
シンジケートローンのフォールバック条項の
参考例（サンプル）の解説（TIBOR 編）
（2023 年●月版）

2023 年●月●日

日本ローン債権市場協会
（監修：森・濱田松本法律事務所）

シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）の

解説

1. はじめに

本解説書は、日本ローン債権市場協会（以下「本協会」といいます。）が 2023 年●月●日に公表したシンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（ハードワイヤードアプローチ）（ユーロ円 TIBOR）、シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（ハードワイヤードアプローチ）（日本円 TIBOR）、シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（修正アプローチ）（ユーロ円 TIBOR）およびシンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（修正アプローチ）（日本円 TIBOR）（以下、総称して「本参考例」といいます。）について、使用上の留意事項を解説するものです。

本参考例は、一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関（以下「TIBOR 運営機関」といいます。）公表の 2022 年 8 月 1 日付「全銀協 TIBOR のフォールバックに係る論点に関する市中協議」（以下「市中協議文書」といいます。）および 2023 年 3 月 15 日付「全銀協 TIBOR のフォールバックに係る論点に関する市中協議の結果」（以下「市中協議結果」といいます。）等における議論の動向を踏まえて作成されたものです。また、本参考例の作成にあたっては、当協会公表の「シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（ハードワイヤードアプローチ）（2021 年 2 月 26 日付改訂）」（以下「LIBOR フォールバック条項案（ハードワイヤードアプローチ）」といいます。）、「シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（修正アプローチ）（2021 年 2 月 26 日付改訂）」（以下「LIBOR フォールバック条項案（修正アプローチ）」といい、LIBOR フォールバック条項案（ハードワイヤードアプローチ）と併せて、以下「LIBOR フォールバック条項案」といいます。）および「シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプルの解説）（2021 年 2 月版（改訂版）」（以下「LIBOR フォールバック条項案解説」といいます。）等、LIBOR のフォールバック条項参考例における議論・検討の内容も参考にしています。

相対貸出については、一般社団法人全国銀行協会公表の 2023 年 3 月 30 日付「相対貸出のフォールバック条項の参考例（サンプル）（ハードワイヤードアプローチ）（ユーロ円 TIBOR）」、「相対貸出のフォールバック条項の参考例（サンプル）（ハ

ードワイヤードアプローチ) (日本円 TIBOR)」、「相対貸出のフォールバック条項の参考例(サンプル)(修正アプローチ)(ユーロ円 TIBOR)」、「相対貸出のフォールバック条項の参考例(サンプル)(修正アプローチ)(日本円 TIBOR)」(以下「全銀協 TIBOR フォールバック条項案」といいます。)および同日付「相対貸出のフォールバック条項の参考例(サンプル)の解説(TIBOR 編)(2023年3月版)」(以下「全銀協 TIBOR フォールバック条項解説書」といいます。)が公表されています。本参考例および本解説書は、全銀協 TIBOR フォールバック条項案および全銀協 TIBOR フォールバック条項解説書を基礎としつつ、シンジケートローン固有の点について独自に検討を加えて作成したものです。

このように、本参考例は、その公表時点における議論を踏まえて作成していますが、個別具体的な条項の内容については、現時点において実務上確立した考え方の一致が見られない点も多く含まれています。本参考例は、それでもなお、今後の議論の土台を提供する意味で具体的な文言案を提示していますが、もとより、今後の議論の進展を踏まえ、また、各社のニーズに対応して、本参考例と異なる条項を採用することや、本参考例をより詳細にした条項を使用すること等を妨げる趣旨ではありません。具体的な個別案件におけるフォールバック条項は、市中協議文書および市中協議結果においても示唆されているように、貸付人および借入人が十分協議し両者合意の上で設ける必要があり、本参考例は、かかる合意形成のプロセスの一助となるよう、あくまで参考例(サンプル)として作成されたものです。

また、本参考例には、市中協議文書で示されたフォールバック・レートについて、それぞれを採用する場合の文言案を提示する部分が含まれます。これは、あくまで仮に当該フォールバック・レートを契約上規定すると決定された場合に契約上どのような文言を用いることが考えられるかを例示した趣旨にすぎず、どのようなフォールバック・レートやウォーターフォールを採用すべきかについて、何らの推奨・示唆も行う趣旨ではありません。どのようなフォールバック・レートやウォーターフォールを採用するかは、各社において独自に検討し決定して頂く必要があります。

本参考例は、本協会の標準契約書の文言と極力平仄が合うように作成されていますが、個別の案件においてフォールバック条項を設ける際には、当該案件で用いる契約書の他の条項や文言を前提として適宜修正して用いる必要があります¹。

¹ また、フォールバック条項の参考例である本参考例においては、実際に代替参照レートを用いるにあたって必要な契約書上の手当て・論点(利払事務に関する規定や、清算金(もしあれば)の取扱い等を含みます。)について、網羅的に検討・記載を行っているものではありません。これらの手当て・論点については、個別の案件の契約書の他の条項・文言や、実際に採用される代替参照レートによっても必要な対応は変わり得ることから、個別の案件の当事者間において、十

ヘッジ会計との関係等については、本参考例には反映しておりません。この点については、今後の議論の進展を踏まえ、将来、本参考例の改訂によって反映することもあり得ます。なお、TONA 複利（後決め）の場合における各種調整方法については、一般社団法人全国銀行協会が公表している 2021 年 1 月 29 日付の TONA 複利（後決め）レートの規定参考例およびリスク・フリー・レートの用語集もご参照ください。

その他、本参考例が広く参照されていく中で、実務上の課題が明らかになった場合等においては、本参考例についても、これらの事情を考慮しながら更に議論を行い、必要に応じて改訂していくことも考えております。

