

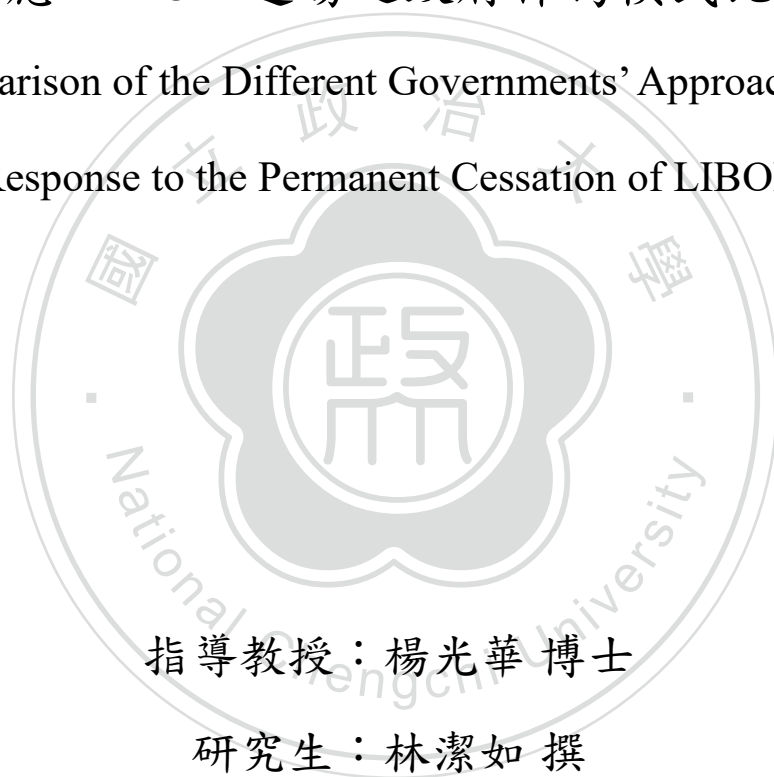
國立政治大學國際經營與貿易學系

碩士論文

因應 LIBOR 退場之政府作為模式比較

Comparison of the Different Governments' Approaches in

Response to the Permanent Cessation of LIBOR



指導教授：楊光華 博士

研究生：林潔如 撰

中華民國一一〇年七月

謝辭

在離開校園數年後還能夠走到完成論文取得碩士學位的今天，首先最想感謝是指導老師—楊光華教授。自認是老師門下最不成材與最沒天份的學生，但老師未曾放棄過我，自在校時一邊流著淚一邊與老師一字一句的琢磨國科會研究報告、開始做論文時茫然毫無方向地與老師 Meeting 到深夜，以及過往在擔任法學中心總幹事與舉辦研討會的時刻，都學習到很多。這一切都是後續幾年砥礪自己於職場上成就自己的經驗與養分。謝謝楊老師總是以身作則，並不斷地提醒學生應該實事求是、有幾分證據說幾分話，您的身教是學生一輩子的精神典範。

此外，也非常感謝於 COVID-19 疫情正嚴峻時，二話不說即答應擔任口試委員的楊培侃老師與王煦棋老師。謝謝兩位口試委員於口試當日的批評與指教，提供學生於論文的整體架構與推論上有更周延的思維。最難以忘懷的，無非政大國貿所法組求學時之高強度電子報訓練，楊光華、楊培侃、施文真與蔡孟佳老師的細心指導，奠定自己不論是吸收、解讀資料，或是以清楚的邏輯分析各項議題之能力基礎。這些無形的能量日後幾年實在受用無窮，再次感謝您們的教導。

最後，是一直持續陪伴在我身邊的家人，爸爸、媽媽、弟妹，每每想起爸媽參加那年畢業典禮那般高興的模樣，是砥礪自己無論如何皆須完成學位的動力來源。還有柏鋼，你是我這些年在對於論文感到不知所措時的精神食糧來源，謝謝你的陪伴並鼓勵我不應放棄，有好幾個夜晚陪我一起沒日沒夜地寫論文，沒有你我應該走不到今天。還要謝謝同屆法組之友虹好義氣相挺，居家辦公期間特地來學校協助我一起處理口試相關事宜，有妳真好！還要感謝最瞭解也最包容體諒我的宋柏、曾經執行 TiSA 國科會專案日以繼夜互相鼓勵的學霸菜園、緊急事況發生時總能不疾不徐細心提供協助的俐伶還有一起苦中作樂的蘇博與白，非常懷念與你/妳們一起酸甜苦辣的法組時光。隨著這篇論文之完成，深刻感受「得知於人者太多 出之於己者太少」。日後擬應時時警惕毋忘初衷，永保熱情與好奇心並將所學以致用，為社會以及金融業之發展盡一己之力。

摘要

LIBOR 為常見於決定金融商品契約價格或利息的基準利率，當全球最通用之基準利率 LIBOR 即將於 2021 年底退場，無非應依契約自由原則由契約當事人事前協議可替代 LIBOR 之參考基準利率，而不應由政府介入 LIBOR 轉換。然而，本文觀察到各國政府於 LIBOR 退場之末(2021)年，各國介入 LIBOR 轉換之程度與態樣迥異，或有像美國紐約以制訂新法介入 LIBOR 轉換者，或有像是歐盟與英國因既存之基準利率規範背景而須修法者。相形之下，亞洲國家像是日本、及主要金融市場所在國香港與新加坡，均未見主管機關制訂立法介入 LIBOR 轉換，只是以行政指導方式為之。我國政府目前因應 LIBOR 退場之作為類似後者，主管機關介入程度更淺，僅是籲請業界自律組織自訂計劃加以因應而已。

本文比較前述政府因應 LIBOR 退場介入程度有別之態樣與其原因，透過研究制訂 LIBOR 轉換立法等積極作為之國家的立法源由，突顯我國政府之作為近似日本、香港、新加坡等亞洲國家，即受 LIBOR 退場影響之程度與範圍不足以正當化制訂立法介入 LIBOR 轉換，採取與彼等相仿的柔性作為不難理解。

關鍵詞：LIBOR、LIBOR 退場、LIBOR 轉換、LIBOR 基準利率、政府因應 LIBOR 退場作為模式比較

Abstract

LIBOR is a commonly used benchmark rate in the global financial market but is going to be phased out by the end of 2021. In principle, the market should be able to react to the LIBOR cessation spontaneously, which means that contract parties have to negotiate beforehand and replace LIBOR with an agreed alternative benchmark rate. However, regulators in New York, UK and European Commission actively engaged in the LIBOR transition by enacting or amending their legislation or regulation, while no such legislative actions had been adopted by Asian financial hubs, such as Hong Kong, Singapore and Japan. Taiwan regulator's response to the Libor cessation is similar to its counterparts in Asian financial hubs.

This article analyzes the reasons for different levels of regulators engagement in LIBOR transition and suggests that the impact of LIBOR cessation in Taiwan is too small to justify enacting LIBOR transition legislation. It is understandable that our government, like those Asian countries, had adopted soft approaches in response to the permanent cessation of LIBOR.

Key Words : LIBOR 、 LIBOR Cessation 、 LIBOR Transition 、 LIBOR Benchmark Rate 、 Comparison of Government Approaches to LIBOR cessation

目次

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	3
第二節 研究方法與架構.....	5
第二章 LIBOR 退場背景與轉換困難.....	7
第一節 LIBOR 退場及轉換背景.....	8
第二節 ISDA 及其他標準化轉換條款.....	12
第三節 協議轉換之困難.....	16
第三章 美國紐約立法例.....	19
第一節 紐約為國際金融中心.....	20
第二節 紐約法為多數金融商品契約之管轄法.....	22
第三節 使用 LIBOR 金融商品契約眾多之影響.....	24
第四章 歐盟與英國立法例.....	28
第一節 歐盟與英國基準指標管制背景.....	29
第二節 歐盟因應 LIBOR 退場之修法緣由.....	31
第三節 英國因應 LIBOR 退場之修法緣由.....	33
第五章 柔性介入 LIBOR 轉換之態樣—日本、香港、新加坡及我國.....	35
第一節 LIBOR 幣別國—日本.....	36
第二節 非 LIBOR 幣別國—香港、新加坡.....	38
第三節 業界自行因應 LIBOR 轉換者—我國.....	41
第六章 結論.....	44
參考文獻.....	46

第一章 緒論

全世界最常使用的基準利率－英國倫敦銀行同業拆借利率(London Interbank Offered Rate, 簡稱 LIBOR) 使用已逾半世紀, 其形成可追溯自美蘇冷戰後形成數間大型銀行於英國倫敦金融中心形成之歐洲美元(Eurodollar)¹同業拆借市場²。個別銀行以願意出借隔夜美元予同業之利率, 經取平均計算出等同銀行資金成本之參考價格。1969 年美國漢華實業銀行(Manufacturer's Hanover)倫敦分行首次利用前述參考價格, 以可以隨時反映銀行資金成本之浮動利率訂價方式(例如: 三個月 LIBOR+ x%), 聯合數間銀行借款 8000 萬美元予伊朗國王³。

作為金融契約之利率基礎, 需要準確衡量並公平反映銀行之資金成本, LIBOR 自原先市場間非正式的報價調查, 自 1986 年起改為系統性統一管理。每天上午 11 點之前, 報價銀行以其願意於特定期間及幣別在倫敦同業拆借市場取得合理市場規模(reasonable market size)資金的最低利率提供報價⁴。英國銀行公會(British Bankers' Association, 簡稱 BBA)委由系統公司湯森路透(Thomson Reuters)經蒐集報價銀行按前述定義之報價, 並經扣除前後最高與最低 25%之極端值取平均數並發佈正式的 LIBOR 報價⁵。LIBOR 報價也從早期只有美元、英鎊與日圓等三種幣別與少數期別, 曾經增加至十種幣別與十五個期別多達 150 種報價⁶。

LIBOR 之於全球金融市場有舉足輕重之重要性, 全球以 LIBOR 計價之契約總額至少約有 300 兆美元⁷。LIBOR 常被利用於一般商業或借款契約, 使用

¹ 歐洲美元係指於美國境外形成之美元市場。

² ANTHONY SAUNDERS & MARCIA MILLON CORNETT, FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS 151 (4th ed. 2007)

³ Gavin Finch & Liam Vaughan, *The Man Who Invented the World's Most Important Number*, BLOOMBERG (Nov. 29, 2016), <https://www.bloomberg.com/news/features/2016-11-29/the-man-who-invented-libor-iw3fpmed> (last visited Oct. 25, 2021).

⁴ BBA Website, *The Basic*, <http://www.bbatrent.com/explained/the-basics> (last visited Oct. 25, 2021).

⁵ *Id.*

⁶ David Hou & David Skeie, *LIBOR: Origin, Economics, Crisis, Scandal and Reform*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports (Staff Report No.67), Mar. 2014.

⁷ 全球使用 LIBOR 之金融商品名目價值難以精確估計, 根據 2012 年英國監理總署依照已知的資料來源之估計, 使用 LIBOR 之金融契約名目金額約至少約有 300 至 800 兆美元, 其中可估計聯

LIBOR 之聯合貸款契約價值約占總額之十分之一。資本市場中之現貨商品，例如：浮動利率債券、證券化商品等，佔 LIBOR 契約金額不到百分之一，惟投資人數則不少；於部分金融市場中，LIBOR 也會被利用於房貸與學生貸款，利率之變動影響借款人每月繳付之利息。至於超過七成之 LIBOR 計價契約，則是集中在利率交換、集中清算之利率期貨/選擇權、遠期利率契約等衍生性金融商品。

然而，LIBOR 是否能真實反映同業拆借利率的問題，於知名 LIBOR 報價操縱弊案後開始受到主管機關之關注。英國金融監理總署(Financial Services Authority, FSA)⁸發現銀行開始改用其他擔保借款、存款或央行資金挹注等方式尋求資金來源⁹。英國銀行為符合金融危機後的資本與流動性管制，逐漸朝向尋求長天期或有擔保的資金來源，並減少於同業拆借市場短期融通資金¹⁰。為強化 LIBOR 價格發現之功能，FSA 要求 LIBOR 報價應有一定的真實交易供佐證。換言之，報價銀行於報價前應先參酌同業拆借市場實際交易價格(例如：存款憑證或商業本票)，如本身無實際交易，則應參考他人於同一市場內之實際交易價格¹¹。

由於同業拆借市場交易量萎縮，報價銀行不易符合新的監管要求，或法遵要求成本變高，遂漸喪失參與 LIBOR 報價的意願。為避免銀行退出報價之連鎖效應導致 LIBOR 報價無預警中斷，英國金融行為監理總署(Financial Conduct Authority, 簡稱 FCA)遂與報價銀行協商並依其職權要求報價銀行繼續報價¹²。到 2017 年 7 月 27 日，FCA 主席 Andrew Bailey 終於坦白表示，一直以來要求 LIBOR 報價應盡可能要有真實交易佐證，以確保真正反映市場條件的要求，愈來愈難達到¹³。

合貸款契約之名目金額總計約 10 兆美元、浮動利率債券約 3 兆美元、利率交換契約約 165-230 兆美元、集中交易之利率期貨/選擇權約 30 兆美元，以及遠期利率契約為 25 至 30 兆美元。本段資料來源係參照 FSA, *The Wheatley Review of LIBOR: Initial Discussion Paper* (2012), ¶ C.7.

⁸ FSA 為英國金融行為監理總署(Financial Conduct Authority, FCA)之前身。

⁹ FSA, *The Wheatley Review of LIBOR: Initial Discussion Paper* (2012), ¶ 2.11.

¹⁰ *Id.* ¶ 2.12, 2.13.

¹¹ *Id.* ¶ 4.7, 4.8.

¹² FCA news, *The future of LIBOR*, July 27, 2017, <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor> (last visited Oct. 25, 2021).

¹³ *Id.*

第一節 研究動機與目的

2017年7月27日FCA主席Andrew Bailey正式宣布與20間報價銀行達成協議，自2021年12月31日以後，FCA不會再以公權力強制要求報價銀行繼續報價¹⁴。報價銀行不再被要求提供報價的結果，意謂報價管理機構無法計算形成LIBOR。換言之，自LIBOR報價停止日起(即LIBOR退場)，與利率有關之交易契約勢必需要改用其他替代基準利率，而無法再使用LIBOR。

然而已經使用LIBOR為其基準利率之契約，難道就因為LIBOR退場而使契約失效嗎？顯然不合理。事實上，為避免大量契約曝露於基準利率轉換的不確定風險，金融穩定委員會(Financial Stability Board，簡稱FSB)於2014年起促請業界因應LIBOR退場制定標準化的轉換條款(fall back clause)。為促進LIBOR衍生性商品契約利率條款之多邊修訂，國際交換暨衍生性商品協會(International Swaps and Derivatives Association，簡稱ISDA)業已制定標準化的轉換議定書，供市場參與者採用¹⁵。至於其他現貨商品契約方面，以美元LIBOR為例，美國替代基準利率委員會(Alternative Reference Rates Committee，簡稱ARRC)諮詢業界後陸續制定聯合貸款、浮動利率債券及證券化商品的標準化轉換條款¹⁶。

既然業界組織已為因應LIBOR退場陸續制定標準化的轉換條款，只要逐步降少LIBOR的使用，並採納標準化轉換條款以過渡至替代基準利率，LIBOR退場對於金融市場造成之衝擊應不至於太大。換言之，在2021年底前契約即到期者，固然毋須面對LIBOR將消失的問題；2021年底以後才會到期者，契約當事人仍可依「契約自由」原則，以換約或簽署增補條款的方式協議適用上述標準化轉換條款，以便契約不致因LIBOR退場而失效。

即使契約當事人無法在LIBOR停止報價日前達成替代基準利率之協議，其實仍可依契約內之爭議解決條款，訴諸仲裁或約定管轄權之法院，解決契約條款

¹⁴ *Id.*

¹⁵ ISDA, ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol (Published on Oct. 23, 2020).

