

大成 DENTONS

贷款市场LIBOR过渡 常见问题解答

2021年2月

目录

1. 背景 / 7

- 1.1 LIBOR将在2021年底后不再发布吗？ / 7
- 1.2 为什么监管机构急于让金融市场停止使用LIBOR？ / 7
- 1.3 什么是RFR, 它们与LIBOR过渡有什么关系？ / 7
- 1.4 什么是信用调整息差？它们与LIBOR过渡有什么关系？ / 8
- 1.5 什么是LMA征求意见稿？ / 8
- 1.6 ISDA关于LIBOR过渡的研究与贷款市场有多相关？ / 8
- 1.7 BMR对在贷款交易中使用LIBOR有什么影响？ / 9
- 1.8 欧元银行间拆借利率 (EURIBOR) 和其他非LIBOR (non-LIBOR) 发生了什么变化？ / 9
- 1.9 为什么监管机构对EURIBOR (以及其他的IBORS) 采取与LIBOR不同的做法？ / 9

2. 新LIBOR贷款 / 10

- 2.1 在预期LIBOR终止的情况下, 银行在多大程度上调整了新LIBOR贷款的条款？ / 10
- 2.2 监管机构为贷款市场实现LIBOR过渡设定的期限有哪些？ / 10
- 2.3 在2021年第一季度结束之前, 银行以什么为依据继续提供新的英镑LIBOR贷款？ / 10
- 2.4 各方是否应在非英镑LIBOR新贷款中纳入重新谈判的义务？ / 11
- 2.5 LMA在2020年10月关于屏幕利率替代条款和终止前触发条款的声明有何意义？ / 11
- 2.6 LIBOR停止发布预期, 对基于LIBOR的新贷款条款有其他影响吗？ / 11
- 2.7 在新交易中, 贷款市场多大程度上已经脱离了LIBOR？ / 11

3. 基于RFR的新贷款 / 12

- 3.1 RFR如何用于计算贷款交易的利息？ / 12
- 3.2 当使用复合RFR时, “回顾” (look back) 具有什么重要作用？ / 12
- 3.3 RFR的“复合”包括什么？ / 12

- 3.4 对于最常用的作为利息期的期限, 是否公布了复合RFR ? / 12
- 3.5 公布的指数能否简化贷款交易的复合RFR计算? / 12
- 3.6 “滞后” (lag) 和“观察转换” (observation shift) 方法的区别是什么? / 13
- 3.7 累积复利和非累积复利的区别是什么? / 14
- 3.8 在使用复合RFR的新贷款中, 是否有必要从一开始就包含信用调整息差? / 15
- 3.9 使用复合RFR而不是LIBOR对其他贷款条款有何影响? / 15
- 3.10 到目前为止所有使用LIBOR的贷款产品预计都将转换使用复合RFR吗? / 15
- 3.11 前瞻性定期RFR是复合RFR的替代方案吗? / 16

4. 遗留LIBOR贷款 (Legacy LIBOR loans) / 17

- 4.1 如果现有的基于LIBOR的贷款期限超过2021年 (遗留LIBOR贷款), 如何解决? / 17
- 4.2 是否预期有任何立法解决方案来避免手工修改遗留LIBOR贷款? / 17
- 4.3 是否有或预期会有任何协定以简化修改遗留贷款的过程? / 18
- 4.4 促进遗留LIBOR贷款广泛修订的主要市场进展? / 18
- 4.5 在贷款市场中如何计算信用调整息差? / 18
- 4.6 是否有一种标准化的文件修改方法 (documentary approach) 来修改遗留LIBOR贷款的条款? / 19
- 4.7 谁将力推修改遗留LIBOR贷款协议? / 19
- 4.8 谁将为修改遗留LIBOR贷款协议买单? / 19
- 4.9 如果遗留LIBOR贷款有利率套期保值操作, 该套期保值是否需要与贷款条款同时修改? / 20
- 4.10 与融资相关的对冲条款能否通过使用ISDA协定和硬连接备选方式进行修订? / 20
- 4.11 在修改遗留LIBOR贷款时, 贷款人应该考虑哪些行为和诉讼风险问题? / 20

术语表

2020年4月SWG声明	见2.2段。
ARRC	替代参考利率委员会。该机构由美国联邦储备委员会（Federal Reserve Board）和纽约联邦储备银行（Federal Reserve Bank of New York）共同设立，旨在帮助确保历史上使用过美元LIBOR的各个市场成功实现美元LIBOR过渡。
BMR	欧盟基准条例（EU BMR）或自2021年1月1日起纳入英国国内法作为保留欧盟法的同等立法（UK BMR）。见1.7段。
复合RFR	见3.1段。
FCA	英国金融市场行为监管局，是LIBOR的监管机构。
FMSB	固定收益、货币和大宗商品市场标准委员会。
硬连接备选	见2.1段。
硬连接转换	见2.1段。
IBA	洲际交易所基准管理有限公司，作为伦敦银行间同业拆借利率的管理人。
ISDA	国际互换和衍生品协会。
LMA	贷款市场协会。
LMA征求意见稿	见1.5段。
非代表性声明	FCA的一份公开声明，称LIBOR不再代表其试图衡量的市场。
RFR	隔夜无风险利率。见1.3段。
英镑工作组	英国央行英镑无风险参考汇率工作组。建立该机构的目的是帮助确保在历史上使用过英镑LIBOR的各个市场成功过渡。

介绍

几十年来，相当一部分以英镑、美元、欧元、瑞士法郎和日元计价的融资交易都使用伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）作为参考利率，以确定相关融资交易的应付金额（特别是应付利息）。对欧洲（包括英国）、美国、中东和其他地区的许多金融机构来说，摆脱LIBOR是当务之急。LIBOR将在2021年后（或者，就美元LIBOR而言，将在2023年6月）消失的可能性也越来越让更多的利益相关者（包括使用参考LIBOR的产品的企业和消费者）感到担忧。本文回答了金融机构及其客户在贷款市场LIBOR过渡过程中最经常被问到的问题。本解答主要聚集适用英国法的商业贷款，但，其中一些答案亦会涉及或与其他融资情形相关。

本解答的原始版本发表于2020年2月。现在更新到2021年2月3日。自我们上次于2020年10月下旬更新本报告以来，主要进展包括：

- 美元LIBOR在2023年6月30日之前可能继续公布（见1.1段）；
- 2020年11月和2021年1月公布了新的LMA贷款协议征求意见稿（见第1.5段）；
- 与信用调整息差相关的市场惯例的发展及新指南的颁布（见第3.8和4.5段）；和
- SONIA参考利率的公布（见第3.11段）。

我们还加入了关于使用复合RFR代替LIBOR对财务承诺和提前还款费用收取可能会产生何种影响的新评论（见第3.9段）。

主要联系人



Paul Holland
合伙人, 伦敦
paul.holland@dentons.com



Luke Whitmore
合伙人, 伦敦
luke.whitmore@dentons.com



Matthew Sapte
合伙人, 伦敦
matthew.sapte@dentons.com



Catherine Astruc
合伙人, 伦敦
catherine.astruc@dentons.com



Celyn Armstrong
合伙人, 伦敦
celyn.armstrong@dentons.com



Adam Pierce
合伙人, 伦敦
adam.pierce@dentons.com



Alexander Hewitt
高级执业拓展律师, 伦敦
alexander.hewitt@dentons.com



Stephen Knight
合伙人, 阿布扎比
stephen.knight@dentons.com



Sadaf Buchanan
合伙人, 马斯喀特
sadaf.buchanan@dentons.com



Mateusz Toczyski
合伙人, 华沙
mateusz.toczyski@dentons.com



Marcel Janssen
合伙人, 阿姆斯特丹
marcel.janssen@dentons.com



Michael Huertas
合伙人, 法兰克福
michael.huertas@dentons.com



Philippe Max
合伙人, 巴黎
philippe.max@dentons.com



李治国
合伙人, 北京
zhiguo.li@dentons.cn

1. 背景

1.1 LIBOR将在2021年底后不再发布吗？

自LIBOR过渡程序启动以来，2021年年底一直被视为一个关键节点，因为：

- 2017年7月27日，时任FCA首席执行官的安德鲁·贝利（Andrew Bailey）宣布，FCA将不再说服或强迫LIBOR报价银行（panel bank）在2021年后继续提交LIBOR报价；和
- 2017年11月24日，FCA宣布已获得所有20家LIBOR报价银行的自愿同意，继续提交报价至2021年底。