なお、本参考例は、貸付人、エージェント及び借入人間でシンジケートローン契約が締結されているケースを念頭に置いて作成されており、その他の契約関係者（連帯保証人等）が存在するケースを想定した規定は特に設けていません。

連帯保証人など他の契約関係者が存在する案件においては、フォールバック条項の内容やその発動について、必要に応じてかかる契約関係者とも認識を共有しておくことが望ましいと考えられます。

分すり合わせを行っておくことが想定・推奨されます。

2. 本参考例および本解説書の概要

(1) 「ハードワイヤードアプローチ」と「修正アプローチ」について

フォールバック条項の導入に当たっては、①フォールバック条項の導入時に単一またはウォーターフォールにより定まる代替参照レートのいずれかを特定するアプローチ（ハードワイヤードアプローチ）と、②将来の時点において当事者間の合意によって代替参照レートを定めることをフォールバック条項に盛り込むアプローチ（修正アプローチ）の、2通りのアプローチが考えられます。

ハードワイヤードアプローチは、フォールバック条項の導入時に代替参照レートが特定されることから、代替参照レートについての予測可能性が高いといえます²。他方、修正アプローチのメリットとしては、ハードワイヤードアプローチと比して、代替参照レートについてフォールバック条項導入時点で決定しないため、条項を導入すること自体に関する当事者間の合意が容易なことや、将来において代替参照レートを決定する時点の情勢に応じて当事者間で代替参照レートを柔軟に決定することが可能であることが挙げられています³。

フォールバックの頑健性の観点からは、フォールバック条項の導入時点で、単一またはウォーターフォールで定まる後継金利のいずれかを特定するハードワイヤードアプローチが望ましいと考えられます⁴。もともと、当事者の合意内容によっては、特に日本円 TIBOR に関してはその廃止が現時点では具体的に想定されていないこと等を踏まえ、修正アプローチを採用することも考えられます。

上記を踏まえ、本参考例においても、ハードワイヤードアプローチおよび修正アプローチの2案のフォールバック条項案を作成しています⁵。前者の解説は本解説書第3項、後者に特有の事項についての解説は本解説書第4項をご参照ください。

² ハードワイヤードアプローチは、その性質上、フォールバック条項の導入時において代替参照レートが合意済みであることを前提とするため、トリガー発動時において代替参照レートが特定されないというリスクを低減でき、その意味では、比較的頑健性が高いものと評し得ます。

³ なお、修正アプローチにおける、トリガー発動時において代替参照レートが特定されないというリスクへの手当てについては、本解説書第4項をご参照ください。

⁴ 市中協議文書9頁。

⁵ 以下の個別の解説でも記載のとおり、当事者間の合意により、ハードワイヤードアプローチを基礎としつつも、修正アプローチの要素を一定程度取り入れる（一部の条件について当事者間の協議に従うことにする等）余地も、排除されるものではありません。その意味では、ハードワイヤードアプローチおよび修正アプローチ共に、それぞれ一つのモデルとして提示されるものに過ぎず、その差異は実際には相対的なものに留まる（両モデルの中間的類型も認められ得る）ということもできます。

(2) シンジケートローン固有の議論・検討について

本協会は、LIBOR フォールバック条項案および LIBOR フォールバック条項案解説作成に先立ち、会員を対象に 2020 年 8 月 4 日付で、ディスカッションペーパー「LIBOR の公表停止の件／シンジケートローン契約に関する検討事項」（以下「DP」といいます。）を公表し、DP において示された以下の方針に従って LIBOR フォールバック条項案を作成しました。DP において示された以下の方針は本参考例の検討についても妥当するため、本参考例も、同方針に従って作成しております。詳細は、本解説書の該当箇所をご参照下さい。

- ① 借入人の関与形態（後継金利決定プロセスにおいて借入人の主導的な関与を認めるか）に関しては、借入人の主導的関与の度合いを限定する方向性によることとする⁶。すなわち、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最後のレートの決定、修正アプローチにおける代替参照レートの決定、早期移行決定等、当事者の意思によって内容を定めるべき決定事項については、エージェントと貸付人が提案内容を決定し、（場合により）借入人の異議がないことをもって最終決定とする。
- ② エージェントの権限の範囲に関しては、貸付人・エージェント側がフォールバック手続を主導するにあたり決定を要する事項について、基本的に貸付人による集団的意思決定に委ね、エージェントには広範囲の裁量を付与しないこととする。
- ③ 貸付人の意思決定方法については、本協会の標準契約書における一般的な推奨内容としては、全貸付人でなく、多数貸付人の決定事項とする前提で規定する⁷。

⁶ 参加金融機関が広範囲・多数にわたるジェネラルシンジケーション案件等では別途の規定を検討する余地があるものと考えられます。

⁷ 本邦のシンジケートローン契約では、「多数貸付人」は貸付額や貸付極度額を基準として 50.1% 以上や 66.7% 以上の割合と規定されることが多いところですが、個別案件によっては、フォールバック手続における意思決定主体を「特別多数貸付人」とし、通常の「多数貸付人」より高い割合とすること等も検討の余地があると考えられます。

3. シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（ハードワイヤードアプローチ）の解説

第●条（参照レートの変更）

(1) 次に掲げる各用語は、文脈上別義であることが明白である場合を除き、本条において次に定める意味を有する。

- ① 「関連監督当局等」とは、[ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]に関して以下のいずれかに該当する者をいう。
- (a) TIBOR運営機関の監督当局
 - (b) TIBOR運営機関の監督当局が主催し、又はその要請により設立される作業部会又は委員会その他の会議体
 - (c) 日本銀行が主催し、又はその要請により設立される作業部会又は委員会その他の会議体

