

## 银团贷款：市场与机制

**银**团贷款是由一组贷款人提供的商业信贷。它由一个或多个商业或投资银行（称为安排行）组织、安排和管理。

自从美国 20 世纪 80 年代中期的杠杆收购（LBO）流行以来，银团贷款市场已经成为全球发行人利用银行和其他机构资本提供者进行贷款的主要途径。原因很简单：与传统的双边或个人信贷额相比，银团贷款的行政成本更低、效率更高。

在银团贷款领域，安排行担当了历史悠久的投资银行角色，为需要资本的发行人向投资者募集资金。发行人为该服务向安排行支付费用，这笔费用自然会随着贷款的复杂性和风险而增加。因此，发放给杠杆借款人的贷款最为有利可图——这些发行人的信用评级是投机级，他们支付的利差（超过 LIBOR 或其他基准利率的溢价）足以吸引非银行定期贷款投资者的利息（利率通常为 LIBOR + 200 或更高，但这个阈值会上下浮动，具体取决于市场情况）。

相比之下，大型高品质（投资级）公司为普通的香草贷款支付的费用很少，或根本不支付费用。香草贷款通常是一种无担保的循环信贷，用于为短期商业票据借款或周转资金提供支持。此外，在许多情况下，这些借款人都能有效地组织银团贷款，而安排行只需起草文档和管理整个流程。

对于杠杆发行人来说，交易更加复杂（理论上更有风险），这意味着它们可以为安排行带来更多的利润。根据交易的复杂程度、市场情况的强弱以及贷款是否承销，新发行的杠杆贷款可以承担贷款承诺总额 1% 到 5% 的安排行费用。

交易和情况越复杂，费用越高。因此，并购（M&A）和资本重组贷款的费用可能较高，破产退出融资和深陷困境的发行人的重组交易也是如此。相比之下，经验丰富的杠杆借款人在进行再融资和单纯为现有信贷提供补充的交易中，只需支付较低的费用。

由于投资级贷款很少被提取，因此提供的收益率大幅下降，附属业务在安排此类交易时与信贷产品一样重要，特别是因为许多与收购有关的投资级公司融资比潜在投资者群体（完全由银行组成）更大。

银团贷款的“零售”市场包括银行，在杠杆交易情况下还包括融资公司和机构投资者，如共同基金、CLO、对冲基金和养老基金。在正式向这些零售客户发放贷款之前，安排行经常会对精选出来的投资者展开非正式调查，以此“试探”市场，衡量他们对这笔信贷的投资意愿。在这些讨论的基础上，安排行将以能吸引投资者的利差和费用，推出信贷。

### 目录

<b>市场与机制</b>	<b>第 1 页</b>
贷款的用途是什么？	3
贷款投资者	4
欧洲投资者	5
公共与私人	5
通过融资筹组贷款	6
在一级市场对贷款定价	7
信贷风险	7
安排行和贷款人头衔	9
<b>贷款的形式、规模和格式</b>	<b>第 10 页</b>
银行账簿	10
银团贷款融资的类型	14
贷款定价	17
费用	17
资产抵押贷款	18
<b>贷款发放后的年限</b>	<b>第 19 页</b>
耳机销售	19
提早清还/不可赎回功能	19
修订和豁免	20
违约和重组	20
监管问题	22
贷款衍生工具	22
<b>词汇表</b>	<b>第 24 页</b>

Leveraged Commentary & Data (LCD) 是全球领先的杠杆贷款新闻、分析和指数产品提供商。我们屡获殊荣的新闻和研究也涉猎高收益和投资级债券市场。

#### 联系我们

如需联系销售，请向 [LCDSales@spglobal.com](mailto:LCDSales@spglobal.com) 发送电子邮件

如需了解新问题/主要研究，请向 [askananalyst@lcdcomps.com](mailto:askananalyst@lcdcomps.com) 发送电子邮件

如需了解指数/辅助研究，请向 [LeveragedLoanIndex@spglobal.com](mailto:LeveragedLoanIndex@spglobal.com) 发送电子邮件

S&P Global Market Intelligence  
Leveraged Commentary & Data  
55 Water Street, Floor 43  
New York, NY 10041  
212.438.2701 [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)

在 1998 年之前，交易定价只包含这些步骤。除极端情况之外，利差和费用一经确定变一般都不会改变。因此，如果贷款认购不足，安排行持有的份额可能会大大高于预期水平。

然而，在经历了 1998 年俄罗斯债务危机对市场的冲击后，安排行采用了市场弹性机制，在动荡的市场中经历艰难的银团筹组时，通过提高利差或降低价格来加强贷款对投资者的吸引力。然而，随着时间的推移，市场弹性成为根据投资者需求提高或降低贷款定价的工具。

作为贷款承诺函的标准特征，市场弹性允许安排行改变贷款的定价（在某些情况下需要在预定的范围内），也可在贷款的不同工具之间转移金额。

市场弹性机制一下子把银团贷款变成了一中完全成熟的资本市场行为，至少在杠杆贷款领域是这样。随着杠杆贷款二级市场继续增长，市场弹性机制变得更加重要，因为弹性允许市场将一级市场的交易定价调整到适当水平，在信贷可以自由交易时减少价格的大幅波动。

由于市场弹性机制的出现，今天的银团贷款用债券市场的话说：是一种“询价制”行为。具体而言，贷款最初以目标利差或称为“价格谈判”的利差范围（例如，LIBOR+250 到 LIBOR+275 的目标利差）推向市场。接着，在投资者做出投资承诺后，大部分情况下会按照他们的承诺按利差进行分级。例如，某名客户按 LIBOR+275 承诺投资 2500 万美元，或按 LIBOR+250 承诺投资 1500 万美元。

在整个过程结束时，安排行会汇总所有承诺金额，然后决定或“公布”贷款的定价。在上述例子中，如果贷款在 LIBOR+250 水平获超额认购，安排行可以将利差进一步降低。相反，如果在 LIBOR+275 水平仍然认购不足，安排行会被迫提高利差来吸引更多投资者的兴趣。

## 保荐

许多杠杆贷款公司归一家或多家私人股权公司所有。这些公司，如 KKR、Carlyle Group 或 Silver Lake，都会投资具有杠杆资本结构的公司。如果保荐人团体在贷款投资者中有很强的追随者，银团贷款将更容易筹组，因此可以定价较低。相比之下，如果保荐人团体没有忠诚的关系贷款人，或者在财务行为方面的声誉较为激进，可能需要上调交易价格才能出清市场。在银行之间，银行是否参与了保荐人的股权基金可能是决定其是否投资的因素之一。而对于机构投资者，较为重要的考虑因素在于个人交易保荐人的业绩纪录，即其以往是否通过增加股权或更换经营不善的管理团队来弥补自己的受损交易。

虽然随着越来越多的公司通过杠杆贷款或高收益债券转向资本市场进行融资，令“杠杆公司”越来越受欢迎，但是欧洲杠杆贷款主要还是来自归属于私人股权基金的借款人。

## 债务和拍卖过程

杠杆贷款交易早在贷款人看到条款之前就已经开始。在 LBO 中，该公司首先进行拍卖。向私人股权保荐人首次出售公司是一级 LBO。二级 LBO（和三级 LBO）是从一个保荐人卖给另一个保荐人。

在潜在收购方对目标公司进行评估的同时，他们也排队进行债务融资。订书钉融资（通常是银行或投资银行为卖家提供咨询的一揽子计划）可能是出售过程的一部分。在宣布拍卖的中标者时，收购方通常已通过其指定授权主安排行 (MLA) 准备好资金。如果贷款并非作为竞价拍卖的一个环节进行，则保荐人通常会在授权之前向安排行征求出价。竞争银行会说明其银团战略及资质，并阐述他们认为该贷款在市场可以获得的定价。

## 贷款的用途是什么？

大多数情况下，发行人将杠杆贷款收益用于以下四个用途：(1) 支持与兼并或收购相关的交易 (M&A)，(2) 支持公司资产负债表的资本重组，(3) 偿还债务，以及 (4) 资助一般企业用途。

### 并购

长期以来，M&A 一直是杠杆融资的主要用途。收购贷款有三种主要类型：

杠杆收购。大多数 LBO 由私人股权公司支持，后者以杠杆贷款、夹层融资、高收益债券和/或卖家票据的形式为交易提供了大量债务资金。债务占 LBO 总资金来源的份额可以从 50% 一直到 75% 以上。交易的性质决定它的杠杆程度。

具有较大稳定现金流的发行人通常可以承受更高的杠杆。同样，在周期性较弱的防御性行业中，发行人的自由度比在周期性行业更为宽松。最后，私人股权支持者（保荐人）的声誉也很重要，市场流动性（机构投资者的可用现金）同样如此。更强的市场通常允许更高的杠杆。

LBO 交易有三种主要类型：

- 公对私 (P2P) 也称为私人交易，在这种交易中，私人股权公司通过要约收购方式购买上市公司。在某些 P2P 交易中，股票的存根部分继续在交易所进行交易。而在另一些交易中，公司可能会被全盘收购。这是最著名的一种 LBO 交易，RJR Nabisco 烟草公司被收购案则是一个典型案例。
- 保荐人对保荐人 (S2S) 交易，指的是一家私人股权公司向另一家私人股权投资公司出售投资组合。
- 非核心收购，指的是一家公司发行人向私人股权公司出售一个部门。

平台收购。在这类交易中，私人股权支持的发行人之所以收购一家企业，是因为他们认为可以通过压缩成本和/或产生扩张协同效应来实现增长。

战略收购。这些收购由非私人股权相关的借款

人实施。战略收购者通常是与目标公司相同或相关行业领域的公司，因而可以利用其在该领域的熟悉程度/专业知识。

### 资本重组

用于支持资本重组的杠杆贷款，会导致一个实体的资产负债表中的负债和所有者权益构成发生变化，具体方式如下：1) 通过发行债务来支付股息或回购股票，或 2) 出售新股权，在某些情况下用于偿还债务。

资本重组的一些常见例子：

- 股息。股息融资很简单。公司承担债务，利用举债收益向股东支付股息。这种活动往往取决于市场状况。牛市会激发更多的股息交易，因为发行人会利用过剩的流动性通过债务向股东支付股息。在熊市中，由于贷款人收紧流动性，导致股息活动放缓，而从信贷角度来看，有损发行人资产负债表的交易往往也会令人生疑。
- 股票回购。在这种形式的资本重组交易中，公司使用债务收益来回购股票。对资产负债表的影响与股息相同，都会加大负债比例。
- 股权注资。这些交易通常在环境低迷时才会出现。在某些情况下，私人股权所有者同意向该公司注入股权，以换取新的债务。在另一些情况下，新投资者会提供新资本。不论哪种情况，这种交易都能加强公司的资产负债表。
- IPO。发行人在交易所挂牌上市——如果是 P2P LBO，则是重新上市。上市获得的股权收益通常会有一部分用于偿还一些债务，有效地降低公司杠杆，这通常会导导致评级机构的上调评级。这反过来又意味着公司能够经常以更优惠的条件发行新的贷款或债券（通常称为 IPO 后再融资）。

### 再融资

发行新的贷款或债券是为了对现有债务进行再融资。

### 一般企业用途和扩建

这些交易可支持营运资本、一般运营和其他常规营业用途。扩建融资支持特定的项目，如公用事业工厂、土地开发交易、赌场或能源管道。



## 贷款投资者

有三个主要的投资者：银行、融资公司和机构投资者。

### 银行

在这种情况下，“银行”一词可以指商业银行、储蓄和贷款机构，或通常提供投资级贷款的证券公司。这些交易通常是支持商业票据或用于一般企业用途的大型循环信贷，某些情况下还会用于收购。对于杠杆贷款，银行一般会根据银团贷款协议提供短期循环信贷、LOC 以及越来越不普及的摊还定期贷款（通常称为定期贷款 A 或 TLA）。

### 融资公司

融资公司基本只有美国才有，它们在美国杠杆贷款市场中的份额一直低于 10%。他们借钱为他们的贷款提供资金，往往投资于较小的交易，规模量介于 2500 万到 2 亿美元之间。这些投资者通常会寻求具有大利差的资产抵押贷款（ABL），而这些贷款往往需要花费大量的时间监管抵押品。但是，由于 ABL 贷款在欧洲很少，因此并未在那里流行开来。

### 机构投资者

机构投资者主要是称为抵押贷款债券（CLO）的结构化工具和某种形式的集合贷款基金，既可以是共同基金/优质基金，也可以是私人管理的信贷基金。

CLO 是特殊用途的工具，专为持有和管理集合杠杆贷款而设立。特殊用途工具可以通过几种债务工具融资（通常是 AAA 级工具、AA 级工具、BBB 级付款和夹层工具），以降序形式表达对抵押品及付款现金流拥有的权利。

此外，还有一种股权工具，但是通常不会对股权工具进行评级。CLO 设立为一种套利工具，通过杠杆作用发行其股权出资的十至十一倍债务来产生股权回报。市值类型的 CLO 杠杆率较低，通常杠杆倍数为三至五倍，比起结构严格的套利方案，这种方法能为管理者提供更大灵活性。CLO 通常由三家主要评级机构的其中两

家给予评级，并对抵押品管理者进行一系列的契约考核，包括最低评级、行业多元化程度以及最高违约篮子考核。

贷款共同基金投资杠杆贷款，使个人投资者能够进入贷款市场。在美国，主要形式是共同基金或优质基金（因为它们最初是作为类似货币市场基金向投资者进行宣传，声称可以接近最优惠利率）。

在欧洲，UCITS（可转让证券集合投资计划）规定限制向个人投资者直接筹集贷款，所以欧洲没有这类基金。然而，管理账户和私人管理的独立信贷基金在欧洲和美国日益流行，并且在投资者市场中占有越来越大的份额。此外，在这两个地区，对冲基金、高收益债券基金、养老基金、保险公司和其他自营投资者如有机会也确实会参与贷款，通常关注高利润的贷款。由于投资者寻求相对价值，基金经理监督各种各样的账户，而贷款投资战略也越来越具有全球性，在低利率环境下尤其如此。

当今有四大类基金。

- 持续发售的封闭式基金，这是最早期的贷款共同基金产品。投资者可以每天以基金的净值（NAV）购入这些基金。但赎回时需要通过月度或季度招标进行，而不能每天进行。为了确保他们能够兑现赎回，许多此类基金以及每日基金都设立了信贷额度来支付超出现金储备的提款。
- 交易所买卖的封闭式基金（ETF），这些基金在证券交易所内买卖。通常情况下，这些资金通过首次公开募股实现资本化。此后，投资者可以买卖份额，但不得赎回。管理者也可以通过配股来扩大基金，但是通常只有在基金的交易价格高于净资产值时才能这样做——这是典型的封闭式基金运作规则，与资产类别无关。
- 每日基金是传统的开放式共同基金产品，投资者可以每天以基金净值购买或赎回份额。
- 管理账户是根据投资者的特定要求量身定制、独立管理的投资账户。

## 欧洲投资者

欧洲投资者向来少于美国，大部分资金由银行、CLO、信贷机会基金和夹层账户提供。在欧洲零售/投资市场，银行仍然具有影响力，特别是在北欧等区域。从历史上看，这是由于欧洲固有的区域性，银行对区域发行人更熟悉，可以用当地货币提供资金。

但自 1998 年欧元区成立以来，欧洲杠杆贷款市场逐渐增长，集中化程度得以加强，这都得益于这种单一货币所提供的效率以及 M&A 交易的整体增长，特别是由于私人股权活动而导致的 LBO。区域性障碍（以及跨境整合的敏感程度）已经下降，经济得以增长，而欧元也有助于弥合货币分歧。这使得机构投资者通过结构性工具、各种信贷基金战略和独立管理的账户等渠道，在银团贷款市场上发挥了更大的作用。市场参与者估计，目前的市场需求有三分之二来自非银行投资者。

欧洲信贷基金是开放式的债务投资池。然而，与 CLO 不同的是，它们不必在行业或评级多样化方面受到受评级的监督或限制。它们的杠杆率通常比较低（两到三倍），而且管理者在挑选和选择投资方面拥有很大的自由度。它们符合按市值计价的标准。

