

伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）— 终结的开始？

虽然伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）作为金融市场基准利率已逾三十载，但自从英国金融服务监管局（FSA）2012 年对 LIBOR 操纵丑闻展开调查（即“Wheatley Review”）以来，LIBOR 始终面临压力。英国金融行为监管局（FCA）首席执行官 Andrew Bailey 最近于 7 月 27 日发表了讲话¹，预示 LIBOR 可能终将谢幕。市场主体需要未雨绸缪，应对 LIBOR 可能在 2021 年底后终止公布。本文将讨论这一问题的成因，并评估其对市场主体实践操作及文本层面的影响。

FCA 首席执行官 Andrew Bailey 的讲话揭示了什么？

对于采用 LIBOR 作为基准利率的各方，Bailey 先生的讲话中有四点值得注意：

- 市场主体在 2021 年底后可能无法继续使用 LIBOR。
- FCA 的积极推动是 LIBOR 报价银行继续提供 LIBOR 报价的重要因素之一，也正是因为 FCA 的积极推动 LIBOR 才得以持续公布。但在 2021 年后，FCA 将不会继续推动 LIBOR 报价银行提供 LIBOR 报价，也不会行使职权强制要求报价银行提供 LIBOR 报价。
- FCA 的一项研究表明，由于无担保银行间贷款及相关市场上的交易量不足，无法确保 LIBOR 是基于真实交易数据的。
- 市场主体需要(a)开发用于替代 LIBOR 的基准利率；并(b)确保当前签订并且在 2021 年后仍生效的合同文本包含稳健的备选方案，以便在 LIBOR 停止公布后能平稳过渡。

这对于 LIBOR 意味着什么？

Bailey 先生强调，FCA 并无意强制取消 LIBOR。2021 年后，洲际交易所定价管理机构（ICE Benchmark Administration，简称 IBA）作为 LIBOR 的管理机构，仍然可以在可行的前提下自主公布 LIBOR。然而，现实情况是，在当前市场环境下，一旦 FCA 不再推动或强制要求 LIBOR 报价银行提供 LIBOR 报价，LIBOR 是难以持续的。

LIBOR 的替代参考利率是什么？

内容提要

- 2021 年底起 LIBOR 可能停止公布。
- 开发各类金融产品合适的替代参考利率是当务之急。
- 如果没有约定 LIBOR 的替代参考利率，当前市场标准文本中的备用方案条款在实际操作中存在诸多限制。
- 现在对多边文本采取谨慎周全的变更，可能有助于今后只需要对文本条款做简单的调整。

“我无法完全排除 LIBOR 报价银行提前中止提供报价或需要用我们的职权强制要求其提供报价的风险，这可能导致更为混乱、成本更高的过渡以及随之而来的成本和风险。”

Andrew Bailey

FCA 首席执行官
2017 年 7 月 27 日

¹ <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>

这是一个事关 300 万亿美元金融产品的问题。目前市场上尚无现成替代利率，且 FCA 已经明确，虽然 FCA 准备协助并协调市场主体开展工作，但市场各参与方自身必须承担主要责任，开发替代参考利率并过渡到该替代参考利率。

Bailey 先生讲话提到，衍生品市场的替代参考利率（经常被称为“*无风险利率*”）的开发已取得进展，并建议可以将这类利率加以调整，用于其他类型交易：

- 在美国，替代参考利率委员会（Alternative Reference Rates Committee）近期公布了美国国债回购融资利率（即基于以美国政府债务作为抵押品的隔夜贷款利率的一个隔夜利率），作为以美元计价的特定衍生品及其他合约的参考利率，以替代美元 LIBOR。
- 在英国，英镑无风险参考利率的工作组近期建议采用 SONIA（即正在由英国央行改革并管理的基于无担保银行间隔夜贷款利率的隔夜利率），以替代衍生品市场的英镑 LIBOR。

上述替代利率目前都还处于设立初期，尚待市场考量。上述替代利率都是可核验的隔夜基准利率，均属“回顾式”利率指标，即基于既往交易中的实际利率得出。相较之下，LIBOR 恰恰相反，属于一定期限的“前瞻式”基准利率，即它反映 LIBOR 公布日后一定期限内的预期利率。隔夜利率在多大程度上能用于设立根据不同期限编制并公布的“前瞻式”基准利率，由谁来产生并公布该等利率，以及该等利率能否在各种情况下为 LIBOR 使用方在商业上所认可，仍是市场参与方需要解决的问题。

