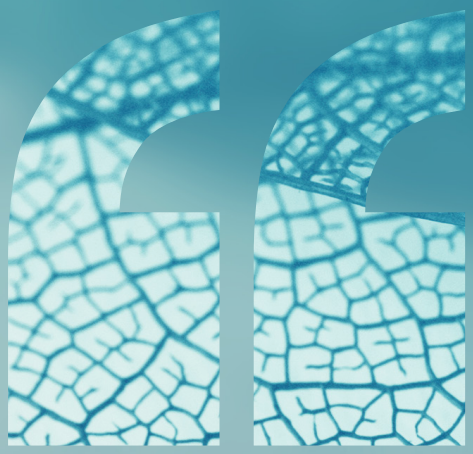
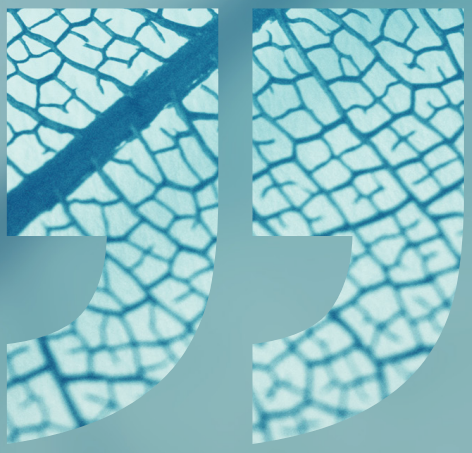
CLIFFORD
CHANCE



LIBOR –
贷款市场最新动态



— THOUGHT LEADERSHIP

2019年12月

LIBOR – 贷款市场最新动态

距英国金融市场行为监管局（金管局）不再要求银行提交LIBOR报价的期限只剩两年多的时间，从LIBOR转型的监管压力仍继续存在。2019年11月，市场及批发政策主管Edwin Schooling Latte确认了金管局的这一立场并评论道：

“LIBOR继续在包括银团贷款在内的公司贷款市场占主导地位。英镑无风险利率工作组确立了2020年3季度在新贷款中停止使用LIBOR的目标。这将涉及大量的平台和文件编制工作、客户沟通工作和部分银行的人员培训工作。”

与无风险利率 (RFRs) 正在成为市场标准的其他金融市场相比，贷款市场基于RFRs的交易相对较少。目前这一比例已开始增长（尤其是双边贷款领域），然而，在注重遵循先例并缺乏运营平台和市场惯例的贷款市场中，增长仍相对有限。但是，贷款市场协会 (LMA) 近期发布的征求意见稿可能成为解决相关未决问题和进一步向RFRs过渡的催化剂。

在本文中，我们将讨论LMA文本以及与贷款市场过渡相关的一些其他问题。

新产品还是进化？

银团贷款产品多年来不断发展。LIBOR发展的原因是，在早期的银团贷款市场，银行的贷款资金实际上是通过在银行间借贷市场吸收相应币种的存款取得的（见有关LIBOR的历史的文章）。

从LIBOR向RFRs过渡需要创造和设计根据RFRs的特点量身订做的新形式贷款产品。在2021年这一期限到来前，并没有渐进式演变的时间。

虽然贷款市场预计至少部分币种会出现前瞻性定期利率[1]，但上述利率出台的时间仍存在不确定性，并且，监管机关强调，市场不应等待上述定期利率出台再开展过渡。虽然英格兰银行表示将在2020年1季度提供英镑隔夜平均利率指数 (SONIA) 定期利率，但在美国，替代参考利率委员会 (ARRC) 表示，2021年前可能不会出台有担保隔夜融资利率 (SOFR) 定期利率。监管机关已明确表示，就新交易而言（不同于存量交易的过渡）由于预期未来的利率产品将基于隔夜利率，市场不应等待定期利率出台。因此，贷款市场一直在考虑如何基于后顾性、复合RFRs进行贷款交易。