根据这一初步过渡时间表，IBA于2020年11月18日**宣布**，将于2021年12月31日就停止发布英镑、欧元、日元和瑞士法郎LIBOR的意向征求意见。然而，在2020年11月30日，它**宣布**，它还将就是否在2023年6月30日之前继续发布所有主要期限的美元LIBOR征求意见。同一天，**FCA和美国监管机构**联合发布了新闻稿。这些预示着可能的延期，但也暗示，如果延期，监管机构可能会限制在2021年底后新交易中使用美元LIBOR。

IBA对这些建议措施的**征求意见**从2020年12月4日开始，到2021年1月25日结束。征求意见的结果仍未可知。然而，如果IBA没有如上所述延长美元LIBOR的公布时间，那将是令人惊讶的。

1.2 为什么监管机构急于让金融市场停止使用LIBOR？

两个主要原因是：

- LIBOR历来试图衡量的基础市场——向银行提供的无担保定期贷款批发市场——自金融危机以来一直不活跃；和
- 金融市场对LIBOR的过度依赖造成了系统性风险。

第二点尤其关键。近年来，LIBOR得到巨大发展，可以说它甚至已不再是一种银行间利率。2019年4月，IBA完成了LIBOR报价银行向新的“瀑布方法”的过渡。现在，它将LIBOR描述为“一种最大程度上锚定LIBOR报价银行无担保批发交易的批发融资利率，这种‘瀑布’机制能够在所有市场环境下公布利率”。如果以这种方式改革后的LIBOR仍仅用于其最初目的——为在伦敦安排的贷款定价——监管机构可能就不会那么担心它的继续使用。例如，与监管机构对EURIBOR的做法（见第1.8段）进行比较。

1.3 什么是RFR，它们与LIBOR过渡有什么关系？

在历史上使用LIBOR的所有金融产品中，监管机构希望市场参与者改用基于几乎无风险的隔夜利率（RFR）的利率。¹目前五种LIBOR货币的本国监管机构已经确定并公布了其本国货币的首选RFR，如下表所示。

货币	经批准的RFR	管理人	担保或无担保？
美元	SOFR（担保隔夜融资利率）	纽约联邦储备银行	担保
英镑	SONIA（英镑隔夜平均利率指数）	英格兰银行	无担保
欧元	€STR（欧元短期利率）	欧洲央行	无担保
瑞士法郎	SARON（瑞士隔夜平均利率）	瑞士证券交易所	担保
日元	TONA（东京隔夜平均利率）	日本银行	无担保

监管机构更喜欢RFR而不是IBORs，因为RFR是：

- 基于有深度、流动性强的隔夜借贷市场；和
- 根据这些市场有记录的交易计算，而不是依赖报价银行提交的数据。

然而，在贷款市场上使用RFR而不是LIBOR也有一些缺点，包括：

- 不同的RFR衡量不同类型的隔夜借贷（一些有担保，而另一些无担保，见上表），有不同的计算方法，并在不同的时间由基于某种货币所设立的主要金融中心发布；和
- RFR只有一个期限——隔夜。因此，“原始”RFR不适合用于预先确定一个典型利息期内的利率。有关RFR如何在贷款市场上使用的更多信息，见第3段。

1 尽管对于使用其他IBORs的情形并不是必要的。请参阅1.8段。

1.4 什么是信用调整息差？它们与LIBOR过渡有什么关系？

以LIBOR为基础的协议过渡到以RFR为基础的替代利率时，信用调整息差尤其重要，无论这种过渡是通过修订现有的合同条款，还是通过“硬连接”备选（“hard-wired” fallback）或转换机制（switch mechanics）实现（见第2.1段）。

无论哪种情况，从LIBOR向基于RFR的利率过渡，都应避免各方之间的经济价值转移。在过渡之后，借款人支付的利息总额应尽可能保持不变。

RFR不计入银行信用风险或期限风险，因此不可避免地低于同一货币的期限LIBOR（例如1个月、3个月或6个月）。复合RFR（见3.1段）可能高于“原始”的日RFR，但仍将低于LIBOR。因此，当LIBOR在现有合约中被基于RFR的利率所取代时，在后者基础上增加一个信用调整息差，是避免经济价值转移的一种有效方法。

关于在贷款市场使用信用调整息差的更多信息，见第3.8和4.5段。

1.5 什么是LMA征求意见稿？

在贷款市场中使用RFR的条款尚未得到充分解决，因此LMA无法发布基于RFR的贷款协议文本。所有LMA推荐的贷款协议范本仍以LIBOR为基础。尽管如此，LMA还是公布了以下贷款协议“征求意见稿”，就RFR在贷款交易中的使用向市场征求意见：

- 2019年9月，LMA公布了两份单一货币定期和循环贷款协议的征求意见稿，使用复合RFR计算利息。一份是英镑贷款，利率基于SONIA；另一份是美元贷款，其利率基于SOFR。
- 2020年9月，LMA公布了一份多币种定期和循环贷款协议的征求意见稿，其中包含贷款期限内特定日期，从LIBOR过渡到复合RFR的机制。
- 2020年11月，LMA发布了2020年9月两份征求意见稿的更新版本。有关2020年9月和11月LMA征求意见稿条款的更多信息，见第2段。
- 2021年1月28日，LMA发布了一份新的多币种征求意见稿，约定：
 - 欧元贷款利息参照EURIBOR计算；但
 - 所有其他货币的贷款利息，从交易开始就参照复合RFR计算。

1.6 ISDA关于LIBOR过渡的研究与贷款市场有多相关？

ISDA在LIBOR过渡过程中发挥了关键的“思想领导”作用。它专注于开发基于RFR的备选方案，将其包括在基于IBOR的衍生品合约中，以确保合约的连续性。2020年10月9日，ISDA发布了IBOR备选补充（IBOR Fallbacks Supplement）。这修订了2006年ISDA定义中IBOR的定义，增加了如下的硬连接备选：

- 一个复合RFR；和
- 基于相关IBOR和复合RFR之间的历史差异的信用调整息差，

在“指数终止生效日期”（Index Cessation Effective Date）自动切换到该备选方案。对于LIBOR来说，这意味着它停止发布的日期，或者是发布非代表性声明的更早日期。这些修订自动适用于2021年1月25日或之后的包含2006年ISDA定义的交易。

与此同时，ISDA发布了一项协定，允许各方将这一机制纳入遗留交易。²该协定也于2021年1月25日正式启动。

在某种程度上，贷款市场正在采用ISDA制定的一些方法，例如有关信用调整息差的方法（见第4.5段）。然而，ISDA使用一种协定来处理基于IBOR的遗留衍生品的方法：

- 并不是贷款市场在处理遗留LIBOR贷款时能够切实复制的方法（见4.3段）；和
- 不太可能适合修订与财务有关的套期条款（见第4.10段）。

在EMEA贷款市场，也有限采用ISDA IBOR备选补充中约定类型的硬连接备选方案（见第2.1段）。

2 通过签署此协定，一方同意协定中修订的相关定义将自动适用于此方和遵守协定的其它方之间的全部现有交易。

1.7 BMR对在贷款交易中使用LIBOR有什么影响？

与使用LIBOR的其他产品领域（如衍生品和债务资本市场）相比，BMR对贷款市场（不包括消费信贷和受监管的抵押贷款）的影响是有限的，而且很可能是如此。

BMR包含了对基准的提供者、管理者和用户的义务。对于使用和提供被指定为“关键”基准（包括LIBOR、EURIBOR和EONIA）的大多数限制仅在2021年12月31日或之后适用（第51条）。

BMR第28（2）条要求，使用基准（包括LIBOR）的受监管实体，必须制定强有力的书面计划，阐明如果基准“发生重大变化或停止提供”，将采取哪些行动。受监管的实体必须在其与客户的合同中反映这些计划。受监管的实体大体上是受监管的公司，包括信贷机构和投资公司。

然而，尽管基于LIBOR的债券和衍生品的各方可能会为了BMR目的而“使用”LIBOR，但贷款交易（消费信贷和受监管的抵押贷款合同除外）不在此范围之内。因此，商业贷款各方普遍认为，没有必要在其贷款协议（见第2.1段）中包含硬连接备选措施，以遵守BMR。

最近有人提议修改BMR，以处理“硬遗留”LIBOR合约，尽管这些可能对贷款市场的影响有限。见4.2段。

1.8 欧元银行间拆借利率（EURIBOR）和其他非LIBOR（non-LIBOR）发生了什么变化？

在可预见的未来，EURIBOR和TIBOR（东京银行间市场日元的汇率）将继续公布。目前也没有计划停止中东市场使用的主要本地银行间同业拆借利率——EIBOR、SAIBOR、OMIBOR和QIBOR。然而，由于这些中东基准所适用的基础货币与美元挂钩，美元LIBOR的终止可能仍会对其继续使用产生影响。