夹层基金是按照惯例只专注于夹层市场的投资池，在高收益债券市场在欧洲活跃之前，为收购提供次级债券。由于高收益债券融资在 2008 年金融危机前夕被广泛使用，导致许多夹层贷款人都被排挤出局，使之不得不选择低收益的第二留置权工具，或将债务投资与股权投资相结合，以提高回报。与信贷资金一样，这些资金池不受评级监督或多元化要求的限制，而且还允许管理者在挑选和选择投资方面拥有很大的自由。自 2008 年金融危机以来，这些资金中有许多已经被削减，或通过多元化转变为直接贷款或其他战略。直接贷款基金已经逐渐在提供次级资本（或通过单一工具的次级和优先债务组合）方面取代了它们的位置，在规模较小的交易中尤其如此。

直接贷款人：自 2014 年以来，欧洲直接贷款市场发展迅速，几十家新的贷款机构纷纷成立，其中包括一批自建贷款业务的私人股权公司。市场集中度很高，其中最大的五家机构进行的直接交易量比其余小企业的总和还要多。机构投资者将其部分固定收益配额转为流动性较低但收益更高的私人债务战略，从而推动了市场增长。管理者采取各种不同的战略方式，专注的方向从中低市场一直延伸到更“高级的”信贷市场。欧洲最大的直接贷款机构为该战略筹集了数十亿欧元资金。大多数大中型直接贷款人专注于单一工具融资，或者具有额外 0.5 倍到 1 倍杠杆费用且利息为 6.5% 到 11% 的期末一次偿还贷款。之所以被称为单一工具，是因为它们由单个贷款人提供，但是经常在幕后再进行切分。

## 公共与私人

在市场的早期，公共和私人信息之间的界限分明。贷款明确地属于私人一方，发行人与贷款人群体之间传递的所有信息都属于机密信息。

在 20 世纪 80 年代后期，由于两种市场创新，界限开始模糊。第一个创新是更为活跃的二级交易开始涌现，可以（1）支持非银行投资者进入市场，如保险公司和贷款共同基金贷款；以及（2）辅助银行快速地售出不断扩大的不良贷款和高杠杆贷款组合，因为银行不再希望持有它们。这意味着过去属于贷款内部人士的各方，现在可以与尚未属于贷款相关方的交易方及潜在投资者交换机密信息。

模糊公共/私人界限的第二个创新是，随着资产类别持续增长，交易新闻越来越重视贷款市场的报道。

尽管有这两个因素，但公共与私人界线至少十年来非常清晰，很少有争议。21 世纪初发生的这种变化源自许多因素，包括贷款评级的激增、非银行投资者群体的爆炸性增长、信贷违约互换市场的增长以及新闻界更积极地努力报道贷款市场。

有些背景是有序的。绝大多数贷款是发行人与其贷款人之间明确的私人融资安排。即使对于拥有公开股权或债务且在美国证券交易委员会

(SEC) 有备案的美国发行人，信贷协议也只能在备案后才会公开，通常是在结束后几个月作为年度报告 (10-K)、季度报告 (10-Q)、现行报告 (8-K) 或某些其他文档 (代理声明，证券登记等) 进行展示。

除信贷协议之外，发行人和贷款人之间还存在一些根据保密协议进行的通信，包括季度或月度财务披露、契约合规信息、修订和豁免请求、财务预测以及收购或处置计划。大部分信息对于发行人的财务状况来说可能很重要，而且发行人正式向 SEC 发布新闻稿或向 SEC 提交 8-K 或其他文件之前，不会对外公开。

这些信息越来越多地通过离线对话或新闻泄漏到公共领域。通过按市值计价服务也可以看到这些信息，这些计价服务会不时地报告贷款价格的大幅波动，却没有任何相应的新闻。这通常表明银行已经收到尚未公开的负面或正面的信息。

发行人、贷款人和监管机构越来越担心，向公众披露原先私密的信息可能会违反贷款人和发行人之间的保密协议，更重要的是可能导致非法交易。市场上的各种参与者以不同的方式来解决这些问题：

- 交易员。为了不让自己违反规定，一些证券交易商和买方公司已经在公共场所设置了交易柜台。因此，即使该机构的其他地方有私人数据，交易员、销售员和分析师也不会收到私人信息。投资银行很早之前将其私人投资银行业务与其公共交易和销售活动分开时，也采用了技术的相同。
- 承销商。在大多数一级银团贷款中，安排行都会准备公开版本的信息备忘录，但其中删除了预测等私人信息。这些信息备忘录会分发给公共账户。此外，承销商也将要求公共账户参加公开银行会议。
- 买方账户。买方私人账户会收到所有保密材料，并同意不会公开交易有问题发行人的公开证券。这些团体通常是更广泛的投资群体

的一部分，但却被那些拥有公共资金和投资组合的部分公司隐瞒了信息。有些账户完全公开。这些公司只采用公共信息备忘录和公共资料，因此即使涉及到他们拥有贷款的发行人，仍然可以在公开证券市场进行交易。在实践中这可能有些棘手，例如在修订时，可能要求贷款人在没有任何真实信息的情况下做出批准或拒绝的决定。该账户可以指定拥有私人账户的人员签署修订书，也可以授权其受托人或贷款安排行从事这项任务，但这是一个复杂的提议。

- 供应商。贷款数据、新闻及价格的供应商在管理公共和私人信息流时也会遇到许多挑战。一般来说，供应商的业务经营受美国宪法第一修正案的新闻自由条款所保护，可以通过让任何人都能同时接收的方式报告信息——当然也会收取一定费用。因此，信息本质上是以不蓄意损害任何一方的方式公开的，信息内容可以是讨论修订或收购进度的新闻报导，也可以是市价服务供应商报告的价格变化。

参与者处理公私问题的另一种方法通常是要求交易对手签署“大孩子”(big boy) 信。这类信函一般要求公共机构确认可能存在其不知情的信息，而即使如此，他们仍然同意进行此项交易。这样，签署者就成为愿意承担这些风险的“大孩子”。

### 通过融资进行银团贷款

大部分贷款的结构及筹组方式都是为了容纳两类主要的银团贷款人参与方：银行（本土银行及海外银行）以及机构投资者（主要为 CLO、共同基金及保险公司）。因此，杠杆贷款由以下类型的债务构成：

机构债务包括专门为机构投资者而设立的定期贷款，虽然也有一些银行会购入机构定期贷款。这些工具包括第一和第二留置权贷款。

传统上，机构工具被称为 TLB，因为它们需要一次性偿付，而且排在 TLA（摊销的定期贷款）之后。在欧洲，这个术语仍然很普遍。



按比例分配的债务包括循环信贷和摊销定期贷款，这些贷款是打包在一起的，通常面向银行进行筹组。然而，在一些贷款中，机构投资者获得了 TLA 的一部分，而较少采用循环信贷，通过这种方式确保较大的机构定期贷款配额。

为什么这些工具被称作按比例分配？因为安排行历来将循环信贷和 TLA 联合起来，按比例分配给银行和融资公司。

融资公司购买按比例工具和机构工具。然而，随着机构投资者发挥的作用越来越大，到接近 2000 年代默契，许多执行方式被构造成为简单的循环信贷/机构定期限贷款，而 TLA 则被搁置一旁。2008/2009 年金融危机爆发后，欧洲经历了类似的模式，TLA 越来越少见。

### 一级市场的贷款定价

根据简单的风险/回报考虑和市场技术，针对机构市场的贷款定价并不复杂。然而，针对银行市场的贷款定价要复杂得多。事实上，银行投资贷款往往不只是为了利差收入。相反，银行看重的是发行人关系的整体盈利能力，包括非信贷收入来源。

### 银行投资者的贷款定价

自 20 世纪 90 年代初以来，几乎所有大型商业银行都采用投资组合管理技术来衡量贷款和其他信贷产品的风险收益。通过这种方式，银行了解到贷款本身很少能成为有吸引力的投资。因此，银行不愿意向发行人分配资本，除非总体关系能产生有吸引力的回报——无论这些回报的衡量方式是风险调整后的资本回报，还是经济资本回报率，抑或其他指标。

如果一家银行要根据资产负债表发放贷款，就不仅要认真关注贷款的收益率，还要考察关系中的其他收入来源，包括非信贷业务（如现金管理服务 and 养老金管理）以及其他资本市场活动的经济因素（如债券、股票或 M&A 咨询工作）。

为比例投资者提供的利差很重要，但在大多数情况下，银行通过发放一笔贷款获得的其他一些收费业务的数量也很重要。因此，发行人在将债券和股权承销业务以及其他收费业务分配给同一银团的其他银行时，一直很谨慎。

### 机构投资者的贷款定价

对于机构投资者来说，投资决策过程更为直截了当，因为它们不关注一篮子回报，而只在乎特定贷款本身的收入。

在对机构投资者进行贷款定价时，主要考虑贷款相对于信贷质量和市场因素的利差问题。第二类可以分为流动性和市场技术（供给和需求）。

流动性较为棘手。但是，与大多数市场一样，当其他方面都相同时，流动性更好的贷款比流动性差的贷款利差更小。在过去——也就是机构投资者成为主要投资者，而银行又不太注重投资组合管理之前——贷款规模不太重要。贷款就记在银行的账上。但是，现在机构投资者和银行对于打包和出售贷款的能力比较看重，因此流动性变得越来越重要。结果，较小的贷款（通常是 2 亿美元或金额更低的贷款）相对于较大的贷款往往能获得溢价。当然，一旦贷款规模大到需要极为广泛的分销渠道，那么发行人通常必须支付规模溢价。阈值的范围很大。在 2008/2009 年金融危机爆发前的超流动年份中，阈值超过 100 亿美元。在随后的流动性紧张的年份里，10 亿美元就能达标。

市场技术条件或供给与需求是简单的经济学问题。如果有很多资金追逐小规模产品，那么发行人就能够得到较低的利差。然而，如果相反的话，贷款需要增加利差才能实现市场出清。

### 市价效应

从 2000 年开始，SEC 指示银行贷款共同基金管理者使用可用的价格数据（由交易员服务台报告的投标/询价水平，按市价服务编制），而不是公允价值（根据贷款是否可能全部或部分偿还贷款人而估算的价值），以此确定广泛银团贷款投资组合的价值。从广义上说，这项政策令市场更加透明，改善了价格发现机制，通过这种方式，市场的效率和获利较之前大幅改善。

### 信贷风险：轮胎压在马路上

贷款定价需要由安排行评估贷款内在的风险，并估量投资者承担这一风险的意愿。银行及机构投资者在购入贷款后面临的主要信贷风险因素是违约风险及违约损失风险。客户判断这些

风险的主要方法包括评级、抵押品偿付率、清偿优先级，信用统计、行业趋势、管理强度、保荐人行为和地点（欧洲的交易与美国不同）。这些因素结合起来，足以归纳出交易的大致概况。

**违约风险** 是借款人无法按时偿还利息或本金的可能性。这种可能性取决于发行人的财务状况、所在行业及该行业的情况、经济变量和公司管理层等无形因素。大部分情况下，表述违约风险最明确的方式是 S&P Global Ratings 或其他评级机构发表的公开评级。这些评级之中，以“AAA”代表信誉最高的贷款评级，而“CCC”为最低评级。贷款市场可粗略地分为两个类：投资级（“BBB-”或以上评级的贷款）以及杠杆级或投机级（评级为“BB+”或以下的借款人）。

当然，在这些广泛的行业中，违约风险也有很大差异。自 20 世纪 90 年代中期以来，发行人若希望与广泛的机构投资者群体开展业务，拥有公开贷款评级已成为必要条件。银行通常设有大型信贷部门，并恪守内部评级标准；然而，基金经理与银行不同，他们倚赖机构评级将风险归类，并用以向他们自己的投资者说明投资组合的整体风险。截至 2017 年年中，美国贷款市场发放的贷款约有 90% 获评。与此同时，根据 ELLI 指数，欧洲约有 72% 的贷款获得公开评级。

清偿优先级是一种针对支付优先级的工具排名。发行人优先支付清偿级别最高的债权人，最后支付级别最低的股东。在一个典型的结构中，高级担保债权人和无担保债权人的清偿权排名第一，虽然在破产时，有担保工具通常排在前列，其次是次级债券持有人、初级债券持有人、优先股股东和普通股股东。杠杆贷款通常是高级担保工具，在资本结构中排名最高，但是发生危机后，超级高级循环信贷融资已经出现在资产结构中，排在有担保定期贷款之前。

**违约损失风险 (LGD)** 衡量贷款人在违约情况下可能发生的损失严重程度。投资者在评估这种风险时，会考虑支持贷款的抵押品（如果有的话），以及清偿级别低于这笔贷款的其他债务和股权的金额（有时也被称为“回收风险”）。贷款人也会寻求在财务契约中订立让其尽早返回谈判桌的条文，即是在发行人无法达到财务目标时，让其可以优先于其他债权人与发行人重新商定贷款的条款。投资级贷款在大部分情况下属高级无担保工具，契约规限宽松，

并仅在发行人进行收购或发行债务时应用。因此，违约损失可能与其他高级无担保债权人承担的风险无任何分别。

相比之下，杠杆贷款通常是高级担保工具，有些还包含维护契约。根据这些契约，发行人必须按季度遵守预先设定的财务考核。因此，贷款持有人几乎总是在申请前债权人中排在第一位，并且在很多情况下，在贷款严重受损之前能够与发行人进行重新谈判。因此，这些贷款投资者的违约损失历来远好于其他债权人也就不足为奇了。

投资者使用信贷统计数据来辅助他们衡量违约风险及违约损失风险。这些统计数据包括广泛的财务数据，包括计量杠杆水平（债务对资本水平、债务对 EBITDA 水平）以及偿付率水平（EBITDA 对利息、EBITDA 对债务偿付、经营现金流对固定开支）的信贷比率。当然，投资者也会应用不同的比率来评估不同行业的信贷风险。

除了考虑历史及备考财务比率外，投资者也会考虑管理层的预测以及这些预测背后的假设，以评估发行人的业务计划能否辅助其顺利地偿还债务。有些比率最常用于评估违约风险，包括杠杆和现金流或利息偿付率。也有适合用于评估违约损失风险的比率，包括抵押品偿付率，或贷款的抵押品价值相对于贷款规模的比率。此外还包括资本结构中高级担保贷款与初级债务的比例。

从逻辑上讲，贷款的违约损失可能性会随着贷款占整体债务结构的比率上升而增加。毕竟，如果发行人对 1 亿美元的债务违约，而当中有 1000 万美元来自高级担保贷款，则这些贷款在破产情况下能够完全收回的可能性，会高于贷款总额达到 9000 万美元的情况。

发行人所属行业也是一个影响因素，因为任何行业都必然会经历兴衰起伏（例如亚马逊时代的传统零售业）。基于这个原因，在一个兴旺行业的贷款（例如 20 世纪 90 年代末的电信业或 21 世纪初的医疗保健业），筹组银团贷款较为容易。此外，在经济不明朗时期，从事保守性行业的发行人（例如消费产品）的贷款较受欢迎，而在经济起飞时周期性行业的借款人（例如化学或汽车业）反而较受欢迎。

长期以来，由于筹组银团交易通常不需要取得公开评级，导致欧洲市场的透明度较低。这是由于投资者市场被银行主导，加上贷款人与



## 安排行和贷款人头衔

在银团贷款市场成形的時候（1980 年代末），通常有一个代理负责筹组每一笔贷款。“主管理者”和“管理者”头衔被分配出去，以换取大额承诺。随着排名表的影响力日益增强，逐渐成为一种营销工具，“共同代理”头衔常用来吸或者在某些情况下，这些机构确实会承销和筹组银团贷款。在 20 世纪 90 年代，排名表的使用量激增，导致头衔泛滥。事实上，共同代理头衔长期以来都没有实权，经常用来换取大额零售承诺。在大多数银团贷款中，都有一家主安排行。这家机构被认为是位居“左边”（参考老式墓碑广告的位置）。安排行群体里也可能有其他银行，它们也可以参与承销和筹组银团信贷。这些机构一般被认为位居“右边”。在银团贷款筹组过程中，重要参与者所使用的不同头衔包括：行政代理、银团代理、文档代理、代理、共同代理或管理代理、以及主安排行或账簿管理人。

