

處理集中交易對手結算機構退場及其股東權益之財務資源指引

本公司清理處摘譯

壹、前言

貳、評估 CCP 退場處理所需財源之適足性

- 一、步驟 1：辨識可能導致退場之違約 (default) 及非違約 (non-default) 損失 (或兩種情形並存) 等情境
- 二、步驟 2：就現有可用資源及措施進行質量與數量分析。
- 三、步驟 3：評估處理退場所需成本。
- 四、步驟 4：就現有資源與處理退場成本進行對比，並辨識兩者之差距。
- 五、步驟 5：就解決上開差距之各種處理措施，評估其可行性、成本及優點。

參、有關 CCP 股東權益之處理

- 一、退場計畫對 CCP 股東權益之處理
- 二、處理 CCP 股東權益之調整機制
- 三、處理 CCP 退場對其股東權益之處置政策

金融穩定委員會 (FSB) 於 2020 年 11 月 18 日發布新聞稿，說明集中交易對手結算機構 (CCP) 於最近金融危機中證明具有穩定金融之效能。此外，支付暨市場基礎設施委員會 (CPMI) 與國際證券管理機構組織 (IOSCO) 共同檢視 13 家被認定為國際系統性重要 CCP 之運作機制。渠等所屬主管機關，大部分已建置危機管理小組，並著手擬具退場處理計畫。爰 FSB 發布本指引，以利各國研議處理系統重要性 CCP 退場可行性及退場處理財務資源適足性之參考。本摘譯文內容如與原文有歧義之處，請以原文為準，原文連結網址如下：<https://www.fsb.org/2020/11/guidance-on-financial-resources-to-support-ccp-resolution-and-on-the-treatment-of-ccp-equity-in-resolution/>

壹、前言

為回應 2008 年全球金融危機，G20 承諾改革店頭衍生性商品 (OTC derivatives) 市場，其中店頭衍生性商品之「集中交易對手結算機構 (Central counterparty, CCP)」成為改革重要項目^(註1)。主管機關應採取相關措施，以確保 CCP 不能成為系統性風險來源，且任何 CCP 均能順利退出市場並不造成納稅人負擔。

金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB)、支付暨市場基礎設施委員會 (Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI) 與國際證券管理機構組織 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 合作發展 CCP 復原 (recovery) 及清理 (resolution) 指引與準則，並特別注重 CCP 復原及清理之相互影響關係，以確保政策一致性。

2014 年 10 月，FSB 發布之「金融機構有效處理機制要點 (Key Attributes of Effective Resolution Regime for Financial Institutions)」及「金融市場基礎設施 (financial market infrastructure, FMI) 處理退場執行指引」規範 FMI 退場處理架構，內容亦包括 CCP。為執行上開要點與指引，FSB 於 2017 年 7 月訂定「集中交易對手結算機構退場處理及規畫指引 (Guidance on central counterparty resolution and resolution planning, 下稱『2017 年指引』)」。與此同時，CPMI 與 IOSCO 亦訂定「金融市場基礎設施準則 (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI)」及相關指引。

依「2017 年指引」，FSB 承諾加強支持 CCP 退場處理及處理 CCP 股東權益等事宜。2018 年 11 月，FSB 發布有關 CCP 退場處理之「討論文件 (Discussion Paper)」，旨在確保任何新訂指引，應以 CCP 退場處理規劃之分析與經驗為基礎。2018 年「討論文件」提供主管機關與危機管理小組 (Crisis Management Group, CMG) 相關思考重點，俾評估個別 CCP 退場處理是否有適足財務資源，並指引主管機關於處理 CCP 退場時，擬具 CCP 股東權益之處理方案。

CCP 退場權責機關 (resolution authority) 應確保有適足財務資源及措施，以支應 CCP 有序退場，並避免對金融穩定產生負面衝擊。退場權責機關應於退場處理規畫中評估現有資源及措施之適足性，並說明運用該等資源及措施對金融穩定之

影響。FSB 認為退場權責機關應以合理退場情境為假設，量化分析可資運用資源，俾更加瞭解退場處理之可用選項。FSB 鼓勵退場權責機關持續與 CMG 研商並發展適當量化分析方法論，以增進退場處理效能。