我们的经验是，即使是在复合RFR被用于其他货币的多币种交易中，各方通常倾向于继续使用EURIBOR进行欧元贷款，而不是€STR（欧元RFR）。LMA现在公布了多币种贷款协议征求意见稿，提供了两种选择（见第1.5段）。

EONIA，欧元隔夜银行同业拆借利率（相当于隔夜伦敦银行同业拆借利率），将于2022年1月3日停止使用。在那之前，EONIA只与€STR（欧元RFR）挂钩，即€STR加上8.5个基点的固定利差。在贷款市场上，EONIA的终止与欧元短期贷款（swingline facility）最为相关。LMA在2019年10月发布了一份通知，建议起草纳入欧元短期贷款的贷款协议，以考虑EONIA的逐步退出。其中约定欧元短期贷款的利息计算参考€STR或“增强€STR”（“Enhanced €STR”）（后者在经济上相当于EONIA）而不是参考EONIA。

1.9 为什么监管机构对EURIBOR（以及其他的IBORS）采取与LIBOR不同的做法？

与LIBOR相比，继续使用其他IBORS所涉及的系统性风险更低，这可能是一个重要因素。见1.2段。

2. 新LIBOR贷款

2.1 在预期LIBOR终止的情况下，银行在多大程度上调整了新LIBOR贷款的条款？

自2017年7月以来，市场参与者在知道LIBOR可能于贷款期间消失（1.1段提到，最近几个月讨论可能会延长美元LIBOR的公布时间）的情况下，仍然基于LIBOR签署期限超过2021年的新贷款。总的来说，有三种方法可以解决这一风险：

- **修订方法。**双方依靠自己的能力在相关时间修改价格条款。为协助此修订方法，LMA于2018年5月发布了修订后的“屏幕利率替代”（Replacement of Screen Rate）条款，并将其添加到LMA推荐的贷款协议范本中。在2020年8月之前，只是简单地规定，在出现“屏幕利率替代事件”（Screen Rate Replacement Event）（表明相关IBOR实际或可能即将终止的事件）时，对贷款协议的相关修订可以得到“多数贷款人”（Majority Lender），而不是所有贷款人的批准。在2020年下半年，LMA发布了两份单独的说明，为扩大屏幕利率条款的替换范围提出草拟方案。见第2.3段（特别是在“商定的重新谈判程序”分标题下）和2.5段。
- **硬连接转换。**这是一种在未来特定日期（此日期需要在2021年底之前，但美元LIBOR除外，）从LIBOR过渡到在经济上等同于以RFR为基础的利率的机制。早期知名的贷款交易包括：
 - 荷兰皇家壳牌（Royal Dutch Shell）2019年12月的美元银团循环贷款协议；和
 - 英美烟草公司2020年3月多币种循环贷款协议。

2020年9月和11月的LMA征求意见稿包括此硬连接转换。

- **硬连接备选。**在此种机制下，当发生与LIBOR终止或其他不可获得相关的事件时，从LIBOR过渡到在经济上等同于以RFR为基础的利率。这类似于硬连接转换，但不会在指定日期自动脱离LIBOR。为了确保符合BMR（见1.7段），硬连接备选已经成为许多衍生品和债券交易的标准。在美国贷款市场，硬连接备选也获得了一些吸引力；2020年6月，ARRC公布了最新的**建议措辞**，以纳入到新的美元LIBOR交易。然而，在EMEA

贷款市场上，采用这种方法的情况有限。英国法下贷款协议通常不包括ARRC的起草建议，即使是美元贷款。

贷款人多大程度上仍然可以根据这些方法提供新的LIBOR贷款在本文第2段的其余部分进行讨论。

2.2 监管机构为贷款市场实现LIBOR过渡设定的期限有哪些？

在2020年4月29日发表的一份**声明**（2020年4月SWG声明）中，英镑工作组建议：

- 在2020年第三季度之后提供英镑贷款的银行应该能够向其客户提供非LIBOR选择；
- 但在特定条件下（见第2.3段），贷款人可以在2021年第一季度末之前继续提供新的英镑LIBOR贷款；
- 在2021年第一季度³之后，银行不应提供期限超过2021年底的新的英镑LIBOR贷款。2021年1月，英镑无风险利率工作组（Sterling Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, WGSRRF）发布了最新的英镑LIBOR过渡**优先清单和路线图**，强化了这一里程碑。

2020年5月27日，ARRC发布了其对脱离美元LIBOR的**建议**，包括在2021年第二季度结束后不再发放新的美元LIBOR商业贷款的目标。ARRC并没有正式改变这一目标，尽管现在IBA很可能会在2023年6月底之前继续公布美元LIBOR（见1.1段）。这是建立在ARRC仍致力于鼓励银行尽快脱离LIBOR的基础上的。自从宣布可能延长公布美元LIBOR期限以来，英国和美国监管机构都集中在2021年底的目标日期结束新美元LIBOR贷款，这可能是现在大多数银行对美元交易的最后期限。

2.3 在2021年第一季度结束之前，银行以什么为依据继续提供新的英镑LIBOR贷款？

在2020年4月的SWG声明中，英镑工作组建议，2020年第三季度之后任何新的英镑LIBOR贷款都应包含“明确的合同安排……通过事先商定的过渡条款或商定的重新谈判程序，在2021年底之前向SONIA或其他替代方案过渡”。贷款人如何满足这些条件？

- **事先商定的转换条件（Pre-agreed conversion terms）。**按照2020年9月和11月LMA征求意见稿的规定，一份从LIBOR硬连

3 英镑工作组已经明确，此截止期限适用于承诺贷款的协议日期，而不是提款日期。请参阅此链接**问答**的“发布定义”（相关部分）。

接转换为基于SONIA利率的贷款协议，显然符合“事先商定的转换条件”的要求。

- **商定的重新谈判程序。**2020年7月，英镑工作组发布了一份**问答文件**（2020年7月SWG问答），其中提供了与2020年4月SWG声明中所建议的过渡步骤相关的更多细节。英镑工作组明确表示，当时仅包括LMA屏幕利率替代条款（如第2.1段所述—见“修订方法”）本身并不构成令人满意的“商定的重新谈判程序”。为了解决这个问题，LMA于2020年8月24日发布了“WGSR-FR屏幕利率替代条款和文件建议的修订”。这意味着，要对现有的LMA屏幕利率替代条款范本进行修订，即如果LIBOR在2021年底之前的特定日期仍被用于计算贷款协议下的利率，各方有义务诚信地重新协商。他们的目标是在第二个指定日期之前完成谈判，也就是2021年底之前。这应构成“商定的重新谈判程序”。与LMA屏幕利率替代条款中“多数贷款人”方面不同，银团贷款中的这一机制同样适用于双边贷款。

从文件起草和执行的角度来看，在贷款中加入这种“增强”的屏幕利率替代条款，可能比包括硬连接转换要简单得多。然而，英镑工作组在2020年7月的SWG问答中明确表示，在可能的情况下，应优先包括“事先商定的转换条件”。即：“最大的确定性来自于，借款人和贷款人事先约定将来某个日期的过渡条款，或者如果在约定日期前无法实现的情况下，通过设定与此日期最近的日期，以最大程度降低日后长期谈判或谈判失败的风险”。由于贷方现在至少要在英镑交易中提供一种LIBOR替代方案（见第2.2段），贷方不能简单地在其贷款协议中添加LMA增强屏幕利率替代条款，并像以前一样继续提供基于英镑LIBOR的贷款。

2.4 各方是否应在非英镑LIBOR新贷款中纳入重新谈判的义务？

没有监管要求这样做——英镑工作组的职权范围不包括其他LIBOR货币。因此，即使是在2023年6月底前美元LIBOR可能持续公布的这段时间（见1.1段），许多银行都选择不在于非英镑LIBOR交易的贷款协议中加入重新谈判的具体义务。意料之中的是，由于上述美元LIBOR的持续公布，美元LIBOR交易各方通常不愿意承诺在2021年底前重新谈判，除非是一些涉及英镑的多币种安排。

2.5 LMA在2020年10月关于屏幕利率替代条款和终止前触发条款的声明有何意义？

2020年10月21日，LMA发布了一份题为“LMA屏幕利率替代条款和终止前触发修订”的进一步说明。此声明确认：

- 根据ISDA的IBOR备选修订，在衍生品合约中，使用基于RFR的备选方案代替LIBOR的触发事件包括一份非代表性声明；但
- 当前LMA屏幕利率替代条款中的“屏幕利率替代事件”（“Screen Rate Replacement Event”）定义并没有明确提到非代表性声明。

