

國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士論文

指導教授：林國全 博士

· 跨國破產事件之爭議問題探討

— 以店頭衍生性金融交易市場及其案例為探討中心

A Study on Legal Issues regarding Cross-Border Insolvency Cases

-Focus on Over-the-Counter Derivatives Markets and the Relevant Cases

研究生 張家欣

中華民國104年7月口試及格

致 謝

由衷感謝恩師林國全教授給予細心指導與建議，使我得以完成這篇論文。在面對工作職務內容快速變化以及同時撰擬學位論文的過程中，如果沒有林教授所給予的指導、鼓勵與極大值機會，這篇論文是無法完成的。真的非常謝謝您，老師。

林國全教授是學術研究權威的經師，同時也是鼓勵法律人多元衡平發展以及關懷多面向議題的人師，在學術界及實務界都受到十分敬重。林教授著作文章及思考問題的嚴謹邏輯與務實方法，也一直是我的學習指標。記得研究所入學考試的第二階段口試，由於須在極短時間內說明自己意見的精要，在回答其中一位教授（口試委員）的提問時，我未修飾語詞地非常直接表述其他想法，走出試場時原以為無法過關，所幸這位氣度絕佳的委員，仍願意給不成熟的後輩有進修成長的機會，我的整體成績仍然通過；直到後來修課時，才知道當時那位提問師長就是林教授（老師應該是看到這篇致謝詞才知道這件事了）。身為林門成員之一，受到老師的影響，也期許我自己在法律專業及待人處世等層面能夠不斷進步。

同時，誠摯感謝口試委員方嘉麟教授與張心悌教授，於百忙中仍費心審閱這篇論文，並給予寶貴建議與細心提醒，學生家欣獲益良多，謝謝老師。

進入政治大學就讀，最大收穫是承學於林國全教授之法學專業以及案例研討的靈活思維，還有以務實方式解析問題的態度。不同於大學時期，在政治大學碩士在職專班修業期間，是以過去工作經驗做為基礎再次研讀各學科並獨立思考，老師們的教學引導，也使我更深入再次學習相關法律議題，謝謝在職專班的授課老師們。

工作職務領域，誠摯感謝目前任職法令遵循單位主管翟如君副總給予多方面的學習成長機會以及指導，翟副總同時關注對法遵單位後輩的培養提攜，謝謝翟副總。此外，於任職不同業務單位/機構之時期，不論是金融機

構的個人金融業務風險管理單位、法人金融業務金融交易單位（交易室），或是處理接管金融機構與執行標售 Good Bank 及 Bad Bank（NPL）事務的存保機構清理單位（Resolution Dept.），很慶幸總有熱心前輩無私地傳承寶貴經驗以及同期夥伴提供意見深入交流，因篇幅受限未能詳細載列，於此一併衷心致謝。感謝在步調緊湊的交易室環境裡，仍費心逐步完整解說交易架構並鼓勵我進修學習的金融大前輩。還有，我一直沒忘記在海事商務領域時林昇格主持律師所給予的嚴格訓練（林律師也常在定期研討會議中諄諄提醒大家：「要多看書才能將案子辦好！」），培養處理涉外案件與閱讀外文資料的能力，並且在非訟案件領域賦予管理職的機會，這些在第一份工作所累積的經驗，都為日後我另在金融領域與涉及異業合作的工作發展，提供穩定基礎，謝謝林律師。

謝謝我的好友們，平日雖各自忙碌，總仍不時的收到他們的關心或是寄來卡片與畫冊。

雖屬不同信仰，惟正如教宗方濟各在其談話中表示「家是產生光、愛、以及重生的地方」，感謝媽媽、妹妹與其他家人，一直以來所給予的愛與支持，使我能完全體會到其中的真義。如同平輩朋友的媽媽（我常稱她為小鄭…），開朗睿智，對於家人們一直無私傾力付出，而且不論從我最早期在美術領域的學習、之後續為一般科別學業、還有工作上幾次決定轉任職務領域以深化職涯規劃等，甚或是在人生路途中暫時停下腳步，她總能全然理解並為我加油打氣。

如果我能稍有更好或更寬闊的想法，將其歸於以上。

一切，感恩與惜福。

家欣

摘要

在金融市場國際化之趨勢下，各國金融交易參與者極可能受到跨國破產事件的影響。同時，受到金融創新潮流的驅使，非傳統金融工具的商業活動亦構成金融市場重要環節之一，從而探討破產法制對於非傳統金融交易契約之處理方式，實有其重要性。本文以店頭衍生性金融交易市場以及所選取案例為中心，探討跨國破產事件相關議題，包括破產法制對於店頭衍生性金融交易所給予的特殊規定（或在破產法制下承認提前終止與淨額結算條款之效力，以下均統稱為「破產法特殊規定」），以及相關跨國破產事件之可能處理模式或合作途徑。

本文以國內外學術文獻、法院見解之整理為基礎，進行法學分析，並輔以金融實務觀點進行研究，於各相關部分同時探討我國法制。本文分為七章，內容簡介如後。

首先，於第一章說明研究動機、目的、研究方法與架構，同時也限定研究範圍。又因跨國破產事件具多樣性與複雜性，為使本文討論範圍明確與聚焦，故於第二章先行提出具體跨國破產事件之美國與英國案例及其爭議問題，並以其做為本文探討中心與範圍，探討內容即包含破產法制涉及店頭衍生性金融交易之規範實體面議題，以及跨國破產事件處理方式之程序面議題。後續章節將陸續探討上開問題。