確保退場處理資源及措施之適足性及瞭解退場措施對金融穩定之負面影響至為重要；因此，FSB 於 2020 年 11 月發布本指引，旨在協助各國主管機關判斷其現有退場處理資源是否適足，內容聚焦於評估 CCP 退場處理時，可用財務資源之適足性及有關 CCP 股東權益之處理。退場權責機關應與其他主管機關合作評估相關事宜；若 CCP 屬跨國系統性重要機構時，主管機關應就前開評估事宜每年進行檢視與更新，並與 CMG 討論檢視結果。

本指引分兩部分：第一部分，評估處理退場財源是否適足；第二部分，有關 CCP 股東權益之處理。本指引討論內容不包括系統性重要 CCP 之清算計畫。本指引發布 5 年後，FSB 將視市場發展狀況，參酌退場權責機關之執行經驗，並諮詢 CPMI 與 IOSCO 意見後，進行必要調整。

貳、評估 CCP 退場處理所需財源之適足性

依據「FMI 處理退場執行指引」及 FSB「2017 年指引」，處理系統性重要 CCP 退場之權責機關應與主管（或監理）機關合作，擬具並定期更新 CCP 退場處理計畫；再者，應定期檢視該計畫之可行性 (feasibility) 及可信度 (credibility)。若 CCP 業務涉及跨境，退場權責機關應與 CMG 商討退場處理計畫並評估其可行性。此外，退場權責機關應定期檢視處理 CCP 退場規劃之財源及相關措施合理性。FSB「2017 年指引」之第 6 章及第 8 章就上開事宜規範相關架構。

為達成 FSB「2017 年指引」所訂目標，本 2020 年指引就評估處理 CCP 退場財源及措施之適足性訂定下列 5 個步驟：

一、步驟 1：辨識可能導致退場之違約 (default) 及非違約 (non-default) 損失（或兩種情形並存）等情境

(一)即便 CCP 依循「金融市場基礎設施準則 (PFMI)」之規範，就違約事件約定損失分擔^(註 2)，惟該等約定亦有可能未能執行；或當時市場情勢可能

無法允許 CCP 有序終止服務，爰該違約事件即有可能導致 CCP 需被處理退場。為防範此類風險，退場權責機關至少應就下列違約情境妥適規劃退場計畫：

1. CCP 未能按 PFMI 之要求，備妥適足資源及措施，成功回收違約損失。例如，當發生信用損失時，CCP 未有適足流動資金或未能建立損失分擔約定，導致吸收損失之資源不足或未能重新挹注資金以符合法規要求下限。
2. 復原計畫所擬之損失分擔約定未如預期執行；原規劃回收損失之資源或措施不存在或不足。
3. 數家結算會員未能依 CCP 復原計畫履行約定；若未能履約之會員機構數量夠多，將影響市場參者對 CCP 之信心。
4. CCP 復原計畫之部分措施啟用前，主管機關已決定啟動退場程序。此類情境係因渠等復原措施可能威脅金融穩定或不利維持重大金融功能持續服務。

(二)有關非違約損失之風險，退場權責機關至少應依 CCP 規則(內規)，考量將下列風險協議損失分擔：

1. 因投資交易對手倒閉所生之投資損失風險。當 CCP 以自有資金進行投資交易時，倘其規則未有損失分擔約定，該 CCP 可能需自行吸收該項損失。
2. 因保管、儲存、支付及結算等機構、證券交割系統或其他提供類似服務機構發生倒閉所生風險。當此類風險發生時，因 CCP 無法適時取得其資產，或將非現金擔保品或有價證券轉換為現金，導致 CCP 流動性發生問題，導致支付不能。
3. 因作業失誤導致財務損失或流動性問題，如：人為失誤、資訊系統停頓、詐騙、網路攻擊或服務廠商停止服務等。另 CCP 亦有可能受法律訴訟影響而造成營業損失。
4. 法律相關風險，如：訴訟、監理罰鍰或民事違約罰款等皆可能導致重大損失，惟該等損失可能需要經歷一段時間後才實現。

CPMI 與 IOSCO 所訂「金融市場基礎設施復原指引 (CPMI-IOSCO Recovery Guidance)」，要求 CCP 需針對其結算與交割活動所生之保管及投資損失，訂定詳細損失分擔約定。再者，FMI 之股東需資助適足流動資產，俾就異常一次性 (one-off) 或一般營業所生損失進行復原，或有序結束重要業務。此外，需擬具可行計畫籌募新資本，以利 FMI 股本吸收該類損失；故 CCP 股東需對一般營業所生損失負擔最後責任。即便已備妥相關風險抵減措施或計畫，仍不足以處理所有非違約損失，或有序結束服務項目，最終仍有可能導致必需退場。故退場權責機關擬具退場計畫時，需把下列情境納入考量：