在银团贷款市场大量采用某种特定实践时，LMA的银团贷款协议建议模板通常会相应进行修订。但向基于RFR的利率过渡需要创建和设计的新型贷款产品目前几乎还没有出现的迹象。因此，在市场还未形成实践惯例，但银团贷款市场实践在缺乏文本的情况下又难以进一步发展的“因果难定”局面下，为打破僵局，LMA发布了基于复合SONIA/SOFR的贷款协议模板的征求意见稿（征求意见稿）[2]。

然而，征求意见稿也不可避免地列出了一系列结构设计问题，这也代表了市场需要进行的商业选择。LMA希望以在文本中列出的形式，市场能更容易地发现和了解上述问题，并且，在获得市场反馈后，LMA将适时将征求意见稿作为建议模板发布。

主要商业选择

新产品和新文件最重要的问题可能是利率本身：RFRs的特点（隔夜、后顾性和无风险）导致市场需要考虑多个结构设计问题。征求意见稿的评注对此进行了进一步说明。

隔夜利率 – 为将某一隔夜利率转换为某一期间的利率，征求意见稿采用了复合平均计算法。该做法反映了浮动利率票据 (FRN) 市场的先例，但征求意见稿尚未规定具体的数学公式，原因在于一些细节需要由市场决定（如计算复合利率的天数以及是否应包括周末和节假日等）。

后顾性 – 为在付息日前有足够长时间确定应付利息的金额，征求意见稿采用了“滞后”利息期结构，即使用与相关利息期长度相等但更早的一段的期间的利率来计算适用利率。

1 瑞士政府机关曾表示，不会就SARON（瑞士法郎无风险利率）发布定期利率。

2 征求意见稿是受英国法管辖的文件。将征求意见稿中的概念适用到受英国法以外的法律管辖的文件中必须根据相关其他法律认真审查。

如此前所述，上述做法反映了FRN市场的先例，但仍有一些细节需要确定，特别是根据市场情况需要不同的适当的“滞后”期（例如，某些新兴市场的借款人可能需要更长的付款通知期）。

无风险 – 基于RFR的利率可能低于LIBOR，各方将如何避免利率更换导致价值转移？这是市场要做的一个重要选择。市场参与者可选择保留贷款产品目前的基本结构（即贷款人的定期融资成本加利差），这可能需要设立某种利差调整的机制。

或者，市场参与者可采用仅包括相关RFR加利差的基本结构。从经济效果来说，两种方案可能导致相同的结果，因为第二个方案的利差应包括融资成本以及LIBOR与相关RFR之间的差额，因而更高。

选择RFR还会对文本中其他结构设计问题产生影响，包括融资成本和补利差条款，但只有在通过调整RFR以反映贷款人融资成本的情况下可能才会有影响。

后备方案

征求意见稿的另一项关键条款是在无基准利率可用的情况下将适用的后备方案。鉴于LIBOR可能将不复存在，并且考虑到目前在LMA建议模板中规定的后备方案不受欢迎（例如参考银行）或从长远看不可行（例如参考银行资金成本），后备方案再次引发关注。征求意见稿提出的主要后备方案为中央银行利率，无可适用的屏幕复合RFR或代理行无法通过计算获得RFR时适用；但在确定哪种利率最合适以及确定RFR衍生利率与中央银行利率间的利差方面仍具有一定的复杂性。

后备方案及其触发事件在不同产品之间的一致性引起了广泛关注是很有趣的现象。尽管配套交易所使用的利率显然必须一致，但后备方案及其触发事件是否也必须一致？目前不同类型产品间的后备方案及其触发事件就并未得到统一。

从历史上看，利率停用并未被视为一种风险，不同的产品需要考虑不同的问题，例如基准条例 (Benchmarks Regulation) 的要求是否适用。但是，如果文件中纳入了作为后备方案的指数，如果配套交易的规定不一致，操作起来将很困难。如果根据实际显然应该使用另一个利率，届时可能会有解决此问题的空间（例如，通过LMA的“替代屏幕利率”条款）。后备方案的触发事件不一定在各种产品间都一致，但是关联产品需要具有一定程度的一致性，以确保其能够同时转向替代利率以降低基差风险。