[①-2「基準貸付期間」とは、[基準金利を設定する指標とするため、借入申込書に記載される期間をいう。]/[本契約第●条●号に定める意味による。]]⁸

- ② 「基準金利決定時点」とは、本契約に従い基準金利が決定される時点をいう。
- ③ 「参照レート」とは、本契約上基準金利の決定において参照されるレートである[ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]をいう。
- ④ 「参照レート移行事由」とは、TIBOR運営機関が[全ての基準貸付期間に対応するテナーの][ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]の公表を他者に承継することなく恒久的に中止する予定である旨又は中止した旨を発表した場合をいう。
- ⑤ 「代替参照レート」とは、参照レート移行事由の発生時点で利用可能な以下のレートのうち、以下に定める優先順位により最も上位となるものをいう。
- (a) (i)●及び(ii)代替参照レート調整値の合計値
 - (b) (i)●及び(ii)代替参照レート調整値の合計値
 - (c) (i)●及び(ii)代替参照レート調整値の合計値

【フォールバック・レート（本号(a)ないし(c)の(i)のレート）の文言案】

（TONA複利（後決め）による場合の文言案）

⁸ 「基準貸付期間」の概念は、第4号「参照レート移行事由」に関する後記解説（第2段落なお書き）に記載の事情が当てはまる場合に、ここで言及する意味が生じます。なお、本契約中で「基準貸付期間」の定義が既に設けられている場合には（同用語は本協会公表に係るコミットメントライン契約書（以下「CL契約書」といいます。）第1条第15号でも定義されています。）、改めて定義することは必須ではありませんが、フォールバック条項における一覽性の観点から（特に、変更契約の形式で別途合意するような場合には）、ここで再掲した方が両当事者にとって各規定を理解し易い場合もあり得ると考えられるため、選択式の文言として記載しています。

[当該利息計算期間又はこれに対応する期間における無担保コールオーバーナイト物レートの実績値を日次複利で積上げる方法により算出され[たものとして多数貸付人が合理的に指定する情報ベンダー等により公示され]るレートを基に、利払日に実務上合理的な期間先立って利息を算出することを目的として多数貸付人が関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮した上で必要な調整を行った値]

(東京ターム物リスク・フリー・レートによる場合の文言案)

株式会社QUICKベンチマークス（又はそのレートの管理を承継するその他の者）が公表する当該利息計算期間に対応した東京ターム物リスク・フリー・レート（もしくはその後継指標）

(日本円TIBORによる場合の文言案)

TIBOR運営機関（又は日本円の東京市場の銀行間取引金利の管理を承継するその他の者）が公表する当該利息計算期間に対応した日本円TIBOR（Telerate17097ページもしくはその承継ページ）（もしくはその後継指標）

- (d) (i)多数貸付人が、[関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮した上で]適切と認め、エージェントを通じて借入人に通知するレート及び(ii)代替参照レート調整値の合計値
- ⑥ 「代替参照レート調整値」とは、ある利息計算期間につき、以下に定める値（正又は負のいずれもあり得る。）をいう。
- (a) 本項第5号(a)ないし(c)に定める場合においては、参照レート移行事由の発生時点において関連監督当局等により選択もしくは推奨されている、この場合に係る同号(a)ないし(c)の(i)のレート及び参照レートの差異を調整するための調整値又は調整方法により得られる値
- (b) 上記(a)により値を得られない場合又は本項第5号(d)に定める場合においては、多数貸付人が参照レート移行事由の発生時点における関連監督当局等による推奨方法又は市場慣行を考慮の上で、この場合に係る同号(a)ないし(d)の(i)のレート及び参照レートの差異を調整するために適切と認める調整値又は調整方法により得られる値
- ⑦ 「本付随修正」とは、参照レート移行事由の発生時点における市場慣行に照らし代替参照レートへの変更を行うために合理的に必要な範囲の本契約の規定の変更（利息の計算方法、利息計算期間の定義、利率決定日、利払日及び営業日調整の内容に関する変更を含む。）をいう。
- ⑧ 「TIBOR運営機関」とは、一般社団法人全銀協TIBOR運営機関又は[ユーロ円TIBOR/

日本円TIBOR]の管理を承継するその他の者をいう。

第1項は本参考例の用語の定義を定めるものです。

第3号「参照レート」

第3号では、フォールバックの発動前の段階で、基準金利の決定において参照されるレートである「ユーロ円 TIBOR」または「日本円 TIBOR」を「参照レート」として定義しています。後述のとおり、フォールバックの発動により、かかる参照レートが代替参照レートに変更されることとなります（なお、「ユーロ円 TIBOR」または「日本円 TIBOR」の用語自体は、個別案件における契約書において既に定義されているはずであることから、ここでは改めて定義しておりません。また、かかる個別案件における契約書において「ユーロ円 TIBOR」または「日本円 TIBOR」以外の語が用いられている場合、その語に合わせて規定する必要があることを示す趣旨で、「ユーロ円 TIBOR」または「日本円 TIBOR」の語には [] を付しています。）。

なお、本参考例では、ユーロ円 TIBOR または日本円 TIBOR（以下、総称して「全銀協 TIBOR」といいます。）から代替参照レートへのフォールバックを想定して文言が作成されており、代替参照レート（において採用されたフォールバック・レート）が廃止され更に別の金利に変更されるという多段階のフォールバックを想定して文言が作成されているわけではない点、ご注意ください。

第4号「参照レート移行事由」

本参考例では、参照レートを全銀協 TIBOR から代替参照レートに変更する条件を定めたいわゆる「トリガー」⁹（参照レート移行事由）として、「TIBOR 運営機関が[全ての基準貸付期間に対応するテナーの][ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表を他者に承継することなく恒久的に中止する予定である旨又は中止した旨を発表した場合」を定めています。

「参照レート移行事由」に該当することとなった場合には、第2項に定める時点においてフォールバックが発動（参照レート変更の効力が発生）することとなります。なお、コミットメントライン契約のように、複数の基準貸付期間の存在を前提とする取引との関係では、全ての基準貸付期間に対応する全銀協 TIBOR について