1. CCP 未有適足財源或措施處理非違約損失。
2. CCP 所擬損失分擔約定未能依照規劃執行。
3. CCP 之結算會員未能依復原行動履行義務。
4. CCP 之股東未能支持復原行動。
5. CCP 復原計畫之部分措施啟用前，相關主管機關已決定啟動退場程序，或 CCP 被勒令停業。

二、步驟 2：就現有可用資源及措施進行質量與數量分析。

退場權責機關應以上開各種情境，就質量及數量層面，評估 CCP 是否備有適足資源進行有序退場。每一情境評估之目標至少包括：現有資源之可用性；仰賴特定措施創造資源之能力；運用現有資源對金融穩定有負面影響之可能性。FSB 認為進行有效量化分析雖有技術層面之挑戰，惟以合理情境為基礎，對潛在資源進行量化分析，可增進退場權責機關瞭解可資運用之退場措施。

退場權責機關對現有資源及措施評估時，應考量下列重點：

- 進入退場程序對金融穩定產生負面影響時，可能導致資源或措施無法運用情形。
- 以重大金融功能不中斷為基礎，達成退場目標之可行性及信賴度。
- 避免納稅人承擔損失。
- 影響利害關係人（含結算會員）支持復原或退場處理之可能性。

- 退場處理設計架構所面臨之挑戰，如：退場權責機關之法律授權不足。
- 有關跨結算機構之特定金融商品結算、損失分擔協議或分割等事宜；按 CCP 之股權結構，進入退場程序時，各種損失分擔型式之可行性。
- 某項資源或措施未能如預期適時運用之作業風險，考量重點如下：
 - 確保結算會員及主管機關應瞭解之步驟、準備承受之財務負擔及所有處理措施之操作意含 (operational implication)。
 - 確保結算會員之客戶可取得相關資訊，以利渠等客戶清楚瞭解處理措施可能導致其承擔財務損失。退場權責機關於合理範圍內，應考量處理措施於極端市場情況下，可能影響客戶權益及採用該等處理措施之衝擊。
 - CCP 取得流動性之能力。
- 處理退場時，需避免非強制性措施、不具約束力承諾及非自動保障措施。
- 「債權人權益不劣於停業清理 (no creditor worse off than in liquidation, NCWOL)」之保障及相關債權請求之可能性。
- 市場參與者選擇其他 CCP 服務及集中結算授權之效力。

退場權責機關應與其他相關主管機關協同評估 CCP 復原計畫之財源是否適足，合作事項包括於 CMG 會議、其他雙邊或多邊會議研商評估事宜。退場權責機關另需考慮制訂處理退場劇本，與其他主管機關共同舉辦危機模擬演練，以利瞭解退場計畫之可行性及實用性。退場權責機關應運用數量分析方法評估 CCP 是否能就其現有資源充分執行復原計畫；倘若發現 CCP 未有適足資源，應協同其他主管機關敦促 CCP 改善。

退場權責機關執行上開數量分析時，應考量事項包括：

- 依現有資源特性區分可用於退場處理資源之數量。
- 依資源是否詳盡與適時之信心水準 (the level of confidence)，確認或保守估算各類型式資源，並制訂數據指標。
- 協同主管機關評估潛在風險，並就執行特定復原或退場措施評估其對金融穩定之影響。

(一) 違約損失情境^(註3)