因此，该说明建议缔约方不妨考虑在“屏幕利率替代事件”的定义中增加一个内容，即非代表性声明。这似乎是没有争议的，我们预计各方现在将对包含LMA屏幕利率替代条款的协议进行更改。然而，双方是否选择这样做，可能对他们何时经多数贷款人同意后使用替代屏幕利率条款来修改LIBOR相关条款影响有限。这是因为屏幕利率替代事件的定义已经包含了多数贷款人和借款人的决定，即LIBOR“在本协议下不再适用于计算利息”。

2.6 LIBOR停止发布预期，对基于LIBOR的新贷款条款有其他影响吗？

现在，一些银行要求其基于LIBOR的贷款协议做出以下约定——，在未来任何与LIBOR过渡相关的贷款条款修订中，借款人将向贷款人或（在银团交易中）代理人支付合理成本。然而，这绝不是一种市场标准方法。事实上，借款人往往持相反的立场——明确声明借款人无需支付任何与LIBOR终止相关的修改费用。有关修改遗留LIBOR贷款的成本的更多信息，见第4.8段。

2.7 在新交易中，贷款市场多大程度上已经脱离了LIBOR？

与传统上使用LIBOR的其他市场（特别是衍生品和债券）相比，贷款市场摆脱LIBOR的过程要慢得多，而且2020年的进展无疑受到了COVID-19的阻碍。在英镑贷款市场，银行已经注意到英镑工作组设定的里程碑，现在经常提供基于SONIA的贷款，或者至少带有硬连接转换的LIBOR贷款。这种方法目前在涉及英镑的多币种贷款中也被普遍采用。相比之下，我们的经验是，对于单一货币美元贷款，LIBOR在很大程度上仍然是默认选项，在大多数情况下，没有硬连接转换或硬连接备选。EURIBOR仍是最常用的欧元贷款基准。

3. 基于RFR的新贷款

3.1 RFR如何用于计算贷款交易的利息？

在适用英国法的协议和其他基于英国法文件范本的协议（例如，在中东地区这种情况很常见）中，我们预计，对大多数（但不是所有）历史上使用LIBOR的贷款产品，贷款人将使用带五个工作日“回顾期”（look back）的复合RFR（compounded in arrear RFR）。

据我们所知，迄今为止根据英国法发放的基于RFR的贷款，以及所有LMA征求意见稿都采用了这种方法。英国监管机构还提倡广泛采用复合RFR。2020年1月，英镑工作组公布了“**基准利率的应用案例：复利、定期利率和其他替代利率**”。其认为，按数量计算，90%的贷款应该能够转换使用复合RFR。尽管英镑工作组的职责仅限于英镑LIBOR的过渡，但对复合RFR是否适合某一特定产品的分析并不仅适用于某一种货币。因此，它的观点也可能对美元和其他LIBOR货币产品的操作产生影响。

然而，这并不意味着在贷款交易中使用RFR仅有一种预先设定的方法——在这一基本方法中有许多可能的变形。见第3.6和3.7段。

3.2 当使用复合RFR时，“回顾”（look back）具有什么重要作用？

一个利息期的LIBOR在利息期开始时就是固定的：所有各方都知道借款人在利息期结束时需要支付多少利息。相比之下，根据复合RFR计算的某一期间的总利息直到该期间结束时才能确定。“回顾”机制规定，利息期内的应付利息不是由利息期内的RFR决定的，而是由“观察期”（observation period）内的RFR决定的。观察期与利息期内的工作日天数相同，但在相关利息期之前的指定工作日开始和结束。这就确保了双方在利息期结束时且将在付款日期前几日知道应支付的利息。

3.3 RFR的“复合”包括什么？

广义地说，这意味着RFR本身是在观察期内的每个工作日使用该期间每日公布的汇率进行复合计算的。它不涉及任何“资本化”或累计利息的复合。因此，在利息期，贷款的本金金额不会随着利息的增加而增加。RFR是对第二天应偿还本金和累计利息所适用的每日利率的预测。如果RFR被用来计算只能在较长期限内（如一或三个月）支付的利息，则认为在该期限内每天计算复合利率更符合经济逻辑。

3.4 对于最常用的作为利息期的期限，是否公布了复合RFR？

自2020年3月2日以来，纽约联邦储备银行在**每个工作日公布**了过去30天、90天和180天的复合平均SOFR。自2020年3月25日以来，瑞士证券交易所同样发布了前一个月、三个月和六个月期间的复合平均SARON。2020年7月，欧洲央行（ECB）就发布**€STR**的类似利率征求意见。

但是，使用此类公布的“期间平均数”也很复杂。在计算利息期的复合RFR时，观察期的长度通常由有关利息期的工作日天数而不是日历日天数决定。因此，公布的3个月复合RFR平均值不能可靠地用于计算3个月观察期的复合RFR平均值——观察期的长度可能略有不同。2020年2月，英国央行（Bank of England）就是否发布SONIA期限平均值征求意见，但表示“在缺乏明确市场共识的情况下，央行可能会不选择在这个时候发布期限平均值数据”。**2020年6月**，在其通知中声称，关于SONIA的期限平均值是否有用，或者计算期限平均值的最合适惯例，在征求意见过程中没有达成共识。因此，它确认暂时不会公布SONIA期限平均值。

3.5 公布的指数能否简化贷款交易的复合RFR计算？

RFR的复合指数代表以复合RFR为收益水平的滚动投资的回报。这一指数在任何两个日期之间的变化可以用来计算该期间相关RFR的复合平均值，与通货膨胀指数（如CPI和RPI）的计算方式类似。

英格兰银行从2020年8月3日开始发布SONIA复合指数。**SOFR的RFR复合指数**（从2020年3月2日开始）和**SARON的RFR复合指数**（有一段时间）已经发布，2020年7月，ECB就发布**€STR复合指数征求意见**。

这种指数的主要优点之一在于其灵活性。它使各方能够轻松地利用任何一个开始日和结束日组合计算出任何期限的复合平均利息。然而，它仍然需要进行计算，因此不像使用LIBOR的各方所习惯的公开期限利率（例如1个月、3个月和6个月）那样提供操作上的便利。

无论如何，在大多数情况下，贷款市场越来越多地所采用的计算复合RFR的方法，与为简化可预见未来的计算而使用的公布指数（或公布的期限平均值，如果有的话）并不一致。见3.6段。



3.6 “滞后” (lag) 和“观察转换” (observation shift) 方法的区别是什么？

“滞后”和“观察转换”是计算复合RFR的不同方法。⁴这两种方法：

- 观察期的确定方法相同，如有五个回顾工作日，观察期从利息期开始前五个工作日开始，至利息期结束前五个工作日结束（但不包括当日）；和
- 利息期内的利率参照观察期间的每日RFR确定。

这两种方法之间的关键区别是计算公式中处理非工作日（在这些非工作日不公布RFR）的每日RFR的权重。如下所述，在观察转换法中，相关的非工作日发生在观察期内。但在滞后法中，相关的非工作日发生在利息期本身。

在观察转换法中，如果在观察期间的任何工作日之后紧接着一个或多个非工作日，则对该工作日的RFR适用乘数关系。例如，如果紧接着的星期一不是公共假日，则任何工作日的星期五的RFR将乘以3。这样，星期五的利率就被视为适用于星期五以及紧接着的星期六和星期天。⁵如果紧接着的星期一是公共假日，则星期五的利率将乘以4。

滞后法也对每日RFR进行衡量，以解决非工作日的问题。但它对观察期内任一工作日适用乘数关系的前提是，某日之后的第五个工作日紧接着是一个或多个非工作日（假设利息期和观察期之间有五个工作日的回顾期）。虽然观察转换法将每日RFR的权重“转换”到观察期间的天数，但

滞后法仍然以利息期间的天数为基础。请参阅“附录”中的示例。

这两种方法不太可能产生显著不同的结果，除了对需要计算它们的人之外，它们之间的技术差异可能无关紧要。然而，有一个显著的实际差别：用观察转换法计算的特定观察期间的复合RFR不受该观察期间以外的任何变量的影响。因此，它可以根据公布的有关复合平均利率指数计算出来（见第3.5段）。这在使用滞后法时是不可能的。

最早基于RFR的英国法贷款和债券交易通常使用滞后法。然而，在2020年初，由于预期SONIA和SOFR复合指数的发布（已经发布），贷款市场和债券市场对观察转换法的兴趣都有所增加。2020年3月英美烟草公司的多币种循环贷款协议中使用的观察转换法表明，贷款市场开始接受观察转换法。