第三章簡介店頭衍生性金融交易，以及說明其常見契約結構、相關法律問題。本章同時介紹「單一主契約模式」與「提前終止與淨額結算條款」之概念，學者及實務工作者有謂上開契約條款之功能，包含避免於破產程序中破產管理人選擇性履行或拒絕契約、降低交易對手信用風險、提升未違約方之再避險可能性、減少銀行業之資本計提成本、降低系統性風險等，而其中

最具爭議性的降低系統性風險功能，也是目前全球多國破產法制承認提前終止與淨額結算條款具有有效性的重要理由之一。本章著重於顯示店頭衍生性金融交易之當事人約定事項與破產法制間之關聯性，此屬於破產法制之規範實體面議題，以便於次一章接續介紹外國破產法制之相關具體內容。本章內容與後續各章均有密切關聯，故有說明之必要。

第四章先說明破產法制之一般原則，再分別於美國、英國、歐盟、日本、以及我國法制下，觀察破產法制對於店頭衍生性金融交易之例外規定（或在破產法制下承認提前終止與淨額結算條款之效力），著重於說明破產法制立法或承認「提前終止與淨額結算條款」效力之現況，並參考外國文獻探討其立法理由是否具有充足正當性，以及其規定是否有修訂或調整之必要。相對於第三章彙整學說及實務觀點以說明「提前終止與淨額結算條款」之功能，本章則援引外國文獻對破產法制立法或承認「提前終止與淨額結算條款」效力之批評，並做出該條款效力於破產法制中至少應調整為受有一定限制之結論，也就是訂有交易提前終止權之暫時凍結期間、於具系統重要性金融機構清理程序中適用股東與債權人共同承擔損失機制、交易雙方善意無偏頗等，以及在我國法制下亦宜採取同等看法。本章最後分析本文第二章案例在破產法制下之實體面問題，同時也藉此試行探討「提前終止與淨額結算條款」在破產法制下的效力範圍以及第二章案例合成型債務抵押債券交易中有關「序位轉換條款」之效力爭議。本文認為美國破產法院、英國法院係分別各自依其破產法制與公共政策對「序位轉換條款」做出效力判斷，各具實體理由；以及「序位轉換條款」在我國法制下應屬有效。

第五章在本論文題旨範圍內，先說明 2007 年-2009 年金融危機後，二十國集團（G20）所提出的國際性指導建議，之後擇要介紹美國與歐盟依循

上開建議，對於店頭衍生性金融交易市場所採行的金融改革法規，包含（但不限於）交易執行平台、集中清算、交易資料之申報、對未集中清算交易加強徵提擔保品等管理措施；此外，在跨國交易監理層面上，簡要介紹替代遵循之概念。本章並說明以上規範與跨國破產事件之關係。本章在整體研究架構上的功能有二，一方面是做為第四章破產法規範實體面議題與第六章跨國破產法程序面議題之連結，也就是觀察美國及歐盟金融改革法令對第四章所述破產法特殊規定之影響，以及金融改革法案所對應第六章目前國際金融市場之實務發展趨勢以及特殊清理架構下之相關規定。另一方面，相對於第六章係探討發生跨國破產事件時之程序處理模式，第五章則是從破產事件發生前之前階段觀察，藉由事前建構市場監理措施及規劃，以期促進跨國破產事件發生時之處理效能。

第六章探討跨國破產事件處理方式之程序面議題。先敘明跨國破產立法所採行的基礎原則理論，包含普及原則、屬地原則、修正式普及原則、現代化屬地原則；同時簡要介紹相關跨國破產法制。繼而說明金融穩定理事會（FSB）相關建議，以及觀察近期國際金融實務發展。之後，綜結第四章至第六章之內容，按跨國破產事件之實體面議題與程序面議題，對於涉及店頭衍生性金融交易之跨國破產事件，說明本文在相關立法論或處理合作模式層面上所採取之立場。最末，分析本文第二章案例之程序處理問題。

最後，第七章就本論文探討範圍以及第二章所提出之問題，進行總結論，並試行對我國金融市場參與者提出相關建議。

關鍵詞：

跨國破產、店頭衍生性金融交易、系統性風險、提前終止與淨額結算、金融改革法令



Abstract

Due to globalization of financial markets, it is hard for market participants to avoid the impact arises from cross-border insolvency events. With the trend of financial innovation, non-traditional financial instruments become an important role in financial markets, and it's necessary to understand the treatment of these instruments under insolvency law systems. This thesis discusses specific legal issues with regard to cross-border insolvency events in over-the-counter (OTC) derivatives financial markets with focus on the relevant cases selected, including the special treatment of OTC derivatives under insolvency law systems and the potential procedures or coordinate ways to deal with the cases.

Based on and reference to research of academic papers and court decisions, this thesis discusses issues through legal analysis supplemented with views of financial practice. The relevant parts are also discussed under Taiwan's law system. This thesis proceeds in 7 chapters briefly described as follows.

