



透視台灣衍商交易新趨勢與挑戰

OTC 衍商集中結算機制 及原始保證金提撥



梁鴻烈

金融產業服務 合夥律師
普華商務法律事務所
hung-lieh.liang@pwc.com

- 梁鴻烈 / 普華商務法律事務所金融產業服務合夥律師
- 林信宏 / 普華商務法律事務所金融產業服務合夥外國法律師



林信宏

金融產業服務 合夥外國法律師
普華商務法律事務所
eric.h.lin@pwc.com

2007 年至 2008 年間美國歷經次級房貸危機及雷曼兄弟控股公司倒閉風暴，除美國外更引發全球金融海嘯，衝擊全球金融市場穩定，同時暴露當時金融監理的弱點。各國銀行的破產或瀕臨破產，凸顯銀行資本和流動性緩衝的不足，除促使國際清算銀行（簡稱 BIS）之巴塞爾銀行監管委員會推動巴塞爾協定三（Basel III）銀行監理改革外，店頭衍生性金融商品（簡稱 OTC 衍商）交易制度缺點，包含交易資訊不透明、擔保品不足以支應實際交易等，亦為金融危機後金融監理改革的重點。國際金融監理改革影響下，台灣主管機關亦大力推動台灣本土的 OTC 衍商結算機制，而台灣眾多金融機構亦將於 2022 年 9 月落入國際金融中心原始保



證金第 6 階段 (phase-6) 監管範圍，台灣金融機構宜密切關注 OTC 衍商交易最新趨勢與將面臨的重大挑戰。

國際浪潮下，台灣 OTC 衍商集中結算機制推動現況

為強化 OTC 衍商市場之風險控管，避免金融危機重複上演，G20 元首於 2009 年的 G20 高峰會決議強調：一、所有標準化之 OTC 衍商交易應經集中結算；二、OTC 衍商交易應進行交易申報；三、非集中結算的 OTC 衍商交易應符合更嚴格的資本要求。對此，BIS 與國際證券管理機構組織 (簡稱 IOSCO) 共同於 2012 年發布「Principle for Financial Market Infrastructure」，以提供各國建立如集中結算機構 (簡稱 CCP) 及交易資訊儲存庫等金融市場基礎設施之相關指引。IOSCO 亦於同年公布「Requirements for Mandatory Clearing」，協助各國訂定標準化 OTC 衍商的強制集中結算機制，以共同控管相關信用風險、市場風險及系統性風險。

據金融穩定委員會 (簡稱 FSB) 統計，截至 2020 年 11 月為止，美國、日本、新加坡等 FSB 成員國多已制定相關法令，以落實 G20 對 OTC 衍商監理的三大改革，包含集中結算機制及非集中結算之保證金規範。在集中結算機制方面，各國亦陸續建置 CCP，以提供利率交換契約 (IRS)、信用違約交換 (CDS)、無本金交割遠期外匯 (NDF)、換匯換利交易契約 (CCS) 之集中結算服務，並針對 IRS 及 CDS

等標準化商品實施強制集中結算。除透過 CCP 的多方交易部位互抵及淨額結算機制，轉移個別交易對手的風險外，另透過 CCP 自身風險管理及財務安全防衛機制，加強集中結算機構的財務穩健性，以避免再次造成新的「大到不能倒」之隱患，並協助維持金融市場穩定。

為回應國際金融市場對 OTC 衍商的監理趨勢，台灣亦自 2011 年 3 月起，由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心規劃建置我國 OTC 衍商交易資料儲存庫，並於 2012 年 4 月 2 日正式實施。於強制集中結算方面，台灣於 2019 年通過期貨交易法修正案，作為 OTC 衍商強制集中結算之法源依據。隨著「台灣期貨交易所股份有限公司店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」於 2020 年 10 月公告生效，台灣期貨交易所已於 2021 年 8 月提出「店頭衍生性金融商品集中結算業務施行辦法 (草案)」以進行市場意見諮詢，前述施行辦法正式實施日期則尚未確定。此外，目前台灣期貨交易所規劃自 2022 年 6 月起分階段推行特定幣別的 IRS 與 NDF 集中結算。據筆者觀察，前述集中結算規劃應有助於台灣金融機構於國內集中結算 OTC 衍商交易，然而，由於目前台灣期貨交易所規劃的結算商品項目有限，特定幣別的 IRS 與 NDF 是否符合台灣金融機構與其交易對手的各種交易及避險需求，進而促進市場參與者積極進行 OTC 衍商交易集中結算，仍有待持續觀察。

原始保證金提撥對於第六階段台灣金融機構的挑戰

針對非集中結算之交易監理，BIS 與 IOSCO 亦於 2013 年共同發布「Margin Requirements for Non-centrally Cleared Derivatives」，以期透過交易對手間提撥保證金之方式，降低金融機構所承擔之對手信用及市場風險。其後，美國、歐洲及香港等國際金融中心紛紛參考前述保證金規範框架，要求該金融中心受規管的金融機構及與其簽署非集中結算 OTC 衍生性金融商品合約的境內外交易對手，議定原始保證金（簡稱 IM）合約，並依議定條款提撥並持續維運，以利控管此類衍生性金融商品涉及的信用及系統性風險。

