

PDF-CASE2016008

巴克莱银行 LIBOR 虚报操纵案分析¹

摘要：2012 年 6 月，美国商品期货交易委员会、英国金融服务监管局和美国司法部等多家机构认定巴克莱公司等报价银行在金融危机期间操纵 Libor 报价。案件反映出巴克莱等公司报价机制的不完善：一方面缺乏完整有效的内控系统，另一方面合规部门没有完全尽责，没有建立信息隔离机制。

关键词：LIBOR 操纵案；巴克莱银行；利率操纵；衍生品监管

0 引言

2012 年 6 月 27 日，美国商品期货交易委员会(CFTC)、英国金融服务监管局(FSA)和美国司法部同时披露与英国巴克莱公司就虚假报价以及操纵全球最重要的关键利率——伦敦银行同业拆放利率(Libor)、欧洲银行同业欧元拆放利率(Euribor)案达成和解，巴克莱公司被认定在 2005 年至 2009 年期间操纵、虚报 Libor 和 Euribor，被处以 4.52 亿美元的罚金。自此，席卷绝大多数跨国银行和数个国家监管机构的 LIBOR 操纵案浮出水面，多达 12 家大型国际银行涉案并处以高额罚金，其中瑞银(UBS)于 2012 年 12 月被处以 15.23 亿美元罚金，德意志银行也于 2015 年 4 月被处以 25 亿美元的罚金。

-
1. 本案例由上海外国语大学孙海霞撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

1 为什么 Libor 操纵案引起国际广泛关注？

本次案件之所以引起社会广泛关注，重要原因在于 Libor (Euribor) 是国际金融市场的重要利率参考指标，其价格关系到按揭贷款等市场利率以及数额巨大的期货、期权等衍生品市场。根据英国银行协会 (BBA) 的数据，全球有超过 350 万亿美元的金融衍生品和公司债券以 LIBOR 作为利率基准。根据美国商品期货交易委员会 (CFTC) 的统计，全球有超过 800 万亿美元的证券或贷款与 LIBOR 联系。

1.1 Libor 与 Euribor 的编制方法

Libor 是英国银行同业之间的短期资金借款的成本，包括 15 个期限品种及英镑等 10 种货币（美元、欧元、英镑、日元、瑞士法郎、加元、澳元、瑞典克朗和丹麦克朗），由英国银行家协会 (British Banker's Association, BBA) 选定一批银行，各自估算并报出在伦敦货币市场中各家银行能够获得的同业拆出利率（详见表 1），各报价银行在报价时必须只考虑在货币市场借款时的成本，不能考虑其衍生品交易情况和其他因素。计算时去掉价格最高 25% 的银行报价（金融危机期间为 4 家，下同）和最低 25% 的银行报价（4 家），将剩余 50% (8 家) 报价银行的报价平均后作为各种货币最终的 Libor 价格。

根据 Libor 的形成机制，通常情况下，如果只有少数银行故意报高或报低价格时，其报价会作为极端报价被剔除，不影响最终形成价格。但如果有多家银行同时高报或低报，或者串通起来后报价，则剔除极端值平均后仍有可能影响最终报价，导致 Libor 被操纵。此外，BBA 从报价银行收集的数据是报价银行对自己借款需支付多少利息的估计数据，而非实际交易数据，因此有可能偏离市场真实情况。而 BBA 作为 Libor 的发布者，性质上属于自律性行业协会，自身不具有监管责任和能力，在保证 Libor 公允性和准确性上动机和能力都存在问题。Euribor 是指欧洲银行间欧元的同业拆放利率，与 Libor 的形成机制相类似，报价来自于 42-48 家欧洲银行。计算时，去掉最高的 15% 报价和最低的 15% 报价，剩下的 70% 报价进行平均得到每个期限的 Euribor。

表 1 案件发生前美元 Libor 报价的 16 家银行

美国银行	摩根大通银行
东京三菱银行	劳埃德银行
巴克莱银行	诺林丘银行
花旗银行	荷兰拉博银行
瑞士信贷银行	加拿大皇家银行
德意志银行	英格兰皇家银行
哈利法克斯银行	瑞士银行
汇丰银行	西德意志州银行