應注意之重點如下：

1. 追繳保證金 (cash call)
 - (1) 需瞭解追繳保證金之規則，包括：啟動追繳之時間與方式；另需瞭解追繳保證金對市場參與者之影響及啟動追繳保證金之治理流程。
 - (2) 依 CCP 規則，評估追繳保證金之限制。
 - (3) 判斷執行與不執行追繳保證金之風險及影響。
 - (4) 評估追繳保證金對金融穩定之潛在影響。
2. 維持最低財務資源 (Replenishment of minimum resources)^(註4)
 - (1) 分析違約基金、設定預為吸收違約損失之 CCP 股東權益及主管機關規定彌補違約損失之其他最低財源等配置，包括：此類配置之可行性、可靠性與及時性。
 - (2) 評估維持最低財務資源之潛在限制。
 - (3) 評估維持最低財務資源對市場與金融穩定之潛在影響。
3. 變動保證金獲益折扣 (variation margin gain haircutting, VMGH)^(註5)
 - (1) 瞭解 VMGH 如何運作，包括：其啟動時間與方式；另需瞭解 VMGH 如何影響市場參與者及啟動 VMGH 之治理流程。
 - (2) 評估 VMGH 之限制。
 - (3) 評估 VMGH 對市場與金融穩定之潛在影響。
4. 全部 / 部分毀約 (tear-up) 或其他部位分配 (position allocation)/ 撮合委託簿 (matched book) 之措施
 - (1) 瞭解 CCP 如何執行渠等措施，包括：啟動渠等措施時間與方式；另需瞭解渠等措施如何影響市場參與者及啟動之治理流程。
 - (2) 評估使用渠等措施之限制，包括判斷毀約價格之時點、範圍及方法。
 - (3) 瞭解渠等措施對金融穩定、重大服務不中斷、淨額結算及金融市場基礎建設等潛在影響。
5. CCP 所持資本及其他財務資源 (含附屬 / 關係機構能提供部分)
 - (1) 瞭解 CCP 彌補損失之可用資本及啟用該等財源之時點。
 - (2) 瞭解 CCP 或其關係機構可提供用於彌補資本損失之其他財源，包括：可動用數量、方式及時點。

6. 退場權責機關之法律授權

- (1) 瞭解退場權責機關為彌補處理退場成本，對執行損失分擔、強制增資、緊急權力或向 CCP 股東、關係企業或高階經理人求償等法律授權。
- (2) 瞭解該等法律授權對金融穩定之影響，及該等法律授權與 CCP 內部規則之相互影響。
- (3) 評估動用該等法律授權對「債權人權益不劣於停業清理 (NCWOL)」之影響。

(二) 非違約損失情境

應注意之重點如下：

1. 保險措施及其他第三資源協助營運不中斷
 - (1) 分析不同類型之非違約風險保險措施，其保障範圍及可用性。是否有可支持 CCP 營運不中斷之其他第三資源，包括：信用額度及流動性承諾或類似性質之經濟協議。
 - (2) 評估使用保險或其他第三資源之風險及限制，包括：時間點不對稱、保障限制及其他除外事項。
2. CCP 所持資本及其他財務資源 (含附屬 / 關係機構能提供部分)
 - (1) 瞭解 CCP 彌補非違約風險損失之可用資本。
 - (2) 瞭解 CCP 或其關係機構可提供用於彌補資本損失之其他財源，包括：可動用數量、方式及時點。
3. 結算會員分擔損失
 - (1) 瞭解結算會員分擔損失之協議條款及範圍。
 - (2) 考量結算會員分擔損失對財務、法律或營運之限制及影響。
 - (3) 評估結算會員未能履約之風險及其風險抵減措施。
 - (4) 評估分擔損失對結算會員及其客戶與金融穩定之影響。
4. 進入退場程序分配損失予債權人
 - (1) 考量退場權責機關能將損失轉嫁予 CCP 債權人之法律授權範圍。
 - (2) 考量退場權責機關能執行以債作股之法律授權範圍。

(3)瞭解 CCP 債權人之破產受償位階、破產與 CCP 損失分擔協議之關係及萬一發生破產之反事實 (counterfactual) (註⁶)。

(4)評估 NCWOL 保障機制之應用；若損失未由所有債權人平均分擔，是否有任何疑慮。

5. 退場權責機關之法律授權

(1)瞭解退場權責機關是否具有其他分配損失、強制增資、收取保險款項、接受第三財源、使用緊急權力或向 CCP 股東、關係企業或高階經理人求償等法律授權。

(2)瞭解該等法律授權之管理使用情形及對金融穩定之影響；該等法律授權與 CCP 內規是否相互影響。

(3)評估動用該等法律授權對 NCWOL 之影響。

三、步驟 3：評估處理退場所需成本。

退場權責機關應評估處理 CCP 退場各種情境之成本。該等成本（含損失與費用）應由現有資源吸收；該等成本受 CCP 組織結構與結算商品之類型等因素影響，評估項目通常包括：