然而，在2020年7月，ARRC推荐了基于SOFR的商业贷款的滞后法，因为如果贷款在利息期内提前偿还或交易，观察转换法可能导致计算不准确。2020年9月，英镑工作组在《SONIA贷款市场惯例推荐》中对基于SONIA的贷款提出了同样的建议，我们的经验是，大多数贷款人现在已经决定使用滞后法。尽管如此，2020年11月LMA还是发布了两份征求意见稿——一个约定了“滞后”，另一个约定了“观察转换”——反映出观察转换法仍在一些贷款交易中使用。

滞后法的广泛使用意味着，在可预见的未来，大多数基于RFR的贷款交易需要代理行和银行手动计算，即将观察期内每日的RFR利率输入到一个或者更多的公式中（例如，“附录”所示）。

4 “滞后”这个词的使用并不统一。有时各方用它来指回顾机制。在这种情况下，本段所描述的滞后方法可能被称为“没有转换/观察转换的滞后” (lag without a shift/observation shift)，而本段所描述的观察转换方法被称为“有转换/观察转换的滞后” (lag with a shift/observation shift)。

5 简言之，我们假设从星期一到星期五均是工作日。在部分市场，工作日在星期四结束，星期日开始。

3.7 累积复利和非累积复利的区别是什么？

有两种基本的复利方法：累积的和非累积的。

- **累积复利 (Cumulative compounding)**。代理行（或双边交易的贷款人）通过计算整个观察期内无风险利率的复利平均值来确定整个利息期内的利息总额。请参见下面的图1 (Figure 1)。因此，通过累积复利：
 - 每一个利息期仅需要一次计息，计息在相关观察期结束时进行；
 - 虽然利率是浮动的，但在整个利息期内，每一天都适用相同的利率，就像LIBOR贷款一样。
- **非累积复利**。如果使用相同的四舍五入惯例，非累积复利在整个利息期内产生的利息与累积复利相同。然而，非累积复利使我们可以从利息期任何一天计算自计息期开始以来累积的利息，而无须等到观察期结束后才计算。

下面的图2 (Figure 2) 说明了如何使用非累积复利计算利息期的一个工作日（即“计算日期”）的利率。

如果计算日期是利息期内的第n个工作日，这个利率将基于从相关观察期开始至观察期第n个工作日的每日RFR（称为“OP参考日期”OP Reference Date，如图2所示），然后需要进行以下两个计算：

- 首先，计算从观察期开始到OP参考日期的相关RFR的复合平均值（图2中称为“A”）；和

- 其次，计算从观察期开始至OP参考日期前一个工作日（图2中称为“B”）的有关RFR的复合平均值。

A - B是非累积复利，将适用于确定计算日期的利率。在贷款期间，这个计算必须在每个工作日重复。

直到2020年第三季度，累积复利一直是EMEA地区计算RFR贷款利息的首选方法（实际上，可以说是唯一的方法）。然而，在2020年9月，英镑工作组发布《SONIA贷款市场惯例推荐》和附带的幻灯片，并在后者中声称，“非累积性利率方法应对贷款优先适用，因为它能够对利息期内事件（如贷款交易行为）提供更好的支持，并能按比例向贷款人支付利息”。如果贷款人在利息期转让部分或全部贷款承诺（或贷款被提前偿还），自利息期开始以来增长的利息数额可能决定一方当时必须向另一方支付多少利息。如果使用累积复利，累积利息在有关观察期结束后才能计算出来。

为了反映英镑工作组的建议，2020年9月以来发布的所有LMA征求意见稿都提供了非累积复利（用于计算复利SONIA和其他RFR），这已成为英国市场最常见的方法。然而，非累积复利的使用并不是一个确定的市场标准。在2020年7月发布的《银团商业贷款SOFR“后付”惯例》SOFR "In Arrears" Conventions for Syndicated Business Loans) 中，ARRC指出，累积复利和非累积复利都可以作为商业贷款的选择，但没有推荐其中一种或另一种。即使在英镑市场，一些银行目前仍倾向于使用累积复利。毫无疑问，非累积复利使利率计算方法变得更加复杂，无论是对代理行和贷款方来说，还是对客户经理来说，都需要向他们的借方客户解释。

Figure 1
Cumulative compounding

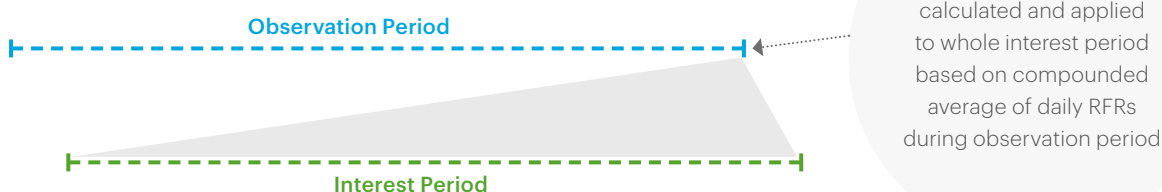
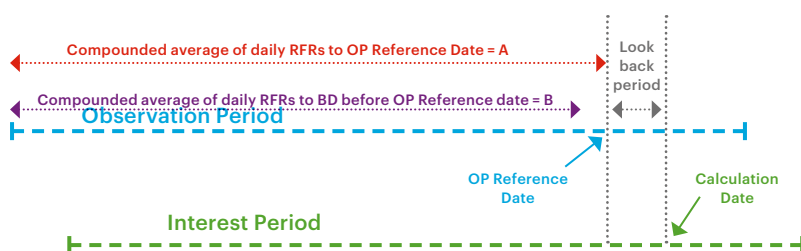


Figure 2

Non-cumulative compounding



3.8 在使用复合RFR的新贷款中，是否有必要从一开始就包含信用调整息差？

关于信用调整息差的背景信息，见第1.4段。关于信用调整息差方法的指引，见第4.5段。

对于基于复合RFR的利息，如果贷款最初是基于LIBOR，信用调整息差几乎总是作为一个单独的组成部分计入利息计算。无论转换到复合RFR是通过硬连接转换、硬连接备选还是手工修改实现，均是如此。

相比之下，在贷款利息从一开始就参照复合RFR计算的情况下，包含信用调整息差是没有必要的。相反，双方可以简单地调整息差（margin），以保持整体利息成本与同等的基于LIBOR的贷款相同。然而，目前各方也经常选择在此情形下引入信用调整息差，原因如下：

- 各方习惯于在基于LIBOR的贷款情形中考虑息差水平。
- 提高有关利率组成部分的一般透明度。
- 与LIBOR不同，复合RFR的目的并不是要估算出贷款人在某个利息期的资金成本。因此，如果各方希望包括一种“资金成本”备选（这将适用于“市场干扰”market disruption或相关RFR和备选央行利率都无法获得的情况），用它来取代复合RFR并加上信用调整息差是合乎逻辑的。

尽管在贷款市场摆脱LIBOR的影响时，这是一种常见的做法，但从长期来看，如果信用调整息差仍然是复利贷款的一个特征，那将是令人惊讶的。

3.9 使用复合RFR而不是LIBOR对其他贷款条款有何影响？

- **财务承诺。**在借款人有可预测收入流的交易中，如房地产融资和项目融资，通常要对未来一段时间（通常是12个月）的预期收入与该期间的预期融资费用进行测试。为计算这种前瞻性测试目的，有必要对等式两边都做一定的假设。在基于LIBOR的交易中，计算预期融资费用的一种选择是假设测试期内任何未对冲利息的LIBOR利率将是测试期间开始时的12个月LIBOR。在利息是基于复合RFR的情况下，没有类似的参考值。我们的经验是，大多数贷款机构现在实际上是在用历史利率来测试预期收入——例如，假设（对于任何未套期保值的利率）测试期间的复合RFR将与前12个月相同。
- **提前还款费用。**如果在利息期内提前还款，基于LIBOR的贷款人通常会收取提前还款费用。这是建立在以下假设基础上的：对于每个利息期，贷款人通过在银行间市场上借入相应利息期的贷款来为自己提供资金（尽管在实践中，现在很少出现这种情况）。基于复合RFR的贷款，甚至在理论上都不是由贷款人以“匹配融资”为基础进行融资的，因此，利息期内对提前还款收取提前还款费用的理由并不充分。然而，也有可能贷款人已经实施了其他的背靠背安排，这些安排可能被利息期内的提前还款“打破”，而LMA征求意见稿保留了贷款人对复合RFR贷款收取提前还款费用的选项。许多贷款机构不愿意这样做，但是一些机构反而对贷款期间允许的自愿提前还款次数施加了限制。一些银行采用的另一种选择是对利息期内提前还款收取固定的管理费。