Chapter 1 explains the objective, purpose, and fundamental structure together with the method used of this thesis. Assumptions and Confines of this thesis are also described in this chapter. Given diversity and complexity of cross-border insolvency events, Chapter 2 attempts to present actual cases for discussion in order to providing the scope and focuses of this thesis. Key finding of the presented cases includes substantive legal issues of insolvency laws applied to OTC derivatives transactions and procedural legal issues of dealing with cross-border insolvency events. Matters aforementioned will be addressed in further chapters.

Chapter 3 describes the basic understanding of OTC derivatives and the legal elements of participants' transaction contracts in market practice. This chapter also describes the concepts of "the single agreement approach" and "close-out netting provisions". As academic opinions and practical views mentioned, close-out netting provisions encompass the functions of eliminating the risk of "cherry-picking" by a

liquidator in the insolvency proceeding, minimizing counterparty credit risk by calculating exposures on a net basis, promoting the possibility of re-hedging transactions, applying lower capital requirements by regulators to refer to netted transactions for bank industry, and reducing systemic risk in the financial system. Insolvency law systems which allow the effectiveness of close-out netting provisions heavily rationalize the legislation as being founded on preventing the threat of systemic risk. While some academic papers argue that the rationalization on the basis of reducing systemic risk is unconvincing or unnecessary for reasons. Chapter 3 primarily concerns the connections between OTC derivatives contracts and insolvency law systems, in the dimension of substantive legal issues. What addressed in this chapter is highly connected with the subsequent chapters.

Chapter 4 describes the general principles of insolvency laws at first, and then observes the exclusions of OTC derivatives transactions under insolvency law systems of U.S., UK, EU, Japan and Taiwan respectively, focusing on issues respecting of validity and enforceability of close-out netting provisions. Compared with Chapter 3 which describes the functions of close-out netting stated by advocates, this chapter illustrates challenges or arguments posed by academic papers with different views. Reference to the relevant academic opinions, this thesis considers that the effectiveness of close-out netting provisions shall, at least, be subject to restrictions to a reasonable extent, such as temporary stays on early termination rights as well as on enforcement rights of security interests, application of the bail-in tool in SIFIs' resolution procedures, and each party's good faith. The aforesaid views are also proposed to be referenced by Taiwan's law regime in the future. In the end of this chapter, it analyzes the cases presented in Chapter 2 within the scope of substantive issues of insolvency laws, and concludes that both U.S. bankruptcy court's ruling and UK courts' decisions on the flip clause embedded in CDO instruments are correct respectively pursuant to their own insolvency laws and public policies. In addition, this thesis is in the opinion that the flip clause shall be effective under Taiwan's current insolvency law system.

Chapter 5 will first describe the international guidelines suggested by G20 after 2007-2009 financial crisis. It will then go on to introduce the financial regulatory reforms adopted by U.S. and EU following G20's guidelines, including the mandatory requirements for trading on the

regulated platforms, clearing through a central counterparty (CCP), reporting to a trade repository (TR), and exchanging margins for non-centrally cleared OTC derivative transactions. Besides, the concept of substituted compliance is briefly explained herein for implementing the regulatory regimes to cross-border activities. Chapter 5 also observes the connections between the aforesaid regulatory reforms and cross-border insolvency events. Under the structure of this thesis, substantive legal issues in Chapter 4 and procedural legal issues in Chapter 6 are bridged by Chapter 5. While Chapter 6 emphasizes on ex post measures to handle cross-border insolvency events, this Chapter 5 considers ex ante measures that monitor and supervise OTC derivatives markets and that also have been expected to promote ex post measures in case.

Chapter 6 addresses the procedural aspects while dealing with cross-border insolvency cases. First, the theoretical principles for cross-border insolvency law are explained, including universality, territoriality, modified universality and modern territoriality. It herein also introduces legislative regimes in relation to UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency and some jurisdictions' international insolvency laws. Second, it turns to suggestions made by FSB. Third, the recent international trend in market practice is observed. Then, section 4 of this Chapter proposes framework of regulatory aspects and cooperation arrangements to process cross-border insolvency events, comprehensively in the substantive and the procedural dimensions. Lastly, it analyzes the cases presented in Chapter 2 within the scope of procedural issues of insolvency laws.

Chapter 7 summaries conclusions on this thesis and on issues raised in Chapter 2. This final Chapter also tries to provide suggestions to our financial market participants in Taiwan.

Key Words :

cross-border insolvency, over-the-counter (OTC) derivatives, systemic risk, close-out netting, financial regulatory reforms



目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與研究目的.....	1
第二節 研究方法與研究架構.....	4
第二章 問題提出與本文探討範圍之限定.....	7
第一節 問題提出—美國 Lehman Brothers Special Financing v. BNY Corporate Trust Services Limited 案及跨國破產事件爭議問題.....	7
第一項 案例事實.....	7
第二項 英國上訴法院之判斷.....	11
第三項 美國破產法院之判斷.....	14
第四項 小結.....	16
第二節 探討範圍之限定及用語釋義.....	17
第一項 探討範圍之限定與前提.....	17
第二項 本文用語釋義.....	18
第三章 簡介店頭衍生性金融交易約定事項暨其與破產法制之關聯.....	23
第一節 衍生性金融交易之介紹.....	23
第一項 衍生性金融交易之意義.....	23
第二項 市場架構.....	27
第三項 承作交易之可能動機.....	31
第二節 單一主契約模式 (the single agreement approach).....	33
第一項 契約結構與組成.....	33
第二項 採行單一主契約模式之理由.....	41
第三項 契約性質.....	46
第三節 交易契約之其他法律問題.....	47
第一項 履行給付義務之前提條件.....	48
第二項 提前終止與淨額結算條款.....	53
第三項 交易主體之適格性.....	63
第四項 第三方抵銷.....	64
第四章 破產法制對於店頭衍生性金融交易之特殊規定.....	67
第一節 破產法制之特殊規定.....	67
第一項 概論.....	67
第二項 美國法之相關規定.....	70
第三項 英國法制之討論.....	74
第四項 歐盟之相關規定.....	77
第五項 日本法之相關規定.....	80
第六項 我國法制下之討論.....	83
第七項 歸納與小結.....	90