(一) CCP 承擔之損失及維持最低財務標準之成本。

(二) CCP 之作業成本，包括：維持重要服務功能不中斷之成本及處理 CCP 退場之額外成本。

(三) 退場權責機關執行退場程序相關之行政管理成本。

評估退場處理成本之重點：

(一) 處理成本之規模。

(二) 支付各項處理成本之時間表。

(三) 由誰負擔退場處理成本？處理成本最終如何回收？向誰求償？

退場權責機關評估 CCP 非違約損失金額時，應考量相關情境與因素，考量項目包括但不限：

(一) 有關投資損失：應假定潛在成本至少等於全部投資本金（或交易對手之投

資總額)，減去自交易對手收到之任何證券急售價值（fire-sale value）。

(二)有關保管機構、存款機構或支付銀行等經營失敗所生損失：其潛在成本應將每家支付或保管機構所持之平均餘額及最大總額列入估算，並將未來可能回收金額納入考量。

(三)有關作業風險事件之可能損失，估算重點包括：

- 1.不動產及設備之原始買入金額或重置成本。
- 2.參考曾遭受嚴重運營風險之損失事件，選取類似業務之相關案例。
- 3.評估對市場參與者或其他人之法律責任。
- 4.評估監理罰款或訴訟案。

(四)有關法律風險：因法律訴訟事件導致 CCP 被禁止使用某特定工具，CCP 使用該特定工具所生最大利益，即為該項法律風險之最大潛在成本。倘有因法律風險而產生實際損失案例（如：支付損害賠償金或監理罰款），評估潛在損失時應參酌該等重大法律風險類似案例。

退場權責機關評估支持 CCP 重大服務功能不中斷之成本時，應考量支付該等費用可能將持續數週或數月，直至 CCP 完成退場程序。此外，處理 CCP 退場所生額外費用及退場權責機關自身行政管理等費用亦可能持續數月。

四、步驟 4：就現有資源與處理退場成本進行對比，並辨識兩者之差距。

以步驟 1 所述退場情境為假設，就步驟 3 所評估之退場成本與步驟 2 分析之資源及措施進行比較，並辨識是否資源不足（差距），進而導致未能達成退場目標。考量重點至少包括：

- (一)以減少對金融穩定產生衝擊為前提，現有資源及措施可支付退場成本之可用性及適足性。
- (二)若採用特定退場處理措施，現有資源及措施可支付其他成本之可用性及適足性。
- (三)現有資源及措施未能支付之成本及金額。

- (四)產生資源缺口之重大原因。
- (五)依資源及措施之可用性及適足性，估算執行退場策略之時間範圍及支付退場費用之方式。
- (六)判斷需要額外資源或措施之其他資訊。
- (七)必要情況下，需額外資源及措施之形式及金額。
- (八)退場處理時，雖然部分 CCP 負債得分配予無擔保債權人負擔，惟維持 CCP 重大運營功能之費用仍需全額支付。
- (九)倘若現有資源及措施不足以達成處理退場目標(例如：對金融穩定產生負面影響)，其可能後果為何？

五、步驟 5:就解決上開差距之各種處理措施，評估其可行性、成本及優點。

依步驟 4，辨識現有資源與處理退場成本所存差距時，退場權責機關至少應考量下列重點：

- (一)是否需要額外資源或措施以支持退場處理。
- (二)解決所辨識差距之選項方案為何。
- (三)每一解決方案之成本、優點及可能發生之意外後果。
- (四)相關監理機關如何彌合潛在差距。
- (五)每一解決方案對金融穩定之影響。
- (六)是否可以調整退場策略以優化對現有財務資源之運用。

退場權責機關應考量其他資源或措施之潛在影響，至少包括以下重點：

- (一)額外財務資源之性質
 - 1.執行退場策略及解決任何差距所需之額外財務資源或措施，其性質為何？
 - 2.將額外資源需求量化之可能方法為何？並證明該等方法之適當性。
 - 3.處理退場所需額外財務資源或措施是否會被保留？該等資源是否亦可用

於復原程序？

4.如何籌措額外財務資源？

(二)追繳額外保證金

1.退場權責機關是否有權追繳 CCP 規則未規範之額外保證金？

2.承上，倘若有權追繳，該等保證金預留為處理退場所用並對結算會員維持透明之可能性為何？

3.可適用於追繳額外保證金之治理或控制作業為何？

4.為維持額外保證金之可衡量性、可管理性及可預測性，如何建置額外保證金之規模？

5.如何確保結算會員充分準備履行追繳額外保證金義務。

6.退場權責機關是否應為吸收損失及重建資本而援用追繳額外保證金？

7.追繳額外保證金是否對 NCWOL 產生影響？

(三)減記負債 (write-down) 或「以債作股 (bail-in)」之權力

1.退場權責機關是否具有減記負債或以債作股之法律授權？

2.減記負債或以債作股可否提供額外吸收損失及重建資本之能力？若有，

(1)何項負債可用於減記或以債作股？

(2)減記負債或以債作股可能發生之障礙。

(3)若以債作股用於重建資本，其可能效果為何？

(4)減記負債或以債作股對 CCP 之擔保組合與流動性有何影響？

3.是否有「非破產隔離原始保證金 (non-bankruptcy remote initial margin) ^(註 7)」可供使用？若有，退場權責機關是否有權運用該等保證金？