行政代理是处理所有的利息和本金偿还，并监督贷款的银行。

银团代理是最纯粹的形式处理银团贷款的银行。然而，银团代理的角色通常较不明确。

文档代理是处理文档并选择律师事务所的银行。

这一代理头衔是在没有其他更好的头衔时，用作显示牵头银行，往往在小额贷款中使用。

共同代理或管理代理在很大程度上是一个毫无意义的头衔，大多用来换取大额承诺。

主安排行或账簿管理人头衔用于显示银团筹组排名表中“最重要的人物”。

在欧洲，贷款人的头衔反映银行在交易的安排和承销过程中的地位，或其扮演的行政角色。授权主安排行（MLA）仍然是银行最重要的贷款人头衔，它们提供主要安排和初步承销，大部分费用都由它们收取。由于贷款市场的增长和成熟，出现了大量“共同代理”头衔。主要行政头衔是账簿管理人（当有一家以上银行参与时候，称作联合账簿管理人）。账簿管理人的角色几乎总是分配给 MLA，它一般负责与行政代理相关的行政工作以及在美国的筹组任务。在欧洲市场常见的其他行政头衔还有融资代理和保障代理。共同代理在分包阶段进行指定。主要共同代理头衔是联合主安排行（JLA）。JLA 做出的承销承诺最大，收取的费用也最高。在一般银团贷款中指定的共同代理头衔包括：安排行、联合安排行及主管理者。这些联合代理头衔基本上是礼仪性的，只是为了得到大额零售承诺以换取前期费用而给予的奖励。

保荐人之间存在紧密业务关系，因而衍生出的副产品。投资者需要依赖自身对违约风险的认知，并自行对信贷做出评估，而无法依赖独立的信贷分析。CLO 管理者需要知悉其投资的信贷评级，从而遵循其内部考核要求；不过，他们通常能向评级机构取得私密的“信贷估计”数据，而非依赖完全公开的评级。但是，2008/2009 年金融危机之后，欧洲市场对待公开信用评级的方式已经发生了变化，公开评级的份额已经稳步上升。发生这种情况有两个原因。

首先，危机之后，当贷款市场流动性下降时，许多借款人转向公共高收益债券市场进行融资（使用高级担保债券），投资者市场要求获得

这类债券的公共评级。其次，评级机构改变了他们的方法。例如，S&P Global Ratings 拒绝为超过一定规模的贷款提供信贷评估。如果借款人需要将其评级保持为私人，则评级机构可以进行私人评级，从而允许借款人将信贷信息在封闭的贷款人群体中流通。

欧洲的违约风险和回收风险量化难度大于美国，因为不良贷款交易倾向于私下重组，而不是公开违约。美国破产法庭更为透明，重点在于重组与清算。在欧洲，各方需要面对一系列变化莫测的破产制度，因此更有可能进行私下重组。保荐人在这些事件中提供的影响和支持不容低估。

## 贷款的形式、规模和格式

**该**贷款市场非常独特，它可以灵活地自我调整，满足借款人的需求和贷款人的要求。根据当前的市场动态和要求定制这些交易的能力，体现在贷款融资可采取的众多形式中。

如前所述，银团贷款是由一组贷款人联合提供的商业信贷。当银行进行贷款安排和寻找贷款人的过程时，这称为银团筹组。银团筹组有三种主要类型：承销交易、尽力银团贷款和俱乐部交易。

承销交易是由安排行担保整个承诺，然后为贷款筹组银团的交易。这是一些银行作为赢得授权并获得丰厚利润的竞争策略。安排行的缺点：如果投资者利率无法令贷款获得足额认购，那么安排行就不得不承担差额，他们可能会在后期出售给投资者。

在大多数情况下，如果市场条件或信贷的基本面得到改善，这是可以实现的。否则的话，安排行可能被迫折价出售贷款，甚至有可能要承担账面损失（称为“统销费用”）。或者安排行需要购入的贷款可能高出其愿意持有的水平。当然，现在弹性机制很常见，承销交易并没有像以前那样大的风险（那是，价格在银团筹组完成之前就已确定）。

在“尽力”银团贷款中，安排行群体承诺承销的金额少于整笔贷款的总额，余额能否获得认购则视市场兴旺程度而定。如果贷款认购不足，信贷可能无法完成，或需要重大修改才能市场出清。尽力银团贷款历来用于高风险借款人或复杂交易。

俱乐部交易用于金额较小的贷款（规模通常是2500万至1亿美元，但可以高至1.5亿美元），以预先推荐方式售予一组关系贷款人。安排行一般在同等参与方中可获得优先权，而各贷款人可收取全额或接近全额的交易费用。

在委托授权前，发行人可以向安排行征求出价。银行会说明其银团策略及资质，并阐述他们认为该贷款在市场获得定价的方式。一经发出委托授权，筹组银团过程就会开始。安排行会准备一份信息备忘录（IM），说明交易的条

款。信息备忘录通常包含执行摘要、投资考虑因素、一系列的条款及条件、行业概览以及财务模型。由于贷款不同于证券，这一募集活动仅面向具有资质的银行及合格投资者秘密进行。

如果发行人属于投机级，并向非银行投资者募集资本，安排行通常也会准备一份“公开”版的数据备忘录。此版本会去掉所有机密材料，例如管理层做出的财务预测等，以便可以让公开一方的客户或者仍想购买该特定发行人的债券、股份或其他公开证券的客户查阅。查看一家公司重要的非公开信息的投资者，将在一段时间内不得购买该公司的公开买卖证券。

在准备信息备忘录（传统市场上称为的“银行账簿”）时，筹组银团的部门会向潜在投资者索要非正式反馈，以了解投资者对方案的投资意欲，以及他们愿意给出的投资价格。一旦收集到这些信息，代理将正式向潜在投资者推销这笔交易。

### 银行账簿

IM 通常包含以下部分：

- 执行摘要包含发行人的简介、交易及理念的概览、所筹集债务的来源和用途以及重要的财务统计数据。
- 投资考虑因素部分基本上管理层对该交易的推销信息。
- 条款和条件列表属于一份初步条款清单，说明了定价、结构、抵押品、契约以及其他信贷条款（契约细节通常在安排行获得投资者的反馈后再行协商）。
- 行业概览说明该公司的行业，以及相对于同行竞争对手的竞争地位。
- 财务模型是针对发行人的历史、备考及预测财务数据构建的详尽模型，包含管理层对发行人做出的最佳、最差及基本情况预测。

多数涉及新收购的贷款都是经由银行会议展开，在会上由管理层及保荐人群体（如有）向潜在贷款人说明贷款的条款以及贷款所支持的交易。大多数银行会议是虚拟的，但是一些发行人仍然偏爱老式的面对面聚会；在欧洲，实际上除了顺便的重新定价之外，大多数银行会议仍然需要亲自参与。

无论什么形式，管理层都会使用银行会议来提供交易的愿景，最重要的是要解释向借款人按时或提前还款的原因和方式。另外，投资者将了解多种退出策略，包括通过资产出售获得二手退出方式。（如果只是小规模交易或再融资，而非正式的会面，则可能与潜在投资者进行一系列的电话通话或者一对一会议。）贷款一经截止，就会在详细的信贷及抵押协议中记录最终条款。随后则会设置好留置权并附加抵押品。

贷款协议本身就是可以灵活调整的文档，可不时更新及修订。修订贷款协议需要经由各级批准。修订可以是简单地豁免某一条契约，也可以复杂到变更整套抵押品，或允许发行人延长还款期或者进行收购。在流动市场条件下，常见的修订是允许借款人重新对融资定价。

### 条款和条件

条款和条件（T&C）概述了贷款运作的基本规则。其中包括契约、强制性预付款和借款人为履行其义务必须满足的其他条件。

银行账簿所载的条款和条件在银团贷款过程中可能会发生变化，但最终会在信贷协议中定稿。

### 强制性预付款

杠杆贷款通常要求借款人用超额现金流、资产销售、债务发行或股票发行的收益进行预付。

- 超额现金流通常定义为在扣除所有现金开支、所需股息、债务偿还、资本开支及营运资本变动后，多出的现金流。一般要求的比例是 50% 到 75%。
- 资产销售定义为资产销售所得的净收益，通常不包括应收账款或存货。一般要求的比例是 100%。
- 债务发行定义为债务发行所得的净收益。一般要求的比例是 100%。

- 股权发行定义为股权发行所得的净收益。一般要求的比例是 25 - 50%。

通常情况下，如果发行人遇到预设的财务困境（通常是债务/EBITDA 考核），则免除超额现金流和股票发行的还款。

### 抵押品和其他保护性贷款规定

在杠杆市场中，抵押品通常包括借款人的所有有形和无形资产，在某些情况下还包括支持贷款的特定资产。几乎所有的杠杆贷款和一些不太稳定的投资级信贷都得到抵押品质押的支持。

例如，在以资产为基础的市场中，通常采用存货和应收账款的形式，发行人可以通过以这些资产为基础的公式计算最高贷款限额。通常的规则是发行人可以借到 50% 的存货和 80% 的应收账款。有的贷款也可由设备、房地产和其他财产支持。

在杠杆市场中，一些贷款会以经营单位的股本作担保。在该结构上，发行人的资产会变成经营公司的层面，且不受留置权所约束，但控股公司会把经营公司的股票向借款人作担保。这可以有效地让借款人在公司违约时控制这些子公司及其资产。

简单来说，借款人在此情况下所需承受的风险是，破产法院把控股公司与经营公司扯在一起，导致股票变得毫无价值。在 20 世纪 90 年代初，借款人与零售公司之间就出现过几次这样的情况，贷款持有人变成公司的无担保借款人，与其他高级无担保信贷人的处境没有分别。

附属公司担保严格意义上并非抵押品。但是大多数杠杆贷款受附属担保支持，因此，如发行人破产，其所有单位需要一同归还贷款。对于无担保的投资级贷款，情况往往也是如此。

负面抵押也不是字面形式的抵押品，但大多数发行人同意，不通过向新贷款人质押任何资产来确保贷款人的利益受到保护。

发放留置权/抵押品释放要求主要附加于其所购债券等级接近投资级/投机级界限的借款人。该机制规定，如果发行人的评级发生变化，借款人必须附加或释放抵押品。

评级为 BBB 或 BBB- 的发行人可能能够说服贷款人提供无担保融资，但是如果发行人的信用



## 契约

贷款协议包括对借款人的经营以及财务运作方式的限制。一份契约可能要求借款人维持到现有的财年结束，另一份可能会禁止借款人承担新的债务。大多数协议还包含财务合规契约。例如，如果借款人没有维持约定的业绩水平，银行有权终止协议或判定借款人违约。一揽子契约的规模与借款人的财务风险成正比。投资级公司的协议通常很简单；杠杆借款人协议更具限制性。贷款契约的主要类型有肯定契约、否定契约和财务契约。

- 肯定契约说明借款人必须采取什么行动来遵守贷款契约。这些契约通常是标准化文本，例如，要求借款人支付银行利息和费用、提供经审计的财务报表、及时续保、照章纳税等。
- 否定契约会根据借款人的具体情况进行高度结构化和定制化设计，可以限制借款人的各种活动，例如收购和投资、发行新债务、留置权、资产出售和担保等。许多否定契约都采用篮子结构，只要所涉金额在一定范围内，发行人就可以灵活地采取某些行动，如股息支付或收购。该协议可以提供初始资金量，称为起始篮子，并按照自由现金流或净利润的百分比提供额外资金量，称为扩展篮子。
- 财务契约对借款人实施最低财务业绩衡量，例如，要求其维持高于负债的流动资产水平。广义上说，有维持和招致两种类型的财务契约。在维持契约下，发行人必须通过财务业绩考核，如最低现金流偿付率和最高杠杆水平。如果发行人未能达到上述标准，贷款人有权提前收回贷款。在大多数情况下，贷款人不会选择这种方式（这可能降低违约后的恢复能力），而会授予豁免，以换取费用和/或利差增加、还款或结构性让步的组合，例如，追加抵押品或清偿优先级。只有发行人采取行动（例如发行债务或进行收购）时，才会对招致契约进行考核。如果在形式上，发行人未通过考核，则不允许在没有贷款人许可的情况下自行行动。

按照惯例，维持考核用于杠杆贷款，招致考核用于投资级贷款和债券。最近，低门槛贷款的发展模糊了这一界限。在传统贷款协议中，随着借款人风险的增加，财务契约变得更加紧密和广泛。一般来说，有五种类型的财务契约——偿付率、杠杆、流动比率、有形净值和最大资本支出。

- 偿付率契约要求借款人维持相对于指定费用而言最低水平的现金流或收益，最常见的是利息、债务偿付（利息和还款）以及固定费用（债务偿付、资本支出和/或租金）。
- 杠杆契约相对于所有者权益或现金流规定了最高负债水平，总负债/ EBITDA 水平是最常见的。但某些情况下，还会用经营现金流当除数。此外，一些协议根据净债务（总金额减去现金和现金等价物）或优先债务来考核杠杆水平。
- 流动比率契约要求借款人将流动资产（现金、有价证券、应收账款和存货）除以流动负债（应付账款、低于一年的短期债务）所得的流动比率保持为最小，但有时使用“速动比率”代替，计算该指标时需将存货排除在外。
- 有形净值（TNW）契约对借款人拥有的 TNW（净值减去无形资产，如商誉、知识产权、为被收购的公司支付的超额价值）设定最低值，通常附带增值条款，即因净利润或股权发行而相应地增加最低值。
- 最高资本支出契约要求借款人将资本支出（购置物业、厂房和设备的支出）限制在一定数额内，这可能会因现金流或股权发行而相应增加，但往往允许借款人将未使用的金额从上一年结转到下一年。

质量恶化，贷款人可能要求发放留置权。通常情况下，发行人的评级降至 BB+ 或超过其预定的杠杆水平将触发此规定。同样，贷款人可能会要求强烈投机级发行人提供抵押品，但在某些情况下，如发行人获得投资级评级，则会放松要求。

发行人可以在资产抵押贷款和基金定期贷款之间划分抵押品。这称为分支抵押品结构。可行的方式通常是资产抵押贷款以流动资产（如应收账款及存货）作担保，而定期贷款以固定资产（如房产、厂房和设备）作担保。流动资产在抵押品中具有最高地位，因为其变现能力较高。

### 投票权

贷款协议的修订或更改须经过一定比例的贷款人批准。多数贷款协议具有三个级别的批准：所需贷款人级别、全体表决和绝对多数。

“所需贷款人”级别通常只是简单多数，用于批准非实质性的修改和豁免，或影响交易中一次融资的变更。

需要包括参与者在内的所有贷款人的全体表决才能批准 RATS（比率、摊销、条款及担保或抵押品）权利等实质性变更，但如下所述，有时摊销和抵押的变化可能会由较低比例的贷款人（绝对多数）批准。绝对多数通常为贷款人的 67% 至 80%，有时需要这个人数来进行某些实质性变更，例如定期偿还贷款和抵押品的释放。

### 控制权变更

一直以来，信贷协议中的违约事件之一是发行人控制权变更。

对投资级和杠杆发行人来说，信贷协议违约事件的触发因素是合并、发行人的收购计划、第三方大量购买发行人股权或董事会主体变更。对于保荐人支持的杠杆发行人，如果保荐人将其持股比例降低到预设数量之下，也会触发这一条款。

### 股本补救

这些规定允许发行人通过股权投资补救违反契约的情况（例如超出最大杠杆考核）。这些规定通常出现在私人股权支持的交易中。股权补救是一种权利，而不是义务。因此，私人股权公司会希望有这些规定（如果他们认为是值得的），因为这可以让他们在没有经过修订过

的情况下补救违规行为，但是贷款人通常会要求更多的利差和/或费用来换取违规豁免，甚至不惜注入新的股权。有些协议并没有限制股权补救的数量，而有的则把数量限制为一年一次，或整个贷款期限总共两次。这是个谈判点，但是，没有经验法则。