1.2 Libor 与 Euribor 对金融市场具有重要影响

Libor 是全世界最重要的金融指标之一。Libor 与 Euribor 是全球场内交易的利率期货合约、期权合约的定价基础。芝加哥商业交易所 (CME) 交易的世界上最活跃利率期货合约——三个月欧洲美元 (Eurodollar) 期货合约就是以美元 Libor 作为定价基础。场外 OTC 市场上, Libor 与 Euribor 已成为全球短期利率 OTC 市场上, Libor 与 Euribor 已成为全球短期利率市场最主要的基准利率, 被广泛应用于利率互换、贷款、结构性债券和其他固定收益证券和场外衍生产品。

2 巴克莱公司 LIBOR/EURIBOR 虚报操纵案始末

据 FSA 和 CFTC 的调查结果和其他有关报道, 巴克莱公司违反规定, 为其衍生品头寸虚报操纵 Libor 和 Euribor 报价, 并在金融危机期间为避免市场声誉影响, 故意低报 Libor 和 Euribor。其他报价银行也存在类似问题, 某种程度上可能比巴克莱公司更为严重。英国相关政府部门为维护市场稳定, 也涉嫌干预银行市场报价行为。

2.1 巴克莱公司为其衍生品交易头寸, 虚报操纵 Libor 与 Euribor 报价

2.1.1 巴克莱为其衍生品交易虚报操纵 Libor 和 Euribor

巴克莱在很多的利率互换等场外衍生品交易中充当客户的对手方, 然后再通过对冲自身利率风险, 获得之间的差额收益。巴克莱交易员通过电话、电子邮件、即时信息等方式向本行报价员发出各种要求以利于自己的衍生品头寸, 这些要求包括: 指定利率水平、要求高报或低报、甚至要求把巴克莱的报价作为奇异值剔除出计算范围。FSA 调查显示, 巴克莱违反 Libor/Euribor 定义, 为了衍生品交

易员头寸而低报或者高报美元、日元、英镑的 Libor 和 Euribor 水平，使巴克莱自己持有的衍生品头寸获利或减少损失。2005 年 1 月至 2009 年 5 月，巴克莱以及其他银行的交易员至少 173 次向巴克莱的美元 Libor 报价员提出报价要求；2005 年 9 月至 2009 年 5 月，至少 58 次向巴克莱的 Euribor 报价员提出报价要求；至少有 14 名衍生品交易员，包括高级交易员曾经提出报价要求。而巴克莱报价员多数情况下都采取了纵容的态度，并同意回应这些要求。FSA 分析了从 2006 年 1 月 3 日到 2007 年 8 月 6 日之间的 111 次出现交易员要求的美元 Libor 报价，其中有 70%和交易员要求的一致，16%不清楚，只有 14%不一致；分析了从 2006 年 2 月 23 日到 2008 年 6 月 3 日之间的 42 次出现交易员要求的 Euribor 报价，其中 86%报价和要求的一致，2%不清楚，只有 12%不一致。

2.1.2 巴克莱应其他银行交易员要求而报价

除了为自己的衍生品头寸，巴克莱交易员还会为其他银行的交易员(部分是转投其他金融机构的巴克莱前任交易员)要求巴克莱报价员虚报 Libor 和 Euribor。据 FSA 调查，巴克莱前任交易员们至少有 12 次向巴克莱交易员提出关于 Libor 的报价要求，至少有 20 次向巴克莱交易员提出关于 Euribor 的报价要求。巴克莱的衍生品交易员也会要求其他银行交易员反过来帮忙，请其他银行报价员虚假报价。据 FSA 调查，自 2006 年 2 月至 2007 年 10 月，巴克莱的 5 名衍生品交易员至少 63 次向其他银行的交易员提出要求，请他们转发关于 Euribor 和美元 Libor 的报价要求，其中涉及 Euribor 的有 56 次。

2.1.3 其他银行串谋操纵报价

个别情况下，这些不同银行的交易员还会联合起来，同时影响巴克莱和其他银行的 Euribor 报价。手法包括：(1)向巴克莱报价员提出要求；(2)在关键日期之前或当日向其他银行交易员提出要求；(3)有时还鼓励现金市场交易员在货币市场达成交易或报价来间接影响 Euribor。