鉴于债券市场同衍生品市场之间的相互关系，债券市场使用的任何“前瞻式”基准利率都将同衍生品市场基准利率的发展紧密关联。

对当前交易和文件的影响？

近期，金融市场已经需要开始解决没有特定货币和期限的银行间利率所带来的问题（例如，通过修订市场标准文本加入插值利率）。

然而，如果 LIBOR 这样的利率在未来完全停止公布，对于目前交易而言，很难合理确定一个目前尚不存在且尚未被市场认可的替代参考利率。短期内，交易很可能将继续基于 LIBOR 进行，因为只有在市场认为 LIBOR 的替代指标在相关市场更加成熟后，才可能会对文件作出相应变更。

如若在商业上可以接受，在涉及多个债权人的交易中（例如银团贷款、债券或其他证券），可以在文本中加入对后续利率确认机制的一些灵活性，以便在 LIBOR 停止公布后对利率确定作出进一步后续变更。例如，规定后续利率确认机制修订所需债权人同意的比例低于正常情况下根本性修订所需比例；在贷款文件中规定需经多数贷款人而非全体贷款人同意；且在债券持有人会议上将其作为一项较低法定人数同意事项，而非在债券和其他证券中需较高比例人数同意的“*保留事项*”。自 2014 年起，贷款市场协会（LMA）贷款文件推荐文本格式已将该条款作为一个选项包括在内。需要注意的是，虽然留待未来进行修订并不是万能的灵丹妙药（例如在证券化和其他结构化交易中，多个关联产品必须继续始终参考同一利率将非常关键），但规定以较低的债权人同意比例作出该等变更的灵活性在今后可能是有帮助的。对于结构性融资市场而言，市场交易方还应考虑在文本中明确规定，允许做出因 LIBOR 停止公布导致的修订。该等条款可以借鉴处理评级标准和立法变更所需修订的相关条款。

“在某一个特定货币-期限组合中...，在 2016 年全年，LIBOR 报价银行仅执行了 15 个可以符合该货币及期限组合产品要求的交易。LIBOR 之所以能持续公布，是因为各报价银行借助所谓“专家判断”才形成了众多利率报价数据。”

Andrew Bailey
FCA 首席执行官
2017 年 7 月 27 日

对于债券和其他证券而言，发行人和交易商需要考虑如何披露与 LIBOR 停止公布有关的风险。在多数情况下，以 LIBOR 为参考利率的交易都会包含 LIBOR 相关风险因素提示，提及未来 LIBOR 水平不可预知以及已经持续一段时间的 LIBOR 改革。总体而言，我们认为，未来风险因素提示的相关措辞可以相对容易地调整，提及到 FCA 的公告以及 LIBOR 可能完全停止的情况。但重要的是承认最终情况存在不确定性——特别是替代基准利率的不确定性，这也意味着目前阶段风险因素提示的内容可能无法写得非常具体。

对于既有交易和文件的影响?

关键的问题是这些交易如何处理 LIBOR 停止公布的问题。下文分别从标准贷款交易、债券和衍生品文件的角度讨论这一问题。

首先需要注意的是，虽然无法完全排除这一方式的可能性，将现有英国法文本中指定 LIBOR 的条款（无论是指定特定屏幕上的特定利率或是有更加细致的描述）作扩大化解释以包含未来的替代指标的做法会面临一定的挑战，因为替代利率的性质与 LIBOR 很可能非常的不同（即便在极端情况下，替代参考利率与 LIBOR 利率显示在同一屏幕上）。