¹⁶ ARRC, Fallback Contract Language, <https://www.newyorkfed.org/arrc/fallbacks-contract-language>

因情事變更所引發的效力問題。不過，有些國家像是英國、歐盟及美國紐約似乎不認為由當事人利用訴訟或仲裁解決有關替代基準利率之爭議會是理想的方案，而陸續通過立法或修法，明訂這類契約之 LIBOR 應轉換至法定替代基準利率或是主管機關以其職權例外允許續用 LIBOR，亦即在相當程度限制了契約當事人自行解決 LIBOR 退場後所引發之契約問題的空間。儘管如此，絕大多數亞洲國家並未為 LIBOR 退場特別立法，縱使像香港、新加坡、日本等這類國家，有相當多金融交易利用 LIBOR 者亦不例外，目前這些國家至多僅是採取行政指導或是促請業者積極因應而已。

為什麼有上述兩種截然不同的因應作為？是否與 LIBOR 退場對各國的衝擊程度不同有關？換言之，是否與其市場中於 2021 年後仍存續之 LIBOR 契約之多寡有關？抑或是不能協議轉換之 LIBOR 契約多數以其內國法為管轄法有關？若能釐清兩種不同因應對策之原因，對於我國政府因應 LIBOR 退場，應可提供重要參考。

國外有關 LIBOR 退場之研究多圍繞在報價操縱、基準利率監理改革¹⁷等議題，另有少部分研究是有關 LIBOR 放款契約之轉換進展¹⁸或是 LIBOR 退場對衍生性商品契約的影響等¹⁹。至於國內 LIBOR 退場之相關研究或評析，亦多為如此²⁰。儘管受銀行公會委託之普華商務法律事務所(PricewaterhouseCoopers Legal Taiwan)曾於 2020 年底發表「LIBOR 轉換因應措施建議方向報告書」，但也只是建議業界如何因應 LIBOR 退場²¹，鑑於他山之石可以攻錯，本文的研究若能補足這塊尚未被探討的缺角，對我政府思考因應 LIBOR 退場的對策，應當有所助益。

¹⁷ Fuller, Emily, Russell, Emma Connor, Zoe, *The end of LIBOR*, THE BANKING LAW JOURNAL, Vol.135 (3), pp.183-185 (2018)

¹⁸ Kathy Martin and Maria Sagan, RECENT DEVELOPMENTS The Phase-out of LIBOR: A Primer, *Banking & finance law review*, 2020-08-01, Vol.35 (3), p.547-562.

¹⁹ Julia Goptarenko, Liberating the World from LIBOR: Implication for Non-Cleared Derivatives, Aug. 11th, 2017, <https://ssrn.com/abstract=3017639>

²⁰ 江庭瑀，倫敦同業拆借利率的問題現況與改革方向，政治大學國際經貿組織暨法律研究中心經貿法訊，226 期，網址：<http://www.tradelaw.nccu.edu.tw/epaper/no226/3.pdf>。

²¹ LIBOR 轉換因應措施建議方向報告書，普華商務法律事務所，2020 年 12 月。

第二節 研究方法與架構

有鑑於 LIBOR 乃源自市場需求而形成，當 LIBOR 即將退場，市場參與者原則上應可自行協議替代基準利率，無須待政府介入。如勢必須由政府介入市場參與者因應 LIBOR 退場，依政府介入程度由高至低，略可將政府因應 LIBOR 退場之作為區別為四種態樣。政府介入程度最深者，係以剛性立法的方式，由法律規範將 LIBOR 轉換為其他替代基準利率；其次，像是採取行政指導或指引等偏向柔性的行政措施，引導業界逐步減少 LIBOR 使用；第三，則是由業界自律組織(例如：公會)形成具共識性的轉換計畫予以因應，再向主管機關申報備查。最後一類完全無政府介入者，即是回歸市場機制，由市場參與者協議解決 LIBOR 退場後無法使用之問題，惟此類態樣於我國可比較之國家對象中未見實例。

為探究前述不同因應對策的形成原因，除了掌握上述各國因應策略之內容外，其形成策略之背景更是值得鑽研。是以在研究方法上，本文將分析前述採取立法手段國家之立法文件，包括有關之法律案提案，以及當時鼓吹立法團體的主張。理由是研究這些少數國家的立法作為，尋覓出其立法之契機，遠較研究多數不採取立法手段的國家之動機來的具體。如果我國也具有與這些國家相仿的背景，則似可見亦我國參考彼等之因應立法；反之，則像香港、新加坡、日本與我國一般，可能採取類似第二、三、四類的作法，亦應以足。

在開始討論上述不同國家之因應對策前，勢必得先說明 LIBOR 退場之背景以及相關業界已有的因應作為，如：ISDA 等組織制訂之標準化轉換條款等。另一方面，也要瞭解這些努力是否已經全面解決所有涉及 LIBOR 之契約所面臨的基準利率轉換問題；換言之，無法在 2021 年底前到期的契約，是否當事人皆願利用上述業界發展出來的標準化轉換條款？以及上述已出爐的標準化條款是否已能涵蓋所有涉及 LIBOR 之契約？假如答案是否定的，則政府是否應介入，抑或讓契約當事人未來尋求訴訟或仲裁解決相關問題，即為本文研究之主題。因此，

第二章即說明上開內容，以便更清楚地闡明本文研究之動機，以及探討主題之必要性。

歐盟、英、美雖皆採取立法手段因應 LIBOR 退場，但各自的背景與緣由不盡相同。歐盟為強化境內基準利率使用之監理，自 2016 年起即已實施 2016/1011 號金融基準指標規則(Benchmark Regulation，簡稱 EU BMR)，要求境內受管制機構使用的基準利率皆須經主管機關核准²²，而英國於脫歐前自是收到相同規則，脫歐後相關制度亦不可能做太巨幅之改變，否則會產生銜接之調適問題，故兩者因應 LIBOR 退場的立法背景近似，本文將之置於同一章說明。至於美國紐約州之立法則較為特別，紐約原先並未管制基準指標利率，而是因 LIBOR 退場才制訂新法因應²³，故不宜與歐盟與英國同章討論，而須另設專章說明。是以第三、四章即依序說明美國、歐盟與英國之立法緣由。

第三、四章說明政府立法介入 LIBOR 轉換之緣由後，我國是否有必要仿效而加以其立法的結論已呼之欲出，因為我國事實上並不具備前述三者相仿之背景，立法介入之實益難以正當化立法之成本。惟一樣是未採取立法手段之國家，例如：新加坡、香港與日本與我國，受 LIBOR 退場之衝擊程度是否也類似，第五章擬檢視這些國家境內不能轉換之存續契約類型是否相若，及該類存續契約對其國內市場造成之影響是否均不若英、美國家來的大。如果 LIBOR 退場對於我國而言之影響與新加坡、香港類似，則我國政府是否只需做法彼等作為並維持由業界自律組織因應即足矣。

²² Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council, of 8 June 2016 on Indices Used as Benchmarks in Financial Instruments and Financial Contracts or to Measure The Performance of Investment Funds and Amending Directives 2008/48/EC And 2014/17/EU and Regulation (Eu) No 596/2014,2016 O.J. (L 171/1) [hereinafter EU BMR]

²³ New York State Senate Bill S297B (signed on Apr. 6, 2021)

第二章 LIBOR 退場背景與轉換困難

當銀行間同業拆借市場已不若早期活絡，LIBOR 因不易取得真實交易佐證而易受操縱之質疑，LIBOR 勢必得退場。事實上，LIBOR 操縱弊案後不久，FSB 即已召集美國、英國、日本等國家之央行與主管機關組成官方監管小組 (Official Sector Steering Group) 開展指標基準利率之改革。FSB 於 2014 年召集 ISDA 與金融機構等業者組成市場參與者小組 (Market Participants Group) 研究可以取代 LIBOR 亦符合國際證券管理機構組織 (International Organization of Securities Commission, IOSCO) 穩健金融基準指標利率之替代基準利率並擬訂轉換對策²⁴。

由於並無一套單一標準化的轉換條款可適用於所有類型與幣別的 LIBOR 契約，而需仰賴各類契約之當事人依其需求自行協議替代參考利率。LIBOR 共有美元、英鎊、瑞士法郎、歐元與日圓等五種幣別，五種 LIBOR 幣別又分別可以被使用於不同類型的金融商品，全世界大量的 LIBOR 契約要能全數順利轉換，其實並不容易。

既然 FSB 推動的 LIBOR 轉換計劃早已於 2014 年開始，原則上，轉換計劃如果順利的話，到期日超過 2021 年以後 LIBOR 契約應已不多。然而，LIBOR 退場最後一年還是由部分政府介入 LIBOR 轉換，代表早期各國監理機構敦促業界自行因應 LIBOR 轉換之計劃仍有其侷限。為釐清過往 LIBOR 轉換之進展與侷限，擬先說明 LIBOR 退場以及國際組織推動轉換之背景，進而說明 FSB 是如何推動業界將原持有之 LIBOR 契約大規模轉換至替代基準利率。最後則歸納目前仍存續轉以轉換之 LIBOR 契約的原因。

²⁴ FSB, Reforming Major Interest Rate Benchmarks (2014), pp.4-5, https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf,

第一節 LIBOR 退場及轉換背景

LIBOR 退場之原因可溯及自 LIBOR 操縱弊案致使英國主管機關不得不正視 LIBOR 報價制度之缺失。英國巴克萊銀行為避免媒體負面評價或膨脹投資帳面價值而操縱 LIBOR 之報價，其無效的報價控管機制及失靈的遵法功能被認定違反英國金融監理原則²⁵。為檢討 LIBOR 報價流程與管理缺失，英國財長 (Chancellor of the Exchequer) 遂要求時任 FSA 署長 Martin Wheatley 就前述弊案提出 LIBOR 改革建議—即惠特例報告(The Wheatley Review)²⁶。

為強化 LIBOR 價格發現之功能，惠特例報告要求英國主管機關制訂 LIBOR 報價及管理之管制規範²⁷。原 LIBOR 管理機構 BBA 則改由較具獨立性之機構辦理²⁸，管理機構不只應有蒐集報價之功能，亦應主動監控報價並定期檢視 LIBOR 是否可以有效且可靠地滿足市場需求²⁹。為避免報價操縱疑慮，報價銀行被要求清楚且明確使用實際交易資料以佐證 LIBOR 報價，並恪遵管理機構制訂之行為規範³⁰。前述要求對於報價銀行而言，無疑是增加不少報價之成本。

更重要的是，銀行間無擔保拆借交易相較以往越來越不活絡，欠缺真實交易不易形成 LIBOR 報價。早期 LIBOR 報價之形成係因活絡的歐洲美元市場興起，加上大型銀行多在英國倫敦匯聚而有拆借資金之需要。然而，銀行目前多選擇以隔夜拆借或是擔保借款，支撐 LIBOR 形成之活絡且永續的同業拆借市場的假設已不成立³¹。

事實上，LIBOR 曾多達 10 種幣別與 15 個期別共計 150 個報價組合，隨著銀行間拆借交易市場之萎縮，僅剩下 35 個報價組合。澳元(AUD)、加幣(CAD)、紐

²⁵ Final Notice to Barclays Bank, Jun. 27, 2012., E14 5HP-122702. ¶ 7, 8, 12, 15, 17.

²⁶ FSA, The Wheatley Review of Libor: Final Report (2012)

²⁷ *Id.*, pp.8, 9.

²⁸ *Id.*自 2014 年 2 月起由美國洲際交易所集團旗下管理機構 (Intercontinental Exchange Benchmark Administration, 簡稱 IBA) 正式接管原由英國銀行家協會(BBA)管理 LIBOR 報價之功能，由 IBA 管理之 LIBOR 常被稱為 ICE LIBOR，以區別過往之 BBA LIBOR。

²⁹ *Id.*

³⁰ *Id.*

³¹ *Id.* ¶ 6.6.

幣(NZD)及瑞典幣(SEK)與丹麥克朗(DKK)與部分期別³²之實際交易量少，報價銀行不易提出佐證，已於 2012 年停止報價³³。當時較少被使用 LIBOR 幣別，該幣別境內形成之同業拆借交易反而更熱絡，例如：Stockholm 同業拆借利率(STIBOR)較 LIBOR SEK 更常被使用³⁴。如今，LIBOR 僅剩下美元(USD)、英鎊(GBP)、瑞郎(CHF)、日圓(JPY)與歐元(EUR)等幣別以及隔夜、1、3、6、9、12 個月等期別，且這些報價組合正是市場參與者利用之大宗³⁵。

LIBOR 之所以必須退場，除前述管制要求、同業拆借市場萎縮之原因，尚有第三項原因則是具利率避險性質之衍生性金融商品更適用之其他替代基準利率，亦即使用 LIBOR 作為基準利率之需求不若以往。因 LIBOR 包含期限(取決於借款期間)、信用(取決於銀行本身信用)及流動性(取決於資金緊俏程度)等風險溢酬，如今影響 LIBOR 之信用與流動性風險因子較複雜³⁶。有些利率避險之衍生性商品的設計其實不會用到 LIBOR 所隱含信用與流動性風險因子，反而較適合使用能立即反映短期利率風險的指標，尤其於信用與流動性風險波動劇烈之情況，更是如此³⁷。

過往獨霸一方之 LIBOR 單一基準利率時代必須結束，國際組織 FSB 開始鼓勵市場參與者朝向多元基準利率發展。為避免 LIBOR 操縱弊案之重蹈覆轍，所有替代參考利率皆應符合 IOSCO 發佈之「金融基準指標原則」，確保其治理、制度品質、方法論及可課責性符合原則性規定³⁸。此外，FSB 於 2013 年起陸續成立官方部門推動小組(OSSG)及發佈「主要基準利率改革報告」，召集各國主管機關及市場參與者共同成立市場參與者小組(Market Participants Group, MPG)評估使用

³² 惠特例報告當時建議應停止 4、5、7、8、10 與 11 個月等期別，並應重新評估隔夜、1 週、2 週、2 個月、9 個月等期別之報價。¶ 5.9.

³³ *Id.* ¶ 5.7.

³⁴ *Id.* ¶ 5.6.

³⁵ *Id.* ¶ 5.4.

³⁶ *Id.*.