从 2006 年 12 月起，一些交易员就开始密谋操纵在 NYSELIFFE 交易的 2007 年 3 月到期的 Euribor 期货合约。巴克莱一交易员计划做多三月合约，希望从较低的 Euribor 报价中获利。该交易员在合约到期前一直联络四家报价行的衍生品交易员。在合约到期日的前一个工作日 2007 年 3 月 16 日和最后交易日当日，他不但要求巴克莱银行报价员报低 Euribor、联系银行现金部门的人员试图间接影

响价格，还要求几家银行交易员让他们向各自报价员发出请求，要求报低 Euribor。根据事后他们之间的通信，似乎该策略获得了成功。

2.2 金融危机期间，为避免媒体的负面报道，巴克莱公司故意低报 Libor

2.2.1 管理层要求报价员低报 Libor

2007 年 8 月开始，公众对于银行 Libor 报价更为关注，Libor 报价越高就会被认为融资成本增加、银行面临流动性困难。相对于其他银行，巴克莱的 Libor 报价偏高，从 2007 年 9 月 1 日到 2008 年 12 月 31 日，巴克莱三个月美元 Libor 报价在 66%的时间里高出 12 家其他报价银行。这一情况引起了媒体的注意并加以报道。巴克莱的高层管理人员对这种负面的报道十分关注，导致中层管理人员对报单员发出指令降低 Libor 报价以避免媒体关注。

2.2.2 其他报价银行同样涉嫌低报，而且可能更加严重

巴克莱绝非是唯一一家涉嫌虚报和操纵 Libor 和 Euribor 的机构。金融危机期间在各银行中巴克莱的流动性还是比较好的，但即使如此在各家报价行中巴克莱报价还是比较高的，有多次因为其属于最高的四家之一而被剔除出平均计算。其他银行的报价显然过低，以当时状况看，是很难以那么低的利率向市场拆借的，一些学术研究也证实了这一点。这意味着当时其他报价银行都可能涉嫌虚报利率。从事后市场批露信息来看，涉案银行至少 12 家。

2.2.3 英央行有暗示报价行压低报价的嫌疑

从现有的证据看，英格兰银行存在暗示巴克莱压低报价的嫌疑。巴克莱公布的文件中记录了巴克莱银行业务负责人戴蒙德在 2008 年 10 月 29 日与英国央行副行长保罗·塔克的一次电话记录。塔克在通话中反复强调，几位英国政府高级官员向其致电，询问为何巴克莱提交的 Libor 报价总是接近最高。塔克还对戴蒙德说，巴克莱没有必要总是把 Libor 报得那么高。戴蒙德当时将该谈话记录通过电子邮件方式转发给了另一位高管德尔密斯耶。巴克莱在声明中以及之后举行的听证会上，戴蒙德都不认为塔克让巴克莱人为更改 Libor 报价，但是德尔密斯耶当时误以为央行是在传达下调 Libor 报价的指示，并对交易员做出相关指示。

2.3 遭质疑后，相关机构起先认为 Libor 没有问题，但后来也出台报价商指引

早在金融危机期间，Libor 和其他利率基准之间的差距，就已经引发了对其

是否如实反映资金成本的质疑。《华尔街日报》最早在 2008 年 4 月 16 日发表文章，报道一些银行家对 Libor 报价的有效性提出质疑。文章发表之后，Libor 利率出现短期的快速上升。2008 年 5 月 29 日，该报又发表分析文章，通过违约保险市场价格反推银行借款成本，认为在 2008 年金融危机期间，Libor 报价银行故意低报，一方面让人感觉这些银行能够低成本获得同业贷款，另一方面使自身表现得不受金融危机影响。16 家报价银行 Libor 报价与该报估计的实际应报价格差额从最高的花旗银行的 87 个基点到最小的加拿大皇家银行 3 个基点不等。根据该报估计，通过低报 Libor，2008 年上半年将使得部分投资者损失 450 亿美元。

