. Particularly, the LMA has been made aware of issues with the application of fallbacks to compounded SOFR on certain US public holidays, such as on Good Friday. This is due to the different approach undertaken in LMA and LSTA / ISDA documentation. It was noted that the LMA had circulated a note to its LIBOR Working Party explaining these documentary differences as well the options available to help resolve the issue. The LMA will also discuss this issue with its Agency Documentation Committee later this week.

The LMA has also been dealing with the issue of cost of funds as a fallback. This arises mostly in term SOFR deals where parties have different views on the most appropriate fallback. Parties are not always keen to have fallbacks to compounded rates, probably because of a desire to avoid the additional complexities inherent with a compounded methodology (and the reasons why term SOFR was selected in the first place). It was noted that LMA documentation provides for a fallback to central bank rate (as an alternative to compounded), but the LMA has heard of there being some pushback on this due to certain bank internal policies. So, some deals have a primary fallback to cost of funds. The LMA has reiterated in its recent IBOR update webinar that cost of funds is not a robust and workable long-term fallback and, therefore, should not be selected as a primary fallback.

The LMA is also working on Term €STR switch documentation, which is currently being reviewed by the LIBOR Working Party. The LMA plans to publish it as an exposure draft as soon as practicable after an initial round of comments. It was highlighted that an increasing number of market participants are paying attention to the latest Euro Working Group's guidance based on the feedback and queries the LMA received from members.

Further, the LMA noted that the focus is now shifting towards other IBORs around the world with increasingly more questions being raised around these, as previously mentioned during the April meeting of this Working Group.

In relation to term SOFR, the LMA noted that global regulators have been consistent in their messaging on the permitted use cases for term SOFR. However, there remain issues in relation to hedging, and the LMA had received queries from members on hedging discrepancies. The LSTA noted that there were recent ARRC developments in relation to term SOFR hedging, which are designed to help alleviate this situation slightly.

CMA asked whether the LMA could elaborate further on the Good Friday fallbacks to SOFR issue. The LMA explained that the issue arises in respect of fallbacks applicable to compounded SOFR in the LMA's recommended form compounded rate documentation in the event of certain US public holidays where SIFMA recommends an early close, but the Federal Reserve Bank of New York does not publish a rate for that day. This issue has arisen most recently on Good Friday.

The LMA further explained that, if there is no SOFR published for an RFR Banking Day, LMA documentation envisages a fallback of the specified central bank rate plus an adjustment spread for that day, while LSTA and ISDA documentation use a historic SOFR as a fallback. ISDA noted that there are differences in how legal drafting deals with the non-publication of a rate on public holidays.

ISDA added that, following discussions with market participants, the ideal situation would be for SIFMA not to have an early close to release the employment data on those days. It was also noted that the economic impact of the difference is marginal. The LMA agreed that this issue has a very minimal economic impact, but some members had outlined concerns about the operational issues posed given that it required manual operational fixes if this was not identified prior to the event. ISDA noted that feedback from ISDA members suggest that the next time this holiday mismatch would create an issue would be 2026, supporting the point that this is a marginal issue.

The LMA noted that some LMA members had requested whether it would be possible to align LMA documentation with ISDA / LSTA documentation. The LMA explained that this has the positive of creating alignment but the negative would be potential further confusion, as there will be a set of legacy contracts following one approach and new documents following another. The LMA thanked ISDA for sharing their views on the matter and noted that some LMA members had also recommended getting in touch with SIFMA to seek a common solution.

LMA は先週、LIBOR 作業部会と会合を開き、Loan Enablers Task Force の会合に出席したことにふれ、会合において米ドル LIBOR の移行に関して大きな問題は報告されなかったとした。しかし、LSTA によっても同様の報告がなされたように、一部の当事者たちは、移行のための活動を延期し、ロールオーバーを選択し、次の利息計算期間での移行を予定している。

LMA は、LIBOR 移行において生じた運用上の問題がいくつか認められると指摘した。とりわけ、LMA は、**Good Friday** のような米国における特定の祝日における複利 SOFR へのフォールバック適用の問題を認識している。これは、LMA と LSTA/ISDA との間において文書で扱われるアプローチが異なることによる。LMA は、これらの文書間の相違点と、問題解決に利用可能な選択肢について記載したメモを LIBOR 作業部会に配布した。LMA はこの問題について、今週後半にドキュメンテーション委員会と協議を行う予定である。

LMA は、フォールバックとしての調達コスト（cost of funds）の問題にも対処してきた。これは主に、ターム物 SOFR 契約において最適なフォールバックに関する当事者間の見解が異なる場合に発生する。当事者たちは必ずしも複利レートでのフォールバックを希望しておらず、複利特有の複雑さが加わるのを避けたいと希望していると考えられる（つまりこれはターム物 SOFR が選択された第一の理由である）。LMA の文書では、（複利の代替レートとして）中央銀行公表レートへのフォールバックが規定されているが、LMA は、特定の銀行の行内ポリシーによって、一部から反対の声があることを認識している。そのため、いくつかの取引では、調達コストに対する「主たるフォールバック（primary fallback）」がある。LMA は、調達コスト（cost of funds）は安定的且つ実行可能な長期的（に利活用できる）フォールバックではないため、主たるフォールバックとして選択すべきではないと最近の IBOR 更新ウェビナーで強調している。