⁹ 市中協議文書7頁。

これらの事由が生じた場合にはじめて参照レート移行事由に該当する形となるよう、「[全ての基準貸付期間に対応するテナーの]」という選択式の文言を設けています¹⁰。

なお、本邦の法令においては監督当局である金融庁が全銀協 TIBOR の恒久的な公表停止について発表する権限は規定されていないとされており、全銀協 TIBOR の公表停止（予定）のアナウンスの主体は TIBOR 運営機関となる蓋然性が高いと想定されることから、本参考例では、TIBOR 運営機関が全銀協 TIBOR の公表停止（予定）を発表することをトリガーとして規定し、それ以外の主体が公表停止（予定）を発表することはトリガーとして規定しておりません¹¹。もともと、“2021 ISDA Interest Rate Derivatives Definitions”（以下「ISDA Definitions」といいます。）の“index cessation events”では、公表停止の公表主体として、当該レートの運営主体の監督当局等が規定されており、参照レート移行事由の規定において、ISDA Definitions との平仄を重視して TIBOR 運営機関以外による公表停止を規定することも考えられません¹²。

また、本参考例では、いわゆる公表停止前トリガー（指標性喪失事由）¹³を規定しておりません。これは、全銀協 TIBOR は、LIBOR とは異なり、ベンチマーク規則上のクリティカル・ベンチマークではなく、第三国指標として位置づけられており、金融庁が同規則に基づき全銀協 TIBOR について金利指標としての指標性の評価等を行うことが現時点では想定されていないこと等から、これをトリガー事由とすることは必ずしも必須ではないと考えられることによります¹⁴。また、ISDA デリバティブについて、ISDA Definitions の“index cessation events”においても、全銀協 TIBOR のトリガーとして指標性喪失に係る公表前停止トリガーは規定されてい

¹⁰ LIBOR フォールバック条項案中の「参照レート移行事由」の定義においても同様のコンセプトが採用されています。たとえば、基準貸付期間として3ヶ月および6ヶ月が定められた契約において、3ヶ月全銀協 TIBOR および6ヶ月全銀協 TIBOR の双方について公表停止等が生じた場合には、参照レート移行事由に該当することになります。

¹¹ 市中協議文書 19 頁。市中協議結果 14 頁。

¹² 市中協議結果 6 頁乃至 8 頁。なお、ISDA Definitions との平仄を重視した場合、以下のような規定例が考えられます（市中協議文書 19 頁）。「TIBOR 運営機関の監督当局、または[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の通貨に係る中央銀行、または TIBOR 運営機関の破綻処理当局、または TIBOR 運営機関に対する破綻処理権限を有する管轄裁判所、または TIBOR 運営機関に対する管轄権を有する破産管財人、または同様の権限を有する団体により、TIBOR 運営機関が[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の恒久的または無期限の公表停止（ないしは停止予定）を発表する情報についての公式声明または当該情報の公表（ただし、当該声明または発表の時点で、[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の提供を継続する後継の運営機関が存在しないことを条件とする。）」（市中協議結果 14 頁参照。）

¹³ LIBOR フォールバック条項案第 1 項第④号(b)参照。

¹⁴ 市中協議文書 20 頁および 21 頁。

いことから、ISDA Definitions との平仄を重視する場合には、公表前停止トリガーを規定しないことになると考えられます。

その他のトリガー事由として、「全銀協 TIBOR の利用が違法となった場合」や「全銀協 TIBOR が全銀協 TIBOR 運営機関の公式発表なしに廃止された場合」等を定めることも考えられないではありませんが、いずれも、発生の蓋然性が低いこと等から、本参考例においては、トリガー事由として規定していません¹⁵。もっとも、たとえば、当事者が参照レート移行事由発生前に早期に移行することを決定したこと（早期移行事由）¹⁶をトリガー事由にすること等、当事者の合意によりトリガー事由を定めることはもとより妨げられるものではありません。

上記のように、本参考例においては公表停止トリガーの文案を記載しておりますが、フォールバック条項を設けるにあたり、トリガーとしてどのような事由を定めるかについては、その時点における各界の議論状況や個別案件における事情等も踏まえ、貸付人および借入人の間で十分協議の上で決定することが望ましいものと考えられます。

第 5 号「代替参照レート」

第 5 号では、(a)以下において、当事者が特定した代替参照レートおよびウォーターフォールを記載することになります。

また、四角囲み内において市中協議文書において言及された幾つかのレートを記載しています（これらのレートは、後述のスプレッド調整前の数値であり、かかる数値のレートを市中協議文書同様に「フォールバック・レート」といいます。）。

市中協議文書においては、日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の双方について、以下のとおりフォールバック・レートの設定例が紹介されています¹⁷。

設定例 1		設定例 2	
第 1 順位	TONA 複利 (後決め) ¹⁸	第 1 順位	ターム物 RFR ¹⁹

¹⁵ このようなトリガー事由を設定しないことについて、市中協議結果においても全ての回答者が支持する旨の回答をしております（市中協議結果 9 頁乃至 13 頁参照）。

¹⁶ LIBOR フォールバック条項案第 1 項第(1)号⑥。

¹⁷ 市中協議文書 27 頁、28 頁、33 頁。

¹⁸ TONA 複利 (後決め) の規定例については、一般社団法人全国銀行協会が 2021 年 1 月 29 日に公表した TONA 複利 (後決め) レートの規定参考例およびリスク・フリー・レートの用語集

第2順位	—
------	---

第2順位	TONA 複利（後決め）
------	--------------

なお、ユーロ円 TIBOR は 2024 年 12 月末での公表停止が検討されているため、日本円 TIBOR のフォールバック・レートとしてユーロ円 TIBOR は候補とすることは適さないと考えられます²⁰。