### 信贷人协议及交叉担保

欧洲借款人的企业架构比美国更复杂，这是由于欧元区属多方司法管辖，而且私人股权管理也盛行。因此，信贷人协议及交叉担保对确保贷款交易贷款人的权利非常重要，特别在贷款交易上遇到业绩下降或违约时。信贷人协议是从属协议，规定在违约时，优先偿还给所有贷款人（包括高级及次级贷款人）。这适用于跨境贷款人，并确定他们在没有个人破产法庭介入时的地位。

同样地，交叉担保可确保与借款人有关的各个经营单位会将担保资产作为抵押品。因此，当其中一方违约，其他有关的所有公司都要担负同等责任，他们的资产也要用作偿还。

固定及浮动留置权是借款人经营单位中的另一种担保形式。这种担保很好地平衡了两方面的需要：一个是借款人在收购和处置资产方面有主动管理企业的需要，另一个是贷款人在业绩下降或违约的情况下有针对这些资产进行索赔的需要。这种担保的条款可以让借款人在未经同意的情况下处理资产（因此属浮动性）。然而，收益必须通过特定的途径，包括指定账户，以便借款人可在特定情况下有权冻结资产（固定属性）。

### 财务状况

银行账簿有一部分还包含与该公司历史和预期财务状况有关的内容，以帮助证明该公司的财务业绩，以及新的私人股权所有人为证明该公司的偿还能力所做的主要假设。历史财务数据将包括过去四到五年的实际销售额和 EBITDA 数据，以及毛利率、净利率和 EBITDA 利润率等盈利指标。对于特定的行业，可能还有其他财务指标。例如，复合年增长率（CAGR）可以用于零售商店。

通常还有关于资本支出（增长和维护资本支出）和现金流指标（如经营现金流或自由经营现金流）的信息。这部分之后通常是对这些措施在当前财年的当前交易更新。然后，公司将展示这些相同类型的指标的预测，通常预测至

少五年（如果不是六年或七年），以及它所认为的任何关键信贷指标的预测。指标可能会包括净杠杆（债务比 EBITDA）、现金利息保障（EBITDA/现金利息支出）和偿债覆盖率或 DSCR（现金流预先融资/现金利息+摊销）。银行账簿显示，通过这些财务预测，公司的营收增长将如何让它随着时间的推移降低杠杆并偿还贷款。

### 银团贷款融资的类型

传统上，银团贷款融资有四种主要类型：(1) 循环债务、(2) 定期债务、(3) 信用证 (LOC) 和 (4) 收购或设备信贷额（延期提款的定期贷款）。但在过去的二十年里，市场已经对这些形式进行了创新，形成了一系列的排列，包括二级留置权、低门槛和跨境交易。

循环信贷允许借款人提款、还款和重新借款。这种融资就像公司信用卡一样，不同的是借款人未使用的金额会被收取年费（融资费）。给投机级发行人的循环额度有时与借贷基准贷款公式相关。这就把借款限制在抵押品的一定比例范围内，通常是应收账款和库存。循环信贷通常运作 364 天。正如所料，这些循环信贷就是称为 364 天融资，而且一般仅限于投资级市场。这个名称似乎很奇怪，原因是监管资本指导原则规定，在延长循环信贷限额一年后，银行必须再增加其资本储备，以顾及未使用的限额。因此，银行提供 364 天融资时收取的闲置费低于多年循环信贷。在循环信贷额度内，可提供多个选项：

- 即期信用贷款是一种小型隔夜借贷额，通常由代理提供。
- 多种货币信贷额可允许借款人以一种或多种货币借贷（在大多数协议中，这个选项有封顶限制）。
- 竞标选项 (CBO) 允许借款人向银团征求最佳出价。代理将进行类似于拍卖的活动，为借款人筹集资金，并接受最佳出价。CBO 通常只适用于大型投资级借款人。

- 退出将允许借款人在指定日期将循环借款转换为定期贷款。这也是投资级贷款的一个特点。这种选择权允许借款人在融资时采取未偿付款项，并按照预定的还款时间表付清款项。通常，如果行使退出选择权，利差将会上涨。
- 长久延期是在得到银团同意的情况下，允许借款人每年把贷款延长一年的选择权。例如，在每年年底，如果贷款人和借款人同意，三年期的贷款将重新设定为三年。如果长久延期选择权没有行使，那么协议会简单地按条约运作。

定期贷款是分期贷款，例如用于购买汽车的贷款。借款人可以在较短的承诺期内（在此期间，借款人通常分摊一笔定息费，类似于循环信贷的承诺费）借款，并根据预定的一系列还款额或到期后的一次性总额（一次性整付）进行偿还。有两种主要类型的定期贷款：

- 摊销定期贷款（定期贷款或 TLA）是一种逐月定期还款的计划，通常是期限为 6 年或更短的定期贷款。这些贷款通常面向银行进行银团筹组，与循环信贷一起包含在更大的银团贷款中。
- 机构定期贷款 (TLB、TLC、TLD 等) 是针对非银行投资者的一项定期贷款融资。随着机构贷款投资者的增长，这些贷款在 20 世纪 90 年代中期被广泛使用。这个机构类别还包括第二留置权贷款和低门槛贷款。

LOC（信用证）是银行集团提供的担保，如果借款人不能偿还债务或义务，则由银行负责偿还。

收购/设备信贷额（延期提取的定期贷款）是可以在特定期限内提取，用以购买特定资产/设备或进行收购的信贷。发行人在承诺期内支付费用（定息费）。然后在特定的时期（退出期）偿还这些贷款。还款金额不得重新出借。

过桥贷款旨在提供短期融资，以为资产出售、



债券发行、股票发行、剥夺财产等提供“过桥”。一般由安排行作为整体融资方案的一部分提供。通常情况下，如果贷款未按预期偿还，发行人将同意提高利率。例如，一笔贷款可能以 L+250 利差开始，在这笔贷款在过去一年内仍未偿还时每六个月提高 50 个基点。

股权过桥贷款是安排行提供的过桥贷款，预计将通过杠杆收购的二级股权承诺来偿还。当私人股权公司想要完成一笔交易时，就可以使用这个产品，例如，这笔交易要求的是 10 亿美元的股权，而使用过桥贷款则只需持有一半。安排行额外提供了 5 亿美元的过桥贷款，当其他保荐人达成协议收购这 5 亿美元的额外股权时，过桥贷款就可以得到偿还。不用说，这是一个热门产品。在欧洲，这类融资被称为认购额融资。

第二留置权贷款只是银团贷款融资的另一种形式。但是，它们太过复杂，需要在此单独讨论。在 20 世纪 90 年代中期开始流行第二留置权，但在 1998 年俄罗斯债务危机后，投资者采取谨慎的态度，这些融资方式就不再流行了。但是，在 2003 年违约率大幅下降之后，安排行又推出了第二留置权融资，帮助融资，发行人解决流动性问题。到 2007 年，市场已经接受了第二留置权贷款，以此为包括收购和资本重组在内的一系列广泛的交易提供融资。安排行利用非传统账户（对冲基金、不良债券投资者和高收益账户）以及传统的 CLO 和主要基金账户为第二留置权贷款提供资金。然而，在欧洲，历史动态略有不同，第二留置权在高级抵押贷款和更多的次级债务（无论是夹层融资还是高收益债券）之间提供了额外的债务工具。

顾名思义，第二留置权贷款的抵押品索赔权要低于第一留置权贷款。第二留置权通常也有限制性较小的一揽子契约，其中维持契约级别设定比第一留置权贷款更宽泛。基于这些原因，第二留置权的定价对第一留置权贷款存在溢价。当抵押担保远远超过第一和第二留置权贷款的债权时，这个溢价通常从 200 个基点开始，而担保率较低的抵押品则超过 1000 个基点。

律师解释说，第二留置权贷款的抵押品有两种主要记录方式。第二留置权贷款可以与第一留置权贷款同属于一个担保协议，也可以属于完全独立的协议。在单一协议的情况下，协议将分摊抵押品，首先是第一留置权索赔，然后是第二留置权索赔。

据专门从事这些贷款的律师介绍，在单一的担保协议中，从破产的角度来看，第二留置权贷款人与第一留置权贷款人处于同一个债权人等级。因此，为了获得足够的保障，抵押品必须涵盖第一和第二留置权贷款人的索赔额。否则，法官可能会选择不支付足够的保护，或按比例分配给第一和第二留置权债权人。

另外，当担保贷款人与第一留置权贷款人相同时，第二留置权的贷款人可以拥有投票权。第二留置权贷款人的一个缺点是，这些融资通常比第一留置权贷款小，因此当进行投票时，第一个留置权贷款人可以借助选票优势来提升自己的利益。

如果是两个单独的担保协议（由一个停滞协议分开），第一和第二个留置权贷款人可能被分为两个债权人等级。第二留置权贷款人在第一留置权债权人委员会中没有投票权。

此外，即使抵押品涵盖了第一留置权贷款人的债权，但未涵盖第二留置权贷款人的债权，第一留置权贷款人也可以获得足够的保护款。如果这些贷款是一起记录的，且第一和第二个留置权的贷款人被破产法庭视为一个统一的级别，情况就不一样了。

在美国，第二留置权贷款的一揽子契约通常具有较少限制性条款，其中维持契约水平比第一留置权贷款更宽泛一些；但在欧洲，第二留置权贷款则与第一留置权融资享有相同的一揽子契约。

低门槛贷款是银团贷款融资的另一种形式。在大部分情况下，低门槛贷款具有与债券相似的财务招致契约，而不是传统的维护契约，后者通常是贷款协议的重要组成部分。有何不同？

招致契约一般要求发行人在采取行动（支付股息、进行收购、发行更多债务）时要继续遵守此要求。所以，举例来说，如果某个发行人的招致考核将其债务限制在 5 倍现金流以内，则只有在备考的基础上仍然在这个限制之内，才能增加债务。否则就会违反契约，并导致贷款出现技术性违约。另一方面，如果发行人仅仅因为其盈利恶化而超过了这个 5 倍的阈值，则不会违反契约。

维持契约则更为严格，因为无论发行人是否采取行动，都需要每季度均要满足特定金融考核。因此，在上述情况中，最大 5 倍杠杆是维持契约考核而不是招致契约考核，发行人需要每季度通过这项考核，即使不通过的原因是

盈利倒退或债务水平提高，亦被视作违约。贷款人更喜欢维持考核，因为如果发行人陷入财务困境，这种考核便可使之更早采取行动。更重要的是，贷款人可能能够从违反契约的发行人争取一些宽减（费用、增量利差或追加抵押品），以换取豁免。相反地，正因为没那么严格，发行人更喜欢招致契约。

无留置权的增量工具是低门槛贷款中的股权割让，允许借款人发行债务，而不触发招致财务考核。例如，杠杆考核可能会规定，如果根据估计，总债务对 EBITDA 的比率将达到 4 倍或更多，则发行人不能承担新的债务，但只有在发行人承担的新债务超过一定数额（比如 1 亿美元）时，才会触发该考核。这实际上是让借款人能够以市场清算利率发行高达 1 亿美元的新债务，无论杠杆是否超过 4 倍。

在大多数情况下，贷款人拥有最惠国（MFN）保障，可将现有贷款的收益率重新设定为新贷款的利率，以确保其持续存在于市场上。然而，在过去很少发生的情况下，这种保障被所谓的 MFN 日落限制在一段时期内（在对发行人有利的市场中，MFN 日落已经很普遍）。在其他情况下，利率调整上限为 50 个基点。无留置权工具是一项创新，自 2013 年以来，随着低门槛贷款的盛行而不断增长。贷款人期望这些条款的使用会随着市场状况的强弱而起伏。

跨境贷款是同时面向多个市场筹组的交易。最常见的跨境交易是同时出售给美国和欧洲投资者的交易。然而，跨境交易也可以是出售至亚洲和美国、亚洲和欧洲，甚至亚洲、美国和欧洲的交易。

组成跨境贷款的工具计价时使用的是其售出市场的货币。因此，跨境贷款的美国部分将以美元计价，欧洲部分将以欧元和/或英镑计价。

为了让跨境交易切实可行，发行人通常必须在所有出售债务的市场中都拥有业务。例如，一家惯常在美国发行债务的公司，如 HCA 公司，为了支持要出售给欧洲投资者的欧元工具，还必

须在欧洲拥有资产和/或业务。

在 2008/2009 年的信贷危机之前，夹层贷款是欧洲债务结构中的一个标准组成部分。夹层贷款是一种次级金融工具，包含二级证券。如果资本结构还包括第二留置权，它便包含三级证券。历史上，夹层融资方案是小额交易的融资之选，而高收益债券市场为大型交易提供次级融资。2008 年之前，夹层贷款已将其范围扩大至大型交易，成为规模在 1000 万欧元到 10 亿欧元之间 LBO 融资的主力军。

夹层贷款很受私募股权集团的欢迎，因为与公开发行的高收益债券不一样，这是一款私有金融工具，包销给一组贷款人，包括专门从事夹层贷款的传统买家及新型投资者，例如对冲基金。除了作为次级债务，夹层贷款还包括一些独特的组成部分。其利息包括现金和高于基准利率的 PIK 利率。由于其在优先行中占据第二或第三的位置，其总利润比高级银行贷款高出很多。除了利差，夹层贷款历来包含认股证，若发行人表现良好，可为贷款人提供无限的升值潜力。若所有其他条件保持不变，含认股证的交易相比没有认股证的交易利差较低。

夹层贷款往往有不可赎回的规定，为期一至三年，另外还会在随后几年对提前偿还进行罚款。这也对私募股权集团很有吸引力，因为当退出该公司时，偿还夹层贷款会比高收益债券更便宜，原因是高收益债券的不可赎回期较长。这款金融工具与高级银行贷款具有相同的财务契约。有些贷款与一级债务具有相同的契约水平，而其他贷款则包括“扣减”。“扣减”是指夹层贷款契约相对于高级债务的宽松程度。这个数字通常在 10% 左右。

夹层还款违约/财务契约违约/其他夹层违约的标准夹层暂缓还款期限分别为 60/90/120 天或 90/120/150 天。夹层市场在 2008/2009 年信贷危机之后几乎全部消失，并在很大程度上被高收益债券市场和直接贷款所取代，而且越来越多的第二留置权票据现在通私下通过直接贷款人进行。



## 贷款定价

贷款定价涉及利息（通常以超过基础利率的利差形式计算）和一系列费用（通常用于激励贷款人参与交易或同意条款和条件的变更）。

## 利息

贷款的利息部分包括基础利率（通常是 LIBOR 或优惠利率）以及附加利差。基础利率是贷款支付的最低利率。大多数贷款是浮动利率金

## 费用

银团贷款涉及的费用包括前期费用、承诺费用、融资费用、行政代理费用、使用费用、LOC 费用、取消或提前还款费用。

前期费用是发行人提前支付的费用。这一费用往往分成几个级别，主安排行收取的费用较高，原因是它要负责构建和/或承销贷款。联合承销商收取的费用较低，而一般的银团组织可能收取的费用与它做出的承诺有关。大多数情况下，费用是通过贷款人的最终配额来支付的。例如，一笔贷款有两个费用等级：每承诺 2500 万美元收取 100 个基点（或 1%），而每承诺 1500 万美元则收取 50 个基点。承诺放贷 2500 万美元的贷款人所收到的费用以最终配额（而非当初承诺的数目）为准。也就是说，在这个例子中，如果贷款获得超额认购，当初承诺 2500 万美元的贷款人只会获得 2000 万美元配额，该贷款人会收到 20 万美元（即 2000 万美元的 1%）的费用。有时，前期费用的构成为：最终配额乘以一定的百分比+固定费用。这种情况通常出现在大额费用等级上，以鼓励潜在的贷款人加大承诺额。无论贷款人的最终配额如何，都能收取固定费用。费用往往会提前支付给银行、共同基金及其他非离岸投资者。CLO 及其他离岸工具通常会在贷款完成后作为“主要”转让引入进来，他们直接按照与提供主要转让的费用相等的折扣购买贷款，以便进行报税。

承诺费用是在提取之前，针对循环信贷或定期贷款中未提取的金额支付给贷款人的费用。对定期贷款来说，此费用通常称为“定息”费。

融资费用是以融资的整笔承诺金额计算，与具体使用的金额无关。这笔费用经常取代向投资级借款人发放循环信贷时收取的承诺费用，原因在于这些融资普遍会有竞标选择权，可以让借款人某笔借贷中从银团中选出最理想的报价。放款时没有 CBO 的贷款人仍会收到承诺费。