³⁷ *Id.*

³⁸ IOSCO, Final Report of Principles for Financial Benchmarks (2013), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

替代基準利率之可行性與討論轉換議題³⁹。

為循序漸進地讓 LIBOR 轉換至其他替代基準利率，即使已有報價銀行透漏不願意繼續參與報價之消息，惟為避免 LIBOR 報價無預警中斷，英國 FCA 仍以職權要求銀行繼續報價並維護 LIBOR 之代表性⁴⁰。直到 2017 年 7 月 27 日英國 FCA 主席正式表示不宜永久以法律的方式維持 LIBOR 存在，並宣布已於 20 間報價銀行達成共識擬保留 4 至 5 年的時間讓 LIBOR 循序漸進的轉換至替代基準利率，即 2021 年底後不再強制銀行繼續提供 LIBOR 報價⁴¹。

美元 LIBOR 之使用數量遠較其他四種幣別之 LIBOR 甚鉅，英國 FCA 主管機關遂決議延後最常使用之美元 LIBOR 的退場時間。2021 年 3 月 5 日 FCA 進一步公告英鎊(GBP)、歐元(EUR)、瑞士法郎(CHF)及日圓(JPY)LIBOR 及 1 周及兩個月天期之美元(USD)LIBOR 報價將至 2021 年 12 月 31 日為止，且其它五種天期的美元 LIBOR 最遲在 2023 年 6 月 30 日後亦不再具代表性⁴²。

在前述國際組織之倡議下，過往獨霸一家以 LIBOR 作為金融商品基準利率時代正式結束，市場被鼓勵開始朝向多元基準利率發展。美元、英鎊、歐元、瑞郎、日圓 LIBOR 之各別貨幣國家紛紛召集成立工作小組，找尋更適用的基準利率。美國聯準會(Federal Reserve Board)與紐約聯邦儲備銀行(New York Fed)共同成立「美國替代基準利率委員會(Alternative Reference Rates Committee, ARRC)」選定「擔保隔夜融資利率(Secured Overnight Financing Rate, SOFR)」為美元 LIBOR 之替代方案⁴³。英國「英鎊無風險基準利率工作小組(Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates)」則選定「英鎊隔夜拆款平均利率(Sterling Overnight Index Average, SONIA)」取代英鎊 LIBOR⁴⁴。歐元區方面，歐盟境內同

³⁹ FSB, *supra* note 24.

⁴⁰ FCA, Consultation Paper of Powers in relation to LIBOR contributions, CP17/15, June 2017., ¶ 2.6, 2.7,

⁴¹ FCA, *supra* note 12.

⁴² FCA. Announcements on the end of LIBOR, available at <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/announcements-end-libor> (Mar. 5, 2021).

⁴³ FCA, About LIBOR transition, <https://www.fca.org.uk/markets/libor-transition>

⁴⁴ *Id.*

時有歐元 LIBOR、歐元銀行間同業拆借利率(EURIBOR)及歐元無擔保加全權平均隔夜利率(EONIA)等重要的基準利率並存，「歐元無風險利率工作小組(Working Group on Euro Risk-Free rates)決議以由「歐元短期利率(Euro Short-Term Rate, ESTR)」取代歐元 LIBOR、EONIA 及 EURIBOR⁴⁵。瑞士「瑞郎基準利率工作小組(National Working Group on Swiss Franc Reference Rates)研議「瑞士隔夜平均利率(Swiss Average Rate Overnight ,SARON)」取代瑞郎 LIBOR⁴⁶。日本央行成立「無風險替代利率研議小組(Study Group on Risk-Free Reference Rates)」則選定「東京隔夜基準利率(Tokyo Overnight Average Rate, TONA)」取代日圓 LIBOR⁴⁷。



⁴⁵ *Id.*

⁴⁶ *Id.*

⁴⁷ *Id.*

第二節 ISDA 及其他標準化轉換條款

基準利率之轉換對市場參與者有廣泛的影響，早期市場參與者在欠缺誘因的狀況下，自動協議改用其他利率取代 LIBOR 的意願並不高。不願意轉換的考量因素包含：第一、既有契約類型之多(例如：放款契約、基金公開說明書、衍生性商品合約或交易確認書等)，重新協商契約的過程會需要大量成本與時間⁴⁸。第二，轉換基準利率之商品的避險策略可能需要調整，或因定價方式改變導致價格不穩定⁴⁹。第三，替代基準利率的市場較淺碟且流動性低，使用替代基準利率之商品市場流動性降低⁵⁰。系統或後台為轉換至替代利率之調整需要不低的營運成本⁵¹。

有鑑於上述原因相當程度阻礙市場參與者朝向使用替代基準利率之發展，主管機關勢必要與業界合作方能正式啟動基準利率轉換工作。利用 LIBOR 等基準利率的金融商品以衍生性金融商品為大宗，以此商品開始轉換工作效益最高。根據 FSB 市場參與小組於 2014 年的統計，以美元 LIBOR 為例，250 兆美元的 USD LIBOR 曝險部位中，約有 171 兆元(69%)屬於店頭市場(Over-the-counter, OTC)衍生性金融商品，另有 33 兆元(13%)為交易所(Exchange-Traded)衍生性金融商品⁵²。GBP 及 CHF LIBOR 亦有相同情況，美元 32 兆之英鎊 LIBOR 及 7 兆之瑞郎 LIBOR 的曝險中高達 95%為衍生性商品契約⁵³。

衍生性商品使用量最大之 ISDA 為業界成立之自律組織，因市場對於衍生性金融商品之瞭解程度較政府體系速度快，即時依市場需求發展法律文件，可以降低交易成本並確保法律風險。最著名的即是 ISDA 主契約(Master Agreement)，規範契約常見的基本條款，例如：權利義務、違約及終止事由、管轄法與管轄法院、

⁴⁸ FSB, Final Report of Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks (2014), pp. 82.

⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ *Id.*

⁵¹ *Id.*

⁵² *Id.* pp. 308.

⁵³ *Id.*

轉讓等，為國際標準範本的制式契約⁵⁴。交易雙方得如有需要增、修、刪除或另行約定條款，僅需另行簽署附約(Schedule)，毋須更動主契約⁵⁵。此外，另有規範交易條件之交易確認書(confirmation)，交易條件上提及金融專有名詞再依定義文件(Definition)解釋⁵⁶。若有定義之更動，交易雙方亦毋須需要重新修改整份契約。

2016年起FSB轄下的官方監管小組鼓勵市場參與者增加衍生性金融商品契約之健全度，防止重要基準利率可能停止報價之風險⁵⁷。FSB認為市場參與者應制定因應基準利率停止報價可適用之轉換條款，且轉換條款對於退場事件的安排應相當健全以防止潛在嚴重的市場失靈⁵⁸。

ISDA自2016年7月起與業界及監管機構開始研究以無風險利率取代含LIBOR等同業拆借利率且不影響既有交易目的之轉換條款⁵⁹。ISDA修改2006 ISDA定義文件之「浮動利率選項(floating rate options)」條款，並增列同業拆借利率停止報價後轉換使用之替代基準利率，轉換條款在2021年1月25日起生效適用⁶⁰。換言之，於2021年1月25日後簽署的新交易，只要契約內容有包含前述2006 ISDA定義文件，即適用轉換條款並有替代基準利率之適用。

至於2021年1月25日以前簽署之衍生性商品契約，雖然不適用前述新修訂之2006 ISDA定義文件。然而，ISDA另制定「同業拆款利率轉換增補文件(IBOR Fallbacks Supplement)」及「同業拆款利率轉換議定書(IBOR Fallbacks Protocol)」⁶¹。若契約雙方自願簽署前述議定書，即依補增補文件同意修改前述「浮動利率

⁵⁴ 簡榮宗律師，銀行辦理金融衍生性商品程序及 ISDA 合約(下)，台灣法律網，網址：
http://www.lawtw.com/article.php?template=article_content&area=free_browse&parent_path=,1,1573.&job_id=200309&article_category_id=2049&article_id=117953

⁵⁵ 簡榮宗律師，同上註。

⁵⁶ 簡榮宗律師，同上註。

⁵⁷ FSB, Reforming Major Interest Rate Benchmarks-Progress report on implementation of July 2014 FSB recommendations (2016), pp. 5.

⁵⁸ FSB, Reforming Major Interest Rate Benchmarks-Progress report on implementation of July 2014 FSB recommendations (2017), pp. 5.

⁵⁹ ISDA 標準化轉換文件除有五種幣別的 LIBOR 之外，尚包括其他同業拆借利率(例如：Canadian Dollar Offered Rate、EURIBOR、HIBOR、the Singapore dollar Swap Offer Rate、the Thai baht Interest Rate Fixing、TIBOR、EURUYEN、TIBOR 等)。

⁶⁰ ISDA, *New IBOR Fallbacks Take Effect for Derivatives*, Jan. 25, 2021, <https://www.isda.org/2021/01/25/new-ibor-fallbacks-take-effect-for-derivatives/>

⁶¹ ISDA, *News – A Major Milestone for Benchmark Reform*, Oct. 26, 2020, <https://www.isda.org/2020/10/26/a-major-milestone-for-benchmark-reform/>

選項(floating rate options)」並增列替代基準利率，轉換效果等同於前述含有轉換條款的新合約⁶²。前述轉換議定書是一種促進多邊修約的方式，與其他實務上經常使用之議定書相同，仍得仰賴契約當事人出於自願同意才會簽署⁶³。

業界於 2018 年亦同步發展有關聯合貸款、雙邊貸款、浮動利率債及證券化商品等現金商品類型之契約的標準化轉換條款。英國貸款市場協會(Loan Market Associate, LMA)制定的標準化貸款法律文件經常為放款市場參與者選用，LMA 後續亦制定文件意指 LIBOR 等「替代螢幕利率條款(Replacement of Screen Rate)」的轉換條款為市場參與者協議轉換基礎⁶⁴。

美國 ARRC 主導使用美元 LIBOR 之現金商品契約的標準化轉換條款。於 2018 年 7 月起制定轉換條款之原則，即應至少包含啟動轉換之事件(Benchmark Transition Event Trigger)⁶⁵、替代基準利率(Replacement Rate)⁶⁶及利率轉換利差(Benchmark Replacement Adjustment)⁶⁷等要項，並依前揭原則制定浮動利率債券、聯合貸款、雙邊貸款、證券化商品以及浮動利率房貸之標準化轉換條款建議⁶⁸。

前述業界陸續制訂的標準轉換條款係依 FSB 要求之契約穩健原則⁶⁹所制訂，

⁶² ISDA, *Benchmark Reform and Transition from LIBOR*, <https://www.isda.org/2020/05/11/benchmark-reform-and-transition-from-libor/#background>

⁶³ *Id.*

⁶⁴ FSB, Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmark(2014), *supra* note 48, pp.97; LMA, the Recommended Revised Form of Replacement Screen Rate Clause and User Guide, Dec. 21, 2018,

https://www.lma.eu.com/application/files/3815/4540/4296/LMA_Recommended_Revised_Form_of_Replacement_Screen_Rate_Clause_and_Users_Guide_-_MARKUP.pdf

⁶⁵ 明訂契約中使用之基準利率應被替代的情況(circumstances)。ARRC, *Summary of ARRC's LIBOR Fallback Language*, Nov. 2019, pp.3,

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/LIBOR_Fallback_Language_Summary

⁶⁶ 明訂在轉換事件發生之後，需使用的替代基準利率，或是替代基準利率之使用順序(waterfall)。 *Id.*

⁶⁷ 因 USD IBOR 與替代基準利率價格必定存在差異，擬與替代基準利率加計的利差調整項(可能是正數、負數或 0，即代表與 LIBOR 之差異)。 *Id.*

⁶⁸ *Id.* Pp.2.

⁶⁹ FSB, *supra* note 58, pp. 30. FSB 建議 ISDA 轉換條款應遵守以下最高指導原則—

(1) 契約條款應盡可能避免於轉換利率啟動時，產生任何評價中斷的狀況。盡量減少評價的影響有助於避免對金融穩定性之干擾。

(2) 契約條款必須穩健及足以能夠防範操縱或取得雜訊資料的可能性，或防止利差本身的方法論建構讓轉換利率明顯偏離於多數市場參與者針對同業拆借利率交換之合理或基本價格的推斷。

(3) 任何方法皆不應阻礙任何自願協議轉換的作為。

市場參與者得使用 ISDA 議定書、LMA 轉換條款或是 ARRC 等業界制定之標準化轉換條款，以減少因應 LIBOR 退場事件之契約談判成本。然而，且不論是要全部採用還是部份採用標準化條款，都須仰賴市場參與者合意才能協議轉換。

依照合意與標準化之條件，可將市場上持有 LIBOR 契約之市場參與者的類型可歸納為以下三種：

第一、直接合意採納前述標準化轉換條款者，例如：簽署 ISDA 的議定書即為此類，此方案為協議轉換最經濟且省時的方式。

第二、自行協議轉換利率或轉換條款者(或部分參考業界形成之建議轉換條款)，自行協議雖然需要較多的時間與成本，惟協商結果最為貼近契約當事人需求。

第三、為主管機關最不樂見之不作為者。不作為之類型略可再分為兩種，其一，是既有契約已包含轉換條款者，但這些轉換款恐怕不像前述業界制定的建議條款一樣完備。其二，也是所有行動方案中最可能衍生風險的情況，即既有契約無轉換條款，且契約當事人亦無採取任何作為者。

第三節 協議轉換之困難

前述業界組織之所以積極制訂標準化轉換條款，旨在提升市場參與間涉及 LIBOR 之契約的穩健度，確保 LIBOR 無報價之後還有替代基準利率可以使用。如果沒有制定替代 LIBOR 之基準利率或是完備的轉換條款(或可理解為業界制定的建議轉換條款)，一旦 LIBOR 退場，契約當事人間又無法成功協議出替代之基準利率，就可能有「契約履行不能」或「給付不能」之主張，或是英美契約法上所謂的「契約目的頓挫(contract frustration)」；最糟糕的情形會有廣泛的金融商品評價與會計問題，而解決成本將十分高；市場流動性不但會因不確定性而降低，甚至會因有不同的可替代利率而分散⁷⁰。

事實上，協議替代基準利率或是完備的轉換條款應取得契約當事人之同意，但是有些契約當事人就是無法(unable to)或不願(unwilling to)同意依對方提出之轉換利率或是完備的轉換條款—形成難以轉換之存續契約(本文簡稱為「困難契約(tough legacy)」)。造成前述無法協議轉換的原因可歸納為「替代基準利率之公平性與適當性存疑」、「不易符合原約定之修約同意門檻」、「涉及複雜的商品化架構」即「契約當事人無能力使用標準化條款」等原因，依序說明如下。

第一、替代基準利率之公平且適當性存有疑慮。因 LIBOR 過去為全球使用之基準利率，其使用 LIBOR 之契約流動性高且數量眾多，是以選用 LIBOR 的公平性或妥適性不易被消費者質疑，反之，有別於 LIBOR 的替代基準利率則不見得可以被接受。此情況於房貸契約較為常見，以美國房貸契約為例：美國以浮動利率的消費性房貸通常已事先約定由債權人(通常為銀行)決定取代 LIBOR 之利率。選用房貸契約之替代基準利率並無一定的標準，銀行通常要先比較幾個利率的資訊後再決定。然而，各別銀行有權裁量業界無一致性標準轉換利率的結果，讓借款人對銀行選用之替代基準利率的公平性與合理性存疑⁷¹。除美國之外，英國亦

⁷⁰ FSB, *supra* note 48, pp. 12.

⁷¹ ARRC, *Proposed Legislative Solution to Minimize Legal Uncertainty and Adverse Economic Impact Associated with LIBOR Transition*, Mar, 6 2020.