第二節 對於第二章案例之實體面分析.....	102
第一項 ISDA 與 SIFMA 支持序位轉換條款之有效性.....	102
第二項 在美國法下之分析.....	104
第三項 在英國法下之分析.....	108
第四項 小結.....	111
第五章 美國及歐盟金融改革法令之影響.....	121
第一節 G20 共識與國際組織之支持研究.....	122
第二節 美國之改革法案.....	125
第三節 歐盟之改革法令.....	133
第四節 小結.....	141
第六章 跨國破產事件之處理模式.....	153
第一節 基礎原則理論與跨國破產法制.....	154
第一項 基礎原則理論.....	154
第二項 跨國破產法制.....	156
第二節 金融穩定理事會之相關建議.....	168
第三節 提前終止與淨額結算條款之近期國際實務發展.....	172
第一項 UNIDROIT 「提前終止與淨額結算條款之運作原則」.....	173
第二項 BCBS 報告與建議.....	173
第三項 ISDA 發布有關特殊清理程序之議定書.....	174
第四節 立法論與處理方式之綜結.....	178
第五節 對第二章案例之程序面處理模式分析.....	186
第六節 我國現行法規範及債務清理條例草案.....	187
第七章 結語.....	193
【參考文獻】.....	203

第一章 緒論

第一節 研究動機與研究目的

過去隨著商業活動的國際化，企業面臨更多市場價格、匯率價格等外部波動因子的影響，以及本身資金運用、風險管理等內部問題，因此提供了金融市場進行金融創新（financial innovation）與承作衍生性金融商品交易（Derivatives Transactions）的部分誘因。同時在追求經濟效率與競爭交易條件的預期下，復以資訊科技之進步，致使金融市場參與者彼此間的跨國連繫與往來交易更為頻繁。而在逐步全球化的金融市場中，當交易主體一方之產生信用危機時，對於其他市場參與者的影響程度，亦隨之加深。

另一方面，部分國家的破產重整法制，對於衍生性金融商品交易契約給予特別規定（例如於破產事件發生時，給予非違約方當事人，得提前終止單一主契約下所有交易部位，並進行淨額結算之權利），並認為該特殊處理方式有助於避免或降低關聯市場的系統性風險（systemic risk）¹。以美國為例，其破產法制自 1987 年以來，逐步擴大對於衍生性金融交易契約之特別規定。在亞洲地區以日本來說，該國司法部門承諾進行全面性的破產法制改革後，自 1999 年起數年間陸續完成破產法、民事更生法、公司重整法等之修訂，相較於舊法，增訂了衍生性金融商品交易於破產程序開始時進行合約解除與淨額結算機制之相關規範²。不過，

¹ 簡要而言，系統性風險係指損害金融系統的突然迅速衝擊，蔓延後引發經濟上之漣漪效應，可能損害整體經濟；該衝擊通常源於問題金融機構的實際或可能暴險部位（exposure）。參閱 Philippe Jorion, *Financial Risk Manager Handbook* 658-659 (2009), Wiley.

² Michihiro Mori, *Japan finalizes insolvency law reform*, *The IFLR Guide to Japan 2006*, 29,31 (January, 2006), available at: <http://www.jurists.co.jp/en/publication/tractate/docs>

對於上開特殊規定得避免或降低系統性風險之立論，過去亦有學者經由觀察以往案例（例如 1998 年避險基金 Long Term Capital Management (LTCM)倒閉案、2001 年 Enron Corp.倒閉案）以及進行經濟效益面分析後，認為該立法模式未必能降低金融市場系統性風險，並建議應注意依持該理由者向立法機關所提出擴大適用特殊規定之相關遊說行為³。

回顧最近一次的 2007 年至 2009 年間全球性金融危機⁴（以下稱「2007 年-2009 年金融危機」），其肇因於 2007 年起，美國次級抵押房貸（Subprime Mortgage Loans）⁵違約率快速攀升⁶，連帶引發將其納入證券化資產池的資產抵押擔保證券（ABS, Asset Backed Securities）、以及再證券化後的債務抵押債券（CDO, Collateralized Debt Obligation）之信用評等與價值急速貶落，導致金融市場之信用緊縮（credit crunch⁷），並使其他相關或衍生之金融交易產生連鎖性違約，自 2008 年起，各國陸續有金融機構發生流動性問題與償債能力不足之情形⁸，而由中央銀行挹注資金救援⁹或由政府機關提供相關支援措施¹⁰，甚至有大型金融機構（如美國新世紀金融公司、雷曼兄弟集團公司）申請破產保護程序。而於現今時點觀察相關申請破產保護之案件，已產生同一爭議問題在不同國家管轄法院作成歧異判斷之情形。此外，在該次全球性

/r_060111.pdf (last visited on : 2015/01/10)

³ Franklin R. Edwards & Edward R. Morrison, Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment? 22 Yale Journal on Regulation, 101-106, 122 (2005).