公司贷款

- LMA 贷款推荐格式文本中规定，代理行有权力确定替代信息渠道作为基准利率的屏幕利率，但如果基准利率自身（而非相关信息渠道）不再存在，这一安排可能于事无补。
- 如果基准利率自身无法获得，格式文本中包含的多个应变措施将适用。
- 在 LIBOR 停止公布的情形下，利率的浮动端将参照参考行提供的银行间贷款利率平均值确定。如若无法获得该等利率平均值，浮动端将参考每一贷款人自行证明的资金成本确定（基于贷款人逐一确定，或按照已经提供利率的加权平均数确定，具体取决于协议签署当时的确定方案）。
- 市场应对 2013 年英国银行家协会（BBA）停止提供若干币种的 LIBOR 报价的经验显示，这些备用方案无法大范围、长时间使用。自 2014 年以来，LMA 的贷款模板文件已经提供一项选择方案，规定只需要经借款人集团和多数贷款人同意即可对协议做出适当修订，以替换无法获得的基准利率。如果 LIBOR 终止提供并且存在替代基准利率的情况下，则这一规定可能最为有用。如果没有这一条，以替代参考利率替代 LIBOR 对文件作出修订将需要获得借款人集团和全体贷款人的同意。如上所述，在结构化贷款交易中，任何修订将需要结合关联产品的情况考虑，例如利率互换。

债券、资产证券化和其他证券

- 大多数欧洲债券（Eurobond）以及中期票据计划的文件都规定，浮动利率债券的计息基于参考利率（上浮或下浮一定利差）（即“**屏幕利率法**”），或者基于按照国际互换及衍生品协会（ISDA）相关定义（该定义本身就基于 LIBOR）确定的指定到期期间利率互换的浮动端。
- 一般而言，屏幕利率法更为常用，并通常规定定价代理人可以根据文件的规定，采用相关利息期开始之前数个营业日相关彭博社/路透页面显示的 LIBOR 利率。债券文件通常规定，如果相关屏幕利率无法取得，代理人应要求若干参考银行提供相关 LIBOR 利率报价。若基准利率停止提供，

“这里存在一个非常重要的问题，且我们需要一个确切的回答，即以下哪种方式是更好的过渡方式：是修订合同提及替代利率，还是通过备用方案修订 LIBOR 定义，使用替代参考利率替代目前的方式。”

Andrew Bailey
FCA 首席执行官
2017 年 7 月 27 日

这一初步备用方案无法实现。作为第二套备用方案，代理行需要取得主要金融中心若干大型银行的向其他欧洲银行提供相关利息期、相关币种贷款的利率报价。

- 但是，如上文关于公司贷款的讨论中提到的，若无合适的相关屏幕利率，长时间依赖银行报价也不具有可行性。此外，虽然大多数债券文件规定，在最差的情况下，如果完全无法确定利率，各方可以采用上一个利息期最近一次计算的利率。但是，如果因无法实际执行文本的条款，导致浮动利率债券事实上成为固定利率债券，从商业角度明显是无法令各当事方满意的。
- 与 LMA 的贷款文本不同，典型的欧洲债券文本未明确规定基准利率无法获得时的替代方案，因此如果需要正式修订文件，可能需要通过征求债券持有人同意的程序进行。
- 就资产证券化而言，核心问题在于应确保发行人的资产层面、债券利率层面以及相关衍生工具层面之间没有未经对冲的错配风险。因此，在交易中对已经得到风险匹配的基于 LIBOR 的浮动利率进行修订，需要对交易的其他方面在相同时间、以相同方式做出对应的调整。通常，这意味着在相同时间、以相同方式修改债券文件以及利率互换方案中的浮动端，例如需要协调债券利率的变更以及单独零售型抵押支持证券互换的浮动端的变更。若主要资产包含基于 LIBOR 的浮动利率（例如中小企业贷款的证券化交易），该等修订需要同相关互换交易的修订协调进行。
- 但是，该等协调存在一定程度的复杂性，很大程度上取决于资产证券化的类型。对于较为简单情况，例如信用卡债务证券化，通常不涉及利率互换交易，因此债券部分可以直接修改，不涉及其他的文件（假定任何货币互换也不会受到影响）。对于更加复杂的情况，例如主动管理型贷款抵押证券发行人（CLO）通常设定有一系列针对具体资产的互换安排。因此，对于 CLO 而言，需要确保每一份互换交易确认书均在相同时间、并采用与相关资产相同的方式进行修订。鉴于在大多数交易中 CLO 仅仅是各项资产的少数贷款人，因而无法控制该等资产变更的时间或内容，这将使得顺利变更遇到较大挑战。