有零星的房屋貸款契約不易徵得借款人同意修約之情況⁷²。

第二、不易符合原約定之修約同意門檻。以美國金融機構發行之浮動利率債券為例，這類債券使用 LIBOR 條款通常已約定計息日無法取得 LIBOR 報價的處理方式，即各別向 LIBOR 報價銀行詢問報價後代基準利率管理機構自行計算 LIBOR，如果無法詢問到報價或報價銀行沒辦法報價，則以最後一次 LIBOR 報價當作該期利率⁷³。採用最後一次 LIBOR 報價的效果是，原本性質上是浮動利率的債券，變成固定利率，有違浮動利率債券應隨時可依基準利率反映市價變動之目的。當投資人原先購買的浮動利率債券突然變成固定而可能主張其權益受損；對於有些依規不能持有固定利率之長期投資標的金融機構而言，甚至被迫要出售債券⁷⁴。

按理說，這類債券的發行機構與投資人應立即修改前述轉換條款之設計以避免後續對市場的連環效應⁷⁵。然而，這類債券之契約原先通常約定基準利率之改變應取得「每一位」債權人之同意，取得所有債權人同意的門檻之高有實際修約的困難，特別是無記名債券達到修約同意門檻可能需要花費高昂的行政成本⁷⁶。英國以英鎊 LIBOR 債券發行人亦有同樣困難，即難以取得債券持有人的回應或同意將英鎊 LIBOR 改為 SONIA(加計利差)⁷⁷。

第三、涉及商品設計較複雜之證券化商品。證券化商品為資產經重組後再出售的債權，至少含有自標的資產取得利息之利率及證券商品本身應支付予債權人利息之利率等至少兩個基準利率的設計(如加計發行人支付利率避險之利息的利率即有三個基準利率)，且證券化商品之設計應盡量減少標的資產以及證券化商品兩者之間存在之「基差(basis risk)」，兩者之現金流量不應錯配(cash flow

⁷² FCA news, *LIBOR – are you ready for life without LIBOR from end-2021?*, <https://www.fca.org.uk/news/speeches/libor-are-you-ready-life-without-libor-end-2021>

⁷³ ARRC, *supra* note 71.

⁷⁴ *Id.*

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ *Id.*

⁷⁷ FCA, *supra* not 72.

mismatch)，即標的資產之利息應能支應證券化商品的利息⁷⁸。證券化商品原則上亦需取得債權人之同意，惟因其涉及不同級別(tranch)的資產重組，使修改基準利率之協議更為複雜⁷⁹。

第四、契約當事人無能力使用標準化條款。即使 ISDA 已經制定轉換議定書供市場參與者遵循，惟多數金融機構遵循 ISDA 議定書的理由是其商品需要在集中交易所清算，而集中交易所可以單邊採用 ISDA 議定書，金融機構因而遵循 ISDA 即可確保其持有集中與非集中交易清算契約之利率條款一致⁸⁰。然而，民間企業一般而言毋須符合集中清算之規定，且遵循 ISDA 議定書可能增加其營運成本與潛在的法律費用，因此其持有之衍生性商品契約仍還在使用傳統的轉換條款，即不向 ISDA 設計的轉換條款一樣完備⁸¹。如這類市場參與者依循傳統轉換條款自行向銀行詢問報價，LIBOR 無從報價的結果，則須自行決定基準利率；大規模各使用之不同基準利率的結果，就會產生資金流錯配以及市場混亂的問題⁸²。

綜上所述，即使業界已盡可能制定標準化轉換條款供市場參與者參考，仍存在前述因市場參與者協議轉換困難所之存續契約。此外，因美元與英鎊 LIBOR 的使用量相對較歐元、日圓及瑞郎 LIBOR 較更多，前述存續契約也多是以美元與英鎊 LIBOR 計價者為主⁸³。

⁷⁸ 若標的資產為前述修約門檻高之浮動利率債券的類型的資產，一旦標的資產無 LIBOR 可用導致原先應使用浮動利率支付的利息變成固定息，則產生預期以外之現金流錯配的情形，進而損及投資人之權益；ARRC, *supra* note 71.

⁷⁹ *Id.*

⁸⁰ *Id.*

⁸¹ *Id.*

⁸² *Id.*

⁸³ 瑞士金融市場監理局於 2020 年 9 月表示瑞郎 LIBOR 的困難契約數量少，並且沒有關於困難契約存在的問題。至於以日圓 LIBOR 與歐元 LIBOR 計價的契約本來就比較少。“The Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA), based on the results of their self-assessment survey, reports that the CHF LIBOR tough legacy volume appears to be small and not an existential problem.” SNB, Milestones in the transition to SARON, Mar. 5 .2021, https://www.snb.ch/en/ifor/finmkt/finmkt_benchn/id/finmkt_NWG_milestones “

第三章 美國紐約立法例

倫敦與紐約是對於全球金融市場具有影響力的國際金融中心。倫敦國際金融中心地位直到 21 世紀中旬，第二次世界大戰之後強勢美元取代英鎊，紐約才擠下倫敦的地位。然而。二戰後美國馬歇爾援助歐洲計劃及美俄冷戰致大量美元至境外流竄形成歐洲美元市場，加上英國採取寬鬆的管制吸引外國機構進駐，倫敦也因此維持著其歐洲金融中心之地位。

規模性的商業活動與金融交易長期在這類國際金融中心聚集，在市場需求之下容易驅動領先性或創新性的發展。截至 2021 年，紐約仍在經商環境、人力資源、基礎建設、金融市場與風評等指標之全球金融中心指數 (The Global Financial Centres Index, GFCI) 評比中維持領先地位，其次即倫敦⁸⁴。

鑑於 LIBOR 退場後之存續契約對其境內市場之潛在負面影響，紐約於聯邦立法之前即已制定相關立法。紐約州立法已於 2021 年 4 月通過生效，即以法律操作方式將 LIBOR 轉換至替代基準利率⁸⁵。聯邦政府亦已預計參酌紐約州法例制訂為聯邦法，2021 年 4 月中旬眾議院議員提出之聯邦立法草案已獲得美國聯準會與業界支持⁸⁶。

前述紐約立法之原因應與美國與紐約 LIBOR 退場之影響程度有密切關係，本章擬先說明受紐約州管轄之「困難契約」數量多的原因，進而說明這類商品契約數量以及獨有紐約管轄之商品如何對紐約產生影響，及業界鼓吹政府立法予以因應的原因。有鑑於紐約自業界需求而發展出介入 LIBOR 轉換的立法內容值得瞭解，本章擬一併介紹之。

⁸⁴ Z/Yen, *The global financial Centre Index* 29, Mar. 2021, https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_29_Full_Report_2021.03.17_v1.1.pdf

⁸⁵ New York State Senate Bill S297B, *supra* note 23.

⁸⁶ Charles A. Sweet and Kurt W. Rademacher, *New York Enacts Legislative 'Fix' for Legacy LIBOR Contracts Governed by NY Law; Will a Federal Fix Be Next?*, LEXOLOGY, Apr. 19, 2021., <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=7f7f97d1-fe95-4678-a7f7-62dfe8dd61d1>

第一節 紐約為國際金融中心

紐約為 21 世紀全球最重要的國際金融中心⁸⁷。紐約金融業之核心—曼哈頓 (Manhattan) 不僅有紐約證券交易所(NYSE)、紐約聯準會銀行等機構設立，另有主導金融市場的大型銀行、證券、投資銀行與經紀商等金融業者匯聚。紐約有近三成的經濟產能來自金融，金融長期以來是紐約最重要的產業⁸⁸。

英美金融機構巨頭亦大多設立於紐約，並自此蓬勃發展與現貨或衍生性的金融商品。紐約政府致力於維繫良好的金融與商業環境，並鞏固國際金融中心的地位，因其商業與法律環境不論是對紐約本身以及國際金融市場而言，有牽一髮而動全身之影響力。

紐約為國際金融中心最負盛名之特性即是證券化程度最高的資本市場。紐約證交所的市值為全球最高，外國人或國外機構於其境內持有或交易的證券數量眾多，是奠定華爾街金融重鎮之基石⁸⁹。國外機構選擇在紐約上市之持續數量增加的原因，是因外國公司可於美國境內發行存託憑證(American Depositary Receipts)，即外國股票存在當地的受託機構後，存託憑證可以在美國境內自由交易與流通⁹⁰。

紐約金融業發展歷史悠久且成熟，為符合市場多樣化之投資需求，紐約金融中心的金融機構以其創新的能力發展各種商品以符合投資人需求且可從中獲利。證券化商品(Securitization)因此於這類活絡的金融市場中蓬勃發展。資產擔保債券(Asset Backed Securities)、不動產抵押擔保債券(Mortgage Backed Securities)等即是金融中介機構重新銀行將持有的房貸、車貸、信用卡貸款等債權重新再包裝並分拆成小單位之後轉售給廣大不特定投資人之結構型融資商品⁹¹，結構型融資

⁸⁷ YOUSSEF CASSIS, CAPITAL OF CAPITAL: THE HISTORY OF INTERNATIONAL FINANCIAL CENTRES 1780-2005 263(1st published 2006).

⁸⁸ Jamies Orr, *How Important is the Finance Sector to the New York City Economy?*, The Economic Studies Group, <https://esg.gc.cuny.edu/2017/06/09/how-important-is-the-finance-sector-to-the-new-york-city-economy/>

⁸⁹ Youssef Cassis, *supra* note 87, pp.264.

⁹⁰ *Id.*

⁹¹ Nicola Cetorelli & Stavros Peristiani, The role of Bank in Asset securitization, FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW. 47, 47(2012)

商品是美國重要的債券融資來源之一，佔總體債券市場餘額約三成⁹²。於活絡的債券市場中，美國政府、州政府或城市亦常利用發行市政債(Municipal Bonds)所取得資金用於造橋鋪路等基礎建設發展⁹³。

紐約為國際金融中心地位之包袱，意謂其必須繼續維護良好的商業與法律環境與基礎建設，並確保交易糾紛都容易使用紐約的司法資源來解決。紐約政府曾經在維繫紐約國際金融中心地位的報告中指出，能夠有效遏阻濫訴的法律環境是維持紐約國際金融中心地位的要素之一，美國許多證券涉訟或和解之盛行已經增加業務成本，並不利於其投資環境⁹⁴。此外，形塑完善的投資人與消費者保護的監理環境亦為紐約政府維繫國際金融中心之商業環境的必備條件⁹⁵。



⁹² *Id.* Pp. 51.

⁹³ US. Department of the Treasury, <https://www.treasury.gov/resource-center/faqs/Markets/Pages/fixedmuni.aspx>

⁹⁴ NYC, Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership(2005), http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf

⁹⁵ *Id.*

第二節 紐約法為多數金融商品契約之管轄法

國際企業、投資者，進出口商簽署的商務契約經常選擇以紐約法與紐約法院為管轄法與管轄法院。原因是紐約提供國際商務、投資人及共同合資的組織型態以及進出口商一個縝密且發展完整的契約法與商法體系，商業行為與投資皆受到此法律體系之管轄⁹⁶。各類商業組織型之買賣、貨物租賃、財產權及商業利益等商業行為的契約類型，紐約法皆具備完整規則與實務判例支撐前述體系⁹⁷。

紐約亦相當歡迎與紐約完全無涉或與關聯性極低的國際商務行為選用紐約法作為管轄法。紐約一般義務法明訂不論該交易是否與紐約有合理關聯，只要源自交易之合約、協議或責任不低於美元 25 萬之交易，即可選擇紐約法作為合意之管轄法⁹⁸。金額不低於 100 萬美元之契約亦可約定紐約法院為其管轄法院⁹⁹。

紐約金融中心具備完整的契約法實務判例，讓美國境內或跨國別之金融交易之契約都偏好選用紐約法為其管轄法。2002 年一則關於調查 2,882 份及涵蓋 13 種類型契約的實證調查顯示，除了信託協議有八成偏好選用德拉瓦州(Delaware)法作為管轄法以外，債券信託契約、信用承諾(放款)、證券購買、證券協議與承銷等金融契約，選擇以紐約法為管轄法的比例最高¹⁰⁰。紐約法與英國法也是多數 OTC 衍生性金融契約經常使用之 ISDA1992 與 2002 主約的標準型管轄法條款¹⁰¹。

可以想像的是，基準利率為金融商品重要的定價基準，LIBOR 退場對於紐約金融中心的衝擊應該不小。2014 年 FSB 市場參與者小組報告顯示，於美國境內之聯合貸款、債券、OTC 及 ETD 衍生性商品等契約使用 LIBOR 的比率皆至少五成以上、雙邊貸款則為三至五成、學生貸款與房貸為一至兩成、ABS 及 MBS

⁹⁶ Michael W. Galligan, *Why Choose New York Law*, NEW YORK DISPUTE RESOLUTION LAWYER. 39, 39 (2016)

⁹⁷ *Id.*

⁹⁸ NY General Obligation Law Section, art. 5-1401.

⁹⁹ *Id.*, art. 5-1402.

¹⁰⁰ Eisenberg, Theodore and Miller, Geoffrey P., *"The Flight to New York: An Empirical Study of Choice of Law and Choice of Forum Clauses in Publicly-Held Companies' Contracts"*, Cornell Law Faculty Publications. Paper 1491., (2009).

¹⁰¹ Hogan Lovells, *2018 ISDA Choice of Court and Governing Law Guide: What you need to know, Debt Capital Markets*, GLOBAL INSIGHTS, 48,48.

等證券化商品也有二至四成使用 LIBOR¹⁰²。而且，前述使用 LIBOR 的金融商品契約又多以紐約法作為管轄法¹⁰³。

前述使用 LIBOR 的契約數量眾多且標準不一，即便是美國聯準會與紐約聯邦準備銀行成立，而且勢必有不少專業執業律師在內的 ARRC，仍無法窮盡市場所有類型之金融契約制定標準化的條款。在 2018 年 10 月的 ARRC 會議中，與會者提及 ARRC 雖然已致力於建議新契約可用的標準化轉換條款，但是這些努力不可能及於特定類型的契約，即無法為某些特定契約提供可於契約當事人間公平分配經濟價值且考量經濟利益適當性(Economically Appropriate)的轉換條款，故提議由立法方式處理前述「困難契約」¹⁰⁴。

這些欠缺替代基準利率或轉換條款之「困難契約」多數受到紐約法管轄，LIBOR 無報價可用時將相當程度衝擊紐約金融中心。因為未協議轉換利率或條款的企業·消費者、借款人或是投資人，一旦 LIBOR 退場而無可用，則因利率條款之解釋爭議引起如何繼續履行契約的法律不確定性，因此增加紐約法院之負擔。使用 LIBOR 之金融契約大多以紐約法為管轄法，為了緩釋「困難契約」對紐約之不利經濟影響與減低法院處理相關爭議之負擔，ARRC 遂決定向紐約州政府提案針對特定契約實施自 LIBOR 強制轉換為替代基準利率之相關立法¹⁰⁵。

¹⁰² FSB, *supra* note 70, pp. 243

¹⁰³ ARRC, *supra* note 71.