3.10 到目前为止所有使用LIBOR的贷款产品预计都将转换使用复合RFR吗？

不。在2020年1月出版的“**基准利率的应用案例：复利、定期利率和其他替代利率**”中，英镑工作组承认，使用回顾期较短的复合RFR对某些类型的贷款可能是不切实际的，包括：

- 向规模较小的公司财富和零售客户提供的贷款；
- 贸易融资和营运资本产品（如票据或发票贴现贷款）；
- 出口融资；
- 伊斯兰金融；
- 向有外汇管制的新兴市场国家的借款人发放贷款。

这些产品已经被认为是有问题的，因为对于这些产品的各方而言，能够在利息期开始时或在利息应支付前确定整个利息期内的利息金额（或同等金额）是非常重要的。英镑工作组认为，使用RFR（见第3.11段）或一种替代利率（如中央银行基准利率或固定利率）来计算这些产品的利率可能比复合RFR更合适。

我们预计，这些替代方案也可能用于其他类型的贷款产品，特别是在小型交易中。使用复合RFR带来重大的文件和操作复杂性，特别是在可预见的未来，大多数基于RFR的贷款交易需要手工计算利息（见第3.6段）。贷款机构的客户关系经理不太可能愿意向中小企业客户解释复合RFR。

3.11 前瞻性定期RFR是复合RFR的替代方案吗？

对大多数贷款产品来说并非如此。

为了替换LIBOR，许多贷款市场参与者呼吁为每一种货币和期限LIBOR开发基于RFR的前瞻性定期利率（远期RFR）。与LIBOR类似，远期RFR可以在一个利息期开始时计算该利息期的应付利息。

然而，英国和美国的监管机构对贷款市场施加格外压力，要求它们在前瞻性RFR开发出来前，从LIBOR过渡到RFR。RFR相对于LIBOR的一个明显优势是，RFR直接来源于深度市场的交易数据。相比之下，LIBOR来自目前非常浅的市场，依赖于参与这些市场的数量有限的报价银行提交的报告。至少在可预见的未来，这一优势可能不适用于前瞻性定期RFR，因为它们可能不是基于隔夜借款交易本身，而是基于隔夜借款市场的衍生品交易。

正如3.10段英镑工作组已明确表示，复合RFR适合绝大多数的英镑LIBOR贷款市场，前瞻性定期RFR（或替代率）可能只适合非常小众的产品，包括3.10段所列产品。

尽管如此，SONIA前瞻性定期RFR（即TSRRs - 定期SONIA参考利率）现在是可得到的。在2021年1月11日，**IBA**和**路孚特**（Refinitiv）都宣布他们将开始以类似的方法发布为期1个月、3个月、6个月和12个月的TSRRs。预计富时罗素（FMSB）不久也将开始这么做。所有这些基准管理员都在2020年年中开始发布TSRRs的beta版本。2020年10月，英镑工作组发布了一份关于这些利率的**摘要**，并重申了其观点，即应限制对TSRRs的使用，多数LIBOR产品应过渡到复合RFR。英镑工作组还与**富时罗素**进行了接触，后者一直在为有限使用TSRRs制定拟议的市场标准。富时罗素打算在与英镑工作组商讨后不久发布该标准的草案。

其他LIBOR货币前瞻性定期RFR的开发进展好坏参半。例如：

- **ARRC初步建议**，如果基础衍生品市场有足够的流动性，2021年第二季度末可能会提供SOFR前瞻性定期RFR；
- 自2020年10月9日起，QUICK Corp一直在计算和发布东京定期无风险利率（TORF）的每日原型利率；和
- 瑞士法郎参考利率国家工作组表示，使用SARON定期RFR或不太可行，并建议在可能的情况下使用后置复合SARON平均值。



4. 遗留LIBOR贷款 (Legacy LIBOR loans)

4.1 如果现有的基于LIBOR的贷款期限超过2021年(遗留LIBOR贷款)，如何解决？

对于没有硬连接转换或硬连接备选（绝大多数是这种情况）的遗留LIBOR贷款，大致有三种选择。

- 修订贷款条款，使贷款利率根据以RFR为基础的利率（或有关监管机构可接受的其他基准）计算。多数拥有大量遗留LIBOR贷款的银行正积极计划采用这种方式，开展大规模“批量”修订项目。⁶在此之前，如果各方正在对现有的LIBOR贷款条款进行其他修改，它们越来越多地利用这一机会来修改利率机制，尤其是英镑和多币种贷款。
- 修订贷款条款，纳入硬连接转换或硬连接备选。在某些情况下，各方在对现有LIBOR贷款条款进行其他修订时，还会用一个硬连接转换修订LIBOR条款。不过，从总体上讲，一旦各方知道他们想要使用的LIBOR替代品，并且能够使用它，他们通常会修改贷款条款，使之成为计算利息的主要来源，而不是作为备选。
- 什么都不做，依靠协议中现有的备选方案。通常情况下，LIBOR永久停用后的利率可能是每家银行自己的资金成本加上息差（而不是LIBOR加上息差）。这显然对借款者没有吸引力。在银团贷款协议中，这对代理行来说也没有吸引力，因为他们必须为不同的贷款人计算不同的利率。虽然表面上对银行更具吸引力，但这种方法不太可能是一个可行的长期解决方案。如果未能采取积极措施解决LIBOR停摆问题，可能会对银行与客户和监管机构之间的关系产生不利影响。

4.2 是否预期有任何立法解决方案来避免手工修改遗留LIBOR贷款？

基于下文所讨论的内容，尤其是在英国、美国和欧盟立法范畴内的“棘手遗留合同”（tough legacy contract）解决方案，适用英国法的遗留LIBOR贷款仍然应该在2021年底之前（或美元贷款的情况下，2023年6月底）修改条款，除非此贷款已经包含一个硬连接转换或一个硬连接备选，或将在在此之前被偿还。

在安德鲁·贝利2017年7月宣布停止LIBOR后的前两年里（见1.1段），关于立法解决方案的讨论出奇的少。然后，2019年7月在纽约的一次演讲中，贝利（当时仍是FCA的首席执行官）提出了通过立法帮助金融市场摆脱LIBOR的可能性，包括“出于棘手遗留合同目的，立法者将LIBOR重新定义为RFR加上固定息差”。“棘手遗留合同”指的是那些没有适当的备选且修改起来比较困难的合同。遗留LIBOR债券通常被视为最明显的“棘手遗留”类别，但监管机构也承认，修改大量遗留LIBOR贷款存在实际困难。⁷以下总结了针对棘手遗留合同的立法解决方案最近的主要进展。

- 英国。2020年10月21日，英国政府向议会提交了《金融服务法案》。如果该法案获得通过，FCA将通过修改UK BMR，获得处理“艰难遗留”合同的额外权力。根据该提议，如果FCA判定LIBOR对其所代表的基础市场不再具有代表性，则FCA有权：
 - 允许基于新方法的“合成LIBOR”继续在FCA指定的“棘手遗留”合同中使用；
 - 否则，禁止英国受监管的实体继续使用LIBOR。

然而，FCA是否会行使这些权力来创建一个合成LIBOR并不确定。如果它这样做，它可能会选择且仅对某些货币或期限的LIBOR和有限的产品这么做。而且，由于该合成LIBOR机制涉及UK BMR下LIBOR的“使用”，因此该提议似乎也不直接适用于商业贷款协议（见1.7段）。

- 美国。2020年3月，ARRC宣布了一项针对适用纽约法的美元LIBOR合约的立法解决方案，并于2020年12月发布了该立法的征求意见稿。其规定，在现有的不具备适当备选方案的LIBOR合约中，LIBOR利率将自动被替换为美联储（the Federal Reserve Board）、纽约联邦储备银行（the Federal Reserve Bank of New York）或ARRC指定的“推荐替换基准”。（立法草案并没有具体说明这种替代将是什么。）例如，这种自动替换会将之前的LIBOR或其他基于银行间融资利率替换为备选方案的利率。它不会用备选方案替换其他的公开报价的利率，比如最优惠利率（prime rate）。由于最优惠利率备选是适用纽约法LIBOR商业贷款的一个共同特征，许多贷款可能超出了适用范围。然而，立法并没有排除任何产品类型。

⁶ 大或多法域LIBOR修订团队向众多此类项目提供建议。

⁷ 如英镑工作组下设的“棘手遗留工作小组”2020年5月发布的棘手遗留问题识别报告。

尽管纽约州参议院于2020年10月提交了一份与ARRC提案一致的**法案**，但尚不清楚该法案是否会以原始形式继续推进。联邦一级的立法也在考虑之中，但是目前还没有多少细节。