これに対し、契約当事者間の合意によりユーロ円 TIBOR のフォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用することは妨げられないと考えられます²¹。もっとも、「第6号 代替参照レート調整値」の解説において記載しているとおり、ユーロ円 TIBOR から日本円 TIBOR へのフォールバックにおけるスプレッド調整値の算出にあたっては、「過去5年中央値アプローチ」による方法では、経済的価値の移転が最小化されるとは限らない点を踏まえる必要があります²²。

なお、本参考例では、市中協議結果において、全ての回答者から支持する旨の回答があったことも踏まえ、LIBOR フォールバック条項案（ハードワイヤードアプローチ）と同様、後順位に「多数貸付人が、[関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮した上で]適切と認め、エージェントを通じて借入人に通知するレート」を設定しています²³。

代替参照レートは、第6号のスプレッド調整後の数値が用いられることから、これらのレート「及び代替参照レート調整値の合計値」として定義されています。

代替参照レートは「参照レート移行事由の発生時点で利用可能な」レートとして特定されることとなります。他方、第2項で解説しているとおり、実際に参照レートが代替参照レートに変更される時点は、第2項で定める時点以降の基準金利決定時点となります。この点、フォールバック・レートの特定のタイミングを実際に TIBOR 運営機関による[ユーロ円 TIBOR]もしくは[日本円 TIBOR]の公表が中止され

をご参照ください。

¹⁹ 日本円に関するターム物 RFR は、2021 年 4 月以降、株式会社 QUICK ベンチマークスから、東京ターム物リスク・フリー・レート（Tokyo Term Risk Free Rate。以下「TORF」といいます。）（1・3・6 か月物）の確定値が公表されており、本解説書でも、特段の断りがない限り、ターム物 RFR は TORF を想定しています。

²⁰ 市中協議文書 27 頁。

²¹ 市中協議文書 33 頁。なお、日本円 TIBOR をフォールバック・レートとして選択する場合、ウォーターフォール構造上の第2順位以下（例えば、第2順位にターム物 RFR、第3順位に TONA 複利（後決め））を設けることも考えられます。

²² 市中協議結果 29 頁乃至 31 頁。

²³ 市中協議結果 18 頁、26 頁

た時点に設定することも、理論的には考えられますが、本参考例はそのような構成にはよっていません。これは、実際に代替参照レートの利用を開始する直前においてフォールバック・レートが特定されることとなると、フォールバックの準備を円滑に進めるために必要な時間を十分確保できず、必ずしも実務的ではないとの考慮によっています。

以上にかかわらず、当事者間の合意により、以上と異なる内容の契約を締結することを妨げるものではありません。本参考例の記載は特定のフォールバック・レートまたはウォーターフォールを推奨する趣旨ではなく、どのようなフォールバック・レートまたはウォーターフォールを採用するかは、各社において独自に検討し決定する必要があります²⁴。

第6号「代替参照レート調整値」

市中協議文書8頁でも説明されているとおり、全銀協 TIBOR とフォールバック・レートの間には通常、差異（スプレッド）があるため、フォールバックの結果として生じ得る価値の移転を最小化すべく、可能な限りかかる差異の調整（スプレッド調整）を行うことが求められます。これを受けて、本参考例においても、かかるスプレッド調整として、「代替参照レート調整値」の算出方法を定めています。

市中協議文書29頁乃至36頁では、全銀協 TIBOR から TONA 複利（後決め）および TORF へのフォールバックについてのスプレッド調整手法としては、「過去5年中央値アプローチ」が想定され、実際の契約で利用するスプレッド調整値としては、ISDA デリバティブとの平仄等の観点から、ISDA デリバティブのフォールバックで利用される Bloomberg の公示スプレッドを利用することが適当と整理されています²⁵。

第5号においてこれらのレートをフォールバック・レートとして定め、本号においてこれらのスプレッド調整手法・スプレッド調整値を用いることを明確化する場合には、「参照レート移行事由の発生時点を基準時とする「過去5年中央値アプローチ」により得られる値（として Bloomberg により公示される値）」を代替参照レ

²⁴ 本参考例では、「(i)●及び(ii)代替参照レート調整値の合計値」との記載が、(a)から(c)まで設けられていますが、もとより、これより多い数または少ない数のレートをウォーターフォールとして定めることや、単一のレートのみを代替参照レートとして定めることを妨げる趣旨ではありません。

²⁵ 市中協議文書31頁、35頁。また、市中協議結果19頁乃至21頁、及び27頁乃至29頁においても当該整理が支持されています。

ート調整値とする旨、本号の規定を修正することも考えられます。

これに対し、市中協議文書 36 頁乃至 40 頁では、ユーロ円 TIBOR のフォールバック・レートとして日本円 TIBOR を選択した場合のスプレッド調整値を「過去 5 年中央値アプローチ」で算出する場合、当該手法により計測されるスプレッドと、デリバティブ市場から計測されるスプレッドとの間に差が生じ得ること等が重要な論点として指摘され、市中協議結果 29 頁及び 30 頁においても、当該課題を踏まえた上で、特定のスプレッド調整手法を提示することが難しいという考えが支持されています²⁶。また、スプレッド調整値についても、現時点では特定のスプレッド調整値が公示される予定はなく、契約当事者において計算が必要となることが指摘されています。

なお、過去 5 年中央値アプローチでは、全銀協 TIBOR、TONA 複利（後決め）、TORF の直近の相場動向のみに基づいた算出方法と比べた場合に生じるスプレッド調整値の水準の段差が生じるため、これを段階的に解消するための移行期間を設けることも一応考えられますが、市中協議文書では、TONA 複利（後決め）、TORF、（ユーロ円 TIBOR からのフォールバックの場合には）日本円 TIBOR のいずれかをフォールバック・レートと設定した上で、過去 5 年中央値アプローチからスプレッド調整値を算出する場合であっても、「移行期間」の設定は不要とされています²⁷。