¹⁰⁴ ARRC, Minutes for the October 18, 2018 meeting,

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/microsites/arrc/files/2018/ARRC-Minutes-October-2018.pdf>

¹⁰⁵ ARRC, Meeting Minutes for the October, 2020 meeting,

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/microsites/arrc/files/2020/October-21-ARRC-Meeting-Minutes.pdf>

第三節 使用 LIBOR 金融商品契約眾多之影響

基準利率之選擇應為契約當事人之契約自由，若單純為避免契約當事人未協議轉換之涉訟對於法院負擔等經濟利益價值，恐怕難以正當化立法者同意採取立法介入契約當事人選擇基準利率之自由。特別是在高度尊重契約當事人自由意志之紐約，尤其如此。紐約採取強制 LIBOR 立法理應還有更重要的價值考量。

紐約州之所以必須積極制訂立法以因應 LIBOR 退場，實因受紐約法管轄而需轉換之 LIBOR 契約對紐約的影響程度範圍既廣且深。紐約面臨 LIBOR 退場之影響，其一是其紐約金融中心之商業環境無法承受大量持有欠缺 LIBOR 轉換利率或轉換協議之商業交易、州政府、政府部門因其法律不確定性的經濟影響¹⁰⁶。其二則是為紐約金融心理應維護之投資人與消費者保護等公益價值。消費者以 LIBOR 計算利息的房貸、學生貸款、信用卡利率轉換之消費權益受影響¹⁰⁷。此外，廣大投資人持有共同基金、大眾退休基金等投資商品，也因利率之不確定性將損及其投資標的之市場價值¹⁰⁸。第三，前述大量金融交易可能會利率條款而引起之契約解釋爭議，如果沒有透過制訂立法的方式明確基準利率轉換之規定，還會對紐約法院帶來沉重的負擔¹⁰⁹。換言之，若任由大量 LIBOR「困難契約」之轉換利率不確定性，將不利於維繫市場與經濟穩定、提供良善的投資環境、保障消費者安全及健全的紐約法體系等維持紐約國際金融中心地位之構成條件。

LIBOR 退場也將危及對紐約金融中心而言，最重要的資本市場。根據 ARRC 法律工作組提出之報告顯示，使用 LIBOR 現金商品的曝險總額美元 8.3 兆之中，證券化商品與浮動利率債券就佔了五成¹¹⁰。債券型商品方面，固有協議之轉換條款改由以調查報價(poll)，及若未能取得報價而須以最後一次取得 LIBOR 報價而變成固定利率之效果而產生的問題，可預見未來會產生這類型轉換條款產生之爭

¹⁰⁶ ARRC, *supra* note 71.

¹⁰⁷ *Id.*

¹⁰⁸ *Id.*

¹⁰⁹ *Id.*

¹¹⁰ *Id.*

議。此外，這類債券商品修約之同意門檻經常為需取得所有債權人(可能為不記名)之同意，關於無法取得同意的集體訴訟、或債權人為拒絕同意之目的而購買債券等，皆可能是未來可預見之爭點¹¹¹。

在證券化商品方面，這類經重新包裝貸款、房貸、信貸、不動產再發行的證券化商品欠缺轉換利率或有效轉換條款所涉之爭點更為複雜。原因是商品因牽涉到至少兩個利率，即給付給基礎商品之利率(例如：原給付房貸債權人)、與基礎商品經證券化之後再提供給債券化商品持有人之利率(證券化商品發行機構給付給商品投資人之利率)，另通常還會有為了利率避險而須給付給第三人(證券化商品發行機構給付給避險機構)之利率。

信評機構會評估證券化後發行之有價證券承受市場壓力情境的基差風險，並依其資本結構賦予該有價證券對應之信用評等，但有價證券與其基礎商品之現金流錯配會引起各種效應。舉例而言，某檔證券化之後發行的有價證券的依前述轉換條款因無法報價而改以最後一次 LIBOR 報價計算利息(例如：5%)，惟基礎商品已改用替代基準利率以計算浮動利息(例如：2%)，有價證券持有者將因利率轉換不一致引起的基差風險蒙受 3% 的損失。有價證券因非預期之基差風險而被給付不足額利息或本金、利差縮小而並被降評¹¹²。投資人因信評調降的後續反應(例如：大量贖回證券)不利於對發行前述證券之金融機構，並促發市場極端波動以及廣泛投資人或政府退休持有之基金及其他商品的價值隨之貶落等連鎖效應¹¹³。

除前述債券型與有價證券之外，許多買賣雙方通常位於不同的管轄地區並合意以紐約法管轄之商業契約亦受影響。有些商業交易自下訂單到製造完成費時多年，如遇製造進度遲延時，通常會約定以 LIBOR 計算採購金額之減降款；有些商業契約則是以 LIBOR 計算賣方因買方大量採購而願意提供之折讓。如果前述契約欠缺轉換利率或轉換條款而影響商業條件並涉訟時，買賣方遂停止給付貨款

¹¹¹ *Id.*

¹¹² *Id.*

¹¹³ *Id.*

與交付貨品，商業交易之暫停會造成重大經濟影響¹¹⁴。契約買賣雙方通常位於不同的管轄地並合意以紐約法為管轄法，如遇爭議，亦將訴諸紐約法院處理¹¹⁵。

紐約大量使用 LIBOR 之契約還包含由納稅義務人給付利息之市政債券。市政債券持有人數眾多，不容易取得替代基準利率之共識，無利率可用的問題又會損及公共利益。市政債券利息通常由納稅義務人、使用者付費以及其他公共基金支付，市政債券利率之不確定性與衍生之爭議亦將影響納稅義務人之權益¹¹⁶。

為緩解前述由紐約法為管轄法之「困難契約」對於市場與商業交易經濟及公共利益之影響，紐約政府與前述影響有利害關係的團體多支持參考 ARRC 建議制訂立法。美國銀行公會(American Bankers Association)、保險業商會(American Bankers Association)、證券業暨金融市場協會(SIFMA)與金融業者於2020年12月聯署向紐約市長表達立法之必要，理由即為多數金融契約係以紐約法管轄以及紐約國際金融中心之地位¹¹⁷。致力於倡導特定借款人權益、金融服務平等、消費者保護之學生借款人保護中心(Student Borrower Protection Center)與國家消費者法律中心(National Consumer Law Center)等非營利組織亦連署表達支持 LIBOR 立法以保護消費者，因為已有專家指出金融機構於片面決定學生貸款之替代基準利率時，通常會將成本轉嫁給借款人¹¹⁸。換言之，以立法方式提供業者選用 ARRC 建議之 SORR 取代 LIBOR 的作法，會是對消費者較公平的結果。

兼任紐約州議會消費者保護委員會主席之紐約州參議員 Kevin Thomas 參考 ARRC 立法草案於2021年1月初向紐約州參議院提出 S297B 立法建議。其立法建議是於紐約「一般義務法(General Obligation Law)」增訂第 18-C 節「LIBOR 退場法(LIBOR Discontinuance)」¹¹⁹。LIBOR 退場法於2021年4月6日生效後，即

¹¹⁴ *Id.*

¹¹⁵ *Id.*

¹¹⁶ *Id.*

¹¹⁷ Letter-of-Support from SIFMA, Dec.2020, <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2020/12/ARRC-Letter-of-Support-12.15.20.pdf>

¹¹⁸ Consumer-Group-Letter, Mar. 2021, https://protectborrowers.org/wp-content/uploads/2021/03/Consumer-Group-Letter_LIBOR.pdf

¹¹⁹ New York State Senate Bill S297B, *supra* note 23, art. 18-401.

可透過法律操作的方式將官方建議之 SOFR 強制作為美元 LIBOR 之法定「建議基準替代利率(Recommended Benchmark Replacement)」。

根據 LIBOR 退場法第 18-401 條規定，於 LIBOR 停止報價日起，SOFR 依法成為無協議轉換及以 LIBOR 報價為轉換條款條件契約之建議基準替代利率¹²⁰。契約、證券或金融工具中使用報價調查、詢問同業拆借利率或 LIBOR 相關資訊為替代基準指標形成來源的轉換條款，自 LIBOR 退場之日起，被視為無效¹²¹。例如前述有關債券型及證券化商品原約定要以 LIBOR 最後一期報價之利率者，都會自動轉換至 SOFR。

此外，LIBOR 退場法第 18-402 條規定 SOFR 為替代 LIBOR 讓契約持續有效之商業合理替代¹²²。LIBOR 退場之日選擇 SOFR 作為 LIBOR 之基準替代利率者，或者是履行替代利率一致性原則者，契約當事人之任何一方皆無權主張終止或暫停履行契約、違反契約等涉及「契約目的頓挫」之主張¹²³。例如：前述發行房貸之金融機構有片面選擇基準利率之權利，如果選擇 SOFR 為美元 LIBOR 之基準替代，即可避免日後消費者對其利率選擇不公允之訴訟風險。這類「訴訟保護機制(Safe Harbor)」具有鼓勵市場選用 SOFR 的效果，因該利率已被立法者定義為對契約當事人皆公平的替代基準利率。然而，修正法案並未限制已依雙方合意選擇替代基準利率之契約，即充分尊重契約協議自由。

綜上所述，由於紐約法管轄之 LIBOR 契約類型與數量眾多，並具有全球資本市場最為活絡之金融中心地位，不得不以制定立法並實施法定替代利率的方式，提前化解 LIBOR 退場事件對於經濟、消費者與投資人之影響。即使紐約法體系所累積實務判例豐富，惟深植於各類商業行為之美元 LIBOR 退場為歷史上首次，制定立法除可減輕前述之影響，亦能提前避免大量訴諸於紐約法院之爭訟。

¹²⁰ *Id.* art. 18-401(1).

¹²¹ *Id.* art. 18-401(2).

¹²² *Id.* art. 18-402(1).

¹²³ *Id.* art. 18-402(2).

第四章 歐盟與英國立法例

歐盟與英國同樣於 LIBOR 即將退場之年採取立法性的動作，惟兩者皆是在既有之規範模式下之修法，而有別於紐約之制定新法。在 2014 年 FSB 與 IOSCO 倡議基準利率改革的背景之下，歐盟於自 2016 年起實施「基準指標規範 (Benchmark Regulation, 簡稱 EU BMR)」¹²⁴，英國脫歐後亦維持這樣的制度，而於英國另制定基準指標規範(UK BMR)¹²⁵。

歐盟與英國分別於今(2021)年先後發佈修訂法案，以因應 LIBOR 退場後無法協議轉換之「困難契約」所產生的問題。英國財長早於 2020 年 6 月即宣布英國政府有意以立法方式賦予主管機構介入無法協議轉換之「困難契約」的權力¹²⁶。英國於 2021 年 4 月 29 日通過之金融服務法(Financial Services Act 2021)之一部分，即是 UK BMR，賦予 FCA 有權禁止使用關鍵基準指標，及得要求基準指標管理機構模擬 LIBOR 形成「合成 LIBOR」繼續報價¹²⁷。

有別於英國政府例外允許特定契約可以延續使用類似 LIBOR 的「合成 LIBOR」，歐盟的修法立場較近似紐約立法。歐盟於 2021 年 2 月通過 2021/168 號規則修訂過去的基準指標規範，規定如果利率轉換會影響到歐盟金融市場運作時，歐盟執委會(European Commission)有權以其指定之替代基準指標取代 LIBOR 等基準指標¹²⁸。

以下第一節擬說明歐盟與英國之修法係源自其既有基準指標規範之管制背景。倫敦與紐約皆是全球金融中心，然而，英國並非如同紐約一般全面實施法定轉換

¹²⁴ EU BMR, *supra* note 22.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32016R1011>

¹²⁵ FCA website, Benchmarks, <https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks>

¹²⁶ UK Parliament, Rishi Sunak, *The Financial Services Regulation Statement*, June 24, 2020, <https://questions-statements.parliament.uk/written-statements/detail/2020-06-23/HCWS307>

¹²⁷ Financial Services Act 2021, Benchmark.

¹²⁸ Regulation (EU) 2021/168 of The European Parliament and Of The Council of 10 February 2021 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards The Exemption Of Certain Third-Country Spot Foreign Exchange Benchmarks And The Designation Of Replacements For Certain Benchmarks In Cessation, and Amending Regulation (EU) No 648/2012, 2021 O.J. (L 49/6) [hereinafter Revised EU BMR].

利率，反而例外允許 LIBOR 以合成的方式延續，其原因值得探究，此為第三節闡述重點。至於歐盟，其既非金融中心，金融商品與跨國商業交易也較少見以歐元區會員國內法為管轄法者，故其修法動機應與紐約及英國不同，不過由於英國對基準指標之管制背景源自於歐盟，故先於第二節加以說明歐盟修法之原因。

第一節 歐盟與英國基準指標管制背景

歐盟基準指標規範係緣於當時 LIBOR 操縱弊案後國際機構開始重視基準指標管理的背景。2013 年歐盟執委會提出「作為金融工具與契約基準指標」管制措施，以重建市場在指標利率操縱醜聞後對於 LIBOR 與 EURIBOR 的信心¹²⁹。前述管制確保所有基準之使用符合 IOSCO 國際金融基準原則，所有公開發佈之基準指標利率、於受監管處所上市或交易之金融商品、歐盟境內之金融契約或衡量基金績效所使用之基準指標利率皆在規範之列，LIBOR 即為其中之一¹³⁰。

前述歐盟的基準利率管制於 2016 年起正式實施，以加強管控基準指標利率之管理機構(Administrators)、報價機構(Contributors)以及受監管之金融機構(Supervised Entities)的方式，確保金融工具或契約使用之基準指標利率之準確性與完整性¹³¹。該規定將歐元區之基準指標利率依照市值區分為「關鍵基準(Critical benchmarks)」¹³²、「重要基準(Significant benchmarks)」¹³³以及「非重要基準(Non-significant benchmarks)」¹³⁴並實施不同嚴格程度規範之差異管理。此外，歐元區境內銀行、投資公司、保險、基金公司等受監管金融機構僅能使用合

¹²⁹ 當時除了 LIBOR 和歐洲銀行同業拆借利率 (EURIBOR) 操縱案所導致一些英系與美系銀行被處以數百萬歐元的罰款，有關操縱商品 (如石油、天然氣和生物燃料) 和匯率基準之弊案當時也正在調查中; European Commission News, *New measures to restore confidence in benchmarks following LIBOR and EURIBOR scandals*, Sep. 18, 2013, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_13_841

¹³⁰ European Commission, *Proposal for a Regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts – Frequently Asked Questions*, ¶ 10, Sep. 18, 2013, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_13_799

¹³¹ EU BMR, *supra* note 22.

¹³² 價值至少為 5000 億歐元之投資。 *Id.*, art. 20(1)(a).

¹³³ 價值至少為 500 億歐元之投資。 *Id.*, art. 24(1)(a).

¹³⁴ *Id.*, art. 26.

格登記管理機構發佈之基準指標利率¹³⁵。第三國所發佈之基準指標利率要通過同等性(equivalence)、認可(recognition)或背書(endorsement)程序方能於歐盟境內使用¹³⁶。

前述規定在脫歐前，固然亦一併適用於英國，但在脫歐後，EU BMR 自然就無法再適用於英國。不過英國於脫歐前即已決定會延用過去有助於維持或提升其全球金融地位之相關良好規則¹³⁷，因此於 2021 年即以歐盟原有之基準指標利率規則為基礎制定 UK BMR¹³⁸，而基準指標管理機構之申請改向 FCA 提出¹³⁹。



¹³⁵ *Id.*, art. 2(17).