⁴ Jin Cao, Banking Regulation and the Financial Crisis, 1 (2012), Routledge. (“In 2007-2009 the world has seen the severest financial crisis since the Great Depression.”)

⁵ 「次級(Subprime)」係指借款人之信用評分較為劣後，此用語並無統一的定義，參閱 Peter J. Wallison, Housing Initiatives and Other Policy Factors, in What Caused the Financial Crisis, 176 (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press. 美國紐約州聯邦準備銀行將其定義為：借款人信用有瑕疵或是借款人提出有限的申貸文件之貸款，參閱 Jeffrey Friedman, Capitalism and the Crisis: Bankers, Bonuses, Ideology, and Ignorance, in What Caused the Financial Crisis 4 (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press.

⁶ William A. Allen, International Liquidity and the Financial Crisis, 2 (2013), Cambridge University Press.

⁷ Jan Job de Vries Robbe', Structured Finance-On from the Credit Crunch-The Road to Recovery, 3-7,29-30 (2009), Kluwer Law International.

⁸ See William A. Allen, *Supra* note 6, at 4.

⁹ See William A. Allen, *Supra* note 6, at 3-5, 75.

¹⁰ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at.43-44.

金融危機之後，以美國為例，縱使制定金融改革法案以加強監理店頭衍生性金融商品交易，但是形式上仍未變動破產法制中有關店頭衍生性金融商品交易之相關特別規定，其實質影響與後續發展值得觀察。

涉及店頭衍生性金融交易之跨國破產事件，倘於各國法制下，對交易契約條款是否具有效力與執行力，彼此間產生不同判斷時，其爭議問題與不確定性將反向再次影響金融市場之穩定度。例如可能因此使相關交易造市者（market maker）所提供之交易條件產生變動、影響交易對手信用風險（counterparty credit risk）¹¹之估算結果、或是交易參與者可能變更以往慣行之交易模式等等。由此可見，此類爭議事件，不論是分析其法規實體面問題，或是尋求減少法規衝突、促進跨國破產事件處理效率之程序模式，均有探討之必要性。

綜上所述背景，本文擬以外國涉及店頭衍生性金融交易（Over-the-Counter Derivatives Transactions, OTC Derivatives Transactions）的跨國破產案例為起點，探討店頭衍生性金融交易於破產重整程序中的重要問題、跨國破產事件之可能處理模式或爭議協調方式，以及於我國法制下對於相關問題之思考。由於我國之法律規範、過往實務案例及參考文獻，對涉及上開問題之分析，相對而言為數較少，因此本文期望藉由彙集整理相關資料，以外國實務與文獻為借鏡，瞭解涉及店頭衍生性金融交易的跨國破產事件所可能面臨的議題，並就跨國破產事件觀察國際間相關立法或建議機制，進而做為未來我國法制與實務之參考。此外，跨國破產事件雖非近期或是發生全球性金融危機時才

¹¹ 於 2007 年金融危機發生後，「交易對手信用風險」在金融風險管理上的重要性被推升到前位，並使得機構投資人減少信用違約交易（CDSs）以及進一步執行更嚴格的徵提擔保品條件。過去許多交易者由於深信信評良好的大型機構是不會（也不能）倒閉（too big to fail），因此通常採行僅與信用評等優良及規模健全者承做交易之方式來限縮交易對手信用風險，在這次金融危機之後，可以觀察到交易對手信用風險係存在於所有的金融機構，其風險管理亦須做多面向的考量。參閱 Jon Gregory, Counterparty credit risk – The new challenge for global financial markets, 11 (2010), Wiley.

產生之議題，惟相較於傳統交易（例如買賣、借款等）而言，現今金融市場之交易複雜度以及非典型投資行為大幅增加。因此本文擬聚焦於店頭衍生性金融商品交易市場及選取案例之範圍內，探討跨國破產事件之相關問題。此外，本文也希望朝向金融市場穩定展望以及促進國際間合作等目的，做為本文討論的基礎。

第二節 研究方法與研究架構

本文在研究方法上主要採取文獻回顧法，經由蒐集外國與本國相關學術著作、期刊論文等，進行歸納、整理，並以所提出之外國實務案例，做為本文之討論基礎與範圍。除了目前國內相關文獻為數較少之考量外，由於本文探討內容係有關跨國破產事件議題，其中包含外國破產法制因素，因此在本文研究方法上，外國文獻具有相當之參考實益。

於研究架構上，本文分為七章，茲將各章內容簡述如下：

第一章緒論：

說明研究動機、目的、研究方法與架構。

第二章問題提出與本文探討範圍之限定：

跨國破產事件具多樣性與複雜性，為使本文討論範圍明確與聚焦，首先於本章先行提出具體跨國破產事件之案例與其爭議問題，並進而說明本文擬探討之議題、範圍，以及相關用語釋義。