作为回应，2008 年 6 月 BBA 开始征询报价银行关于如何提高 Libor 准确性的意见，然而 2008 年 8 月 5 日 BBA 发表的《反馈申明》的结论却是“所有报价银行都有信心他们的报价反映了当时借款的真实成本”。国际清算银行(BIS)和国际货币基金组织(IMF)也认为 Libor 没有问题。直至 2009 年下半年，BBA 才发布《报价商参考指引》，明确规定 Libor 应如何决定，并要求报价银行对所报利率进行内部审计。

3 案件原因剖析

3.1 巴克莱对报价流程缺乏完整、有效的内控系统

巴克莱是英国银行家协会的会员，承担着对美元、欧元、日元 2 等货币的 Libor 报价和 Euribor 报价。作为报价银行，巴克莱一直没有建立起系统、有效的内部控制系统来管理 Libor 和 Euribor 的报价过程，巴克莱合规部没有意识到 Libor 和 Euribor 报价过程存在的风险，当然也不会对报价流程进行实质性管理改进。

第一，在 2009 年 12 月之前巴克莱一直没有对自身 Libor 和 Euribor 报价进行内部控制和审计。

对于 Libor 和 Euribor 的报价，巴克莱没有制定内部政策来说明报价过程公正性的重要意义，没有给报价员提供报价过程和报价要求的培训，也没有对报价过程进行监管，更没有对整个报价过程进行专门记录，报价完全由报价员个人决定。其中美元 Libor 的报价自 1995 年起，一直由一位在美元货币市场具有丰富

经验的报价员每天完成报价，而 Euribor 的报价自 1999 年起也一直由一名货币市场报价员完成，期间巴克莱从未更换过报价员。

第二，没有重视相关机构关于加强报价流程控制的建议来改进报价行为。

自 2005 年以来，巴克莱内部员工多次发现基准利率报价过程存在利益冲突、报价过程不透明等问题；2007 年 12 月 12 日，欧洲银行联盟提醒报价银行在履行报价义务时应遵守制定的 Euribor 报价规则，建议报价银行每天在报价时进行系统和严格的管理；2009 年 BBA 明确规定 Libor 应如何决定，并要求报价公司对所报的利率进行内部审计。无论是来自内部的质疑，还是外部的建议，都没有让巴克莱意识到 Libor 和 Euribor 报价过程存在的风险，直到 2009 年 12 月以后巴克莱才对利率报价流程进行了改进。

第三，虽对报价流程进行改进，但没有触及报价过程存在的核心问题。

巴克莱分别在 2009 年和 2010 年对报价流程进行改进，相关措施包括：沟通渠道约束、报价信息的讨论权限限制等。但这些改进措施没有触及报价过程的两个核心。一是没有对报价员在报价时与公司内部和外部人员的信息交流进行监控，无法从根本上杜绝报价员与衍生品交易员进行信息沟通、合谋操纵 Libor 报价的可能性。二是巴克莱虽然已经对报价流程进行内审，但对报价流程没有进行必要的记录。

3.2 巴克莱合规部门没有完全尽责，未通过设置信息隔离机制来防范利益冲突

第一，巴克莱合规部长期忽视报价信息隔离机制的重要性，在发现问题后也没有采取应对措施解决利益冲突。

巴克莱一位高级管理者于 2007 年 9 月曾指出该公司基准利率报价员和衍生品交易员存在潜在的利益冲突，并反映到公司合规部门，提出报价员报价时不应考虑公司的衍生品头寸。此时正值巴克莱因报价经常高于同行，陷入公众对该公司流动性不足、资产质量下降的质疑和负面评价中。合规部先同意起草公司规则，确保报价员在报价时不再考虑公司衍生品头寸，但随后又提出报价员报价时考虑公司衍生品头寸不存在任何风险，认为没有必要在报价员和衍生品交易员之间进行信息隔离。随后巴克莱合规部没有与报价员商讨此事，也没有制定相应的应对政策解决利益冲突。