场外交易衍生产品

- 相关 ISDA 定义中包含与参考行类似的备用方案，但面临同上文所述公司贷款同样的现实挑战。
- 如上文所述，市场各方已着手开发无风险利率形式的替代利率，虽然，这是替代利率的起始点，但目前尚无法解决具体期限的“前瞻性”因素。

欧盟基准利率法规相关问题

自 2018 年 1 月 1 日起，欧盟基准利率法规将生效。对那些采用 LIBOR 等基准利率作为其证券、衍生品、消费贷款和投资基金参照利率的银行和其他受监管实体，新法规规定了多项新义务。该等机构需要制定并维持稳健的书面计划，规定基准利率在发生重大变更或者不再提供后的应对方案。

在可行及适当的前提下，该等计划必须指定一个或多个替代基准利率，以取代无法获得的基准利率，并且说明该等利率适合作为替代基准利率的原因。受监管实体还必须按照规定向其各自的监管机构提交该等计划及对计划的任何更新，并且必须在同客户的合同关系中体现。

伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR) — 终结的开始?

C L I F F O R D
C H A N C E

上述要求对受监管实体带来了多项现实挑战。具体而言，受监管实体已经要求监管机构确认上述规定并不要求修改 2018 年 1 月 1 日前签订的协议。此外，受监管实体在多大程度上能够参考替代利率将受到多重限制，包括市场标准文件条款、文件条款规定的备用方案以及事先确定一个尚不存在、未经市场认可的备用方案导致的困难。

更广泛的影响

全球基准利率管理机构和监管机构已经努力遵守金融稳定委员会的建议，即在可行的情况下尽量根据交易以客观市场数据锚定基准利率。LIBOR 的终止公布可能是迄今为止这一过程最重大的影响，但绝非最后一项影响。

联系人 亚太地区

香港

James Booth

资深顾问律师

T +852 2826 2430
E james.booth
@cliffordchance.com

Francis Edwards

合伙人

T +852 2826 3453
E francis.edwards
@cliffordchance.com

王彦琳

合伙人

T +852 2826 2457
E connie.heng
@cliffordchance.com

Dauwood Malik

合伙人

T +852 2826 3485
E dauwood.malik
@cliffordchance.com

王文伟

合伙人

T +852 2826 3434
E anthony.wang
@cliffordchance.com

新加坡

Simon Briscoe

合伙人

T +65 6410 2296
E simon.briscoe
@cliffordchance.com

Andrew Gambarini

合伙人

T +65 6410 2226
E andrew.gambarini
@cliffordchance.com

陈菴淇

合伙人

T +852 2825 8891
E angela.chan
@cliffordchance.com

马凡特

合伙人

T +852 2825 8927
E matt.fairclough
@cliffordchance.com

梁巧婵

合伙人

T +852 2825 8929
E edith.leung
@cliffordchance.com

Matthew Truman

合伙人

T +852 2826 3497
E matthew.truman
@cliffordchance.com

杨大志

合伙人

T +852 2825 8863
E terry.yang
@cliffordchance.com

Andrew Brereton

合伙人

T +65 6410 2279
E andrew.brereton
@cliffordchance.com

Andrew Hutchins

合伙人

T +65 6661 2060
E andrew.hutchins
@cliffordchance.com

陈方中

资深顾问律师

T +852 2826 3424
E mark.chan
@cliffordchance.com

Paul Greenwell

合伙人

T +852 2825 8857
E paul.greenwell
@cliffordchance.com

劳凯欣

合伙人

T +852 2826 3568
E maggie.lo
@cliffordchance.com

蔡重阳

合伙人

T +852 2826 2466
E david.tsai
@cliffordchance.com

Gareth Deiner

资深顾问律师

T +65 6410 2202
E gareth.deiner
@cliffordchance.com

Paul Landless

合伙人

T +65 6410 2235
E paul.landless
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

© Clifford Chance 2017

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571

Registered office: 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to nomorecontact@cliffordchance.com or by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ

Abu Dhabi • Amsterdam • Bangkok • Barcelona • Beijing • Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai • Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul • Jakarta* • London • Luxembourg • Madrid • Milan • Moscow • Munich • New York • Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo • Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.