第三章簡介店頭衍生性金融交易約定事項暨其與破產法制之關聯：

簡介店頭衍生性金融交易，以及說明其常見契約結構、相關法律問

題，並重點說明店頭衍生性金融交易之當事人約定事項與破產法制間之關聯性，此屬於破產法制之規範實體面議題，以便於次一章中接續介紹外國破產法制之相關具體規範。本章內容與後續各章均有密切關聯，故有說明之必要。

第四章破產法制對於店頭衍生性金融交易之特殊規定：

先說明破產法制之一般原則，再分別於美國、英國、歐盟、日本、以及我國法制下，觀察破產法制對於店頭衍生性金融交易之例外規定(或在破產法制下承認提前終止與淨額結算條款之效力)，並參考外國文獻研討其立法依據是否具有充足正當性。本章最後分析本文第二章案例在破產法制下之實體面問題，同時也藉此試行探討「提前終止與淨額結算條款」在破產法制下的效力範圍以及第二章案例合成型債務抵押債券交易中有關「序位轉換條款」之效力爭議。

第五章美國及歐盟金融改革法令之影響：

在本文題旨之範圍內，先說明 2007 年-2009 年金融危機後，二十國集團（G20）所研議提出的國際性指導原則，之後介紹美國與歐盟依循上開建議，對於店頭衍生性金融交易市場所採行的金融改革法規，並說明其與跨國破產事件之關係。本章在整體研究架構上的功能有二，一方面是做為第四章破產法規範實體面議題與第六章跨國破產法程序面議題之連結，也就是觀察美國及歐盟金融改革法令對第四章所述破產法特殊規定之影響，以及金融改革法令所對應第六章目前國際金融市場之實務發展趨勢以及特殊清理架構下之相關規定。另一方面，相對於第六章係探討發生跨國破產事件時之程序處理模式，第五章則是從破產事件發生前之前階段觀察，藉由事前建構市場監理措施及規劃，以期促進跨國破產事件發生時之處理效能。

第六章跨國破產事件之處理模式：

本章探討跨國破產事件處理方式之程序面議題。先敘明跨國破產立法所採行的基礎原則理論，以及簡要介紹相關跨國破產法制。繼而說明金融穩定理事會（Financial Stability Board,以下稱「FSB」）相關建議報告，以及觀察近期國際金融實務發展。之後綜結第四章至第六章之內容，按跨國破產事件之實體面議題與程序面議題，對於涉及店頭衍生性金融交易之跨國破產事件，說明本文在相關立法論或處理合作模式層面上所採取之立場。最末，分析本文第二章案例之程序處理問題。

第七章結語：

就本文探討範圍以及第二章案例所提出之問題，進行總結論，並試行對我國金融市場參與者提出相關建議。



第二章 問題提出與本文探討範圍之限定

第一節問題提出—美國 **Lehman Brothers Special Financing v. BNY Corporate Trust Services Limited** 案及跨國破產事件爭議問題

第一項 案例事實¹²

本件於美國破產法院與英國上訴法院之間所產生的爭議問題，源於雷曼兄弟集團（Lehman Brothers Holding Inc. or its subsidiaries）所架構的數個合成型債務抵押債券（synthetic Collateralized Debt Obligation, 以下稱「synthetic CDOs」或是「CDO 債券」）交易。前述交易係由各特殊目的機構（Special Purpose Vehicle, 以下稱「SPV」）於資本市場發行 CDO 債券，該債券又區分為不同風險等級及報酬條件供投資人選擇，債券發行人發行 CDO 債券並自投資人取得資金（也就是投資人所支付之投資金額），投資人之投資金額係置於受託人保管並用以購入其他高評等債券或資產做為相關當事人債權之擔保物（the collateral，以下稱「擔保資產」），擔保資產亦由受託人（Trustee）保管。本案中，債券

¹² 本項所述案例事實係綜合參考下列 3 份資料所做整理：（1）美國破產法院判決（Lehman Brothers Special Financing Inc. v. BNY Corporate Trustee Services Limited（In re Lehman Brothers Holdings Inc., No.08-13555）（Bankr. S.D.N.Y. January 25, 2010））；（2）英國上訴法院判決（【2009】EWCA Civ 1160(CA)）；（3）雷曼集團關於複雜型信用衍生性金融商品之說明資料：The Lehman Brothers, Guide to Exotic Credit Derivatives, Available at :<http://www.investinginbonds.com/assets/files/LehmanExoticCredDerivs.pdf>. (last visited on : 2015/02/12)。本項所述案例事實之部分概念解說，同時也參考儲蓉，信用衍生性金融商品，財團法人台灣金融研訓院，2008 年 3 月。

發行人 (the issuer) Saphir 透過 Dante Finance Public Limited Company, 與 BNY Corporate Trustee Services Limited (以下稱「BNY」或「受託人」)、Lehman Brothers Special Financing Inc. (以下稱「LBSF」)、以及安排發行 CDO 債券之其他雷曼集團子公司間成立信託契約。由受託人 (Trustee) BNY 為其本身以及債權人利益 (主要為信用違約交換交易對造 LBSF 與債券投資人之擔保利益) 而管理擔保資產, 並擔任保管機構與付款代理人。債券發行人同時與 LBSF 進行信用違約交換 (Credit Default Swap) ¹³ 交易, 雙方簽訂 ISDA Master Agreement (以下稱「ISDA 契約」) ¹⁴ 並約定其契約準據法為英國法, 債券發行人做為信用保護賣方, LBSF 則為信用保護買方。因此 LBSF 支付權利金 (premium) ¹⁵ 給債券發行人, 由債券發行人就 CDO 債券之證券化資產池所列信用參考實體 (Reference Entities) ¹⁶ 提供一定比例的信用保護, 而當雙方約定的信用參考實體發生信用事件 (Credit Events) 時, BNY 會處分擔保資產並將所得依約支付 LBSF (彌補 LBSF 之損失), 並同時自債券投資人之持有債券本金總餘額中減扣該損失金額, 也就是由債券投資人承受損失 (按 CDO 債券之信用評等由低至高,