第 7 号「本付随修正」

第 4 項に関する解説をご参照下さい。

(2) 本契約の他の規定にかかわらず、参照レート移行事由が発生した場合には、参照レート移行事由が発生し、かつ、実際に TIBOR 運営機関による[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表が中止された時点以降に到来する基準金利決定時点における基準金利の決定に関し、参照レートが代替参照レートに変更されたものとして本契約の規定を適用する。[但し、参照レート移行事由が発生した場合に、参照レート移行事由が発生し、かつ、実際に TIBOR 運営機関による[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表が中止された時点以降に到来する基準金利決定時点において、何らかの理由で第 1 項第 5 号の定めに従い代替参照レートが確定し

²⁶ なお、市中協議文書 39 頁では、現時点では「過去 5 年中央値アプローチ」以外に、より適切と考えられる手法は見当たらないと言及されています。市中協議結果 29 頁及び 30 頁においては、市中協議文書の当該言及も含めた考えが支持されつつ、「その他の合理的なスプレッド調整手法を提示・推奨するのではなく、当事者間で任意に合意することが適切」という旨の意見も寄せられています。

²⁷ 市中協議文書 31 頁、35 頁、37 頁並びに市中協議結果 20 頁、22 頁、28 頁、31 頁。

ていない場合には、当該基準金利決定時点における基準金利の決定に関し、参照レートの適用に代えて、基準金利決定時点でインターバンク市場における基準金利期間に対応する期間の資金貸借取引のオファードレートとしてエージェントが合理的に決定する利率（年率で表わされる。）に基づき本契約の規定を適用するものとし、その後、第1項第5号の定めに従い代替参照レートが確定された場合には、その時点以降に到来する基準金利決定時点における基準金利の決定に関し、参照レートが代替参照レートに変更されたものとして本契約の規定を適用する。]

第2項はハードワイヤードアプローチにおけるフォールバックの発動について定める規定であり、参照レート移行事由というトリガーが発生した場合に、所定の時点以降の基準金利の決定に関し、参照レートが代替参照レートに変更され、以後、かかる代替参照レートに基づき基準金利が決定される旨を定めるものです。

代替参照レートへの変更時点が「参照レート移行事由が発生し、かつ、実際にTIBOR 運営機関による[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表が中止された時点」とされているのは、[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表が「恒久的に中止する予定である旨を発表」されたにとどまる場合も「公表中止事由」に含まれるところ、実際に[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表が中止されるまでは参照レート変更の効力を生ぜしめる必要は認められないことを踏まえたものです²⁸。

これに対し、[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表を「中止した旨」が発表された場合には、その時点で[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]を用いることは不可能または実質的に困難となっているものと考えられるため、当該時点以降の基準金利の決定においては、直ちに代替参照レートによることとなります²⁹。

なお、参照レート移行事由が発生した場合に、第1項第5号(d)に定める多数貸付人の代替参照レートの決定が纏まらない結果、基準金利決定時点において代替参照レートが定まっておらず基準金利が決定できない場合も想定し得ます。そのような場合には、最終手段として、当該基準金利決定時点における基準金利の決定に限定

²⁸ LIBOR フォールバック条項案（ハードワイヤードアプローチ）第2項第①号(a)も同様です。

²⁹ この場合、参照レートの代替参照レートへの変更は、貸付人が借入人に代替参照レートに係る通知を行うことを前提に「当該通知から●営業日」後に効力を生じるものとした上で、かかる期間中はABR（Alternative Base Rate）によることも考えられます。もっとも、この仕組みは、ローン契約でABRが定められていることが多い米国の実務を前提とするものであり、本邦で同様の条項を規定しても、多くの場合ABRを規定していないため、かかる期間中適用されるべき参照レートが特定されない事態に陥ることが懸念されます。そのため、本参考例においては、通知後一定期間の経過を要件としない形で規定しています。

して、エージェントが一時的・暫定的に適用されるレート³⁰を合理的に決定できる旨を設けることが考えられるため、かかる規定を選択式で設けています。

(3) 多数貸付人は、第2項に従った参照レートの変更が行われる場合には、エージェントの事前の同意を得た上で、本付随修正を行うことができる。本付随修正は、その内容を多数貸付人がエージェントを通じて借入人に書面により通知した場合において、当該書面に記載された効力発生時点をもって効力を生じるものとし、借入人はこれに予め同意する。

第3項は参照レートの変更が行われる場合に多数貸付人がエージェントの事前の同意を得た上で、「本付随修正」を行うことができること、その効力はエージェントを通じて本付随修正の内容を通知する書面により定められた効力発生時点で生じることを定めたものです³¹。

「本付随修正」は、要旨、「代替参照レートへの変更を行うために合理的に必要な範囲の本契約の規定の変更」を意味するところ、かかる範囲に限定して契約変更権限を多数貸付人に対して付与する条項の有効性は十分肯定され得ると考えられます。

本付随修正の内容は、利払事務に関する技術的事項または実務運営上の必要性に由来する事項を中心とします。その内容はエージェントにおいて対応することが可能なものである必要があるため、エージェントの事前の同意を規定しています。また、文言上は借入人に対する一方的通知の扱いとなっておりますが、円滑な事務の遂行上、本付随修正に係る具体的な内容やその通知文言については、当事者間で認識に齟齬がないよう、予めすり合わせておくことが想定・推奨されます。

また、本付随修正の内容、すなわち、いかなる範囲の修正が「合理的に必要な範囲」と認められるかについては、フォールバック・レートについて、市中協議文書で示されたレートのうちいずれを選択するかという点による部分も大きいものと考えられます。たとえば、①コミットメントライン契約のように、複数の基準貸付期