4.減記負債或以債作股對 NCWOL 有任何應注意事項？

(四)復原措施與正常營業對 CCP 影響之交互作用

1.要求額外財務資源如何影響 CCP 現行營業模式。

2.要求額外財務資源是否會增加集中結算成本 (如：增加結算會員或其他使用者之服務費用)，並對集中結算機制有不利影響？

3.是否有任何額外資源或措施僅適用於退場處理？若有，是否可於特定情

況下（如：法律規定或契約約定）與 CCP 之償付順位整合？此項評估應包括下列重點：

- (1)對風險管理、違約管理及復原等誘因之衝擊。
 - (2)相較於復原措施，用於退場處理之保留財務資源或措施對 NCWOL 之影響，包括：退場權責機關清償債務之風險、一般破產（清算）程序與退場處理之差異及依 CCP 清算規則之處理方式。
 - (3)降低任何 NCWOL 疑慮之能力。
 - (4)退場權責機關或其他主管機關是否有權要求變更 CCP 規則。
4. 整體分析結果是否影響或改變退場策略？若有，如何影響或改變？
5. 執行特定退場策略是否較其他策略花費更大？

未獲解決之差距可能會妨礙退場權責機關達成退場目標，從而加劇金融不穩定，或致納稅人面臨損失風險，渠等情形皆有違有效處理機制之意旨。爰根據該分析，退場權責機關應與其他相關主管機關合作，思考解決該等差距之步驟，重點如下：

- (一)用以解決財務資源短缺之必要額外資源及措施為何？
- (二)進入退場程序，需多少額外資源及措施始可解決流動性需求？
- (三)如何衡量解決任何差距之選項方案對金融穩定之衝擊？
- (四)修正 CCP 規則、治理規範或法制是否能解決任何差距？

參、有關 CCP 股東權益之處理

讓股東及債權人於清理程序中，依其債權請求位階承擔損失係有效處理機制目標之一。當 CCP 進入退場程序時，其股東應首先承擔損失，退場權責機關應有權減記 CCP 股東權益。

PFMI 要求 CCP 對違約所生損失應有詳細損失分擔協議，通常主要損失係由結算會員透過追繳保證金或類似措施承擔，並有預設限額。超逾限額之損失則透過「變動保證金獲益折扣」措施分配予結算會員，惟其最終效果較難預測。

實收 CCP 股本經常用於吸收違約損失。按 CCP 有關違約損失之規則，

該等股本吸收損失順位居於「違約結算會員資源 (defaulting clearing member's resources)」之後、「額外違約損失 (additional default losses)」之前。因用於吸收違約損失之 CCP 股本通常設有限額，故剩餘損失將分配予結算會員及其他參與者。

目前許多 CCP 亦將其股本用於承擔非違約損失，惟部分 CCP 與結算會員訂有協議，得將部分非違約損失由結算會員分擔，特別是與投資與保管業務風險有關損失。因此，並非所有非違約損失皆由 CCP 自身財源吸收。

進入退場程序時，部分國家之 CCP 股東發現其承受之損失大於停業清理，爰依該國破產法制請求 NCWOL 保障權益。惟該項請求與「金融機構有效處理機制要點」規範股東於退場程序時需優先承擔損失之原則不符，同時亦會招致股東道德危險之疑慮。

一、退場計畫對 CCP 股東權益之處理

有關 CCP 以股本承擔損失是否影響其遵循國際準則處理股東權益之能力，退場權責機關應對該等情形進行評估分析。根據該等分析，退場權責機關得協同其他主管機關決定是否調整 CCP 股東權益之損失曝險，或可思考以其他選項解決問題。

退場權責機關擬具退場計畫及策略時，應充分考量違約及非違約損失（含複合情形）等情境，重點如下：

- (一) 參酌 CCP 股東結構，以現行復原規畫處理股東權益。
- (二) 進入停業清理時，股東權益承受損失曝險之範圍。
- (三) NCWOL 保障機制，包括停業清理之股東權益處理。
- (四) 股東權益承擔損失之償付順位及時間點。
- (五) 進入退場程序，股東權益承擔損失超逾 CCP 內規限額或其他損失分擔約定，其潛在之挑戰及限制。
- (六) 進入退場程序，處理股東權益是否符合「金融機構有效處理機制要點」等國際規範^(註 8)？是否有其他因素影響評估分析？