¹³⁶ *Id.* art. 30, 32, 33. 因為第三國基準指標利率於建立管制規範方面進度較緩慢，歐盟先是以豁免方式予以規範，即至 2021 年 12 月 31 日以前，第三國發佈的基準指標利率暫時無須經過同等性(equivalence)、認可(recognition)或背書(endorsement)等程序。

¹³⁷ John Glen, *HK Treasury- Regulatory reforms in Financial Services*, June 23.2020, https://www.gov.uk/government/news/regulatory-reforms-in-financial-services?utm_source=e542de87-0eb8-42e5-b587-01edbbb84951&utm_medium=email&utm_campaign=govuk-notifications&utm_content=immediate

¹³⁸ Public statement of ESMA, *UK Benchmarks Regulation*, Mar. 9.2021., https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80_-187-881_bmr_brexit_statement_updated.pdf

¹³⁹ FCA, *UK Benchmarks Regulation*, <https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks/regulation>

第二節 歐盟因應 LIBOR 退場之修法緣由

歐盟境內有許多使用 LIBOR 之金融契約與工具尚未協議轉換、或是協議的基準指標明顯偏離 LIBOR 者，於 LIBOR 正式退場時，將發生契約履行不能或給付不能之情事而嚴重影響歐盟金融市場運作。為避免前述風險，歐盟於 2021 年二月通過 2021/168 號規則，即修正原來的 EU BMR 規則(2016 年)以賦予歐盟執委會制定法定替代基準指標的權力，以便前述未協議轉換之契約與金融工具得以有序轉換至法定替代基準指標¹⁴⁰。

上述修正案在 2016 年的 EU BMR 之 23 條後新增 23a 至 23c 條以賦予歐盟執委會權力指定特定基準指標。上述修正適用於所有以歐盟成員國內法為管轄法而使用基準指標的契約與金融工具，或是契約當事人為歐盟境內成立之法人，但其使用之基準指標是以第三國法為管轄法，而該第三國法並未制定基準指標如何有序退場¹⁴¹。凡是原有基準指標經政府或管理機構公告喪失代表性、將退場或停止報價、或未經政府核准而須停止報價時¹⁴²，歐盟執委會得指定一個或多個法定替代基準指標，以便使用原有基準指標之契約或金融工具在無轉換條款或無合適的轉換條款時得以適用¹⁴³。

所謂的「無合適的轉換條款」，依規定是指(1)退場基準指標未提供永久性的替代基準指標者、(2)協議之轉換條款需要取得第三人同意但對方已拒絕者、或(3)替代基準指標不能反映或大幅偏離原基準指標以為基礎之市場或經濟現實且適用該替代基準指標會影響金融穩定者¹⁴⁴。這些「無轉換條款」或「無合適的轉換條款」的契約或金融工具，正是本論文所討論的無法協議轉換之「困難契約」。

¹⁴⁰ Revised EU BMR, *supra* note 128.

¹⁴¹ *Id.*, art. 1(5).

¹⁴² 23b 規定如相關基準指標發生以下事件，歐盟執委會得指定一個或多個法定基準指標，包括：一、主管機關公告即使以其職權強制報價，EU BMR 之關鍵基準指標仍不再能反映市場或經濟真實者；二、基準指標主管機關公告/主管機關勒令基準指標退場或部份幣別/天期將暫時或永久停止提供報價者；三、管理機構之核准被撤回或暫停致基準指標退場或部份幣別/天期將暫時或永久停止提供報價者；Revised EU BMR, art. 1(5).

¹⁴³ *Id.*

¹⁴⁴ *Id.*

為行使上述修正規則賦予其指定替代基準指標之權力，歐盟執委會必須依原規則第 50 條第 2 項之程序制定施行法以指定一個或多個的法定替代基準指標¹⁴⁵。前述施行法的內容應涵蓋：替代的基準指標、利差之調整、因使用該法定替代基準指標所面臨之必要改變以及開始適用法定替代基準指標之日期等¹⁴⁶。截至本文撰寫之日，該施行法的規定尚未出爐。然而，已有業界猜測法定替代基準指標之選擇應該與各國基準利率工作小組所建議可用之替代基準利率一致，即以 SONIA 加計利差替代英磅 LIBOR、SOFR 加計利差替代美元 LIBOR 等¹⁴⁷。

前述歐盟法定替代基準指標的機制讓無法協議轉換之「困難契約」得以有替代利率使用，類似紐約制定法律規範以 SOFR 取代美元 LIBOR 的做法。以歐盟成員國內法為管轄法之 LIBOR 契約數量可能不若紐約或英國來的多，故 LIBOR 契約數量之多寡應不是促成 EU BMR 修法之主因。歐盟為無法協議轉換之契約與金融工具提供法定替代基準指標的目的應該是為了避免其成員國因應基準指標之轉換採取迥異的個別作為(例如：有些國家立法、有些國家不立法)而影響歐盟單一市場¹⁴⁸。因為對於「困難契約」的不同處理會造成歐盟單一市場分化，舉例來說：如果成員國各自決定美元 LIBOR 之替代利率，使得不同國家的銀行自原來一樣是使用 LIBOR 計價的放款，因各國法定替代基準不同而產生不一樣的收益¹⁴⁹。這種融資成本差異，會產生歐盟境內金融機構競爭扭曲的現象¹⁵⁰。

¹⁴⁵ *Id.*

¹⁴⁶ *Id.*

¹⁴⁷ Ashurst, *EU Benchmark Regulation amended to include a statutory replacement rate mechanism for LIBOR, to extend third-country transitional provisions, and to exempt certain FX rates*, Feb. 2021, <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/benchmark--regulation---statutory-replacement-rate-mechanism-for-libor/>

¹⁴⁸ European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment Report-Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council-Amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards the exemption of certain third country foreign exchange benchmarks and the designation of replacement benchmarks for certain benchmarks in cessation, SWD(2020) 142 final, at 27.

¹⁴⁹ *Id.*

¹⁵⁰ *Id.*

第三節 英國因應 LIBOR 退場之修法緣由

英國於 2021 年四月所通過之 2021 年金融服務法案，修正 UK BMR 而賦予 FCA 得以要求提供基準利率報價機構以另一種方式繼續報價的權力，並使這種新 LIBOR 利率(合成 LIBOR 利率)可以例外適用，以確保像 LIBOR 這類「關鍵基準指標」可以是有秩序地減少使用，直至完全停用。

UK BMR 修正案在原來的第 21 條後新增 21A 條規定英國 FCA 得基於審慎由(即消費者保護與／或金融體系健全之目的)禁止任何受監管之金融機構於新契約使用基準指標管理機構已停止提供之關鍵基準指標(critical benchmark)－目前在英國僅 LIBOR 而已；而在原來的第 23 條後增訂 23A~23F 等六個新條文，同樣禁止受監管之金融機構使用任何已被 FCA 指定已喪失代表性或有喪失代表性之虞的關鍵基準指標－即所謂的「23A 條基準利率」，除非符合 23C 條所訂之例外¹⁵¹。即使被指定 23A 條基準利率，為確保該基準停用前有秩序減少使用以保護消費者與金融市場健全，FCA 得依新增的 23D 條要求此關鍵基準管理機構改變利率形成之方法(含輸入資訊)與規則以及報價機構之行為準則後繼續報價，以便繼續報價(合成 LIBOR 利率)¹⁵²。

UK BMR 修正案中最重要的是新增的 23C 條，因為其允許 FCA 豁免部份無法協議轉換的契約繼續使用 23(A)條基準。惟此種豁免必須是基於審慎的理由，即為了消費者保護或維護市場健全的目的¹⁵³。不過，到目前為止，FCA 尚未依 23 條第 2 項公告其豁免對象¹⁵⁴。

根據 FCA 與業界諮詢文件，有關「消費者保護」以及「維護市場健全」之考量取決於前述無法協議轉換之「困難契約」的規模與特性¹⁵⁵。FCA 表示關於

¹⁵¹ Financial Services Act 2021, *supra* note 127, arts. 10, 13, 14.

¹⁵² *Id.*, art. 15.

¹⁵³ *Id.*, art. 14.

¹⁵⁴ Consultation Paper of FCA, *Consultation Paper; Benchmark Regulation: how we propose to use out powers over use of critical Benchmarks*, CP21/15, May. 2021, <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-15.pdf>

¹⁵⁵ *Id.* ¶ 2.8.

消費者保護，主要關切的是金融零售業務中使用基準指標的消費者(即並非是基於該消費者之營業行為而使用到基準指標者)，換言之，FCA 比較可能在上述消費者普遍受到傷害的情形是普遍實進行干預¹⁵⁶。另一方面，需要有足夠的契約數量是欠缺充分的轉換條而有可能造成市場的崩潰或威脅金融的不穩定，才會基於維護市場健全之理由介入¹⁵⁷。

英國主管機關建立 23D 條過渡機制，即一旦指定 23A 條基準利率，FCA 得依 23D 條第 2 項要求關鍵指標管理機構形成合成 LIBOR 利率¹⁵⁸。合成 LIBOR 利率不會受限於原 23A 條基準利率所衡量之市場與經濟真實¹⁵⁹。主管機關另應依 23F 規定於發佈政策聲明(Statement of Policy)後方能行使前述職權¹⁶⁰。FCA 於三月發佈前述政策聲明¹⁶¹，並向關鍵指標管理機構提議就特定天期與幣別 LIBOR 行使 23D 條職權之計劃¹⁶²。

有別於紐約已預見「困難契約」數量之多對市場之影響而須轉換至法定替代基準利率。相較之下，UK BMR 修法卻僅是賦予主管機關有介入之裁量權，譬如：21A 條之禁止新用、以及 23C 之例外准許 23A 條基準指標之使用，而這些裁量權之行使目前卻處於審酌階段。是以，上述英國的修正法案只是確保主管機關在 LIBOR 這種「關鍵基準指標」退場時，有權介入以保護投資人以及市場健全；並且讓主管機關有權建立過渡機制，如前述 21A 條之要求管理機構提供合成式 LIBOR，以便讓 LIBOR 之退場更漸進而有序。

¹⁵⁶ *Id.*

¹⁵⁷ *Id.*

¹⁵⁸ Financial Services Act 2021, *supra* note 127, art. 15.

¹⁵⁹ *Id.*

¹⁶⁰ *Id.*

¹⁶¹ FCA, *statement of Policy on the exercise of the FCA's powers under Article 23D BMR*, Mar. 2021, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/statement-policy-fca-powers-article-23d-bmr.pdf>

¹⁶² FCA, *Proposed decision under Article 23D BMR for 6 sterling and yen LIBOR settings*, CP21/19, June, 2021., <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-19.pdf>

第五章 柔性介入 LIBOR 轉換之態樣—日本、 香港、新加坡及我國

日本、新加坡與香港等亞洲金融市場所在國皆為 FSB 成員國，為依循國際組織 FSB 推動之 LIBOR 轉換進度，其國內敦促業者進行 LIBOR 轉換之時程早於 2013 年已開始。反觀我國關於 LIBOR 退場與轉換議題之發酵，乃係自 LIBOR 確定於 2021 年底確定退場之後才開始。我國金融主管機關至 2020 年 2 月發佈公告，請銀行公會組成工作小組研擬相關措施並請其向金融機構宣導留意 LIBOR 退場之潛在風險¹⁶³。

亞洲國家相較於英國、美國與歐洲等 LIBOR 幣別國使用 LIBOR 契約金額與數量相對較少，而我國既非 LIBOR 幣別國、也非主要金融市場所在國，LIBOR 契約之數量與金額相對而言應更有限。根據 2020 年 FSB 發佈「基準利率轉換監理報告」，美國、英國、歐盟、瑞士與日本等 LIBOR 幣別國皆表示 LIBOR 退場對境內金融與非金融機構有重大不利影響；非 LIBOR 幣別國之 FSB 成員國¹⁶⁴有七成表示會受重大不利影響；至於非 LIBOR 幣別國且非 FSB 成員國者¹⁶⁵，LIBOR 退場對其多無重大不利影響。主要係因這類國家之金融體制較少使用 LIBOR，故難以預見 LIBOR 退場對其可能造成之重大風險¹⁶⁶。

亞洲國家僅有日本為 LIBOR 幣別國，其存續之 LIBOR 契約組成可能較非 LIBOR 幣別國更複雜而致其政府介入程度較深，值得探究。另香港與新加坡雖非 LIBOR 幣別國，但仍是亞洲主要金融市場所在國，即使其存續之 LIBOR 數量

¹⁶³ 金融監督管理委員會，新聞稿—籲請金融機構審慎因應 2022 年 LIBOR 可能退場之風險，2020 年 2 月 25 日

¹⁶⁴ 亞洲國家有南韓、中國、香港、澳洲、新加坡、印度、印尼皆屬此類，而其他區域之國家包含：墨西哥、沙烏地阿拉伯、南非、巴西、加拿大、阿根廷等。

¹⁶⁵ 亞洲國家有菲律賓、泰國、馬來西亞等皆屬此類；FSB, Report to the G20-Supervisory issues associated with benchmark Transition (2020), p. 10.

¹⁶⁶ *Id.*

不多，但業界與政府仍不乏有因應 LIBOR 退場之作為，可作為我國之參考。日本、香港與新加坡皆與我國類似，並未制訂立法或修法因應 LIBOR 轉換，於檢視我國是否適合採取與其採取相仿作為之前，擬依序說明亞洲這些國家因應 LIBOR 退場採取之措施並試歸納其採取柔性作為之理由。

第一節 LIBOR 幣別國－日本

LIBOR 五種幣別中包含 LIBOR 日圓，日本境內金融機構使用之 LIBOR 除美元以外，LIBOR 日圓之契約數量不少。根據 2020 年度日本金融監理機關之調查，日本境內以 LIBOR 計價之資產類契約(主要組成放款契約)約 164 兆日圓，存款及債券等負債類之契約共有 35 兆及總計 6300 兆日圓衍生性金融商品契約¹⁶⁷。

即使日本之 LIBOR 使用金額約當美元 60 兆，整體 LIBOR 契約金額與數量仍不及於英美國家，惟其境內有不在少數之金融消費性契約與債券等現金型契約係以使用 LIBOR 日圓與美元計價。日本境內消費者所持有以 LIBOR 日圓金融商品金額約有 5 兆日圓，數量約 14 萬份，另有約當 2 萬份之 LIBOR 美元金融商品契約¹⁶⁸。日本境內發行連結 LIBOR 之債券總金額達美元 1,561 億，佔亞洲國家整體以 LIBOR 計價之債券發行總額(約 1,904 億)超過八成¹⁶⁹。

有鑑於日本境內使用 LIBOR 契約數量多且大多數尚未協議轉換，不難理解其不僅早期已成立業界自律組織因應 LIBOR 退場，主管機關對於 LIBOR 轉換也有較明顯之介入。根據 2021 年最新日本金融監理機構調查，以 LIBOR 日圓計價之放款契約數量近有半數未轉換，以 LIBOR 美元契約數量則有約四成未轉換¹⁷⁰。業者已於 2018 年 8 月組成「日圓基準利率跨產業委員會(Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks)」討論適用之替代基準利率、蒐集轉換困

¹⁶⁷ Bank of Japan, Financial Services Agency and Bank of Japan, Mar. 13, 2020., https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/rel200313b.pdf

¹⁶⁸ *Id.*

¹⁶⁹ Bloomberg, *Guide to Tough Legacy Bond in Asia-Pacific*, May 2021, p.9.

¹⁷⁰ Bank of Japan, Key Results of the Survey on the Use of LIBOR, May 19, 2021, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2021/data/rel210528c.pdf

難與解決方式與研擬業界轉換計畫之細節等¹⁷¹。

至於日本政府則是以採取行政指導或是各項非強制性的柔性措施，以加速業界 LIBOR 轉換之效率。第一，加強要求金融機構因應 LIBOR 退場的公司治理，即大型金融機構之董事會或管理層級應評估 LIBOR 退場之風險，並對緩適其辨識的風險採取的行動。日本主管機關與央行於 2020 年 6 月致公開信予金融機構強調 LIBOR 退場之重要性，並要求銀行編制內部轉換計劃並提交主管機關等¹⁷²。其二，主管機關或央行將透過更多管道佈達資訊予大眾，並提升與非金融機構於 LIBOR 轉換方面之合作¹⁷³。第三、定期檢視市場使用替代利率的成果以利市場參與者選用替代基準利率並鼓勵其轉換¹⁷⁴。



¹⁷¹ Bank of Japan, Interest Rate Benchmark Reform (Preparedness for the Discontinuation of LIBOR), <https://www.boj.or.jp/en/finsys/libor/index.htm/> (last visited Oct. 27, 2021).