- **欧盟**。2020年7月24日，欧盟委员会（European Commission）发布了一项修改欧盟基准条例（BMR）的**提案**，以确保在欧盟使用的主要基准利率（如LIBOR）停止使用或在不能代表其基础市场的情况下，合同的连续性。委员会建议，在这种情况下，它将有权确定一个“法定替代利率”。这将自动通过适用法律的形式替换没有“适当备选条款”合同中的退出利率。该提案目前正在**欧盟立法程序**中，看起来最终的立法在某些方面可能会与最初的提案有所不同。例如，委员会最初的提议只适用于欧盟BMR范围内的合同（不包括商业贷款，见第1.7段），其中至少有一个受欧盟监管的实体是合同的缔约方。欧盟议会建议改为：

- 适用于所有参照相关基准的合约类型（不限于欧盟BRM范围内的合约）；但
- 不适用于受非欧盟国家法律管辖的合同，除非所有当事人都是欧盟公司，而且那个国家的法律没有规定有秩序地逐步取消基准。

如果这些提案被写入法律，英国、美国和欧盟的相关监管机构将需要密切合作，以确保特定交易不会受到它们不一致的影响。

4.3 是否有或预期会有任何协定以简化修改遗留贷款的过程？

预计不会制定ISDA风格的协定（见1.6段）来修订遗留LIBOR贷款。主要原因是：

- 贷款条款不像衍生品条款那样标准化；
- 衍生品总是双边的。如果现有衍生品交易的双方签署了一份协议，就会修改他们之间交易的条款。贷款协议通常有多个当事人，这使得以这种方式实施变更更加困难；
- 许多衍生品合约是在金融机构之间签订的。如果有相对较少的金融机构签署ISDA协定，却可能导致大量衍生品合约的修订。相反，大多数借款人在任何一个时间点仅签署了一项（或少量）贷款协议。

4.4 促进遗留LIBOR贷款广泛修订的主要市场进展？

对于将过渡到复合RFR的贷款（预计将占大多数）：

- 银行完成重新校准其贷款操作系统及其支持软件的过程，使之与复合RFR兼容；
- 在新交易上实质性过渡，不再使用LIBOR，在每个相关产品领域采用合理的结算市场方法，以确定复合RFR如何取代LIBOR——这对银团交易可能特别重要；和
- 在LIBOR与复合RFR的“主动过渡”背景下，将计算信用调整息差的方法标准化（见4.5段）。

在决定何时开始LIBOR修订项目时，银行还需要考虑监管机构和过渡监管小组设定的里程碑。在**2020年9月的新闻稿**中，英镑工作组表示，市场参与者应在“可行的情况下”最早于2020年第四季度启动这一过程。我们预计，大多数拥有大量遗留LIBOR贷款的银行将在2021年上半年开始积极过渡，尽管一些银行可能会选择推迟其（单一货币）美元LIBOR贷款账户的过渡。

4.5 在贷款市场中如何计算信用调整息差？

ISDA率先确定了一种计算IBOR（被替代利率）和复合RFR（替代利率）之间信用调整息差的首选方法。对于衍生品交易，该息差确定为两种利率在过去五年的平均差值的中位数（5YHM方法）。息差将由彭博（Bloomberg）在“指数终止事件”出现时计算并公布——即正式宣布IBOR将停止公布，或（如果是LIBOR）发表一份非代表性声明。每一个息差将被固定在那一点。相关的IBOR（尽管它仍在公布）和基于RFR的利率在指数终止事件后的波动将不会对信用调整息差产生影响。

2020年9月，英镑工作组发布了一份关于英镑遗留LIBOR现金产品（包括贷款）使用的信用调整息差方法的**建议声明**，其中支持ISDA对信用调整息差的方法。ARRC已经**确认**了对美元现金产品的同样建议。

然而，ISDA的信用调整息差方法（英镑工作组和ARRC对此予以认可）所设计的情形，仅在下列情况出现时才适用，即与指数终止事件发生时及以后（如ISDA文件中定义的那样）基于LIBOR的合同向复合RFR过渡。这仅可能出现在合同包含硬连接备选方案的情况下。在适用英国法的市场，浮动利率票据越来越多地包含硬连接备选，部分是为了确保遵守BMR。相比之下，

商业贷款（广义而言）不属于BMR的适用范围，而且迄今很少这样做（见1.7段）。

在适用英国法的贷款市场，更有可能的情况是，信用调整息差在任何指数终止事件之前进行计算，例如：

- 当双方正在手工修改现有的基于LIBOR的贷款协议，以使用复合RFR取代LIBOR;或
- 如果贷款协议包含硬连接转换。

（缔约方在签订新的复合RFR贷款协议时，可能还希望包括信用调整息差，见第3.8段。）

2020年12月18日，英镑工作组发表了一份文件，重点介绍了贷款市场中出现的在“积极过渡”背景下计算信用调整息差的主要方法。文件指出，尽管使用5YHM的方法是一种选择，但在英镑LIBOR永久停止或变得不具有代表性之前，历史中值并不一定代表市场对英镑LIBOR与SONIA之间未来差异的预期”。作为一种替代方法，它建议使用一种基于当前相关货币和期限的LIBOR-复合RFR掉期利率的利率（远期方法，Forward Approach）。

目前在贷款市场上还没有一种计算信用调整息差的市场标准方法。一些银行倾向于5YHM方法，另一些则倾向于远期方法。在硬连接转换交易中，一些贷款人倾向于在签约前计算信用调整息差，并在贷款协议中作为年度百分比利率参考。其他人则倾向于在协议中加入一种计算过渡时期信用调整息差的方法。虽然这些不同的贷款方式在双边交易中通常不会产生问题，但它们可能会给俱乐部交易和银团交易带来麻烦。借款人也越来越意识到5YHM方法和远期方法之间潜在的经济差异。

4.6 是否有一种标准化的文件修改方法（documentary approach）来修改遗留LIBOR贷款的条款？

2019年10月25日，LMA发布了另一份文件征求意见稿——参考利率选择协议（Reference Rate Selection Agreement，RRSA）。RRSA的目的是帮助简化期限超过2021年12月31日的遗留交易中LIBOR向RFR利率转换的流程。

RRSA的方案是：

- 基准利率将被取代的遗留LIBOR贷款协议的各方将签署RRSA;
- 在RRSA中，这些相关方将从一系列预先确定的、修改遗留贷款协议的主要方法中进行选择;

- RRSA将授权代理人 and 债务人单独签订修订协议，修订遗留贷款协议;和
- 该修订协议对遗留贷款协议各方均有约束力，并具体实施各方在RRSA中所做的选择。

因此RRSA不是一种推荐的修订协议范本形式。它只是提供了一种机制，使代理人和借款方能够在商定的框架内（在单独的文件中）就修改达成一致，而不必获得银团的进一步同意。因此RRSA在双边交易中没有应用。

如果遗留LIBOR银团贷款需要修订，RRSA是否会得到大量使用，现在还言之过早。除了RRSA，没有标准的或推荐的范本来处理遗留LIBOR贷款的修改。

4.7 谁将力推修改遗留LIBOR贷款协议？

我们预计，无论是双边交易还是银团交易，贷方通常都会挑起这一进程。在银团交易中，希望启动修订程序的贷款人首先需要向代理行提出建议，并让其在银团中传阅，以便进行讨论并达成协议，然后再向借款人提出修改要求。

4.8 谁将为修改遗留LIBOR贷款协议买单？

贷款协议一般规定，若借款人要求修改贷款条款，则必须支付贷款人（在双边交易中）或代理行（在银团交易中）就该修改所产生的合理成本。因此，贷款人和代理行很少需要支付修改费用——贷款条款通常只有在借款人的要求下才会修改。然而，对贷款人的遗留LIBOR贷款进行重新修订，可能是个例外——银行更有可能挑起这一进程（见上文）。

近期一些贷款的条款确实明确要求借款人支付与LIBOR修改相关的贷款人成本，而不管是谁发起了修改（见第2.6段）。然而，这是一个例外。

相反，如果贷款人坚持认为借款人应该支付贷款人的成本，那么它可能会有一些商业手段来策划这一过程。它可以指出，如果贷款条款不修改，在LIBOR停用后，借款人很可能不得不支付贷款人的资金成本加上息差（见4.1段）。

现在说银行将如何应对还为时过早。然而，大多数银行都将修改其大量的遗留LIBOR贷款，这也是合规的要求，但与“围栏”（ring-fencing）、EMIR和MiFID2不同。也可能与其他项目一样，银行不会寻求将成本转嫁给客户。