联系人 亚太地区

Lena Ng

合伙人

T +65 6410 2215
E lena.ng
@cliffordchance.com

汤伟明

合伙人

T +65 6410 2253
E raymond.tong
@cliffordchance.com

Nicholas Wong

合伙人

T +65 6410 2218
E nicholas.wong
@cliffordchance.com

中国大陆

郑旭泰

合伙人

T +86 10 6535 2260
E timothy.democratis
@cliffordchance.com

倪嘉华

合伙人

T +86 21 2320 7206
E jjahua.ni
@cliffordchance.com

杨铁成

合伙人

T +86 10 6535 2265
E tiecheng.yang
@cliffordchance.com

澳大利亚

Richard Gordon

合伙人

T +61 2 8922 8077
E richard.gordon
@cliffordchance.com

Ross Howard

合伙人

T +81 3 6632 6617
E ross.howard
@cliffordchance.com

Leng-Fong Lai

合伙人

T +81 3 6632 6625
E leng-fong.lai
@cliffordchance.com

Masayuki Okamoto

合伙人

T +81 3 6632 6665
E masayuki.okamoto
@cliffordchance.com

Reiko Sakimura

合伙人

T +81 3 6632 6616
E reiko.sakimura
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

© Clifford Chance 2017

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571

Registered office: 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to nomorecontact@cliffordchance.com or by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ

Abu Dhabi • Amsterdam • Bangkok •
Barcelona • Beijing • Brussels • Bucharest •
Casablanca • Dubai • Düsseldorf • Frankfurt •
Hong Kong • Istanbul • Jakarta* • London •
Luxembourg • Madrid • Milan • Moscow •
Munich • New York • Paris • Perth • Prague •
Rome • São Paulo • Seoul • Shanghai •
Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw •
Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.

联系人 欧洲地区

Charles Cochrane

合伙人

T +44 20 7006 2196
E charles.cochrane
@cliffordchance.com

Marc Benzler

合伙人

T +49 69 7199 3304
E marc.benzler
@cliffordchance.com

Mark Campbell

合伙人

T +44 20 7006 2015
E mark.campbell
@cliffordchance.com

Caroline Dawson

高级律师

T +44 20 7006 4355
E caroline.dawson
@cliffordchance.com

Tineke Kothe

资深顾问律师

T +312 0711 9146
E tineke.kothe
@cliffordchance.com

Toby Mann

资深专业支持律师

T +44 20 7006 8864
E toby.mann
@cliffordchance.com

Nicola Wherity

合伙人

T +44 20 7006 2074
E nicola.wherity
@cliffordchance.com

Christopher Bates

合伙人

T +44 20 7006 1041
E chris.bates
@cliffordchance.com

Lucio Bonavitacola

合伙人

T +39 0280 6341
E lucio.bonavitacola
@cliffordchance.com

Jose Manuel Cuenca

合伙人

T +34 9 1590 7535
E josemanuel.cuenca
@cliffordchance.com

Paul Deakins

合伙人

T +44 20 7006 2099
E paul.deakins
@cliffordchance.com

Frederick Lacroix

合伙人

T +331 4405 5241
E frederick.lacroix
@cliffordchance.com

Habib Motani

合伙人

T +44 20 7006 1718
E habib.motani
@cliffordchance.com

Michael Bates

合伙人

T +44 20 7006 2783
E michael.bates
@cliffordchance.com

Andrew Bryan

资深专业支持律师

T +44 20 7006 2829
E andrew.bryan
@cliffordchance.com

Lounia Czupper

合伙人

T +32 2533 5987
E lounia.czupper
@cliffordchance.com

Kate Gibbons

合伙人

T +44 20 7006 2544
E kate.gibbons
@cliffordchance.com

Jessica Littlewood

合伙人

T +44 20 7006 2692
E jessica.littlewood
@cliffordchance.com

Gareth Old

合伙人

T +121 2878 8539
E gareth.old
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

© Clifford Chance 2017

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571

Registered office: 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to nomorecontact@cliffordchance.com or by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ

Abu Dhabi • Amsterdam • Bangkok • Barcelona • Beijing • Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai • Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul • Jakarta* • London • Luxembourg • Madrid • Milan • Moscow • Munich • New York • Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo • Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.