使用费用是在使用的循环信贷高于某个水平或低于特定下限（后者更常见）时收取的费用。

提前还款费用一般会包括在机构定期贷款的条款中。提前还款费用一般是降序机制；例如，首年费用为 2%，第二年为 1%。该费用可适用于一笔贷款的所有还款，包括利用资产出售和超额现金流（“硬”费用）还款，或者利用再融资或手头现金（“软”费用）酌情还款。

行政代理费用通常以年费形式支付给贷款管理人（他们的责任包括向银团分发利息、更新贷款人清单和管理借款）。对于担保贷款（特别是应收账款和库存担保的贷款），代理经常收取抵押监督费，以确保承诺的抵押品到位。

LOC 费可以是以下几种类型。备用或财务 LOC 是最常见的费用，保证贷款人会支持各种企业活动。由于这些 LOC 在资本准则下被视为“借入资金”，所以这笔费用通常与 LIBOR 保证金相同。商业 LOC（支持库存或贸易）的费用通常较低，因为在这些情况下实际的抵押品已提交。

LOC 通常由前置银行（通常是代理）发行，并按比例向贷款人群体分摊。贷款人按照各自份额收取 LOC 费用，而前置银行则收取发行和管理 LOC 的发行（或前期，或面临）费用。该费用几乎总是 LOC 承诺资金的 12.5-25 个基点（0.125% 到 0.25%）。



融工具，其定期重设为超过基础利率（通常为 LIBOR）的利差。在大多数情况下，借款人可以锁定未来 1 个月至 1 年的利率。银团贷款定价选择包括优惠利率、LIBOR、CD 和其他基础利率选择。

对于优惠利率，借得的款项按照超出参考银行优惠贷款利率的差价进行定价。利率会每天重设，借款可在任何时间清还而无需支付罚款。对于借款人来说，由于优惠利率选择比 LIBOR 的费用高昂，因此这种选择一般是隔夜形式的。

LIBOR（或欧元）也是浮动利率，但是对于这种选择，重设基础利率的周期较长，从一个月到一年不等。借款提早清需要支付罚款。随着基础利率下降，LIBOR 基点开始流行起来。顾名思义，LIBOR 基点是为贷款提供基础利率的基准。如果贷款具有 1% 的 LIBOR 基点，而 LIBOR 降至低于这个水平，则重设的基础利率默认为 1%。

还有其他浮动利率选择，但是比较少见。CD 选择的运作跟 LIBOR 选择大致相同，除了基础利率是大量存单，由银行售予机构投资者。还有联邦基金选择（由美国联邦储备局向成员银行收取的隔夜利率）和筹资成本（银行自定义的基金利率）。

在欧洲的交易中，还有当地货币选择，所以贷款不一定要用欧元，可用多种货币提供资金，尤其是英镑和美元。以美元和英镑标价的工具一般会以各自的 LIBOR 作为基础利率。以其他当地货币（如瑞士法郎或瑞典克朗）标价的工具，可随着当地货币市场的基准利率浮动，但也往往提供更多选择，利用较普及的货币（如欧元或美元）提供资金，因而会采用相关的基础利率。

根据贷款协议，除基础利率外，借款人要支付根据借款超过基础利率的指定利差或利润。利差通常以基点的形式表示。

许多贷款的利差会以过往表现作为参考。在这种情况下，利差会根据一项或多项财务指标进行调整。投资级贷款通常会以评级作为定价标准。

如本入门读物所述（请参见“在一级市场对贷款定价”一节），利差是通过询价过程来确定的，包括了解市场动态和灵活定价以推动贷款需求。

原始发行折扣（OID）是另一个从债券市场引入的术语。OID 是贷款发行时的面值折扣，在新的发行市场中提供，可令利差提升。如果面值一美元的贷款以 99 美分发行，则 OID 通常是 100 基点，或 1 点。通俗地说，OID 通常以实际销售价格或发行价格表示。

阅读至此，仔细的读者可能会奇怪 OID 与前期费用究竟有何分别。毕竟，两者都会令贷款人支付的金额低于贷款的面值。从贷款人的角度来看，两者分别不大。但从会计的角度来看，OID 与前期费用的识别方式或计税方式可能不同。

### 资产抵押贷款

以上提及的大多数信息都是指“现金流”贷款，这类贷款可能会以抵押品作担保，但以现金流清还。资产抵押贷款是贷款市场的一个独特范畴。此类贷款以特定资产作担保，并往往以一套借款公式（或“借款基准”）来管理。

最常见的资产抵押贷款是应收账款和/或存货清单贷款。这类贷款为循环信贷，并设有借贷限额，如 1 亿美元；但也会因发行人抵押的应收账款和存货价值，而再设定上限。通常，用应收账款作为抵押，发行人的借款比例约为 80%。

存货也时常被抵押，为借款作担保。然而，由于存货较应收账款难于变现，贷款人的计算方式也会较为严格。事实上，存货的借款基准往往介于 50% 至 65% 之间。此外，借款基准可能会进一步分为若干子类，如在制品存货为 50%，而制成品存货为 65%。

在很多应收账款抵押型融资中，发行人需将应收账款放入“银行存款箱”。根据应收账款借贷的银行取得拥有权，然后收取应收账款用于偿还贷款。

另外，资产抵押贷款通常基于特定设备、房产、车队及不限数量的其他资产。

## 贷款发放后的年限

**一** 银团贷款推出，它们会继续完成任何其他金融工具或证券的正常生命周期。它们在二级市场上交易，并得以偿还和再融资，有时也会进行重组。

### 二级销售

一级贷款银团完成结算且信贷完成分配后，杠杆贷款在二级市场上出售。届时投资者可以自由买卖票据。贷款销售分为转让或参与，投资者通常在大型承销银行通过交易员柜台进行交易。交易员对交易员的交易几乎都是通过场外交易经纪人进行。

销售分为两种：转让和参与。

在转让中，受让人成为贷款直接签署人，直接从行政代理接收支付的利息及本金。

转让通常需要借款人及代理人的同意，但如果有合理反对意见，也可将其驳回。在许多贷款协议中，如有违约情况，发行人便失去其同意权。

贷款文件通常设有最低转让金额，按承诺比例通常为 500 万美元。然而，在 20 世纪 90 年代后期，行政代理开始突破机构工具转让的具体最低额度。在大多数情况下，机构转让的最低额度减少至 100 万美元，以提高资金流动性。在有些情况下，机构转让的转让费已减少甚至取消。

20 世纪 90 年代后期，人们已稳定确立了一个市场惯例，即通过安排行对通过其二级交易部门进行的交易豁免转让费。这种方式可以鼓励投资者与安排行而非与其他交易员进行交易。这可激励他们与安排行作交易，或阻止他们与其他人作交易，具体取决于您的视角——因为 100 万美元至 500 万美元交易的 7-35 个基点是 3,500 美元。

主要转让是指离岸账户（主要是 CLO 和对冲基金）作出的主要承诺。由于各种原因，这些工具在主要市场购买贷款会在税金方面受到损

失。因此代理将在贷款结束后，在账面上短期持有这些贷款，然后通过转让出售给这些投资者。这就称为主要转让，实际上是主要的购买方式。

在参与协议中，买方有兴趣参与出售贷款人的承诺。

贷款人仍然为贷款的正式持有人，参与者拥有所购金额的权利。几乎不需要许可、费用或最低额度。参与者只在贷款文件有重大变动（利率、期限以及抵押）时才有投票权。非重大变动不需要参与者的批准。

参与可能是一种高风险的贷款购买方式，因为如果贷款人无力偿还或违约，参与者没有直接索偿的权利。在这种情况下，参与者变成了贷款人的债权人，往往必须等待索赔完成后，才可收取其参与的部分。

### 提早清还/不可赎回功能

由于贷款是浮动利率金融工具，它们随时可以提早清还或赎回，而无需支付罚款。私募股权公司往往喜欢贷款而不是债券融资，这就是其中一个原因，因为在有利于以更好的利率再融资时，他们可以提前清还或赎回贷款，进行附加收购，重新调整业务资本并自付股息，或通过 IPO 公开上市。

然而，在有些情况下，需要支付提前清还费用——不过对于银团贷款，这些被认为是“软赎回”规定，第一年的费用一般不超过 2%，第二年不超过 1%。事实上，欧洲和美国最近的市场标准软赎回保护对于借款人来说更为有利，通常只有 6 个月的赎回保护，在此期间的提前清还费用为 1%。

### 贷款算术 —— 利差计算的技巧

计算贷款的收益或利差并不简单。与大多数债券的区别是，债券有较长的不可赎回期和较高的赎回保费，正如前面所述，大多数贷款可以随时提前清还，而无须支付费用。因此，以到

期利差或清盘利差来命名贷款也只属于理论上的计算方法。

这是由于发行人的行为难以预测。提早清还贷款可能是因为有更好的财务机会，也可能因为发行人被收购，或本身要收购对手而需要新的融资。因此，交易者及投资者经常会将贷款利差称为理论上赎回的利差。贷款的到期期限平均为三年或四年。因此，如果您以 101 的价格买入利差为 250 基点的贷款，您大概可以假设您的期内利差是 250 基点，减去 100 基点的摊销溢价，或 LIBOR+170。

相反，如果您以 99 的价格买入相等的贷款，期内利差便是 LIBOR+330。当然，如果有 LIBOR 基点，则采用最小值。

### 修订和豁免

在银团贷款期间和交易结束后，所有贷款条款均需经过谈判。在交易结束之前，在询价过程中，安排行修订条款以使借款人受益，但也要确保有足够的贷款人愿意参与交易。

但贷款结束后，借款人可以通过修订来要求更改条款。贷款人通常需要以修订费用的形式对这些变更进行某种补偿。

一般的修订要求包括重新定价、契约解除、豁免其中一个条款和条件以及修订扩展。

更改利差的修订属于重新定价。当发生这些修订时，几乎都是在供不应求的牛市中，借款人占主导地位。在这些情况下，主要市场的贷款利差正在下降，因为贷款人为了能够在票据不足的情况下保留投资资格而牺牲了利差。在这种情况下，已经在市场上的借款人会要求贷款人减少现有的贷款利差。基本上，借款人使贷款人处于困境时，便会进行重新定价，因为这样贷款人便可以保持交易资格，只是需要以当期市场价格计算。

当借款人有违反契约的危险时（大多数情况下是财务违约），就会发生契约解除修订。如果借款人知道无法通过即将进行的财务契约考核，他们会要求贷款人豁免或修改契约，以免借款人违约。作为回报，贷款人会收取费用。

借款人也可以要求贷款人豁免其中一项条款和条件。例如，如果借款人出售通常需要提前还款的资产，他们可以要求豁免，以便将这些资金用于其他用途。另外，借款人可能会因收购或出售而改变公司的结构，并可能要求豁免控制权变更条款。在大多数情况下，借款人需要向贷款人支付豁免费用。

修订扩展交易允许发行人将部分贷款的到期日推迟，只需加以修改而不用大举再融资。修订扩展交易于 2009 年广泛使用，当时借款人正为债务到期而大费周章，也面对苛刻的借贷条款，令再融资的成本高得惊人。

顾名思义，修订扩展交易共分两个阶段。第一阶段是修订：当中要有不少于 50.1% 的银行集团成员批准发行人，将现有部分或全数债务转为远期票据。普遍来说，修订设定了新融资所招标的数额范围，也有远期票据用以支付利息的利差水平。

新债务和现有贷款享有平等权利。但由于新债务年期较长，而具有次级结构，所以利率较高，有时会有更有吸引力的条款。由于负债较高的发行人有望能随着时间的推移解决到期债务，在变化莫测的市场中，在某些情况下，客户都坚决争取最惠国保障。有此保障后，如发行人以较高的保证金开出贷款，其利差有可能会提升。

第二阶段是转换：贷款人可将现有的贷款换成新的贷款。最终，发行人手里有两个工具：（1）传统票据上列明初始利差及到期日，及（2）利差较大的新长期融资。

创新之处在于：修订扩展允许发行人退出贷款，无需再融资到一个新的信贷（这需要将整笔贷款按市值计价、定出更高利差及新的 OID，并使契约更苛刻）。

### 违约和重组

贷款违约主要分为两类：技术违约和更严重的还款违约。技术违约是指发行人违反贷款协议的条款。举例来说，如发行人在财务契约考核中未能达标，或未能向贷款人提供财务数据，或出现其他与还款无关的违约行为。

当出现这种情况时，贷款人可催还贷款，并强迫发行人破产。这是最极端的做法。在很多情况下，发行人及贷款人可协议修订，以费用、提升利差和/或收紧条款作为交换，以豁免违约的罚则。



还款违约则是更为严重。顾名思义，此类违约是指一家公司无力偿还利息或本金。通常会有预设时限，如 30 天，让发行人补救违约的情况（即“补救期”）。其后，贷款人可以选择提出宽松协议，让发行人可以松一口气或采取适当行动，包括催还或赎回整笔贷款。

如贷款人催还贷款，公司一般会宣告破产，并安排债务重组。这意味着借款人将利用正式的法庭制度。或者，借款人和贷款人可以通过不良交易来达成协议，避免破产法庭所耗费的时间和费用。

不良交易是经协商的招标，持有人会把现有票据换上新一批债券，一般本金较低，往往收益也较低。作为交换，债券持有人会获得升级的待遇，如由次级升为高级，或从无担保变为享有第二留置权。这是债券市场中常用的技巧，但很少用于第一留置权贷款。

在许多情况下，S&P Global Ratings 认为这些程序属于违约。事实上，持有人同意采取本金估值折扣，以便让公司保持偿还能力，改善其最终恢复前景。但是，这仍然是一种主观判断，因为借款人必须被视为处于不良状态。

另外一种处理不良债务的技巧是低于面值的贷款回购。这是在始于 2007 年的熊市中应运而生的技巧。执行票据在贷款市场中跌至前所未有的价格，很多交易都跌至 70 以下。这为拥有资金和契约空间的发行人创造了机会，可以通过招标回购贷款，或在公开市场中以低于面值的价格回购贷款。

低于面值回购在债券市场根深蒂固。在 2007 年前，贷款并不受跌价的影响，使此类招标很有吸引力。其实，多数贷款文件并不包括回购条款。相反，发行人一般要通过 50.1% 的修订来获得贷款人的批准。

## 破产

申请破产意味着借款人将使用正式的法庭制度来重组或解散其业务。在美国，这意味着他们将按照《破产法》第 11 章或第 7 章的规定提交申请。第 11 章允许公司重组债务，并以有序的方式恢复业务，同时免受债权人的困扰。然而，如果公司不值一救，鉴于其主要业务已经崩溃，发行人及贷款人可能会同意按第 7 章的清算条例，将业务的资产变卖，并将收益分派给债权人。

在其他国家/地区，破产程序很少像美国的制度这样透明有序。本节的其余部分将重点介绍美国的破产程序。

债务人占有 (DIP) 贷款是破产程序中的一个重要部分。此类贷款会使公司破产。这些贷款构成破产分配计划中的优先索偿，因而优先于所有提前请愿索偿。许多 DIP 贷款进一步通过对债务人抵押品的优先留置权而得到保障。过去，提前请愿的贷款人将 DIP 贷款视为一种让公司在破产程序中正常运转的方法，从而保护他们的索偿。20 世纪 90 年代初，第三方 DIP 贷款的庞大市场正式出现。这些非提前请愿的贷款人都被大多数 DIP 贷款的相对安全性（根据其优先状态）及相对高的利润吸引到了这个市场。在 21 世纪初，这种情况再次出现。

然而，在这段时间里，市场生态由于经济情况恶劣而有所改变。结果，流动资金供不应求，阻碍了传统的第三方 DIP 贷款在市场中流通。同样，严峻的经济条件蚕食了债务人的抵押品，更不要说降低企业价值了，提前请愿的贷款人对于单纯依赖 DIP 贷款的优先地位更加谨慎，进而都纷纷要求优先留置权来保障融资。

由于提前请愿的贷款人拒绝同意优先留置权，加上在破产法庭上因争取优先留置权而涉及的费用和不确定性因素，使得参与 DIP 贷款市场的第三方越来越少。由于流动资金供应短