LMA はまた、現在 LIBOR 作業部会がレビュー中の Term€STR 移行に関する文書化にも取り組んでいる。LMA は、最初のコメントラウンドの終了後、可能なかぎり早く公開草案を公表する予定である。LMA は、同協会がメンバーから受領したフィードバックや質問に基づくユーロ圏の財務次官会合（ユーロワーキング・グループ）による最新のガイダンスにますます多くの市場関係者が注目していることを強調した。

さらに LMA は、本作業部会の 4 月の会合でも既に報告しているように、現在、世界中の他の IBOR に焦点が移りつつあり、これらに関してますます多くの質問が提起されていることに触れた。

ターム物 SOFR に関して、LMA は、世界的な規制当局がターム物 SOFR の許可されたユースケースに関しては一貫したコメントを出している一方、ヘッジに関しては問題が未解決であり、

LMA はヘッジの不一致についてメンバーから質問を受けたと報告した。LSTA は、この状況をわずかながら緩和するのに役立つように設計されたターム物 SOFR ヘッジに関連して、ARRC(米代替参照金利委員会)による最新の進展があることに触れた。

ICMA は、「SOFR フォールバックにおける Good Friday 問題」について LMA にさらなる詳しい説明を求めた。LMA は、SIFMA が早期終了を推奨している米国の祝日があるにもかかわらず、ニューヨーク連邦準備銀行が当日のレートを公表しない場合に、LMA 推奨の形式である複利ドキュメンテーション (LMA's recommended form compounded rate documentation) にある複利 SOFR に適用されるフォールバックに関して問題が生じると説明した。この問題が最近の Good Friday に発生した。LMA はさらに、RFR Banking Day に SOFR が公表されない場合、LMA の文書では、指定された中央銀行レートにその日の調整スプレッドを加えたフォールバックの利用を想定している。一方、LSTA と ISDA の文書では、フォールバックとして過去の SOFR を想定していると説明した。ISDA は、法的な草案においてレートが公開されない状況をどのように扱うかには差異があると指摘した。

ISDA はまた、市場参加者との議論を経て、SIFMA の立場を勘案すると、(米) 雇用統計を発表するため早期 (市場の) クローズを行わないことが理想的な状況であると付け加えた。また差異により生じる経済的影響はわずかであることも指摘された。LMA は、この問題における経済的影響は非常に小さいという意見に同意したが、一部のメンバーは、この問題がイベント前に特定されなかった場合に手動での運用修正が必要であることから、運用上の問題についての懸念を提起した。ISDA は、ISDA メンバーからのフィードバックは、このような祝日におけるミスマッチが次に問題を引き起こす可能性があるのは 2026 年であると示唆しており、これは重要性が低い問題であるという見解を支持した。LMA は、一部の LMA メンバーが、LMA 文書を ISDA/LSTA 文書と整合させることが可能かどうかを確認するよう要請した。LMA は、これについては整合性を生み出すプラス面があるが、マイナス面としては、一連のレガシー契約にはそれぞれのアプローチまた新しい文書に関わることから、さらなる混乱の可能性があるとして説明した。LMA は、ISDA がこの問題に関する見解を共有してくれたことに感謝し、LMA のメンバーの一部は、共通の解決策を探るために SIFMA と連携することを推奨していると述べた。

4. ICMA update (ICMA アップデート)

It was noted that ICMA is not aware of any significant problems arising from the US dollar panel bank LIBOR cessation on 30 June. ICMA is continuing to track consent solicitations of type 1 bonds which will fall back to a fixed rate on cessation of synthetic US dollar LIBOR on 30 September 2024. Not much activity has been observed in this respect so far, but ICMA will keep this under review.

Further, ICMA has just released a podcast in which Linklaters, Clifford Chance, Allen & Overy and Freshfields address the following: (i) what will happen / has happened with various types of fallbacks; (ii) consent solicitations; (iii) issues associated with securitisations; (iv) interaction of US dollar LIBOR, the LIBOR Act and any national legislation in terms of outcomes; and (v) any operational issues.

It was noted that ICMA had been made aware of some operational challenges arising from the fact that bond market participants are using different market conventions which are leading to discrepancies in payments on every interest payment date.

Although the differences are marginal, they have the potential to become bigger and are already leading to operational strain because of the manual exercise required. ICMA is working with ICMSA on a possible solution to this using indexes. ICMSA noted that indexes should reduce the manual exercise needed, given that some of the problems are not linked to RFR implementation, but to rounding.