第二，巴克莱合规部没有就其报价问题向监管机构进行清晰和有效的沟通。

2007年12月4日，巴克莱的一名报价员对公司下调 Libor 报价的做法提出质疑，并对美元 Libor 的形成方式表示担忧，担心巴克莱和其他银行正在形成错误的基准利率，损害报价银行和监管机构的信誉。两天后，巴克莱合规部就 Libor 的报价问题与英国金融服务局进行了沟通，汇报了其他报价银行普遍低报的现象，但没有指出自身在 Libor 报价中存在的问题。随后巴克莱继续采用原有方法进行报价，公司高管仍然能够直接干预 Libor 的报价。

4 启示与建议

Libor 虚报操纵案中，巴克莱公司等大银行为了自身利益，丧失职业操守，一而再、再而三地虚报操纵核心市场数据，而且巴克莱揭露出的问题很可能只是冰山一角。这次事件也让人质疑 Libor 的实用性与合理性，虽然短期内很难寻找新的利率机制代替 Libor，但它在国际金融市场上的主导性地位受到损害，甚至影响了伦敦国际金融中心的地位。这次事件给我们的启示包括：

4.1 应当扩大公开集中交易的场内市场价格影响力，为市场提供更为公允、准确的定价基准

Libor 操纵案表明，由场外市场的非公开交易数据形成的价格指数由于形成机制不透明而容易丧失其公允性，对金融市场定价产生不良影响，出现操纵、合谋、内部人控制等现象。金融危机后，国际上出现了“场外产品场内化”的潮流，可以标准化的场外衍生品都要放到场内进行交易，无法直接交易的也应由结算机构进行集中清算，防范出现系统性风险，同时也能提供更为客观、公允的价格信号。对于处在“新兴加转轨”阶段的我国金融市场而言，应吸取 Libor 虚报操纵案的经验教训，大力发展通过集中公开竞价方式形成透明交易价格的场内市场，更加重视场内集中交易形成的价格影响力，为金融市场提供更为公允、准确的定价基准。

4.2 加强监管，完善大型金融机构的内控制度，防范利益冲突

对我国这样一个新兴加转轨的市场来说，对于参与 Shibor 报价的银行间市场金融机构，也要从 Libor 事件中吸取经验教训。第一，严格执行相关规则，提高报价准确程度。金融机构应严格执行《上海银行间同业拆放利率实施准则》等，

规范报价银行的报价流程，提高报价准确程度。第二，建立内部控制机制与科学决策流程，加强合规审查。例如设置“防火墙”，保证报价员的报价不会受到管理层、其他交易部门的影响，对与报价部门的通信流程加以规定。建立强制留痕制度，报价员确定报价的影响因素、定价模型、相关信息等应强制留痕，相应记录应长期保留备查。成立监控组织(如报价委员会)，对报价员的报价定期监控，并对报价员的报价记录进行审计，还可以每年邀请第三方独立机构进行审计。第三，加强对相关人员的培训和管理。

4.3 加强衍生品市场的立法建设

美国发生金融危机后出台的《多德-弗兰克法案》中明确应当把互换等场外衍生品市场列入监管对象，扩大了《商品交易法》的覆盖范围，由 CFTC 起草相关监管规定并对互换市场加以监管；此外，该法案还给予美国监管部门域外管辖权，可以对美国以外的公司采取监管措施。在处理 Libor 事件过程中，CFTC 和 FSA 分别依据美国《商品交易法》和英国《金融服务与市场法》对巴克莱进行了查处。反观国内，目前对于场外金融衍生品交易还没有详细的法律规定，只在一些部门规章里做了相应的规定，存在一定的监管空白。考虑到未来我国场外金融衍生品的巨大发展空间，应当未雨绸缪，在未来《期货法》立法中将场外衍生品的监管考虑在内，明确相关规定和监管机构，防止市场被滥用。

4.4 Libor 操纵案件最新的进展动向

在 Libor 操纵案件爆发以及负面影响不断扩大后，英国首先宣布自 2012 年 9 月 26 日英国银行家协会 BBA 不再担当 Libor 的制订及监管角色，并自 2013 年 5 月起 Libor 将进行全面改革，被基于调查的贷款利率和与交易有关的指数组成的双轨制所取代。英国政府提出的 10 项 Libor 改革措施如表。