缺，DIP 贷款创新随之而来，使非传统贷款人都进入市场，包括初级 DIP 贷款和转移 DIP 贷款。

初级 DIP 贷款普遍由债券持有人或无担保的其他债务人提供，作为自身信贷策略的一部分。提供商收到多数或全数请愿后的股本利息，作为提供 DIP 贷款的奖励。

转移 DIP 贷款将提前请愿索偿加入 DIP 融资中。在某些破产案例中，DIP 贷款提供商有机会将提前请愿索偿转移到初级 DIP 贷款，后者优先于其他提前请愿的有担保贷款人。这一好处尤其吸引以低价买入提前请愿票据并能够转移到初级 DIP 贷款来获益的贷款人。

初级和转移 DIP 贷款适用于具有挑战性的市场，因为流动资金稀缺。在流动性较高的时期，发行人通常能够以提前请愿贷款人和/或第三方贷款人的传统 DIP 贷款形式确保较低成本的融资。

退出贷款为发行人脱离破产提供资金。通常，这些贷款是经过预先协商的，是公司重组计划的一部分。

### 监管问题

杠杆贷款市场（与任何资本市场一样）由一组金融机构监管，并受制于可能影响公司、中介机构和投资者的监管变更。目前影响市场的大部分监管变更源于 2010 年签署联邦法律的《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》。包括以下内容：

CL0 风险保留，也称为“风险共担”。这些规定旨在确保 CL0 投资者在其组织的工具中保留风险。根据多德-弗兰克法案第 941 款规定，自 2016 年 12 月 24 日起，CL0 经理人作为投资经理人，必须保留不低于其证券化资产的信用风险的 5%，但合格的抵押贷款池除外。

这种保留要求可以通过保留“横向利益”或“垂直利益”来满足，横向利益从属于所有其他利益（例如债权人的部分权益类证券），而垂直利益将从通过证券化发行的每一类债务的付款中抽取一部分。

在欧洲，监管机构提出将这一风险保留要求提升到更高层次——欧洲议会会员 Paul Tang 曾在欧洲议会中主张这项法案，最初提议的比例高达 20%。但在 2017 年 6 月，欧洲议会与委员会和理事会达成协议，允许 CL0 的发起人和保荐人将强制性的风险保留水平维持在目前的最低 5%。保持这种“风险共担”水平让人异常惊喜，因为许多人预计会增加至少 10%。

相关机构在第七次会晤中达成协议，这是更广泛的证券化监管的一部分，使基于资产的交易更加“简单、透明和标准化（STS）”。该规定预计在 2018 年生效，也是欧盟 2015 年计划的一部分，该计划将在 2019 年底之前建立一个充分发挥作用的资本市场联盟。

美国和欧洲的杠杆贷款准则。2013 年，“杠杆贷款准则（LLG）”由联邦储备委员会（FRB）、联邦存款保险公司（FDIC）和货币主计长办公室（OCC）共同制定。这些准则指出，不符合信贷标准的贷款将被银行监管机构视为“批评级”或“应加注意级”。承销或持有此类贷款的银行可能会受到处罚。

2017 年，欧洲央行针对其管理的银行出台了类似的杠杆贷款准则。这些准则规定，总债务对 EBITDA 的比率超过 6 倍的交易只能在特殊和正当的情况下承销，同时信贷机构应确保杠杆借款人有能力将债务全部摊销，或在五至七年内至少偿还总额的 50%。

### 贷款衍生工具

过去十五年来，贷款衍生工具在市场上已经根深蒂固。

贷款信用违约互换（LCDS）是将担保贷款作为参考金融工具的标准衍生工具。2006 年 6 月，国际结算和交易商协会针对 LCDS 合同发布了标准交易确认。

与所有信用违约互换（CDS）一样，LCDS 基本上是一个保险合同。如果贷款违约，卖方将获得一笔利差，作为交换，卖方将同意以票面价格或预先协商的价格购买贷款。LCDS 使参与者能够通过卖空 LCDS 来购买贷款或通过购买 LCDS 来出售贷款。从理论上讲，贷款人可以直接（通过以特定名称购买 LCDS 保护）或间接

(通过以类似的名称或一系列名称购买保护) 对冲仓位。

此外，由于显而易见的原因，现金市场是只能做多的市场，而 LCDS 市场为投资者提供了一种做空贷款的方式。为此，投资者将为非其持有的贷款购买保护。如果随后贷款违约，已购买保护的买方应该能够在二级市场上以折扣价格购买贷款，然后以票面价格交付给买入 LCDS 合约的交易对手。例如，假设一个账户为特定贷款购买五年保护，每年支付 250 个基点。在第二年，这笔贷款违约，市场价格跌至票面价格的 80%。然后，已购买保护的买方能够以 80 的价格购买贷款，并以 100 的价格交付给交易对手，赚取 20 个点。或者，一些已购买保护的买方不进行实物交割，可能更喜欢现金结算，这时，当前市场价格与交割价格之间的差额要通过轮询交易员或使用第三方定价服务来确定。如果没有足够的票据来实际结算特定贷款的所有 LCDS 合约，也可以使用现金结算。

Markit LCDX 是参与者可以交易的 100 个 LCDS 义务的指标。该指数为参与者提供了一个简单的方式，以在广泛的贷款上持有多头或空头头寸，并对冲其市场风险。IHS Markit 负责管理 LCDX。与 LCDS 一样，LCDX 指数是场外交易产品。

单一名称总收益率互换 (TRS) 是参与者联合购买贷款的最早方式。实质上，TRS 允许机构以保证金形式购买贷款。根据 TRS 计划，参与者从交易对手 (通常是交易员) 购买利用参考资产创造的收入流 (在这种情况下为银团贷款)。参与者将一定比例 (如 10%) 作为抵押品，并向交易员借贷剩余部分。然后参与者获得贷款减去财务成本后的利差。如果参考贷款违约，参与者有义务按票面价格购买贷款，或者根据市场价格或拍卖价格用现金结算头寸。

以下是 TRS 的简单经济学原理。参与者支付了 L+250，通过 TRS 购买了一笔 1000 万美元的贷款头寸。为了影响购买行为，参与者将 100 万

美元放在抵押账户中，并为余额支付 L+50 (这意味着 9:1 的杠杆)。因此，参与者将获得抵押账户为 100 万美元的 L+250，外加剩余金额 900 万美元的 200 基点 (L+250 减去 L+50 的借贷费用)。

由此产生的收入是  $L+250 * 100$  万美元加上  $200 \text{ 基点} * 900$  万美元。按照参与者 100 万美元的抵押金额 (或股权投资) 计算，回报为 L+2,050。如果 LIBOR 为 5%，则回报为 25.5%。当然，这并不是一个没有风险的提议。如果发行人违约，贷款价值变为 70 美分，参与者将损失 300 万美元。如果贷款没有违约，但是由于某种原因 (市场利差扩大、降级、财务状况恶化) 而使标价下降，当 TRS 到期时，参与者将失去票面价格与当前市场价格之间的差额。或者，在极端情况下，价值会下降到抵押账户的价值以下，参与者还要追加保证金。

除了上述单一名称 TRS 的类型外，另一种投资贷款的方式是通过 TRS 计划，在这种计划中，交易员为贷款组合而不是单一参考资产提供融资。这些产品的相似之处在于，投资者将按照整体 TRS 计划的一定比例建立抵押账户，并向交易员借贷余额。该计划通常要求经理人遵守多元化指引，以及加权平均期限最大值和加权平均评级最小值。

像单一名称 TRS 一样，投资者通过成本与资产利差之间的差额来赚钱。此外，任何价格升值都可以提高回报。当然，如果贷款失去价值，投资者的损失就会被金融工具的杠杆放大。此外，如果抵押品价值下降到预定水平以下，投资者可能会被追加保证金，或者在最坏的情况下，TRS 可能会被解除。

在 2008 年信贷危机之前，TRS 计划曾被广泛使用。从那时起，由于资本市场上的投资者摆脱了杠杆化的市价产品，它们在贷款领域的地位已经大大降低了。在欧洲，一些投资者在资金中使用 TRS，而 UCITS 规定禁止贷款中的实物投资。



# 词汇表

---

## 364 天融资

期限为一年或更短的循环信用融资。

## 4B 贷款

S&P Global 评级为 BB+ 至 BB- 和穆迪评级为 Ba1 至 Ba3 的贷款。

## CCC 降级率

在指定的 12 个月期间，信贷评级降至 CCC 的发行人数量，除以期初的信用评级数量。

## CLO 风险保留

这些规定旨在确保 CLO 投资者在其组织的工具中保留风险，也称为“风险共担”。根据多德-弗兰克法案第 941 款规定，自 2016 年 12 月 24 日起，CLO 经理人作为投资经理人，必须保留不低于其证券化资产的信用风险的 5%，但合格的抵押贷款池除外。这种保留要求可以通过保留“横向利益”或“垂直利益”来满足，横向利益从属于所有其他利益（例如债权人的部分权益类证券），而垂直利益将从通过证券化发行的每一类债务的付款中抽取一部分。

## IPO

发行人在交易所挂牌上市——如果是 P2P LBO，则是重新上市。上市的股权收益的一部分通常用于偿还一些债务，公司可以经常以更优惠的条款发行新的债务。

## LBO

保荐人对公司的并购投资。不包括资产重组、再融资和后续收购。

## LCD 流名称组合

根据 LCD 与市场上的交易员和投资者的讨论，包含在二级市场上广泛交易的工具的贷款市场样本。现已针对美国市场和欧洲市场编译了一个版本。

## LIBOR 基点

贷款基础利率的利率基点。

## LOC 费用

信用证费用。备用或财务 LOC 是最常见的费用，保证贷款人会支持各种企业活动。

## Markit LCDX

参与者可以交易的 100 个 LCDS 义务的指数。该指数为参与者提供了一个简单的方式，以在广泛的贷款上持有多头或空头头寸，并对冲其市场风险。

## RATS（利率、摊销、期限和证券）

协议的变更类型，通常需要贷款人的全体表决。

## S&P 欧洲杠杆贷款指数（ELLI）

基于市场权重、利差和利息的市场价值加权指数，用于跟踪欧洲贷款市场。

## S&P/LSTA 杠杆贷款指数（LLI）

基于市场权重、利差和利息的市场价值加权指数，用于跟踪美国贷款市场。LLI 由 S&P Global 与美国贷款市场贸易集团贷款银团与贸易协会（LSTA）合作经营。

## 安排行

参与承销和筹组的商业银行或投资银行。

## 安排行费用

安排行处理交易所赚取的费用。根据交易的复杂程度、市场情况以及贷款是否承销，新的杠杆贷款可以承担总贷款承诺的 1% 到 5% 的安排费。

## 按本金金额计算的违约率

在 12 个月期间，违约的贷款金额除以在期初未偿还的贷款总额。

## 按比例

出售给银行的融资（循环信贷、TLA、收购融资、资本支出融资）。这些工具通常在到期日之前逐渐摊还（除循环信贷之外），并且到期日为六至七年。它们通常会有

+200 以上的利差，根据定价网格可能会有两到四次的降价。

### 按贷款数目计算的违约率

在指定的 12 个月期间，违约的贷款数目除以在期初未偿还的贷款数目。

### 按市值计价

使用可用的价格数据（由交易员服务台报告的投标/询价水平，按市价服务编制）而不是公允价值（根据贷款是否可能全部或部分偿还贷款人而进行的估计值），来确定贷款价值的机制。

### 保荐人对保荐人（S2S）

一家私人股权公司向另一家私人股权公司出售投资组合。

### 并购（M&A）

杠杆融资市场会进行企业并购（M&A）活动。在这些活动中，公司寻求融资来购买其他公司或与其他公司合并。

### 补救期

让借款人补救违约的时间。

### 不良贷款

被认为违约风险较高的信贷。在贷款市场上，以低于 80 美分交易的贷款通常被认为是不良贷款。在债券市场中，普遍的定义是利差为 1000 基点或以上。

### 不良交易

不良交易是经协商的招标，持有人会把现有票据换上新一批债券，一般本金较低，往往收益也较低。

### 财务契约

对借款人实施最低财务业绩衡量，例如，必须维持高于流动负债的流动资产水平。有维持和招致两种类型的财务契约。

### 参与协议销售

二级销售类型。买方有兴趣参与贷款人对贷款的承诺。

### 偿付率

衡量公司履行其财务义务的能力，例如利息偿付率。比率越高，履行这些承诺的能力越强。

### 偿付率契约

要求借款人维持相对于指定费用而言最低水平的现金流或收益，最常见的是利息、债务偿付（利息和还款）以及固定费用（债务偿付、资本支出和/或租金）。

### 长久延期

在得到银团同意的情况下，借款人可把贷款延长一年。

### 超额现金流

在扣除所有现金开支、所需股息、债务偿还、资本开支及营运资本变动后，多出的现金流。借款人有时需要用超额现金流的收益来预付杠杆贷款。

### 承诺费用

在提取之前，针对循环贷款或定期贷款中未提取的金额支付给贷款人的费用。

### 承销交易

由安排行担保整个承诺，然后为贷款筹组银团的交易。一些银行使用这一策略来赢得授权并获得丰厚利润。

### 承销商

提供交易所需资金并分配（筹组）债务的金融机构。

### 持续提供的封闭式基金

投资者可以每天以基金的净值（NAV）购入这些基金。但赎回时需要通过月度或季度招标进行，而不能每天进行。

### 重新定价

通过修订来更改利差。在新发行的利差正在下降的市场中，已经在市场上的借款人会要求贷款人减少现有的贷款利差。

### 重组计划

债务人脱离破产进而恢复正常业务和偿还提前请愿债权人的计划。

## 初级 DIP

此类贷款普遍由债券持有人或无担保的其他债务人提供，作为自身信贷策略的一部分。

## 初级股东

支付优先级最低的股东（低于优先股股东）。

## 初级债券持有人

支付优先级最低的债券持有人。

## 次级债券持有人

排名低于高级级别的债券持有人。

## 打入价

贷款或债券完成结算和分配后，在二级市场上首次出售时的价格。

## 打印交易/签署交易

以特定的价格和利差清算交易。

## 大额贷款

超过 10 亿美元的交易。

## “大孩子”信

这类信件一般要求公共机构确认它们知悉可能有些他们不知道的信息，而即使如此他们仍然同意进行此项交易。这样，签署者就成为愿意承担这些风险的“大孩子”。

## 代理

此安排行头衔是在没有其他更佳头衔时，用于显示牵头银行，往往在小额贷款中使用。

## 贷款 100 指数

S&P/LSTA 美国杠杆贷款 100 指数的简称，该指数旨在反映杠杆贷款市场中最大融资的表现。

## 贷款承诺

商定的借款资金规模。

## 贷款信用违约互换 (LCDS)

有担保贷款作为参考金融工具的标准衍生工具。

## 贷款银团与贸易协会 (LSTA)

代表杠杆贷款市场的美国贸易协会。LSTA 通过研究、文件、教育以及广泛的宣传和支持来推动这种资产类别的利益。

## 单一担保协议

从破产的角度来看，第二留置权贷款人与第一留置权贷款人处于同一个债权人级别。

## 单一工具融资

此类贷款由单个贷款人提供，但是经常在幕后再进行切分。

## 单一名称总收益率互换 (TRS)

参与者以保证金形式综合购买贷款的最早方式。参与者从交易对手（通常是交易员）购买利用参考资产创造的收入流。

## 当地货币选择

在欧洲，融资不一定要用欧元，可用多种货币提供资金，尤其是英镑和美元。

## 到期利差/到期收益 (STM/YTM)

到期利差/到期收益是在规定的融资期限内按照打入价进行调整的主要市场利差。二级到期利差/到期收益是在贷款的剩余期限内按照当前二级市场价格进行调整的当前利差。

## 低门槛贷款

此类贷款具有与债券相同的财务招致契约，而不是传统的维护契约，后者通常是贷款协议的组成部分。

## 低于面值贷款回购

这为拥有财政资源和契约空间的发行人创造了机会，可以通过招标回购贷款，或在公开市场中以低于面值的价格回购贷款。



## 抵押贷款债券 (CLO)

以贷款池为后盾的结构化证券。它使用杠杆，通常从 AAA 到普通股进行分级。

## 第 7 章

用以监管一家公司及其资产清算过程的美国破产条例

## 第 11 章

用以监管一家公司及其资产重组过程的美国破产条例。

## 第二留置权债务 (SLD)

对证券具有第二优先权的贷款。从属于高级贷款 (TLA、TLB、TLC 等)，但优先于夹层贷款、高收益贷款、PIK 票据和股权。它们是类似于浮动利率金融工具的高级贷款，价格比高级贷款高出大约 200-300 基点。因为许多第二留置权债务在头两年有提前偿还罚款，所以提前偿还第二留置权债务比高级债务要昂贵。它们的到期日通常比 TLC 长半年至一年。