ICMA は、6 月 30 日の米ドルパネル行の LIBOR 公表停止によりいかなる重要な問題の発生も認識していないと述べた。ICMA は、2024 年 9 月 30 日にシンセティック米ドル LIBOR 公表停止時に固定金利へフォールバックされる「type 1 bonds」についての同意募集を追跡し続けている。これまでのところ、この点に関する活動はあまり見られていないが、ICMA はこれを引き続き追跡していく。

さらに ICMA は、Linklaters、Clifford Chance、Allen&Overy および Freshfields による以下の内容 ((i)あらゆるフォールバックを想定して「何が起こるか/何が起こったか」、(ii)同意募集、(iii)証券化に伴う問題、(iv)結果に関して、米ドル LIBOR、LIBOR 法及び国内法令の相互作用および(v)運用上の問題。)に関するポッドキャストをリリースした

ICMA は、債券市場参加者が異なる市場慣行に基づいており、各利払日における支払いの不一致につながっているという事実から生じるいくつかの運用上の課題を認識していることに触れた。

この差異はわずかであるが、今後拡大する可能性を含んでおり、手作業が必要な場合があることから、すでに運用上の負担につながっている。ICMA は ICMSA と協力して、インデックスを使用した解決策を検討している。ICMSA は、問題の一部が RFR の実装ではなく端数処理に関連していることを考えると、インデックスは必要な手作業を減らすことにつながるはずであると指摘した。

5. ICMSA update (ICMSA アップデート)

ICMSA noted that the US dollar LIBOR transition on 30 June went well overall, as there were no reports of major issues or concerns. Most problems seem to be operations-related in respect of calendars and mismatches, such as drafting discrepancies in bonds and swaps documentation.

ICMSA observed a high level of activity in the market, and hopefully there will be more solicitation requests for type 1 bonds fallbacks in the coming months. For the time being, type 1 bonds holders will need to continue to seek quotations from banks.

Finally, ICMSA will continue to encourage market participants to transition to RFRs as soon as possible. It was added that the issues which have arisen from the US dollar LIBOR discontinuation seem to be specific to individual institutions rather than the wider market.

ICMSA は、6 月 30 日の米ドル LIBOR 移行は、重要性のある問題や懸念に関する報告がなかったことから、全体的に成功したと指摘した。多くの問題は、債券やスワップ関連のドキュメンテーションにおける矛盾など、暦やミスマッチに関連した運用上の問題であると考えられる。

ICMSA は市場における高いレベルの活動を確認しており、今後数カ月の間に「type 1 bonds」のフォールバックの勧誘要請が増えるの見込んでいる。当面、「type 1 bonds」保有者は、引き続き銀行からの見積もりをリクエストする必要があるだろう。

最後に、ICMSA は、市場参加者が可能な限り早期に RFR に移行することを引き続き奨励する。さらに、米ドル LIBOR の廃止によって生じた問題は、より広範な市場に対するものではなく、個々の金融機関に特有のものであるようだと言った。

6. ISDA update (ISDA アップデート)

ISDA also had no major issues to report in respect of US dollar LIBOR transition. ISDA published a series of member Q&A webinars on US dollar LIBOR transition, which are available to watch on ISDA's benchmark hub. Further, it was noted that ISDA will monitor developments in the next few weeks and especially in the next interest rate period reset, when it is likely any issues will materialise (if at all).

The LMA asked whether ISDA was aware of other IBORs that are expected to be discontinued (other than the Canadian rate and the expected phase outs of the Polish and South African rates). The LMA noted that ISDA had previously mentioned the Israeli rate. It was noted that ISDA is in the process of updating its documentation tracking these developments and would send a follow-up email to the LMA once that has been done.

ISDA もまた、米ドル LIBOR の移行に関して報告すべき大きな問題はなかったとしている。ISDA は、米ドル LIBOR の移行に関する一連のメンバーからの Q&A ウェビナーを公開している (ISDA のベンチマークハブで視聴可能)。さらに、ISDA は今後数週間、特に問題が発生する可能性が高い次の利息計算期間リセット日の動向を注視していくと述べた。

LMA は、ISDA が廃止されると予想される他の IBOR (カナダの金利およびポーランドと南アフリカの金利の段階的廃止以外) を認識しているかどうかを尋ねた。LMA は、ISDA が以前にイスラエルのレートについて言及したと述べた。ISDA は、これらに関する進展を追跡する文書を更新中であり、それが完了したら LMA にフォローアップの電子メールを送信する予定であると述べた。

7. AOB

The LMA had been made aware by UK Finance of a small business loan complaint on LIBOR transition that was raised with the Financial Ombudsman. In holding that the bank had treated its customer fairly and acted within the RFR working group's guidelines, the reasoning behind the case is particularly useful in terms of LIBOR transition and fairness to customers.

The LMA thanked members of the Working Party for their contributions. The next meeting will take place in three months' time after the next interest rate reset.

LMA は、Financial Ombudsman Service (英国のオンブズマン) に提起された LIBOR 移行に関する中小企業に対する融資に関する苦情について、Financial Ombudsman Service からの報告により認識していた。銀行が顧客を公正に扱い、RFR 作業部会のガイドラインに基づき行動するために、こうした事例の背後にある憶測は LIBOR 移行と顧客への公平性の観点から特に有用である。

LMA は、作業部会のメンバーの貢献に感謝の意を表した。次回会合は、次の利息計算リセット日から 3 カ月後に開催される。