EURIBOR

征求意见稿仅提及SONIA和SOFR。但LMA贷款协议建议模板可用于其他货币，特别是EURIBOR。有迹象表明，至少在短期和中期将继续发布EURIBOR（目前正在向混合方法过渡），但是欧元无风险利率工作组正在考虑就EURIBOR的后备方案提出建议，以确保在停用EURIBOR的情况下，特别是在基准条例的背景下，实现平稳过渡，。这些建议可能会参考欧元短期利率 (€STR) （在2019年10月取代EONIA成为欧元隔夜利率）。目前正在考虑将基于€STR的定期利率作为EURIBOR的后备方案。采用前瞻性定期利率无疑要比从定期利率向复合后顾性利率过渡的复杂程度低，因为后者需要对贷款文件和交易运作进行重大调整。

LSTA

在美国，银团及贷款转让协会 (LSTA) 还发布了另一种格式文本 – SOFR概念信贷协议草稿。尽管与其他美国和英国法律文件一样，由于针对不同的地区和市场该文件与英国法LMA SOFR征求意见稿存在差异，但二者也具有一些相似之处。SOFR概念信贷协议包括计算复合SOFR的公式 – 并遵循源自国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 的常规方法，而征求意见稿虽然采用类似的公式，但仍留有有待确定的问题（请参见上文关于隔夜利率的内容）。关于上述“无风险”这一点，SOFR概念信贷协议规定，利率应以复合SOFR加利差为基础计算 – 删除了融资成本加价作为定价基础，据称这是根据市场反馈作出的修改。因此，与补利差和市场紊乱相关的规定也被删除。欧洲市场参与者是否会持相同观点尚待观察。根据目前的反馈来看似乎存在分歧。

存量交易

尽管征求意见稿专注于新交易，但也需要考虑到仍存在大量存量交易。在缺乏ISDA风格的议定书机制的情况下，当前参考LIBOR的每项贷款交易都需要逐一修改，这将是一个繁琐的过程。LMA已发布旨在简化协议修订流程的“参考利率选择协议”征求意见稿。该协议允许各方就过渡的主要商业条款达成一致，并授权代理行和义务人根据这些主要商业条款以及LMA建议模板约定相关贷款协议的修订细则。

我们预期在存量交易开始批量修订时，LMA应该已经发布了参考RFRs的银团贷款协议推荐模板：这意味着，赋予代理行修改相关贷款协议的酌情处理权实际上比看起来更加有限，因为修改需要遵循LMA的表述。尽管如此，代理行仍被赋予了新的职责，但由谁来启动交易修订程序（及支付费用）的问题依然待定。相关各方需要共同努力，并采取务实的方式修订存量贷款交易，以在2021年的最后期限完成并避免利率启用资金成本后备机制。

其他问题

LIBOR过渡带来了许多文本之外的问题。针对如何避免在过渡到RFR时交易产生价值转移已有很多讨论，但过渡对财务报告和税务的影响也需要仔细考虑。

在财务报告方面，对冲会计和工具估值都会遭遇挑战。国际会计准则理事会 (IASB) 已经通过对IFRS 9和IAS39的修订（对某些特定的对冲会计要求进行了修改，以减轻LIBOR相关不确定性的潜在影响）解决了一些问题，并且将进入第二阶段的工作，考虑替换现有基准利率可能对财务报告产生的潜在影响。

交易修改还可能产生税务影响。在美国，美国财政部和国税局已应ARRC要求发布了新法规提案，旨在避免在LIBOR过渡的背景下修改融资合同而产生不利税务影响。这是否会在其他司法管辖区被复制尚待确定。