³⁰ 本邦のシンジケートローン契約における類似の規定として、何らかの理由で基準金利に係る利率が公表されない場合には、東京インターバンク市場における基準金利期間に対応する期間の円資金貸借取引のオフアードレートとしてエージェントが合理的に決定する利率（年率）を適用する旨が規定されることがあります（CL 契約書第1条第16項、本協会公表に係る『コミットメントライン契約書・タームローン契約書（2019年版）の解説』11頁以下。）。

³¹ たとえば、本付随修正の内容が参照レートの変更前に通知される場合、当該通知書において、本付随修正の効力発生時点参照レートの変更の時点（第2項に定められる時点）と同時とすること等が考えられます。

間の存在を前提とする取引において、TORF をフォールバック・レートとする場合には、基準貸付期間の定義を TORF の利用可能なテナーに揃える形で修正することや、②TONA 複利（後決め）をフォールバック・レートとする場合において、金利参照期間の定義などの導入・変更を行うことは、「合理的に必要な範囲」と認め得るものと考えられます。また、ヘッジ手段との不整合を避けるために行う技術的・実務的な事項の変更・調整も「合理的に必要な範囲」と認め得るものと考えられます。

(4) エージェントは、(i)参照レート移行事由が発生した場合、(ii)代替参照レートが確定した場合、(iii)第2項に従い参照レートの変更の効力が発生した場合、及び(iv)本付随修正を行った場合[もしくは第6項に従い本契約の修正を行った場合]、速やかに借入人及び全貸付人に通知する。なお、上記の各事由が同時に又は近接して発生した場合にこれらを併せて通知することは妨げられず、また、本契約の他の規定（多数貸付人の意思結集に係る規定を含む。）に基づき上記の各事由を通知済みである場合には当該事由を重ねて通知することを要しない。

第4項はフォールバックの発動等に際しての貸付人の借入人に対する通知義務等を定めたものです³²。通知の対象となる事項の内容については、それぞれ該当する条項の解説をご参照下さい。

本項所定の事由のうち、(ii)は第1項第5号に基づき代替参照レートが確定した時点³³を指し、(iii)は第2項に規定する実際に[ユーロ円 TIBOR/日本円 TIBOR]の公表が中止された時点を指します。

なお、シンジケートローンにおいては、多数貸付人の意思結集がなされた場合に、エージェントは借入人および全貸付人に対して通知する規定が別途存在します³⁴。また、第4項の各通知および本契約に定める他の通知のタイミングが同時または近接する場面も想定されます。そのような場合、エージェントは重複または同時・近接する通知事項については纏めて通知することも考えられます。

³² LIBOR フォールバック条項案（ハードワイヤードアプローチ）と同様の表現となります。なお、全銀協 TIBOR についてテナーが表示されない場合の処理については、本参考例は第1項第4号および第6項において選択式の規定を設けています。

³³ シンジケートローンでは、各貸付人による円滑な貸付事務の遂行の観点から、ウォーターフォールに従って確定した代替参照レートを各貸付人が適時に認識することが望ましいため、代替参照レートが確定した場合も通知することとしています。

³⁴ 本協会公表に係る CL 契約書第27条、『コミットメントライン契約書・タームローン契約書（2019年版）の解説』94頁以下。

(5) 本契約の当事者は、本条に定める多数貸付人の意思を定めるための意思結集について、第●条[注：貸付人の意思結集]の規定に従い各貸付人及びエージェントのいずれも意思結集手続を要請・開始することができること、並びに多数貸付人により行われた決定が全貸付人を拘束し全貸付人が多数貸付人の決定に従いその実現に協力しなければならないことを確認する。

第5項は、フォールバック手続の明確性の観点から、シンジケートローン契約における多数貸付人の意思結集一般に当てはまる考え方について、特に確認的な規定を設けているものです。

[(6) 多数貸付人は、本契約に定められる基準貸付期間のうち一部の基準貸付期間に対応するテナーの[ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]について第1項第4号に係る発表があった場合、本契約の基準貸付期間の定義から当該基準貸付期間を除外する修正を行うことができる。]

第6項は、コミットメントライン契約のように、複数の基準貸付期間の存在を前提とする取引との関係で、全ての基準貸付期間に対応するテナーの[ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]についてこれらの事由が生じた場合にはじめて参照レート移行事由に該当する形とする場合に、一部の基準貸付期間に対応するテナーの[ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]についてのみ公表停止（その予定を含む。）の発表がなされた場合の取扱いを定めるものです³⁵。

³⁵ LIBOR フォールバック条項案も同様の規定を設けています。

4. シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）（修正アプローチ）の解説

以下では、ハードワイヤードアプローチと異なる、修正アプローチによる場合に特有の条項について解説します。

第●条（参照レートの変更）

<前略>

- (1) 次に掲げる各用語は、文脈上別義であることが明白である場合を除き、本条において次に定める意味を有する。

<中略>

- ⑤ 「代替参照レート」とは、(i)参照レートを代替すべきレートとして多数貸付人が借入人に対し関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮してエージェントを通じて提案するレート及び(ii)代替参照レート調整値の合計値をいう。

<中略>

- (2) 本契約の他の規定にかかわらず、多数貸付人は、参照レート移行事由が発生した場合には、参照レート移行事由が発生し、かつ、実際にTIBOR運営機関による[ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]の公表が中止された時点以降に到来する基準金利決定時点における基準金利の決定に関し、参照レートを代替参照レートに変更するための本契約の変更を行う旨をエージェントを通じて借入人に提案することができる。借入人は、かかる提案について、誠実に協議に応ずるものとし、当該提案を合理的な理由なく拒絶することができない。[但し、参照レート移行事由が発生した場合に、参照レート移行事由が発生し、かつ、実際にTIBOR運営機関による[ユーロ円TIBOR/日本円TIBOR]の公表が中止された時点以降に到来する基準金利決定時点において、何らかの理由で参照レートを代替参照レートに変更するための本契約の変更が行われていない場合には、当該基準金利決定時点における基準金利の決定に関し、参照レートの適用に代えて、基準金利決定時点でインターバンク市場における基準金利期間に対応する期間の資金貸借取引のオフアードレートとしてエージェントが合理的に決定する利率（年率で表わされる。）に基づき本契約の規定を適用するものとし、その時点以降に到来する基準金利決定時点における基準金利の決定に関しては、本項に従い本契約の変更を行うものとする。]
- (3) 多数貸付人は、第2項に従った参照レートの変更が行われる場合には、…（中略）…借入人はこれに予め同意する。