表 2 英国政府提出的 10 项 Libor 改革措施

改革领域	主要措施
监管方式	监管部门加强立法，对 Libor 报价活动及日常管理进行严格监管，对试图操纵行为予以刑事处罚。
机构改革	BBA 将 Libor 管理权转交给新的管理机构，并由独立的委员会选出。 新的管理机构负责管理 Libor，确保 Libor 的透明、公正、公平
报价规则	新机构应该重新制定报价机制，包括基于实际交易利率的报价原则、对报价行的系统及内控要求、对报价行交易数据进行记录、定期外部审计。 对实际交易利率制定、修正报价

改革领域	主要措施
近期措施	取消部分币种与期限的 Libor 报价，使得 Libor 报价更加集中于常用的、交易规模较大的利率种类。 各报价行提交的报价应该在 3 个月后向市场公开，以降低报价行粉饰信用的动机，减少合谋操纵的机会。 政府赋予 BBA 强制要求银行提供报价的权力。 所有的市场参与者应充分考虑 Libor 是否能够满足其需求，并在相关合同中制定应急处理措施
国际合作	英国、欧洲和国际监管机构应该协调制定全球基准利率的标准

来源：英国金融服务监管局BBA

目前英国政府提出的 10 项 Libor 改革措施正在全面实施。2013 年 7 月 Libor 被作价 1 美元出售给美国的纽约泛欧交易所集团。纽交所利率管理公司将作为纽交所的子公司获得英国金融市场行为监管局（FCA）的授权，在过渡期结束后从 BBA Libor 有限公司接手 Libor 的管理。从前面分析可以看出，Libor 定价过程存在着明显的“狐狸看管鸡舍”的问题，纽约泛欧交易所接手后的 Libor 能否保持其中立性和市场公信力？Libor 的国际公信力又是否能如愿得以重振？纽约泛欧交易所集团对 Libor 的改革进程刚刚开始。

（案例正文字数：6,965）

Abstract: In June 2012 Barclays was certified to manipulate LIBOR offer during the financial crisis by the U.S. Commodity Futures Trading Commission, the UK Financial Services Authority and the U.S. Department of Justice. This case reflected that the offer mechanisms of Barclays and other companies were imperfect. On one hand, these companies were short of complete and effective internal control systems; on the other hand, compliance departments were not fully conscientious and have not established information isolation mechanisms.

Keywords: LIBOR manipulation, Barclays, interest rate manipulation, derivatives regulation

案例正文附件

附件 1：背景介绍：基准利率是全球金融市场的核心

基准利率是金融市场中处于关键地位、起主导作用的利率。全球金融市场中，融资者衡量融资成本，投资者计算投资收益以及管理层对宏观经济的调控，客观

上都要求有一个普遍公认的基准利率水平作参考。基准利率通常在金融市场供求基础上形成,是具有普遍参照作用的利率,其他利率水平或金融资产价格均可根据这一基准利率水平来确定。

基准利率必须具备以下几个基本特征:第一,市场化。基准利率必须是由市场供求关系决定,同时也反映市场对未来资金成本的预期。第二,可传递性和可控性。基准利率所反映的市场信号,或者中央银行通过基准利率所发出的调控信号,能有效地传递到其他金融市场和金融产品价格上。第三,系统稳定性和连续性。基准利率在利率体系、金融产品价格体系中处于基础性地位,与其他金融市场的利率或金融资产的价格具有较强的关联性。

基准利率主要有两种模式,一种是报价驱动型的基准利率,包括伦敦同业拆放利率(Libor)、欧元银行同业拆借利率(Euribor)等和欧洲回购利率(Eurepo)回购利率。另一种是交易驱动型基准利率,包括美国联邦基准利率(FFR)和国债收益率(美国3个月国债利率)。

伦敦同业拆借利率(LIBOR)是大型国际银行愿意向其他大型国际银行借贷时所要求的利率,是在伦敦银行内部交易市场上的商业银行对存于非美国银行的美元进行交易时所涉及的利率。LIBOR常常作为商业贷款、抵押、发行债务利率的基准。同时,浮动利率长期贷款的利率也会在LIBOR的基础上确定。LIBOR同时也是很多合同的参考利率。