眾多台灣金融機構與境外金融中心金融機構所進行的非集中結算 OTC 衍生性金融商品交易，依其平均名義金額總和（Average Aggregate Notional Amount）規模，將於 2022 年 9 月（所謂第六階段（phase-6）金融機構）落入美國、歐洲及香港等地監理官對於 IM 的監管範圍。如未能遵期提撥原始保證金並持續維運者，金融機構將喪失承作 OTC 衍生性金融商品交易的資格，減損包裝投資組合的商品製造能力，並限縮得採行的避險手段。是以，台灣金融機構有必要遵循前述金融中心的 IM 規範，始得與上手金融機構進行非集中結算衍生性金融商品交易，而有進行相關議約規劃的急迫性。筆者本於協助台灣第 5 階段（phase-5）金融機構與境外金融中心金融機構議定 IM 條款

的經驗，分享台灣金融機構 IM 條款議定的前三大考驗，以供我國金融機構參酌。

建構 IM 條款協商準則並完成協商恐曠日費時

ISDA 雖有發布 IM 合約文件範本供交易對手依其需求選用，惟依據交易對手所在地、擇用保管機構及擔保品所在地不同，共有 20 幾種 IM 合約文件組合可供台灣金融機構選擇。此外，IM 文件中亦包含許多選項供交易雙方依其等自身作業需求進行協商，由於台灣金融機構對於 IM 規範與 IM 條款較為陌生，而不同的交易上手可能適用不同地區 IM 法規，如何及時掌握不同地區 IM 法規差異，儘速熟悉 IM 合約文件架構與內容，規劃符合金融機構需求的原始保證金協商準則，以有效率地與交易上手進行協商，將帶給第六階段台灣金融機構重大考驗。

此外，由筆者協助第 5 階段台灣金融機構協商 IM 合約經驗可知，多數交易上手選擇由專責協商 IM 合約的議約團隊統籌協商進程。由於第六階段台灣金融機構承作 OTC 衍商交易量不一，可能並非交易上手首要關注交易對象，台灣金融機構是否能順利推進協商進程，以於時限內完成 IM 合約協商，確保包裝投資組合的商品製造能力，亦將帶給台灣金融機構相當的壓力。

遴選的委外服務廠商是否符合自身作業需求及 IM 規範要求，將影響議約效率

國際金融中心 IM 規範與 IM 的提撥涉及平均名義金額總和計算、SIMM 模型計算及擔保品管理 (Collateral Management) 等作業環節。據筆者觀察，第 1 階段至第 4 階段的全球型金融機構多選擇由內部部門負責前述作業，而第 5 階段或第 6 階段金融機構則多考慮委託第三方服務廠商提供 SIMM 模型計算及擔保品管理服務。如委外服務廠商提供服務內容未能符合 IM 規範，或其擔保品管理服務與雙方 IM 條款約定內容有落差，則可能影響 IM 條款議約進程，故於與簽訂委外服務廠商簽訂服務合約時，尚須一併考量該服務合約與金融機構擬簽訂的 IM 條款是否一致。此外，金融機構須留意選擇的保管機構或銀行是否備妥可供金融機構即時審閱 IM 擔保品提撥相關法律意見，以提升雙方議約效率。

合格擔保品協商將考驗金融機構自有部位調撥能力並影響資金成本

由於 IM 提撥的擔保品無法互抵或再質押，而目前 IM 提撥擔保品主要以有價證券為主，故金融機構應確實盤點自有有價證券部位，並與

交易對手協商雙方均可接受的擔保品種類及適用的折價值 (Valuation Haircut)，適時調整有價證券部位，以利屆時能即時提撥 IM 合格擔保品。此外，金融機構宜另外注意，如雙方約定提撥的合格擔保品計算幣別與雙方約定的終止貨幣 (Termination Currency) 不同，則將會適用相關外匯折扣 (FX Haircut)，將可能增加金融機構 IM 提撥的資金成本。

國際監理改革浪潮下，可預期主管機關未來將加強推動集中結算機制之力道，台灣金融機構宜密切關注台灣集中結算機制推行的最新發展。惟由於集中結算機制僅能適用於高度標準化之商品，不適用集中結算機制的 OTC 衍商交易類型仍不計其數，台灣金融機構如擬持續與境外金融中心金融機構承作無法集中結算的 OTC 衍商，則須儘快掌握原始保證金相關合約內容，制定全集團及個別機構的原始保證金因應計畫，加強集團間就原始保證金議題的橫向溝通機制，並適時考慮尋求第三方廠商或外部顧問協助，以利及時調整 IM 規範因應策略，而於期限內完成所有準備工作，維護集團利益。

(原文刊載於《台灣銀行家》第 143 期，2021 年 11 月號)

© 2021 PricewaterhouseCoopers, Taiwan. All rights reserved. PwC refers to the Taiwan member firm, and may sometimes refer to the PwC network. Each member firm is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.