有關股東權益承擔損失超逾 CCP 內規限額或其他損失分擔約定部分，退場權責機關評估其啟動時間點及執行順序，至少應注意下列事項：

- (一) 結算會員等利害關係人願意支持復原之誘因。
- (二) 有關退場權責機關所需靈活性與市場參與者要求之確定性及可預測性，應維持適當衡平。
- (三) 對金融穩定之影響。
- (四) 相關法律及規定賦予退場權責機關有權要求股東權益承擔損失，如：破產法或 CCP 規則。
- (五) CCP 股東權益承擔損失之時間點及順序對 NCWOL 保障機制之影響。
- (六) 股東聲請 NCWOL 權益之可能性。
- (七) 評估弱化或解決 NCWOL 保障機制之其他選項。

二、處理 CCP 股東權益之調整機制

退場權責機關應思考調整 CCP 股東權益承擔損失曝險之機制，以符合「金融機構有效處理機制要點」等國際規範，俾利執行有序退場。目前相關國際規範所訂調整機制包括：

- (一) 修正損失分擔約定，由全部或大部分 CCP 股東權益承擔退場處理損失。
- (二) 退場權責機關得將違約事件之剩餘未彌補損失全數或部分由 CCP 股東權益承擔。
- (三) 將 CCP 重要資產或負債移轉至過渡機構，剩餘未過渡部分則進入清理程序。
- (四) 引注新資本並稀釋現有股東權益。

FSB「2017 年指引」陳明，退場權責機關有權對結算會員依 CCP 規則或協議超額負擔之義務予以補償，其情境包括違約及非違約損失事件。惟退場權責機關執行該項權力前，至少應考量下列重點：

- (一)如何適當補償及補償可能產生之影響。
- (二)補償之可能形式，是否得以股權補償？或將債務轉換為股權？或 CCP 規則以外其他方式？補償之價值應為多少？
- (三)以回饋追繳保證金或變動保證金獲益折扣 (VMGH) 補償結算會員是否對結算會員或間接對其客戶引發法律或實務疑慮？
- (四)上開補償對 CCP 復原計畫之影響為何。

退場權責機關應協同其他監理機關，評估是否需規定 CCP 得讓結算會員就 (退場承擔逾復原協議承擔) 損失部分聲請補償。此外，該等補償位階將優先於股東權益。

三、處理 CCP 退場對其股東權益之處置政策

鑑於前開分析，母國相關主管機關應就 CCP 股東權益全數用於承擔退場損失，並研議其相關問題，內容包括：母國主管機關有權要求 CCP 修正其資本結構、內規及其他治理辦法；可由股東權益以合規方式承擔損失，並轉換為次順位股權或其他債權人。故可能需修正相關法規或監理機關權限，俾達成有序退場目標或限縮股東行使 NCWOL 權益之可能性。

倘若國家制度不允許修正上開事宜，母國相關主管機關可能必需接受股東權益承擔損失之限制性，並聲明該國已合理評估接受該等限制情形。同時，母國相關主管機關亦應擬具其他可行措施，以合理方式執行有序退場，並盡可能達成相同經濟效果。

當評估修正股東權益處理措施之利弊時，母國相關主管機關應評估並判斷，是否需對由股東權益全額承擔退場損失之妥適性進行調整，其評估重點如下：

- (一)對 CCP 管理團隊士氣之影響：主管機關應考量股東權益最大化及健全風險管理以降低商譽貶落風險等因素，評估由股東權益承擔損失之妥適額度對健全風險管理之影響。
- (二)對股東支持復原計畫意願之影響：母國主管機關應考量地主國破產法制、執行退場權限及 CCP 規則，評估是否有調整處理股東權益之其他選項，以

增進股東支持復原計畫意願。

- (三)對客戶之影響：此處所謂客戶係指對 CCP 之風險偏好及風險管理等影響力較弱者。此外，母國主管機關亦需瞭解市場參與者選擇備援 CCP 之可行方案及其集中結算義務。
- (四)進入退場程序對重要服務不中斷之影響：母國主管機關應考量改變 CCP 股權結構是否影響其提供重大服務；此外，處理退場服務契約應事先規劃，以確保進入退場程序時重要服務功能不中斷。
- (五)對 CCP 各類業務模式及法律架構之影響：母國主管機關應考量對 CCP 所屬集團其他事業體之影響，包括：交易平台、集中證券保管及其他 CCP。