下一步措施？

市场上已有部分双边交易开始参考SONIA，未来还会有更多采用新利率的交易。银团交易也在讨论的过程中，但基于其本身的复杂性，发展较为缓慢。随着越来越多的交易达成，以及交易方越来越多地考虑使用RFR而不是遵循先例，预期市场将逐步统一惯例和平台。此后就可以开始构建系统，在形成市场惯例前进行系统性投入是不值得的。同时，针对具体币种和司法管辖区的工作组将继续尽其所能协助完成过渡，例如，工作组正在筹划就贷款市场中LIBOR和RFR之间的利差调整征求意见。过渡显然正在发生，但距离最后期限仅剩两年，进度需要加快，以确保市场惯例、系统和文本的迁移协调一致，以创建新产品。

主要联系人

中国大陆和香港

倪嘉华
合伙人
北京/上海
T: +86 10 6535 2206/
+86 21 2320 7206
E: jiahua.ni@
cliffordchance.com

郑旭泰 Timothy Democratis
合伙人
北京
T: +86 10 6535 2260
E: timothy.democratis@
cliffordchance.com

杨大志
合伙人
香港
T: +852 2825 8863
E: terry.yang@
cliffordchance.com

马颖琪
合伙人
香港
T: +852 2825 8995
E: vicky.ma@
cliffordchance.com

其他地区

Alim Amershi
Senior Associate
London
T: +44 20 7006 3363
E: alim.amershi@
cliffordchance.com

Mark Campbell
Special Counsel
London
T: +44 20 7006 2015
E: mark.campbell@
cliffordchance.com

Charles Cochrane
Partner
London
T: +44 20 7006 2196
E: charles.cochrane@
cliffordchance.com

José Manuel Cuenca
Partner
Madrid
T: +34 91 590 7535
E: josemanuel.cuenca@
cliffordchance.com

Lounia Czupper
Partner
Brussels
T: +32 2 533 5987
E: lounia.czupper@
cliffordchance.com

Peter Dahlen
Partner
London
T: +44 20 7006 2716
E: peter.dahlen@
cliffordchance.com

Kate Gibbons
Partner
London
T: +44 20 7006 2544
E: kate.gibbons@
cliffordchance.com

Julia House
Senior Associate
London
T: +44 20 7006 2206
E: julia.house@
cliffordchance.com

Katie Hoyle
Knowledge Director
London
T: +44 20 7006 4528
E: katie.hoyle@
cliffordchance.com

Andrew Hutchins
Partner
Singapore
T: +65 6661 2060
E: andrew.hutchins@
cliffordchance.com

Nicholas Kinnersley
Partner
London
T: +44 20 7006 8447
E: nicholas.kinnersley@
cliffordchance.com

Jonathan Lewis
Partner
Paris
T: +33 1 4405 5281
E: jonathan.lewis@
cliffordchance.com

Dauwood Malik
Partner
Hong Kong
T: +852 2826 3485
E: dauwood.malik@
cliffordchance.com

Toby Mann
Knowledge Director
London
T: +44 20 7006 8864
E: toby.mann@
cliffordchance.com

Gareth Old
Partner
New York
T: +1 212 878 8539
E: gareth.old@
cliffordchance.com

Ferdinando Poscio
Partner
Milan
T: +39 02 8063 4511
E: ferdinando.poscio@
cliffordchance.com

Bettina Steinhauer
Partner
Frankfurt
T: +49 69 7199 3231
E: bettina.steinhauer@
cliffordchance.com

Rodrigo Uría
Partner
Madrid
T: +34 91 590 9408
E: rodrigo.uria@
cliffordchance.com

Jurgen van der Meer
Partner
Amsterdam
T: +31 20 711 9340
E: jurgen.vandermeer@
cliffordchance.com

Daniel Winick
Partner
New York
T: +1 212 878 4918
E: daniel.winick@
cliffordchance.com

Daniel Zerbib
Partner
Paris
T: +33 1 4405 5352
E: daniel.zerbib@
cliffordchance.com

CLIFFORD

CHANCE

This publication does not necessarily deal with every important topic nor 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 2019

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 contact our database administrator by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ.

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

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.

1912-000225