4.9 如果遗留LIBOR贷款有利率套期保值操作，该套期保值是否需要与贷款条款同时修改？

是的，为了确保借款人（和贷款人）真正从利率风险对冲中受益，对冲条款将需要修改，以使其浮动利率与修改后的贷款浮动利率一致。

4.10 与融资相关的对冲条款能否通过使用ISDA协定和硬连接备选方式进行修订？

关于ISDA在备选方案和相关协定方面工作的背景信息，见第1.6段。我们认为，这些机制不适合修订与融资相关的套期条款，主要有两个原因：

- 更新后的ISDA 2006版定义中的硬连接备选仅在特定的“指数终止事件”（包括，就LIBOR而言，发布一份非代表性声明）之后才会生效。从现在到2021年底，大量有对冲的遗留LIBOR贷款条款将在不同时期进行修订。各方将需要同时对对冲条款进行修改；和
- 对于每一种货币和期限的LIBOR，ISDA在2006版定义更新中提供的备选将包括一个基于RFR的标准利率加上标准信用调整息差。当遗留LIBOR贷款被修订时，这并不总是与代替LIBOR的利率相对应。⁸

因此，我们预计，遗留的融资相关对冲交易的各方将需要手动修改其条款，同时修改与该对冲相关的遗留LIBOR贷款条款。

4.11 在修改遗留LIBOR贷款时，贷款人应该考虑哪些行为和诉讼风险问题？

贷款人的具体行为、相应义务将取决于其成立或经营的司法管辖区。受监管的英国实体尤其应该注意2019年11月FCA发布的“公司在LIBOR过渡期间行为风险的问答”。就贷款人与其企业借款人的合作，我们认为以下是主要的诉讼风险：

- 行使合同自由裁量权。预计大多数期限超过2021年的遗留LIBOR商业贷款将通过修订协议过渡到基于RFR的利率。然而，在部分遗留LIBOR贷款中，过渡过程可能涉及到贷款人、代理行或其他融资方行使自由裁量权。例如，如果一笔贷款有硬性备选，或者在某些触发事件发生后给予贷款人单方面修改条款的权利，那么贷款人可能负责调整息差或纳入信用调整息差，以弥补LIBOR与替换利率之间的差额。如果适用英国法的合同一方行使这种自由裁量权时，它通常有义务不能非理性地、肆意地或任意地行使这种自由裁量权（有时被称为“布拉干萨义务”Braganza duty）。类似的默示义务在其他法律下可能适用。人们不能期望贷款人不履行这一义务，但贷款人应该在行使这种性质的合同自由裁量权之前，对其决策过程保持清晰的记录。
- 避免扮演顾问的角色。在所有贷款产品中，银行都需要与客户沟通，向他们解释如何修改现有贷款条款，以应对LIBOR中止的风险。然而，重要的是，贷款人需要避免与借款人建立咨询关系。例如，在使用复合RFR不可行的产品领域（见第3.10段），可能整个市场上会有不同的方法替代那个产品的LIBOR。在这种情况下，如果贷款人向客户“推荐”一种特定的选项，它可能就该项是否适合客户而向客户承担责任。贷款人应该明确指出，借款人有责任自己做出决定，尤其是在这些客户没有自己的法律顾问的情况下。

⁸ 例如，ISDA定义目前规定复合RFRs的计算是以两个工作日（而不是5个工作日）的回顾期和观察转换为基础的。但是，所我们所知，ISDA正在开发替代利率选项，以使各方能够很容易地将贷款和对冲方法进行衔接。

附录-“滞后”方法v.“观察转换”方法——一个工作实例

关于滞后和观察转换方法的背景信息，见上文第3.6段。请注意，在下面的例子中，复利是在“累积”基础上计算的（见上文3.7段）。

场景

- 英镑贷款
- 利率=SONIA复利平均值
- 利息期两周，从4月10日至24日
- 利息期和观察期相距五个工作日“回顾”期

利息期期间和利息期之前SONIA利率

天/日期	SONIA	利息期 ⁹	观察期 ¹⁰
星期一，4月1日	a%		
星期二，4月2日	b%		
星期三，4月3日	c%		
星期四，4月4日	d%		
星期五，4月5日	e%		
星期六，4月6日	无利率-周末		
星期日，4月7日	无利率-周末		
星期一，4月8日	f%		
星期二，4月9日	g%		
星期三，4月10日	h%		
星期四，4月11日	i%		
星期五，4月12日	j%		
星期六4月13日	无利率-周末		
星期日，4月14日	无利率-周末		
星期一，4月15日	k%		
星期二，4月16日	l%		回顾期工作日5
星期三，4月17日	m%		回顾期工作日4
星期四，4月18日	n%		回顾期工作日3
星期五，4月19日	o%		回顾期工作日2
星期六，4月20日	无利率-周末		非工作日
星期日，4月21日	无利率-周末		非工作日
星期一，4月22日	无利率-银行假期		非工作日
星期二，4月23日	p%		回顾期工作日1
星期三，4月24日	q%		
星期四4月25日	r%		
星期五4月26日	s%		

⁹ 利息期内的天数根据“隔夜”数量计算。因此本例中的14天利息期跨越15天。

¹⁰ 观察期与相应的利息期内的工作日天数完全相同（本例中是9个工作日）。如果回顾期是5个工作日，观察期在利息期结束前5个工作日（但不包括此日）结束。本例中利息结束前5个工作日是4月16日星期二，因此观察期在4月15日星期一结束。

利息的计算（一）采用滞后法

利息计算公式

$$\left[\prod_{i=1}^{d_b} \left(1 + \frac{SONIA_{i-5LBD} \times n_i}{365} \right) - 1 \right] \times \frac{365}{d_c}$$

其中
i=从1到db的一系列整数，每个代表利息期内的伦敦银行日，按时间顺序从第一个伦敦银行日（包括此日）开始。
[5 BD的滞后通过公式解决]

利息期的日历天数(见上页脚注9)

利息计算（使用上一页显示的SONIA利率）

$$\left[\left(1 + \frac{0.0c}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0d}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0e \times 3}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0f}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0g}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0h}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0i}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0j \times 4}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0k}{365} \right) - 1 \right] \times \frac{365}{14}$$

利息的计算（二）采用观察转换法

利息计算公式

$$\left[\prod_{i=1}^{d_b} \left(1 + \frac{SONIA_i \times n_i}{365} \right) - 1 \right] \times \frac{365}{d_c}$$

其中
i=从1到db的一系列整数，每个代表观察期内的伦敦银行日，按时间顺序从第一个伦敦银行日（包括此日）开始。
[5 BD的转换通过定义解决]

观察期=从相关利息期开始日之前的第五个伦敦银行日（包括此日）起，直至该利息期的利息支付日之前的第五个伦敦银行日（不包括此日）止。

使用滞后法，SONIA在4月12日(j%)得到x4的权重，这是基于4月19日(5个工作日)和下一个发布SONIA的工作日之间的天数（19日，20日，21日和22日）。

使用观察转换法，SONIA在4月12日得到x3的权重，这是基于从4月12日到下一个发布SONIA的工作日之间的天数（12日，13日和14日）

利息计算（使用上一页显示的SONIA利率）

$$\left[\left(1 + \frac{0.0c}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0d}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0e \times 3}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0f}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0g}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0h}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0i}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0j \times 3}{365} \right) \left(1 + \frac{0.0k}{365} \right) - 1 \right] \times \frac{365}{13}$$

观察期日历天数(见上页脚注9)

ABOUT DENTONS

Dentons is the world's largest law firm, connecting talent to the world's challenges and opportunities in more than 75 countries. Dentons' legal and business solutions benefit from deep roots in our communities and award-winning advancements in client service, including Nextlaw, Dentons' innovation and strategic advisory services. Dentons' polycentric and purpose-driven approach, commitment to inclusion and diversity, and world-class talent challenge the status quo to advance client and community interests in the New Dynamic.

[dentons.com](https://www.dentons.com)

©2021 Dentons. 大成律师事务所是一家全球性的律师事务所，通过其成员事务所和联营机构在全球范围内提供客户服务。本文件并非旨在提供法律或其他建议，您不应根据其内容采取或避免采取行动。Dentons UK and Middle East LLP是一家在英格兰和威尔士注册的有限合伙企业，执照号OC322045。它是由律师监管局和苏格兰律师协会授权和管理的。其成员名单在其注册办事处开放检查：One Fleet Place, London EC4M 7WS。对“合伙人”的任何提及，是指在任一大成机构的合伙人、成员、顾问或具有同等地位和资格的雇员。有关法律通知，请参阅[dentons.com](https://www.dentons.com)。