註釋

註 1：衍生性商品於店頭市場與集中市場皆得進行交易。店頭市場採個別交易與結算，交易人之間關係複雜，交易資訊不透明；集中市場則採集中交易與結算，集中交易對手結算機構 (CCP) 承擔結算交割義務，爰交易人之間無債務糾葛，因而杜絕交易對手風險，且交易資訊透明。2008 年發生金融海嘯，店頭衍生性商品交易因交易對手風險增大，紛紛主動湧向 CCP 結算。金融海嘯結束後，美國等先進國家央行持續積極推動店頭衍生性商品 CCP 結算，以降低發生金融危機之風險。詳劉邦海，「店頭衍生性商品集中交易對手之研究」，中央銀行季刊第 32 卷第 4 期，中央銀行，P17~18。

註 2：CCP 對於違約結算會員之防衛機制一般主要分為二種：一是事先準備交割結算基金 (pre-funded default fund or guarantee fund)，交割結算基金是所有結算會員都應繳交，此係在未違約結算會員間對於其餘損失相互保證機制，而 CCP 亦會用其一部分自有資本處理違約結算會員未足款項，通常是列於交割結算基金使用之前；另一是風險分擔機制，由未違約結算會員共同分擔損失，倘事先準備交割結算基金用盡之後，則 CCP 會要求未違約結算會員來分擔，其金額通常有一預先決定之限制，在此機制之後若仍有不足，一般則需由 CCP 以其股東權益來吸收損失。詳林黎華，「集中結算機構支付不能之防制與處理」，2016 年 2 月集保雙月刊，臺灣集中保管結算所，p.25~26。

- 註 3：ISDA 對於 CCP 損失分配之報告指出，CCP 因結算會員違約時，為處理損失，得動用相關資源以支應不足，其順序如下：1. 違約結算會員之原始保證金（initial margin of defaulting member）；2. 違約會員所繳交之交割結算基金（default or guaranty fund contribution）；3. CCP 資本應負責最低額度之部分（Tranche of CCP's capital）；4. 其他會員所繳交之交割結算基金（default fund contribution of other members）；5. CCP 資本應負責之部分（contribution of CCP capital）；6. 非違約結算會員對於交割結算基金之再補充（default fund replenishment by non-defaulted members），係 CCP 可以要求未違約結算會員於交割結算基金不足時進一步補充；7. CCP 額外負責之部分（Additional CCP tranche）；8. 變動保證金獲益折扣（variation margin gain haircutting）。詳林黎華，「集中結算機構支付不能之防制與處理」，2016 年 2 月集保雙月刊，臺灣集中保管結算所，p.27。
- 註 4：店頭衍生性商品集中結算之財務安全防衛機制，係建構在結算會員與 CCP 共同負擔交割履約責任，而擔負此責任之資金來源包括：結算保證金、結算會員繳存之交割結算基金、CCP 所提存之賠償準備金及結算會員之共同分擔金額。而該等款項均有相關規範計算最低要求部位，例如：保證金會隨交易部位每日評價而調整（或追繳），並且不得低於下限要求部位。詳許鈴佩等 3 人，「建置我國店頭衍生性商品集中結算機制之初步規劃」，證券暨期貨月刊，第 37 卷第 3 期，P29。
- 註 5：變動保證金係因商品須每日評價 (mark to market) 而產生契約結算價格變動，爰須對保證金部位進行調整；故當保證金部位低於要求下限時，即須補繳。VMGH 係當商品市價高於履約價時，前已補繳之保證金即產生擔保值增加情形，爰該利益部位得用於彌補 CCP 承受違約事件之損失；惟於 CCP 彌補損失機制中，VMGH 之援用順位通常幾乎列於最後，且其援用條件相對嚴格。
- 註 6：反事實思維係指針對實際發生事情，假設（虛擬）一種與事實相反之可能性。本指引退場處理係指由退場權責機關主導之「行政清理」；惟部分國家金融機構退場除行政清理機制外，亦得適用法院破產機制併存情形。
- 註 7：「原始保證金」係指初始交易所需繳納予結算機構之保證金。
- 註 8：該等國際規範係指 FSB 發布之「金融機構有效處理機制要點」、「金融市場基礎設施處理退場執行指引」及 2017 年「集中交易對手結算機構退場處理及規畫指引」。