¹³ 信用違約交換 (Credit Default Swap), 係指交易雙方以交換交易之形式, 移轉某約定合約標的實體 (Reference Entity) 之債務違約或倒閉風險 (Default Risk)。信用保護買方 (Protection Buyer) 支付權利金 (Premium) 以換取當約定合約標的實體發生信用事件 (Credit Event) 時所享有的求償權利, 信用保護賣方 (Protection Seller) 則收取權利金, 但於發生信用事件時應負擔合約標的實體之債務違約風險, 也就是支付信用保護買方約定之求償金額。以上參閱: 儲蓉, 信用衍生性金融商品, 第 35 頁, 財團法人台灣金融研訓院, 2008 年 3 月。

¹⁴ 雙方間之契約文件為 ISDA Master Agreement (以下稱「ISDA 契約」) 與 swap confirmation (交換交易確認書)。ISDA 契約為國際交換暨衍生性商品協會 (International Swaps and Derivatives Association, or "ISDA") 所制定的店頭衍生性金融交易之範例式契約條款, 以提供予交易參與者做為雙方議約之格式化基礎文件。現行的國際交換暨衍生性商品協會 (International Swaps and Derivatives Association, "ISDA"), 最初係由市場上之金融機構於 1985 年所組織的交易協會, 原名 International Swaps Dealers Association; ISDA 目前已有超過 800 個 (來自超過 56 個國家) 的機構會員, 其中包含國際性投資銀行、商業銀行、以及參與店頭衍生性交易市場的商业組織及政府組織等。以上參閱: Mark I. Greenberg, *Chapter 4 THE ISDA MASTER AGREEMENT, in Derivatives: Legal, Practices and Strategies 4-5, 4-8* (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

¹⁵ 權利金 (premium) 為信用違約交換的交易條件用語之一, 係信用保護買方支付賣方之對價, 於本案中, LBSF 支付債券發行人之權利金, 主要係供債券發行人用以支付債券投資人之應得收益 (投資收益); 同時債券發行人經受託人, 將擔保資產 (即擔保物) 所生孳息支付予 LBSF。以上所述均構成交換 (swap) 交易架構之一環。

¹⁶ 於本交易組合中係交易雙方所約定的數個特定公司主體。

依序由各該投資人承受損失)。於信用違約交換交易中，LBSF 以其母公司 Lehman Brothers Holding Inc. 為保證人 (Guarantor，以下稱「LBHI」)¹⁷。上述交易架構，以下稱為「本交易組合」。本交易組合中之信用違約交換交易，其功能有二，一是以非真實移轉方式 (信用違約交換交易) 來完成資產證券化之資產池風險移轉 (移轉給擔任風險隔離的 SPV)¹⁸，二是透過本交易組合的架構，使擔保資產用以擔保因證券化資產池風險所生之給付義務。

本交易組合之信託契約文件中約定，非屬執行擔保品之一切收入，亦由受託人保管，並依第一層為受託人、LBSF、債券投資人與其他同等債權人，以及第二層為債券發行人之順序，對之支付債務。

此外，本交易組合債券發行人應對 (1) 信託關係所生費用，(2) CDO 債券發行人對債券投資人之給付義務，以及 (3) 於信用違約交換交易中，債券發行人對於 LBSF 之應履行義務等，提供持續性擔保。為此：

(A) 受託人應於 CDO 債券未能支付其到期款項給投資人時，執行 (出售) 擔保資產，以該收入支付 CDO 債券之到期債務。

(B) 除了前述信用參考實體發生信用事件致受託人 BNY 處分部分擔保資產以支付 LBSF 之情形，在信用違約交換交易全部終止時，受託人亦應執行 (出售) 擔保資產，其執行所得收入，原則上優先支付予 LBSF (Swap Counterparty Priority，以下稱「交換交易對造優先順序」)，但是同時也約定了「序位轉換條款」(以下亦稱「Flip Clause」)，也就是當信用違約交換交易發生 ISDA 契約所約定的違約事由 (Events of

¹⁷ 也就是 ISDA 契約條款中所稱 “Credit Support Provider” (信用擔保提供者)。ISDA 契約雙方當事人得於附約 (Schedule) 中，協議增訂以第三人為當事人一方的 Credit Support Provider，且 Credit Support Provider 也適用 ISDA 契約所約定之違約事由 (Events of Default) 及信用擔保文件，參閱 Seth P. Bender, Negotiating skills for the ISDA Master Agreement :the essential playbook for over the counter derivatives, 77-79 (2011), Pearson Education.