¹⁷² Bank of Japan, A letter to Financial Institutions, Taking Actions for Permanent Cessation of LIBOR, June 1, 2020., <https://www.fsa.go.jp/en/policy/libor/libor.html>

¹⁷³ Financial Institution' preparedness for LIBOR Cession and Future Actions with a Focus on the Results of the Joint Survey by the Financial Services Agency, BANK OF JAPAN REVIEW, Aug. 2020.

¹⁷⁴ *Id.*

第二節 非 LIBOR 幣別國－香港、新加坡

香港與新加坡因其市場參與者之組成、為 FSB 與 IOSCO 之成員故轉換經驗較豐富、LIBOR 存續契約不多以及主管機關能與業界之間維持緊密溝通等條件，造就這類金融中心於因應 LIBOR 退場之時，毋需特別由政府以介入，僅需確保其業界可自律且循序漸進完成轉換。以下擬就前述前開四項因素依序說明之：

一、市場參與者之組成多為國際大型金融機構：

香港與新加坡具亞洲國際金融中心之地位，其境內之金融機構皆由國際大型機構組成。以香港為例，其境內 200 間金融機構中約有四分之三屬於全球前 100 大之金融機構¹⁷⁵。當香港與新加坡境內之多數 LIBOR 使用者為大型金融機構已經是 ISDA 成員，多數 LIBOR 存續之衍生性金融商品契約應透過簽署 ISDA 標準化轉換條款，以確保契約可順利轉換。

二、為 FSB 與 IOSCO 成員而推動基準利率轉換之經驗豐富

香港與新加坡皆為 FSB 與 IOSCO 成員國，其香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority，簡稱 HKMA)與新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore，簡稱 MAS)早已開始參與 FSB 推動之 LIBOR 轉換工作。新加坡同業拆借利率(Singapore Interbank Offered Rate，簡稱 SIBOR)為符合 IOSCO 金融基準指標原則並陸續將其轉換至新加坡隔夜平均利率(Singapore Overnight Rate Average，簡稱 SORA)之經驗，有助其推動 LIBOR 轉換。MAS 甚至曾以其推動業界轉換基準利率之豐富經驗，為 FSB 提供建議¹⁷⁶。新加坡與香港之 FSB 及 IOSCO 成員國身份，使其業界具備充分的經驗與能力自行因應轉換。

即便業界已有轉換經驗，仍或多或少遇到協議轉換之困難，此情況

¹⁷⁵ Hong Kong Monetary Authority, *Hong Kong as an International Financial Centre*, <https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/hong-kong-as-an-international-financial-centre/> (last visited Oct. 27, 2021).

¹⁷⁶ FSB, *supra* note 24, pp.53-54.

則需要主管機關隨時掌握並採取相關行政指導以協助業者應對。舉例而言，香港金融機構因應於轉換過程中曾表示向主管機關透漏協議轉換之困難，包含：欠缺業界可以使用的標準轉換條款、使用替代基準利率之流動性不足、替代基準利率欠缺完善的期限結構、欠缺協助小型機構轉換之指引、特定金融商品難以與客戶或交易對手協商等¹⁷⁷。因前述困難並非香港市場獨有，HKMA 經蒐集相關困難並發佈行政通告並周知業者國際轉換資訊，確保業者充分掌握資訊¹⁷⁸。

至於新加坡主管機關發佈行政指導之頻率雖較香港低，但其以行政指導推動 LIBOR 轉換之性質與香港 HKMA 類似。MAS 於 2020 年 9 月發佈函令要求金融機構積極制定 LIBOR 相關轉換計劃，並鼓勵業者簽署 ISDA 議定書等¹⁷⁹。事實上，新加坡受 LIBOR 退場之影響更迫切，因其境內更常使用之基準利率新加坡幣指標利率(Swap Offer Rate，簡稱 SOR)即是由 LIBOR 美元計算得出，故 SOR 將隨 LIBOR 而同步退場並轉換至 SORA¹⁸⁰。

三、存續之 LIBOR 契約數量不多

更重要的是，香港與新加坡境內存續之 LIBOR 契約數量本來就不多。香港主管機關仍重視 LIBOR 退場對其境內金融機構之影響，早已促請協助業界及早完成轉換準備，故存續之 LIBOR 契約更少。HKMA 於 2019 年 3 月發函呼籲在港金融機構應做好 LIBOR 轉換的準備，並應量化受影響之契約數量、識別風險與制定因應計劃等，目標是敦促所有市場上的契約都能在 LIBOR 退場以前順利轉換¹⁸¹。2020 年 10

¹⁷⁷ 香港金融管理局，通告—利率基準改革(含附件)，檔號: B1/15C，2020 年 04 月 23 日。

¹⁷⁸ 同上註。

¹⁷⁹ MAS, Circular Reference: ID 32/20, Preparation for Libor Discontinuation: Enhancing Contractual Robustness, Sep. 1, 2020.

¹⁸⁰ The Association of Banks in Singapore, *Why Is There A Need To Transition To Sora?* <https://abs.org.sg/benchmark-rates/sor-sibor-to-sora> (last visited Oct. 27, 2021).

¹⁸¹ 李達志，香港金融管理局，匯思—利率基準改革，2019 年 5 月 20 日，網站：<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2019/05/20190502/>

月 HKMA 促請所有金融機構即早簽署 ISDA 議定書，並也鼓勵交易對手採用；如果是不適用 ISDA 議定書之契約，即應繼續與交易對手協議轉換¹⁸²。截至 2021 年 6 月，存續之 LIBOR 衍生性金融契約僅 5% 未完成轉換，其餘存續總計 6 兆港元之資產及負債也只剩 24% 未轉換而已¹⁸³。

四、主管機關與業界之間維持緊密溝通

主管機關與業界維持正向且緊密之溝通即有助於業界轉換，主管機關因此無須過度干涉市場轉換。HKMA 曾要求當地機構應於 2021 年 6 月 30 日起停止開始停止發行 LIBOR 新契約，惟因業界反映市場對不熟悉、替代基準利率發展尚未成熟等因素，主管機構隨即配合推遲禁止 LIBOR 新用之時限至 2021 年底¹⁸⁴。雖然 HKMA 公告業者，只要符合以下條件，即(1) 為減少或對沖與金融機構或其客戶於 2022 年 1 月 1 日前簽訂之美元 LIBOR 部位的交易；(2) 為執行 2022 年 1 月 1 日前之美元 LIBOR 交易相關之造市交易；(3) 更新 2022 年 1 月 1 日前執行之美元 LIBOR 交易；及(4) 在成員違約時依規參與中央交易對手拍賣程序而執行的交易，包括對沖由此產生之美元 LIBOR 部位的交易¹⁸⁵。若遇特殊情況而需要在 2021 年後發行以美元 LIBOR 合約，則需個案洽詢 HKMA 商討之處理方式¹⁸⁶。

由 HKMA 作為可見其持續籲請業者落實 LIBOR 轉換之同時，仍充分尊重市場需求。即使因 LIBOR 退場之日迫近，HKMA 為密切管控 LIBOR 轉換之情形，也只是增加與業者調查進度之頻率，即 HKMA 於

¹⁸² 香港金融管理局，通告—利率基準改革，檔號: B1/15C，2020 年 10 月 16 日，網址：

<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2020/20201016c1.pdf>

¹⁸³ 香港金融管理局，利率基準改革，<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/reform-of-interest-rate-benchmarks/>

¹⁸⁴ 香港金融管理局，通告—利率基準改革，檔號: B1/15C，2021 年 3 月 24 日，網址：

<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2021/20210325c1.pdf>

¹⁸⁵ 香港金融管理局，通告—利率基準改革，檔號: B1/15C，2021 年 8 月 19 日，網址：

<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2021/20210819c1.pdf>

¹⁸⁶ 同上註。

2021 年 9 月起自原來每季一次之利率轉換調查增加為每月一次¹⁸⁷。

第三節 業界自行因應 LIBOR 轉換者－我國

我國金融市場相較前開國家受 LIBOR 影響之曝險相對小，但面對全球 LIBOR 退場的挑戰不見得較少。我國銀行業於 2021 年底以後仍存續之 LIBOR 美元放款有 192 億美元，排名為亞洲第二高，僅次於中國，日本第三¹⁸⁸。我國近 6 成 LIBOR 暴險會存續至 2021 年底之後，其中有逾 9 成契約無適當轉換條款¹⁸⁹。

LIBOR 轉換議題於我國開始發酵之時間比較晚，自 2020 年才開始啟動因應 LIBOR 退場之相關行動。主要方式是由業界先自行評估風險及研擬 LIBOR 轉換，而未制訂相關立法或採取主動性的行政指導。事實上，中央銀行及金管會一方面籲請金融機構尋求替代基準利率、檢視 LIBOR 存續契約以及辨識 LIBOR 停用與轉換之潛在風險。另一方面，則是籲請銀行公會成立「LIBOR 轉換專案工作小組」研擬相關措施並宣導 LIBOR 退場之風險¹⁹⁰。前開工作小組執掌包含歸納國際利率改革之最新趨勢與進展、調查會員銀行受影響情形及因應情況、向會員銀行宣導與提醒注意 LIBOR 退場風險及研議相關因應措施等¹⁹¹。

銀行公會考量專案之困難度及時程緊迫性，故委請專案顧問引進國外經驗予以協助¹⁹²。普華商務法律事務所於 2020 年底完成「LIBOR 轉換因應措施建議方向報告書」，建議我國業者宜定期評估 LIBOR 暴險、自 2021 年 7 月起不再新用 LIBOR、使用替代利率發行商品及著手轉換條款之修約工作等¹⁹³。

我國、新加坡與香港顯然不如紐約或英國金融中心，有大量 LIBOR 計價之

¹⁸⁷ 同上註。

¹⁸⁸ Argin Chang, Apple Lam & Cindy Wang, Taiwan Banks, No. 2 in Asia Dollar Loans, Discuss Libor End, BLOOMBERG, Apr. 24th, 2020, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-04-23/taiwan-banks-no-2-in-asia-dollar-loans-comment-on-libor-s-end> (last visited Oct. 27, 2021).

¹⁸⁹ 曹慧蘭，銀行公會協助推動 LIBOR 轉換工作紀要，銀行公會，會訊第 121 期，網址：<https://www.ba.org.tw/Publications/UnionInfo>

¹⁹⁰ 金融監督管理委員會，前揭註 163。

¹⁹¹ 曹慧蘭，前揭註 189，頁 2。

¹⁹² 同上註。

¹⁹³ 普華商務法律事務所，前揭註 21，頁 156-157。

各式金融契約。因為 LIBOR 形成自英國歐洲美元同業拆借市場的緣故，LIBOR 美元、英鎊是當地之本位幣，自然會發展出各類衍生性金融商品或現金商品大量使用 LIBOR 之情形。反之，除了日本有少量使用 LIBOR 日圓之消費性契約，香港、新加坡與我國使用 LIBOR 之金額部位應遠不及於英美國家。

英美國家使用 LIBOR 美元或 LIBOR 英鎊之大量現金商品及衍生性金融商品契約，慣以國際金融中心所在地之紐約與倫敦法作為管轄法。事先制訂立法指定等同 LIBOR 之商業合理替代利率，不只是確保投資人與消費者保護之立意，亦可減少將來因大量契約爭訟對法院之不經濟與金融市場產生之不利益。相形之下，我國 LIBOR 暴險近六成為衍生性金融商品契約，其餘則多是放款契約¹⁹⁴。以 LIBOR 計價之放款契約多為國際聯貸契約，這類契約選用我國法作為契約之管轄法者應不多；擬選用我國法為管轄法者，比較可能是以台幣計價之金融商品契約，是以前述保護法體制面之立意考量不適合套用至我國金融市場之情形。

我國金融市場因應 LIBOR 退場面臨的狀況，其實比較類似香港與新加坡的情形，因應 LIBOR 轉換適合採取柔性的行政指導模式。第一、我國類似香港、新加坡 LIBOR 主要使用者集中於金融機構，惟我國並非國際金融中心，較少國際大型金融機構匯聚。第二、我國於香港、新加坡相仿，境內存續之 LIBOR 契約數量不多，故得以定期性盤點未轉換之合約金額與數量的方式，控管市場參與者 LIBOR 轉換之狀況。

比較值得一提的是，同是採取柔性作為，我國於敦促業者因應 LIBOR 轉換的效果有可能不若香港與新加坡來的佳，可能是因為我國較香港與新加坡之背景與金融市場仍存差異。第一，我國並非 FSB 之成員國，有別於香港與新加坡等國家已長期參與國際組織基準利率轉換計畫，已經累積不少曾經引導業者進行基準利率轉換之經驗與資源。第二，香港與新加坡基於其業界過往已有相當之轉換經驗，主管機關僅需與其業者維持良善之連繫並定期追蹤 LIBOR 轉換進度，即

¹⁹⁴ 曹慧蘭，前揭註 189，頁 2。

可達到敦促業界轉換之目的。比較可惜的是，我國主管機關目前與業者聯繫之緊密程度還不像香港 HKMA 與其業界聯繫之深，加上過往欠缺基準利率之轉換經驗，不得不須仰賴外部專業顧問協助業界自律機構形成轉換計畫。

外部顧問之建議對於業者之拘束力畢竟有限，我國政府可參酌香港頻繁發佈行政指導之作法。具體的作法例如：密集追蹤與發佈業界 LIBOR 轉換進度與暴險數據、歸納業者面臨之轉換問題並主動給予指導性建議，甚至可參酌香港近期發佈之行政指導，即除特定符合事由否則不得增加 LIBOR 之新用等主動協助業界因應 LIBOR 轉換的柔性作為。



第六章 結論

我國金融市場交易量雖遠不及香港、新加坡等亞洲金融中心之活絡，但因應 LIBOR 退場採取的作為態樣卻類似，顯然是吾等亞洲國家因 LIBOR 退場所受之影響實不如紐約來的嚴峻。紐約迫不及待地，於早在聯邦立法之前，即制訂法定替代基準利率 SOFR 取代美元 LIBOR，與其作為國際金融中心的商業環境背景有關。紐約是全世界資本市場市值最大的金融中心，不只是境內交易的債券、證券化商品、商業貸款或房貸，還有跨國商業契約、OTC 及 ETD 衍生性金融商品也都會選擇以紐約法作為管轄法。即使業界已發展各類商品的標準化轉換條款，惟仍得仰賴契約當事人合意採納，紐約作為國際金融中心，難以承受多數契約無法順利完成 LIBOR 轉換而造成之法律體制崩潰，故須提前以立法方式將 LIBOR 美元轉換為法定替代基準利率 SOFR。

歐盟及英國因應 LIBOR 退場而制訂立法之緣由則有別於紐約，因彼等在 LIBOR 操縱弊案後即已制訂基準指標監理之規則以進行基準指標改革，當基準指標失去代表性或將停止發佈之情事，如 LIBOR 之退場，上述規則自應有所因應。英國的角色較特殊的是，它既與紐約一樣是全球金融中心，又是 LIBOR 基準指標的監理機構，故一方面發展出禁止退場的關鍵基準指標(即 LIBOR)使用之例外情形，以便「困難契約」得以繼續使用；另一方面也制訂仿造 LIBOR 之「合成式 LIBOR」之延長報價的過渡機制，以便因應前述情形。被主管機關例外允許使用 LIBOR 之「困難契約」的範圍尚在評估中，不過至少可以確定是，該部分之修法是出於「金融審慎」之目的，以避免大量契約因 LIBOR 退場影響消費者保護價值與金融穩定，故與紐約之立法緣由應類似。