## 第二留置权债务/EBITDA (SLD/EBITDA)

第二留置权债务对 EBITDA 的比率。金融分析和契约中常用的一个比率。

## 第一留置权债务 (FLD)

对证券拥有第一优先级的高级债务。

## 第一留置权债务对 EBITDA (FLD/EBITDA)

第一留置权债务对 EBITDA 的比率。杠杆分析和财务契约中使用的主要比率之一。

## 定价网格 (亦称利润棘轮)

一套允许发行人对融资支付较低利息的财务措施。例如，如果发行人的债务对 EBITDA 的比率低于 3 倍，则定价为 LIBOR+275；如果这个比率下降到 2.5 倍，则定价为 LIBOR+250。

## 定期贷款 (TLA、TLB、TLC)

此类融资是分期贷款，例如用于购买汽车的贷款。借款人可以在短期承诺期内借款，并根据预定的一系列还款额或一次性总额（一次性整付）在到期后偿还。定期贷款 A (TLA) 是按比例分配的融资，用来满足银行投资者的要求。机构定期贷款包括定期贷款 B、C 和更高级别 (TLB、TLC 等等)，用来满足机构投资者的需求。

## 多种货币信贷额

允许借款人以一种或多种货币借贷（在大多数协议中，这个选项有封顶限制）。

## 二级/三级 LBO

二级 LBO (和三级 LBO) 是从一个保荐人到另一个保荐人的销售。

## 发放留置权/抵押品释放要求

该机制规定，如果发行人的评级发生变化，借款人必须附加或释放抵押品。发放留置权/抵押品释放要求主要附加于其所购债券等级接近投资级/投机级界限的借款人。

## 非核心收购

一家公司发行人向私人股权公司出售一个部门。

## 分支抵押品结构

发行人在资产抵押贷款和基金定期贷款之间划分抵押品。资产抵押贷款以流动资产（如应收账款及存货）作担保，而定期贷款以固定资产（如房产、厂房和设备）作担保。由于更容易变现，流动资产在抵押品中具有最高地位。

## 否定契约

这些协议以某种方式限制借款人的活动。它们会根据借款人的具体情况进行高度结构化和定制化设计，可以限制收购和投资的类型及金额、发行新债务、留置权、资产出售和担保等活动。

## 浮动利率

超过基础利率（通常为 LIBOR）的利差，定期重设。借款人可以在未来 1 个月至 1 年内锁定利率。

## 负面抵押

发行人同意不向新贷款人抵押任何资产，以确保贷款人的利益受到保护。

## 附属担保

保证附属公司的资产属于资产抵押的一部分，因此，如发行人破产，其所有单位需要一同还款。

## 杠杆贷款

贷款 (1) 被评为 BB+ 或更低等级，或者 (2) 未进行评级或被评为 BBB- 或更高等级，但 (a) 利差为 LIBOR+125 或更高且 (b) 通过第一或第二留置权进行担保。根据这个定义，评级为 BB+ 且利差为 LIBOR+75 的贷款符合条件，但是具有相同利差的未评级贷款则不符合条件。

## 杠杆贷款准则 (LLG)

2013 年，该规则由联邦储备委员会 (FRB)、联邦存款保险公司 (FDIC) 和货币主计长办公室 (OCC) 共同制定。这些准则指出，不符合信贷标准的贷款将被银行监管机构视为“批评级”或“应加注意级”。承销或持有此类贷款的银行可能会受到处罚。

## 杠杆契约

债务相对于股本或现金流的最高水平，总负债/ EBITDA 水平是最常见的。

## 高杠杆贷款

在 1996 年以前，是指利润为 L+250 及以上的贷款，从 1996 年至今，是指利润为 L+225 及以上的贷款。

## 高收益取代贷款

为了对贷款进行再融资而发行的高收益债券。

## 高息/低息

这是从债券市场引入贷款市场的术语，是指投资者（而不是借款人）的视角。如果一个贷款被称为“高息贷款”，那么就意味着它与同行业中其他同类贷款相比利差较低，所以出售贷款可以获利。相反，如果一个贷款被称为“低息贷款”，则意味着它与同类贷款相比利差较高。也就是说，您可以低息购买。

## 公对私 (P2P)

私人股权公司收购一家上市公司，导致其从证券交易所退市。

## 公允价值

评估资产在二级市场中交易的价格。

## 共同代理/管理代理

此头衔大多是作为大额承诺的奖励，对于贷款管理责任而言，在很大程度上是一个毫无意义的头衔。

## 股票回购

公司使用债务收益来回购股票。

## 股权补救

这些规定允许发行人通过股权投入补救违反契约的情况（例如超出最大杠杆考核）。

## 股权发行

发行人卖出股票所得的净收益。杠杆贷款可能要求借款人用股权发行收益进行预付。一般要求的比例是 25 - 50%。

## 股权过桥贷款

安排行提供的过桥贷款，预计将通过杠杆收购的次要股权承诺偿还。

## 股权注资

通常在环境低迷时才会出现。在某些情况下，私人股权所有者同意在该公司进行股权注资，或者新投资者介入，为加强该公司的资产负债表而提供新资本。

## 股权转让投资

将在原所有权下为公司提供的资金重新投资到新所有权下的新公司。

## 股息融资

公司承担债务，利用举债收益向股东支付股息。

## 固定及浮动留置权

这种留置权可以让借款人在未经同意的情况下处理资产（因此具有浮动性）。然而，收益必须通过特定的途

径，包括指定账户，以便借款人可在特定情况下有权冻结资产（固定属性）。

## 观察名单

S&P Global Ratings 信用观察名单上的发行人。

## 管理的资产 (AUM)

由特定投资经理人代表投资者管理的所有基金的市场价值。

## 管理帐簿

一般而言，贷款安排行负责管理帐簿，即准备文件、筹组和管理贷款。

## 管理账户

根据投资者的特定要求量身定制的独立管理的投资账户。

## 过桥贷款

此类贷款旨在提供短期融资，以为资产出售、债券发行、股票发行、剥夺财产等提供桥梁。一般由安排行提供，作为整体融资方案的一部分。

## 过往表现

根据一项或多项财务要求调整贷款利差。

## 行业概览

信息备忘录或银行帐簿的一部分。行业概览会说明该公司的行业，以及与同业比较下的竞争地位。

## 回购

发行人或其私人股本保荐人/所有者在二级市场上以低于票面价格回购优先债务，企图减少总债务。

## 机构投资者

主要通过混合金融融资的贷款和债券投资者。这些基金的形式包括结构化工具（CLO）、共同基金、对冲基金和养老基金。

## 机构债务/机构融资

主要售予机构投资者的工具。它们通常需要一次性整付，只有很少（每年 1%）或没有摊销，到期时间为 8 到 9 年，利差为 +250 - 325。它们经常受到定价网格的影响，有时还会收取保费/预付费。

## 基础利率

贷款支付的最低利率。LIBOR/Euribor 是最常见的基础利率，但可以包括优惠利率、CD 和其他一些格式。

## 基金成本

银行自定义的基金利率。

## 即期信用贷款

一种小型隔夜借贷额，通常由代理提供。

## 加权平均报价

投资者愿意购买贷款的价格，根据未付清票面金额进行加权计算。根据定义，交易越大，平均来说影响越大。

## 加权平均机构利差

TLB 和 TLC 付款的平均利差，根据每个付款的规模进行加权计算。

## 夹层

夹层贷款是一个次级金融工具，包含二级证券，或者当果资本结构还包括第二留置权时，它便包含三级证券。

## 夹层基金

按照惯例只专注于夹层市场的投资池，为收购提供次级债券。

## 价格谈判

在市场上发布的原始目标利差或利差范围。

## 简单多数

基本的“所需贷款人”级别，用于批准非实质性的修改和豁免，或影响交易中一次融资的变更。



## 交叉担保

与借款人有关的不同经营单位保证其资产作为抵押品的正式保证。

## 交易所买卖的封闭式基金 (ETF)

在证券交易所里买卖的基金。通常情况下，这些资金通过首次公开募股实现资本化。此后，投资者可以买卖份额，但不得赎回。

## 结构弹性

安排行在银团贷款期间调整工具大小以反映当前流动性水平。在流动性较高的时期，安排行可能会将债务从成本较高的工具（如夹层）转移到成本较低的工具（如第二留置权或第一留置权）。

## 结构融资

基于基础资产池的复杂金融工具。对于贷款，主要形式是抵押贷款债券（CLO），此类债券使贷款池证券化，并包括一定数量的杠杆。

## 借款基准

为资产抵押贷款担保的特定资产。附加信用额度的大小受限于与相关抵押品估值有关的利润公式。

## 尽力交易

安排行集团承诺承销全部贷款的一部分，让市场的兴衰决定信贷。尽力银团贷款历来用于高风险借款人或复杂交易。

## 竞标选项 (CBO)

允许借款人向银团征求最佳出价。代理将进行类似于拍卖的活动，为借款人筹集资金，并接受最佳出价。

## 竞价报价 (OWIC)

与 BWIC 相反。要求交易员购买票据组合并向潜在卖家征求最佳报价，而不是寻求投标。

## 竞价买入价 (BWIC)

贷款或债券组合的二次拍卖。通常，一个账户将通过交易员提供一系列融资。交易员会开出 BWIC，请有潜力的买家提交单个产品或整个投资组合。交易员会比对所有买入价，并让价高者投得融资。

## 竞价拍卖

在为交易融资时，保荐人通常会在授权之前向安排行征求出价。

## 俱乐部交易

较小额的贷款（规模通常是 2500 万至 1 亿美元，但可以高至 1.5 亿美元），以预先推荐方式售予一组关系贷款人。安排行一般在同等参与方中可获得优先权，而各贷款人可收取全额或接近全额的交易费用。

## 绝对多数

进行某些实质性变更所需要的贷款人比例（通常为 67% 至 80%），例如定期偿还贷款和抵押品的释放。这个阈值高于用于批准非实质性修改的简单多数级别。

## 可转让证券集合投资计划 (UCITS)

根据欧盟法规创建的投资工具。这些联合基金在欧洲注册，但可以出售给世界各地的投资者。它们的存在是因为英国的法规限制了向个人投资者直接发放贷款。

## 肯定契约

此类契约说明借款人必须采取什么行动来遵守贷款契约。它们通常是标准化文本，例如，要求借款人支付银行利息和费用、提供经审计的财务报表、及时续保、照章纳税等。

## 控制权变更

发行人的所有权结构发生重大变化。这可能是由合并、收购发行人或大多数董事会成员变动引发的。

## 跨境

在两个市场（通常是美国和欧洲）发行付款的交易。

## 扩建融资

扩建融资支持特定的项目，如公用事业工厂、土地开发交易、赌场或能源管道。

## 利差/利润

作为贷款利息支付的超出基础利率的金额。例如，基础利率+350 意味着利差为 350 基点。

## 利息

因贷款人为交易提供资金而支付的款项（通常以超过基础利率的利差形式计算）和一系列费用。

## 良好贷款

没有违约的贷款。

## 流动比率范围

要求借款人将流动资产（现金、有价证券、应收账款和存货）除以流动负债（应付账款、低于一年的短期债务）所得的流动比率保持为最小。

## 流动负债

资产负债表中需要按需支付的负债 —— 短期债务和应付账款。

## 流动性

衡量在二级市场中出售贷款的容易程度的指标。容易交易的贷款具有流动性。难以交易的贷款则不具有流动性。

## 流动资产

资产负债表中最具流动性的资产 —— 现金、现金等价物、应收账款。

## 伦敦银行同业拆放利率（LIBOR）

计算银行贷款利息的标准基础利率。银行向其他银行借贷的利率。

## 没有限制的基金

全球分配基金也被称为没有限制的基金，因为它们在选择投资类型方面非常灵活。它们可以根据管理团队的决定投资所有地区和资产类别。

## 每日基金

传统的开放式共同基金产品，投资者可以每天以基金的净值购买或赎回份额。

## 面值

基本金融工具的票面价值或名义价值，通常以百分比表示。

## 内部回报率（IRR）

表示投资成本净现值（负现金流量）等于金融工具收益净现值（正现金流量）的百分比。

## 年均复合增长率（CAGR）

衡量某项投资在多年时间内的增长率的年度衡量标准。

## 欧洲信贷基金

开放式的债务投资池，它们不必在行业或评级多样化方面受到评级的监督和限制。它们的杠杆率通常比较低（两到三倍），而且管理者在挑选和选择投资方面拥有很大的自由度。

## 排名表

贷款市场的特定指标排名，例如主安排行或保荐人。

## 平等权利

意指平等地位。描述两种或两种以上资产按照资历平等排列而没有任何偏好的情况。

## 平均按比例利差

循环信贷和定期贷款 A 工具的平均利差。

## 平均打入价

贷款或债券完成结算和分配后，在二级市场上首次出售时的平均价格。

## 平均零售新发行费用

安排行向加入银团的贷款人支付的平均费用，它有不同等级，以便投入越多，盈利越大。按比例的工具与机构工具所支付的费用通常不同。

## 平均新发行结算水平

引用弹性调整机制后，得出的简单平均最终总利差，包括现行 LIBOR 或 LIBOR 基点（如有）。

## 平台收购

私人股权集团在独特的业务领域购买公司，以便在同一业务领域进行后续收购。第一个收购是平台，其他购买随之进行。

**葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙 (PIIGS)**  
欧元区的南欧国家及爱尔兰。

## 契约

借款人在信贷期间做某些事情或不做某些事情的各种保证。

## 契约修订/豁免/解除

发行人未能维持财务契约时，可以向债权人申诉，解除其要求，并豁免该时期的这些契约。也可以请求修订契约级别，使其不那么严格。

## 前期费用/新发行费用

安排行向加入联合贷款的贷款人支付的费用，它有不同等级，以便投入越多，盈利越大。

## 强制性预付款

某些企业活动和事件触发杠杆贷款的预付款要求。它们包括超额现金流、资产销售、债务发行和股权发行。

## 清偿优先级

意指金融工具的支付优先级排名。根据排名，发行人优先支付最高债权人，最后支付最低级的股东。

## 清算收益

金融工具首次打入市场时的收益。

## 去中介化

银行被机构投资者取代（或脱离中介进行交易）的过程。

## 全体表决

所有贷款人都需要批准 RATS（利率、摊销、期限和证券）或抵押权等重大变更。

## 融资费用

以融资的整笔承诺金额计算，与具体使用的金额无关。这笔费用经常取代发放循环信贷时收取的承诺费用，原因在于这些融资普遍会有竞标选择权，可以让借款人从银团中选出最理想的报价。

## 融资公司

通过借钱为贷款提供资金的公司。融资公司往往投资于较小的交易。融资公司几乎仅仅存在于美国，它们在杠杆贷款市场中的份额一直低于 10%。

## 软赎回

发行人为了提前赎回而支付的保费。

## 软赎回费

发行人为了提前赎回而支付的保费。

## 商业发展公司 (BDC)

这种美国上市公司的唯一商业目的就是投资中小型公司。

## 商业票据

无担保的短期公司债券。

## 商业银行

提供接受存款和发放贷款等服务的金融机构。

## 实物支付 (PIK)

债务的一种类型，以现有债务累积的额外债务形式支付利息。

## 使用费用

在使用的循环信贷高于某个固定级别或低于某个下限时（后者更常见）而收取的费用。

## 市场技术

市场供应与市场需求之间的平衡。如果有很多美元追逐小产品，那么发行人就能够得到较低的利差。然而，如果相反的话，贷款需要增加利差才能实现市场出清。

## 市场清算水平

交易在主要市场清算的价格或利差。



## 授权主安排行 (MLA)

此指定仍然是银行最重要的贷款人头衔，提供主要安排和初步承销，大部分费用都由它们收取。仅适用于欧洲。

## 赎回利差/赎回收益 (STC/YTC)

赎回利差/赎回收益是在规定的赎回期内（通常为 3 年或 4 年）按照打入价进行调整的主要市场利差。二级赎回利差/赎回收益是在规定的赎回期内按照当前二级市场价格进行调整的当前利差。