<後略>

第2項は将来の時点において当事者間の合意によって代替参照レートを定めるという修正アプローチのコンセプトを踏まえ、参照レートを代替参照レートに変更するための本契約の変更を行う旨の多数貸付人による提案に係る手続を定めるものです。これらの手続を開始する「トリガー」については、ハードワイヤードアプロ

一チと同様に、公表停止トリガーのみを定めておりますが、ハードワイヤードアプローチ同様、当事者間の合意によってより広いトリガーを設定することが妨げられるものではありません。

かかる「トリガー」が生じた場合の代替参照レートの決定方法について、まず、多数貸付人の提案する代替参照レートは、関連監督当局等による推奨内容または市場慣行を適切に考慮したものであることを要するものとしております(第1項第5号)。また、LIBOR フォールバック条項案解説でも記載されているとおり³⁶、多数貸付人による変更の提案に対して、(i)借入人に異議権を認める規定例と、(ii)異議権を認めない規定例があり得ます。このうち、上記(i)については、いわゆる「ネガティブ・コンセンスト」の方法、すなわち、多数貸付人が借入人に対する代替参照レートに係る通知後一定期間内に借入人より異議申立てを受領しない場合には、借入人の改めでの同意を得る必要なく、当該変更の効力を生ぜしめることができる旨の規定も考えられます³⁷。他方、上記(ii)においては、多数貸付人からの一方的な通知によって当該変更の効力が生じることになります。

上記(i)のアプローチによった場合、米国と異なり、ABRに関する規定を設ける実務が根付いていない本邦においては³⁸、貸付人・借入人間の協議が長期化すると、代替参照レートの合意に至るまでの間は参照すべきレートが特定されない空白の期間が生じることが懸念されます³⁹。また、こうした空白の期間は、フォールバックの性質上、全銀協 TIBOR 公表停止時に一斉に発生し、契約上のリスクが集中的に顕現化するおそれがあるものと考えられます⁴⁰。

他方、上記(ii)のように、一方的通知により自動的に利率が変更されると規定することも、やや貸付人の裁量が広すぎバランスを失すとの見方もあり得るところです。

³⁶ LIBOR フォールバック条項案解説 25 頁。

³⁷ なお、当該期間内に借入人の異議申立てがなされた場合には、その後、借入人の異議が出なくなるまで提案を継続しなければ代替参照レートが決定されず、その間は契約で定められた ABR (Alternate Base Rate) を適用することが想定されています。

³⁸ もちろん、本邦においても、個別案件の当事者が、合意によりローン契約で ABR を規定することは可能です。

³⁹ 万が一、個別案件においてこのような事態に立ち至った場合、実務上は、具体的事情に応じて、当座の利率を別途貸付人・借入間で合意すること、任意期限前弁済により貸付関係を解消すること等、様々な対応が検討されることになるものと考えられますが、一般的には、このような不確実性の高い事態に立ち至る前に、予めフォールバック条項により手続を明確化することが、フォールバックの頑健性の観点からは望ましいものと考えられます。

⁴⁰ 特に修正アプローチにおいては、多数貸付人の意思結集が滞る懸念を低減するため、例えば、代替参照レートの決定に係る多数貸付人の意思結集に関し、エージェントが指定した期限までに貸付人からの回答を受領しない場合は、当該貸付人については賛成したとみなす旨の規定(いわゆる snooze and lose 規定)を設けることも考えられます。

これらを踏まえ、本参考例の修正アプローチの条項案としては、LIBOR フォールバック条項案（修正アプローチ）と同様に、貸付人・借入人間の合意によって代替参照レートを決定する原則によりつつ、貸出取引全般に与え得る混乱を未然に回避する観点から、借入人に事由を問わない異議権を付与することは控え、多数貸付人の提案する代替参照レートが関連監督当局等による推奨内容または市場慣行を適切に考慮したものであることを前提に、借入人は、かかる貸付人の提案に対し、合理的な理由⁴¹なく合意を拒絶することができないとする規定ぶりとしています⁴²。

いずれにせよ、実務上、代替参照レートの提案に際しては、貸付人は借入人に対して十分な説明を行うことが求められるものと考えられます。

以 上

⁴¹ どのような場合に「合理的な理由」があるといえるかは、個別案件における具体的な事実関係による部分が大きいものと考えられますが、たとえば、関連監督当局等による推奨内容や市場慣行を考慮してもなお同等に有力な複数の代替参照レートの候補が存在するような状況において、借入人が取引金融機関の大多数からそのうち一つの候補であるレートに移行することを提案され一つの金融機関からのみ他のレートに移行することを提案されたような場合、借入人として基準金利を統一することの債務管理上の便宜等の観点から、当該一つの金融機関に対し他の取引金融機関が提案するのと同じレートに移行したい旨を提案し、その可否に関する協議を申し入れるようなケースでは、「合理的な理由」が比較的認められやすいと考えられます。

⁴² なお、(ア)貸付人の提案する代替参照レートが関連監督当局等による推奨内容または市場慣行を適切に考慮したものであることを前提に、借入人に異議権を与えないパターン、(イ)（本文で述べた問題は残りますが）借入人に異議権を与え、かつ、異議権の行使が制約される場合について特に規定を設けないパターン等も考えられます。