歐盟則是跨多個成員國的經濟體，LIBOR 退場事件之於歐盟修訂其基準指標監理規範而言，應只是歐盟協調與整合成員國因其基準指標退場作法不一的前哨站。歐盟可以指定一個或多個替代基準指標及制訂施行法之機制，是要讓各國

在面臨基準指標退場之時，能夠採取一致性轉換作法，避免成員國各自執法造成基準指標轉換後之差異，導致金融機構相互競爭而影響歐盟單一內部市場。

我國之金融環境既不像紐約金融中心有大量的「困難契約」待決，也無像是歐盟與英國既存基準指標監理規範¹⁹⁵，受到 LIBOR 退場之影響遠小於上述國家，是否有必要因此介入而挑戰契約自由原則，即值得思考。畢竟連英美歐之介入皆強調是為審慎目的，當 LIBOR 之退場對我國消費者保護與金融市場穩定無礙時，採取立法介入之理由即相當薄弱。

我國政府目前採取之作法類似香港、新加坡，即主要採取柔性的行政指導以敦促業界因應 LIBOR 轉換。我國與香港與新加坡類似，境內使用 LIBOR 之市場參與者組成多屬金融機構，這類機構多可透過簽署 ISDA 議定書或使用標準化之準化條款因應大部分的契約轉換。更關鍵的原因是，由於 LIBOR 契約數量遠遠少於英美國家，尚可透過定期性盤點轉換進度以促成業界完成轉換。

然而，我國非屬 FSB 成員國，相較香港與新加坡，業界較欠缺基準利率轉換之經驗。若要提升業界因應 LIBOR 轉換之效率，我國不只仰賴外部顧問協助業界形成自律性的轉換方式，多做法此類早期即已開始參與 FSB 基準指標利率改革之政府所採取的行政指導等作為，或許是我國政府可以多加著墨之部份。

¹⁹⁵ 我國金融業拆款定盤利率係由銀行公會自行管理，金管會無統一監管基準指標之規定；參見：中華民國銀行商業同業公會全國聯合會（金融業拆款中心）臺北金融業拆款定盤利率作業規範。

參考文獻

一、中文文獻

(一) 期刊論文

江庭瑀，倫敦同業拆借利率的問題現況與改革方向，政治大學國際經貿組織暨法律研究中心經貿法訊，226期，網址：

<http://www.tradelaw.nccu.edu.tw/epaper/no226/3.pdf>

(二) 法規

中華民國銀行商業同業公會全國聯合會(金融業拆款中心)臺北金融業拆款定盤利率作業規範。

(三) 政府、機構文件

曹慧蘭，銀行公會協助推動 LIBOR 轉換工作紀要，銀行公會，會訊第 121 期，

網址：<https://www.ba.org.tw/Publications/UnionInfo>

新聞稿－籲請金融機構審慎因應 2022 年 LIBOR 可能退場之風險，金融監督管理委員會，發佈日期：2020 年 2 月 25 日，網址：

https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202002250002&o=fsc,c=tw&dtable=News

LIBOR 轉換因應措施建議方向報告書，普華商務法律事務所，2020 年 12 月。

香港金融管理局，通告：利率基準改革(含附件)，檔號: B1/15C，2020 年 04 月 23 日

李達志，香港金融管理局，匯思－利率基準改革，2019 年 5 月 20 日，網站：

<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2019/05/20190502/>

香港金融管理局，通告－利率基準改革，檔號: B1/15C，2020 年 10 月 16 日，網

址：<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2020/20201016c1.pdf>

香港金融管理局，通告－利率基準改革，檔號: B1/15C，2021年3月24日，網址：<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2021/20210325c1.pdf>

香港金融管理局，通告－利率基準改革，檔號: B1/15C，2021年7月8日，網址：<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2021/20210708c3.pdf>

香港金融管理局，通告－利率基準改革，檔號: B1/15C，2021年8月19日，網址：<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2021/20210819c1.pdf>

(四) 網際網路

Argin Chang, Apple Lam & Cindy Wang，彭博商業週刊，摸著石頭過河 台銀行業 LIBOR 轉換工程欲快不易，2020年4月24日，網址 http://content-cdn-bbwc.cn/v5/app18/issue_1452/articles/180090876/show-1-6-1452-176-180090876-1_1587702725.html

李達志，香港金融管理局，匯思，利率基準改革，2019年5月20日，網站：<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2019/05/20190502/>

香港金融管理局，利率基準改革，<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/reform-of-interest-rate-benchmarks/>

陳美君，LIBOR 年底退場 央行示警：銀行面臨六大風險，2021年6月14日，經濟日報，網址：<https://money.udn.com/money/story/5613/5531834>

孫彬訓，LIBOR 年底將退場 行庫備戰，工商時報，2021年6月14日，網址：<https://ctee.com.tw/news/finance/474277.html>

簡榮宗律師，銀行辦理金融衍生性商品程序及 ISDA 合約(下)，台灣法律網，網址：

http://www.lawtw.com/article.php?template=article_content&area=free_browse&paren

[t_path=,1,1573,&job_id=200309&article_category_id=2049&article_id=117953](#)

二、外文文獻

(一) 書籍

ANTHONY SAUNDERS & MARCIA MILLON CORNETT, FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS 151 (4TH ED. 2007)

YOUSSEF CASSIS, CAPITAL OF CAPITAL: THE HISTORY OF INTERNATIONAL FINANCIAL CENTRES 1780-2005 263(1st published 2006).

(二) 專書論文

Eisenberg, Theodore and Miller, Geoffrey P., "*The Flight to New York: An Empirical Study of Choice of Law and Choice of Forum Clauses in Publicly-Held Companies' Contracts*", Cornell Law Faculty Publications. Paper 1491., (2009).

(三) 期刊

Charles A. Sweet and Kurt W. Rademacher from Morgan, *New York Enacts Legislative 'Fix' for Legacy LIBOR Contracts Governed by NY Law; Will a Federal Fix Be Next?*, LEXOLOGY, Apr. 19, 2021.,

<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=7f7f97d1-fe95-4678-a7f7-62dfe8dd61d1>

Fuller, Emily, Russell, Emma Connor, Zoe, *The end of LIBOR*, THE BANKING LAW JOURNAL, Vol.135 (3), pp.183-185 (2018)

Hogan Lovells, 2018 ISDA Choice of Court and Governing Law Guide:

What you need to know, Debt Capital Markets, GLOBAL INSIGHTS, 48,48.

Kathy Martin and Maria Sagan, *The Phase-out of LIBOR: A Primer*, BANKING & FINANCE LAW REVIEW, Vol.35 (3), p.547-562 (2020)

Julia Goptarenko, *Liberating the World from LIBOR: Implication for Non-Cleared Derivatives*, Aug. 11th, 2017, <https://ssrn.com/abstract=3017639>

Michael W. Galligan, *Why Choose New York Law*, NEW YORK DISPUTE RESOLUTION

LAWYER. 39, 39 (2016).

Nicola Cetorelli and Stavros Peristiani, *The role of Bank in Asset securitization*,

FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW. 47, 47(2012)

(四) 外國法規與條約

Financial Services Act 2021.

NY General Obligation Law Section, art. 5-1401

Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council, of 8 June 2016 on Indices Used as Benchmarks in Financial Instruments and Financial Contracts

or to Measure The Performance of Investment Funds and Amending Directives

2008/48/EC And 2014/17/EU and Regulation (Eu) No 596/2014,2016 O.J. (L 171/1)

New York State Senate Bill S297B (signed on Apr. 6, 2021)

Regulation (EU) 2021/168 of The European Parliament and Of The Council of 10

February 2021 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards The Exemption Of

Certain Third-Country Spot Foreign Exchange Benchmarks And The Designation Of

Replacements For Certain Benchmarks In Cessation, and Amending Regulation (EU)

No 648/2012,2021 O.J. (L 49/6)

(五) 機構文件

ARRC, *Proposed Legislative Solution to Minimize Legal Uncertainty and Adverse Economic Impact Associated with LIBOR Transition*, Mar, 6, 2020.

Bank of Japan, Financial Institution' preparedness for LIBOR Cession and Future

Actions with a Focus on the Results of the Joint Survey by the Financial Services

Agency, BANK OF JAPAN REVIEW, Aug. 2020.

Bank of Japan, Financial Services Agency and Bank of Japan, Mar. 13, 2020.,

https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/rel200313b.pdf

Bank of Japan, Key Results of the Survey on the Use of LIBOR, May 19, 2021,

https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2021/data/rel210528c.pdf

Bank of Japan, A letter to Financial Institutions, Taking Actions for Permanent Cessation of LIBOR, June 1, 2020., <https://www.fsa.go.jp/en/policy/libor/libor.html>

Bloomberg, *Guide to Tough Legacy Bond in Asia-Pacific*, May 2021.

Consumer-Group-Letter, Mar. 2021, https://protectborrowers.org/wp-content/uploads/2021/03/Consumer-Group-Letter_LIBOR.pdf

Consultation Paper of FCA, *Consultation Paper, Benchmark Regulation: how we propose to use out powers over use of critical Benchmarks*, CP21/15, May. 2021.

David Hou & David Skeie, *LIBOR: Origin, Economics, Crisis, Scandal and Reform*, European Commission, *Proposal for a Regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts – Frequently Asked Questions*, ¶ 10, Sep. 18, 2013, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_13_799

European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment Report-Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council-Amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards the exemption of certain third country foreign exchange benchmarks and the designation of replacement benchmarks for certain benchmarks in cessation, SWD(2020).

ESMA, Public statement of *UK Benchmarks Regulation*, Mar. 9.2021.

Federal Reserve Bank of New York Staff Reports (Staff Report No.67), Mar. 2014.

FCA, CP17/15, Consultation Paper of Powers in relation to LIBOR contributions(2017).

FCA, *statement of Policy on the exercise of the FCA's powers under Article 23D BMR*, Mar. 2021

FCA, CP21/19, Proposed decision under Article 23D BMR for 6 sterling and yen LIBOR settings, June, 2021

FCA, UK Benchmarks Regulation, <https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks/regulation>

FSA, A letter to Financial Institutions, Taking Actions for Permanent Cessation of LIBOR, June 1, 2020.

UK Parliament, Rishi Sunak, *The Financial Services Regulation Statement*, June 24, 2020.

FSA, *The Wheatley Review of LIBOR: Initial Discussion Paper* (2012)

FSB, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks* (2014)

FSB, *Final Report of Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks* (2014)

FSB, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks-Progress report on implementation of July 2014 FSB recommendations* (2016)

FSB, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks-Progress report on implementation of July 2014 FSB recommendations* (2017)

FSB, *Report to the G20-Supervisory issues associated with benchmark Transition* (2020)

ISDA, *ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol* (Published on Oct. 23, 2020).

IOSCO, *Final Report of Principles for Financial Benchmarks* (2013)

Letter-of-Support from SIFMA, Dec.2020, <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2020/12/ARRC-Letter-of-Support-12.15.20.pdf>

LMA, *the Recommended Revised Form of Replacement Screen Rate Clause and User Guide*, Dec. 21, 2018,

https://www.lma.eu.com/application/files/3815/4540/4296/LMA_Recommended_Revised_Form_of_Replacement_Screen_Rate_Clause_and_Users_Guide_-_MARKUP.pdf

MAS, Circular Reference: ID 32/20, *Preparation for Libor Discontinuation: Enhancing Contractual Robustness*, Sep. 1, 2020.

NYC, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*(2005), http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf

Z/Yen, *The global financial Centre Index* 29, Mar. 2021,

(六) 判決

Final Notice to Barclays Bank, Jun. 27, 2012., E14 5HP-122702.

(七) 網際網路

Argin Chang, Apple Lam & Cindy Wang, *Taiwan Banks, No. 2 in Asia Dollar Loans*, Discuss Libor End, BLOOMBERG, Apr. 24th, 2020,

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-04-23/taiwan-banks-no-2-in-asia-dollar-loans-comment-on-libor-s-end> (last visited Oct. 27, 2021).

The Association of Banks in Singapore, *Why Is There A Need To Transition To Sora?*

<https://abs.org.sg/benchmark-rates/sor-sibor-to-sora> (last visited Oct. 27, 2021).

ARRC, *Fallback Contract Language*, <https://www.newyorkfed.org/arrc/fallbacks-contract-language>

Ashurst, *EU Benchmark Regulation amended to include a statutory replacement rate mechanism for LIBOR, to extend third-country transitional provisions, and to exempt certain FX rates*, Feb. 2021, <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/benchmark-regulation---statutory-replacement-rate-mechanism-for-libor/>

BBA Website, *The Basic*, <http://www.bbatrent.com/explained/the-basics>

European Commission News, *New measures to restore confidence in benchmarks*

following LIBOR and EURIBOR scandals, Sep. 18, 2013,

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_13_841

FCA, *Benchmarks*, <https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks>

FCA, *UK Benchmarks Regulation*,

<https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks/regulation>

FCA news. *Announcements on the end of LIBOR*, Mar. 5, 2021,

<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/announcements-end-libor>

FCA news, *About LIBOR transition*, <https://www.fca.org.uk/markets/libor-transition>

FCA news, *LIBOR – are you ready for life without LIBOR from end-2021?*,
<https://www.fca.org.uk/news/speeches/libor-are-you-ready-life-without-libor-end-2021>

FCA news, *The future of LIBOR*, July 27, 2017,
<https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>

Gavin Finch & Liam Vaughan, *The Man Who Invented the World’s Most Important Number*, BLOOMBERG, Nov. 29, 2016,
<https://www.bloomberg.com/news/features/2016-11-29/the-man-who-invented-libor-iw3fpmed>

Hong Kong Monetary Authority, *Hong Kong as an International Financial Centre*,
<https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/hong-kong-as-an-international-financial-centre/>

HM Treasury news, *Regulatory reforms in Financial Services*, June 23, 2020,
https://www.gov.uk/government/news/regulatory-reforms-in-financial-services?utm_source=e542de87-0eb8-42e5-b587-01edbbb84951&utm_medium=email&utm_campaign=govuk-notifications&utm_content=immediate

ISDA, *New IBOR Fallbacks Take Effect for Derivatives*, Jan. 25, 2021,
<https://www.isda.org/2021/01/25/new-ibor-fallbacks-take-effect-for-derivatives/>

ISDA, *News – A Major Milestone for Benchmark Reform*, Oct. 26, 2020,
<https://www.isda.org/2020/10/26/a-major-milestone-for-benchmark-reform/>

ISDA, *Benchmark Reform and Transition from LIBOR*,
<https://www.isda.org/2020/05/11/benchmark-reform-and-transition-from-libor/#background>

Jamies Orr, *How Important is the Finance Sector to the New York City Economy?*, The Economic Studies Group, <https://esg.gc.cuny.edu/2017/06/09/how-important-is-the-finance-sector-to-the-new-york-city-economy/>

SNB, Milestones in the transition to SARON, Mar. 5 .2021,

https://www.snb.ch/en/ifor/finmkt/fnmkt_benchm/id/finmkt_NWG_milestones

US. Department of the Treasury, <https://www.treasury.gov/resource-center/faqs/Markets/Pages/fixedmuni.aspx>