## 双边信贷额度

只有一个贷款人的贷款协议，不会面向一个集团筹组债务。

## 私人股权公司/财务保荐人

这类公司可以提供财务支持，并投资各个公司的私人股权。

## 所需贷款人级别

通常只是简单多数，用于批准非实质性的修改和豁免，或影响交易中一次融资的变更。

## 弹性

保证金弹性机制允许安排行在联合贷款过程中改变利差以调整定价。为了吸引投资者购买信贷，利差将会上涨，或者弹性上涨。当流动性高且供不应求时，利差就会下降，或者弹性逆转。当安排行在联合贷款期间调整付款大小以反映流动性水平时，便会出现结构弹性。在流动性较高的时期，安排行可能会将债务从成本较高的工具（如夹层）转移到成本较低的工具（如第二留置权或第一留置权）。

## 提前还款

S&P/LSTA 杠杆贷款指数中的总贷款未偿还额在规定的时间内支付。

## 提前还款费用

如果债务在到期前偿还，则由发行人支付的费用。

## 条款和条件 (T&C)

说明了定价、结构、抵押品、契约以及其他信贷条款的前期条款表。

## 停滞协议

如果是两个单独的担保协议（由一个停滞协议分开），第一和第二留置权贷款人可能被分为两个债权人级别。第二留置权贷款人在第一留置权债权人委员会中没有投票权。

## 投机级别

投机级别是指发行人的评级为 BB+ 或更低级别。也被视为杠杆范围。

## 投票权

批准贷款协议的修订或更改时所需的贷款人比例。级别可能因变更类型而异（绝对多数与简单多数）。

## 投入的股权

保荐人为 LBO 融资所做出的投入，计算方法为保荐人的股权除以总交易额。

## 投资级

发行人被评为 BBB - 或更高等级的信用段。

## 投资考虑因素

信息备忘录或银行帐簿的一部分。这一部分通常用作管理层对交易的推销。

## 投资银行

提供相关服务的金融机构，例如通过承销或充当客户代理来增加资本。与商业银行不同，他们不动用客户存款。

## 退出

这一选项允许借款人在指定日期将循环借款转换为定期贷款。

## 退出融资/退出贷款

在美国，这些贷款为发行人脱离破产提供资金。通常，这些贷款是经过预先协商的，是公司重组计划的一部分。

## 挽回

这与违约损失率相对，是债权人在违约中挽回的金额，而不是损失的金额。

## 违约

贷款违约主要分为两类：技术违约和更严重的还款违约。技术违约是指发行人违反贷款协议的条款。举例来说，如发行人在财务契约考核中未能达标，或未能向贷款人提供财务数据，或出现其他与还款无关的违约行为。顾名思义，还款违约是指一家公司无力偿还利息或本金。通常会有预设时限，如 30 天，让发行人补救违约的情况（即补救期或宽限期）。其后，贷款人可以采取适当行动，包括催还或赎回整笔贷款。

## 违约风险

借款人无法按时偿还利息或本金的可能性。

## 违约率

可通过贷款数目或本金金额来计算。公式大致相似。S&P Global 为了计算违约率，将违约定义如下：一种贷款由 S&P Global 评为 D 级，意指发行人已申请破产，无力偿还利息或本金；或进行重组，导致贷款人蒙受重大损失。

## 违约损失

衡量贷款人在违约情况下可能发生的损失严重程度。投资者根据支持贷款的抵押品（如果有的话）来评估这种风险。

## 维持契约

这些担保比招致契约更为严格，因为它们要求发行人每季度均要符合某些金融考核，不论是否作出任何行动。

## 文档代理

负责处理文件和选择律师事务所的银行。

## 无担保

没有抵押品作为后盾的贷款。

## 无留置权的付款

低门槛贷款的一种形式，允许发行人挖掘市场中没有招致考核限制的其他贷款。

## 息税折旧摊销前利润 (EBITDA)

经常用作现金流的代理。

## 现金流贷款

资产抵押贷款的一种形式。此类贷款可以用抵押品作担保，但用现金流偿还。

## 现金流指标

评估和监控公司产生的现金流的各种分析。其中包括经营性现金流和自由现金流。

## 相对价值

这可以指以下对象之间的相对回报或利差：(1) 同一发行人的不同金融工具，例如将贷款利差与债券利差进行比较；(2) 具有同样评级和/或处于相同领域的发行人的贷款或债券，例如将一家 BB 评级医疗保健公司与另一家公司的贷款利差进行比较；以及 (3) 市场，例如将贷款市场上的利差与高收益或公司债券的利差进行比较。相对价值是揭示被低估或被高估的资产的一种方式。

## 新发行量

在任何规定的时间内发放到一级贷款市场的面额。

## 信贷评估/私人评级

评级机构对未公开披露的公司信誉进行评估。

## 信贷人协议

信贷人协议是从属协议，规定在违约时，优先偿还给所有贷款人（包括高级及次级）。这适用于跨越国界的贷款人，并确定他们在没有个人破产法庭介入时的地位。

## 信贷协议

包含最终贷款条款和条件的文件。

## 信息备忘录 (IM)/银行帐簿

对交易条款的说明。通常包含执行摘要、投资考虑因素、一系列的条款及条件、行业概览以及财务模型。如果发行人寻求由非银行投资者提供的资本，安排行会准备一份“公开”版的 IM（银行帐簿），其中不含任何机密信息。

## 信用证 (LOC)

银行集团提供的担保，如果借款人不能偿还债务或义务，则由银行负责偿还。

## 形式财务数据/财务模型

针对发行人的历史、备考及预测财务数据建构的详尽模型，包含管理层对发行人作出的最佳、最差及基本情况预测。

## 行政代理

处理所有的利息和本金偿还并监督贷款的银行。

## 行政代理费用

通常是管理贷款而支付的年费（包括向银团分配利息）。

## 修订费用

在贷款结束后，如果借款人要求通过修订来更改条款，就要向贷款人支付补偿。

## 修订扩展

这项技巧让发行人将部分贷款的到期日推迟，只需加以修改而不用大举再融资。这些交易共分两个阶段。第一阶段是修订：当中要有不少于 50.1% 的银行集团成员批准发行人，将现有部分或全数债务转为远期票据。新票据和现有票据享有平等权利，但由于新票据年期较长，所以利率较高，有时会有更有吸引力的条款。第二阶段是转换：贷款人可将现有的贷款换成新的贷款。

## 询价

在询价过程中，安排行修订条款以使借款人受益，但也要确保有足够的贷款人愿意参与交易。

## 循环

当贷款或债券以特定价格完全认购时，则被称为循环。之后，贷款或债券将用于分配和融资。

## 延期提款的定期贷款

可在指定期限内提取的信用额度——发行人在承诺期内支付费用（计票费），这些额度需在特定期限（退出期限）内偿还。这些主要用于购买特定资产或设备，或者进行收购（收购或设备额度）。

## 掩护竞标

交易员同意按照某一标准成效 BWIC 或拍卖。交易员为了赢得业务，可能会为账户提供掩护竞标，相当于设置了拍卖底价。

## 一般企业目的

将贷款用于支持营运资本、一般运营和其他常规营业用途。

## 一级 LBO

向私人股权保荐人首次出售的公司。

## 以评级作为定价标准

根据评级调整贷款利差；通常用于投资级贷款。

## 银团代理

处理银团贷款的银行。

## 银团贷款

一组贷款人提供的商业信贷。它由一个或多个商业或投资银行（称为安排行）组织、安排和管理。

## 营运资本

流动资产减去流动负债。

## 影子违约率

在 12 个月期限内，(1) 支付违约利息，(2) 签订宽松协议（在指定时间内减少或暂停支付要求的贷款人协议），或 (3) 由重组顾问（重组发行人资产负债表的专家）代表的发行人贷款数量，除以期初贷款数量。

## 硬费用

该费用可适用于所有贷款还款，包括资产出售和超额现金流。

## 优惠利率

意指银行的优惠贷款利率。利率会每天重设，借款可在任何时间清还而无需支付罚款。对于借款人来说，由于优惠利率选择比 LIBOR 的费用高昂，因此这种选择一般是隔夜形式的。

## “优惠券”获益期

投资者可以在没有资本增值或亏损的情况下获得收益的时期。

## 优先担保

通常是支付优先级排名最高的金融工具。



## 优先留置权

在破产程序期间，DIP 贷款人能够以优先留置权（此留置权高于或等于任何已存在的留置权持有人）的形式申请追加抵押品。

## 有形净值契约

要求借款人维持最低水平的有形净值（净值减去无形资产，如商誉、知识产权、为收购公司支付的超额价值）。

## 预告日历

已经宣布但尚未结清的贷款或债券清单。这些包括尚未上市的金融工具和正在出售但尚未循环的金融工具。

## 原始发行折扣 (OID)

为主要贷款人（通常是机构投资者）提供折价来给予报酬的方式。具体取决于交易需求。

## 再融资

为了对现有债务进行再融资而发行新的贷款或债券。

## 债券发行

一般来说，债券发行是指高收益或贷款交易的量，或一定时期内高收益和贷款交易的总量。在贷款交易中，贷款人支付给借款人的预付款之一是债券发行的净收益。一般要求的比例是 100%。

## 债务人占有 (DIP)

在美国，DIP 贷款会使公司破产。这些贷款构成破产分配计划中的优先索偿，因而优先于所有提前请愿索偿。许多 DIP 贷款进一步通过对债务人抵押品的优先留置权，或获得优先于任何提前请愿留置权的抵押品留置权而得到保障。

## 战略收购

由与私人股权无关的借款人进行的收购。借款人通常是与目标公司处于相同或相关行业领域的公司。

## 招致契约

如果发行人采取某种涉及融资的行动（支付股息、进行收购、发行更多债务），则需要在该活动之后继续遵守此要求。

## 执行摘要

信息备忘录或银行帐簿的一部分。提供发行人的简介、交易及理念的概览、所筹集的债务的来源和用途以及重要的财务统计数据。

## 直接贷款人

一种提供公司债务的形式，银行以外的贷款人向公司提供贷款，而不涉及投资银行、经纪人或私募股权公司等中介机构。借款人通常是中小型公司。

## 中端市场

EBITDA 不超过 5000 万美元的发行人。

## 轴线工作表

交易员提供的列表，其中包含指示性的二级投标和贷款报价。轴线只是价格指标。

## 主安排行/账簿管理人

用于显示银团筹组排名表中“最重要的人物”。

## 主要融资

通常由并购顾问附加在收购上的融资协议。如果一家私人股权公司正在与一家投资银行合作收购一项资产，该银行或银行集团可能会提供一笔主要融资，以确保该公司拥有完成交易的资金。由于主要融资提供了结构和杠杆方面的指导，因此它通常构成了拍卖得主协商的最终融资的基础，而主要融资提供商通常作为融资安排行之一，以及支持买方的贷款人。

## 主要转让

二级销售类型，代理将在贷款结束后，在账面上短期持有这些贷款，然后出售给投资者。主要用于离岸账户（主要是 CLO 和对冲基金），因其在主要市场购买贷款会遭受某些税务后果。

## 转让销售

二级销售类型。受让人成为贷款直接签署人，直接从行政代理接收支付的利息及本金。

## 转移 DIP 贷款

将提前请愿索偿加入 DIP 融资中。在某些破产案例中，DIP 贷款提供商有机会将提前请愿索偿转移到初级 DIP 贷款，后者优先于其他提前请愿的有担保贷款人。

## 资本支出 (CapEx)

针对有形资产的投资，如工厂、房产或设备。

## 资本重组

一个实体的资产负债表中的负债和所有者权益构成通过以下方式发生变化：1) 发行债务支付股息或回购股票，或 2) 出售新股权，在某些情况下偿还债务。

## 资产抵押贷款

此类贷款以特定资产作担保，通常以一套借款公式（或“借款基准”）来管理。最常见的资产抵押贷款是应收账款和/或存货清单贷款。

## 资产销售

一种标准的强制性预付款。定义为资产销售所得的净收益，通常不包括应收账款或存货。

## 自身信贷

贷款人（通常是对冲基金或不良投资者）为陷入困境的公司提供融资的策略。作为交易的一部分，如果公司违约，贷款人可获得潜在的所有权，如果是破产公司，则可获得明确的股权。

## 总收益率互换 (TRS)

参与者以保证金形式从交易对手购买利用贷款创造的收入流。参与者获得贷款减去财务成本后的利差，加上抵押账户的基础利率。如果参考贷款违约，参与者有义务按票面价格购买贷款，或者根据市场价格或拍卖价格用现金结算损失。

## 最大资本支出

对借款人的资本支出能力限制（购买房产、厂房和设备）。

## 最低预期资本回收率

要求的最低资本回收率。

## 最惠国 (MFN) 保障

将现有贷款的收益率重新设定为新贷款的利率，以确保其持续存在于市场上。

## 最惠国 (MFN) 日落

MFN 收益率保护结束后的时期（12 或 18 个月）。

未经 S&P Global Market Intelligence 或其子公司（下文统称“S&P”）事先书面许可，严禁使用任何方式以任何形式修改、反向推导、复制或分发上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、研究、模型、软件或其它应用或由此产生的输出）或其任何部分（下文统称“内容”），或其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法或未经授权的用途。S&P 和任何第三方供应商及其董事、高级职员、股东、员工或代理人（下文统称“S&P 各方”）并不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。S&P 各方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他原因，无论原因为何）以及使用内容得到的结果或用户的任何数据输入的安全或维护承担任何责任。内容系“按原样”提供。S&P 各方否认作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件配置中使用的保证。在任何情况下，S&P 各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩罚性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本或疏忽导致的损失）负责，即使被告知此类损害的可能性。

信用相关和其他分析，包括评级和内容中的陈述，都是截至发表日期的意见陈述，而不是事实陈述。S&P Global Market Intelligence 的意见、分析和评级认定决定（如下所述）不是对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见，亦不针对任何证券的适宜性。S&P Global Market Intelligence 不承担以任何形式或格式对出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在制定投资决策和其他商业决策时，不应依赖内容，也不应让内容代替其能力、判断和经验。除非经过相应注册，标普全球市场财智并未承担受托人或投资顾问的职能。虽然 S&P Global Market Intelligence 已经从它认为可靠的来源获得了信息，但 S&P Global Market Intelligence 不对其进行审计，也不承担尽职调查或对其收到的任何信息进行独立验证。

S&P 业务部门的某些活动彼此相互独立，从而保持各自活动的独立性和客观性。因此，S&P 的某些业务部门可能会掌握一些其他 S&P 业务部门无法获知的信息。S&P 已制定相关政策和章程，以确保在各个分析过程中获得的非公开信息的机密性。

S&P 可能会因为他人使用自己的评级和某些分析收取报酬（通常是从证券发行人、承销人或债务人处收取）。S&P 保留传播其观点和分析的权利。S&P 的公开评级和分析可在其网站 [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)（免费）和 [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) 以及 [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com)（需订阅使用）查阅，也可通过其他方式传播，包括 S&P 出版物及第三方分销商。如希望了解更多关于我们评级费用的信息，请查阅 [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees)。

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated 及其附属公司（“BofAML”）指数和相关信息、名称“Bank of America Merrill Lynch”及相关商标，均为 BofAML 授权的知识产权，不得复制、使用或未经 BofAML 事先书面批准的情况下分发。被许可人的产品在合法性或适用性方面尚未获得通过，不受 BofAML 管理、发布、认可、出售或推广。BOFAML 对指标、索引数据、任何相关数据、其商标或产品（包括但不限于其质量、准确性、适用性和/或完整性）不做任何保证，不承担任何责任。