¹⁸ 儲蓉，信用衍生性金融商品，第 158 頁至第 159 頁，財團法人台灣金融研訓院，2008 年 3 月。

Default) ¹⁹且 LBSF 或其保證人即為該違約事由之違約主體 (the Defaulting Party) 而致信用違約交換交易全部終止時，執行 (出售) 擔保資產之所得，將轉換為優先支付予債券投資人 (Noteholders) 以做為發行人提前贖回 CDO 債券之支付款 (Noteholders Priority, 以下稱「債券投資人優先順序」)，此際整體信用違約交換交易則依 ISDA 契約提前終止²⁰，也構成了債券發行人提前贖回 CDO 債券之事由。

CDO 債券對於投資人之發行約款條件 (記載於提供給投資人的投資說明書中)，則已載明該債券與上述信用參考實體之信用連結 (credit-linked) 條款、CDO 債券到期支付事項、以及信用違約交換交易提前終止時，發行人提前贖回 CDO 債券的金額支付方式與計算方法。

除了購入擔保資產之部分外，本交易組合契約文件所約定之準據法為英國法，並以英國法院為管轄法院。

保證人 LBHI 於 2008 年 9 月 15 日向美國法院申請該國破產法第 11 章所規範之破產保護程序²¹。嗣後 LBSF 於 2008 年 10 月 3 日同樣提出

¹⁹ ISDA 契約主契約第 5 條係約定當事人違約事由 (Events of Default) 之定義與要件，其中包含 (但不限於) 一方未能履行合約下之支付義務、一方或其信用擔保提供者 (如本交易組合中 LBSF 之母公司做為保證人) 提出破產申請等, See Jan Job de Vries Robbe, *Supra* note 7, at 145-146。ISDA 契約主契約第 6 條並進一步約定，非違約之一方有權終止雙方間所有現存交易並進行淨額結算，參閱 Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreement(1992 and 2002)*, 93-103 (3rd ed., 2010), FT Press. 實務上，雙方當事人亦得於 ISDA 契約之附約 (Schedule) 中，協議增訂其他違約事由 (Additional Events of Default), See Jan Job de Vries Robbe, *Supra* note 7, at 153, 或者為配合資產證券化交易之架構，而於附約 (Schedule) 中另為約定而修改主契約第 5 條之違約事由 (Events of Default) 要件, See Jan Job de Vries Robbe, *Supra* note 7, at 177-178。

²⁰ 信用違約交換交易提前終止時之平倉成本 (Unwind Costs) 究竟是由債券發行人負擔 (將轉由債券投資人承受平倉成本之損失) 還是由 LBSF 負擔 (此時債券投資人受償金額將可加上該平倉成本之正數金額)，原則上取決於提前終止時的市價評估結果 (quotations taken in the market)；但是在信用違約交換交易發生 ISDA 契約所定義違約事由且 LBSF 為違約主體時，計算結果縱為應由債券發行人負擔平倉成本，此時仍不得扣減投資人之受償金額 (也就是並非由投資人承受平倉成本之損失)，只有在執行擔保資產之收入先支付債券投資人後仍有剩餘時，才會支付平倉成本給 LBSF。

²¹ 美國聯邦破產法第 11 章係提供企業債務人自願性 (voluntary) 進行重整 (Reorganization) 之法規依據，相對而言，債務人於美國聯邦破產法第 7 章規定下只能進行自願性的清算程序

破產保護程序之申請。上開任一事項均構成信用違約交換交易合約（即 ISDA 契約）下之違約事由。因此，受託人與債券發行人依投資人之要求，以 LBSF 申請破產保護程序為由，發出終止信用違約交換交易之通知，並指定 2008 年 12 月 1 日為交易提前終止日。之後投資人進一步在主張構成「債券投資人優先順序」前提下，要求受託人執行擔保品，以清償 2008 年 9 月 15 日後 CDO 債券對於投資人之到期應付款。惟受託人 BNY 未予執行。

澳洲債券投資人之代表人 Perpetual Trustee Company Limited（以下稱「Perpetual 公司」）於英國法院提出訴訟，依據前揭序位轉換條款，請求受託人 BNY 將執行擔保資產所得支付予債券投資人。英國上訴法院則維持序位轉換條款具有效性與執行力之認定，雖然 Perpetual 公司與 LBSF 之後達成和解，不過，後續英國最高法院在另一案件（債券投資人之代表人 Belmont Park Investment Pty Ltd. 所提訴訟）中仍採取認定序位轉換條款具有效性與執行力之意見。另一方面，審理雷曼集團破產保護程序之美國破產法院則認定序位轉換條款為無效，而做出有利於 LBSF 之判決，認為擔保資產執行所得仍應支付予 LBSF（即信用違約交換交易對造），由此產生跨國破產事件之歧異判決爭議問題。

第二項 英國上訴法院之判斷²²

LBSF（上訴人）主張本交易組合之違約事件，基於禁止剝奪資產法則（The Anti-deprivation Rule），不得適用序位轉換條款以構成「債券投資人優先順序」，否則將於破產程序中減損 LBSF 財產。英國上訴法院則認為 Perpetual 公司主張之序位轉換條款，尚未違反禁止剝奪資產

（Liquidation），參閱 Martin A. Frey, Phyllis Hurley Frey & Sidney K. Swinson, *An Introduction to Bankruptcy Law* 108,452,453 (5TH ed., 2007), Thomson/Delmar Learning.

²² EWCA Civ 1160 (06 November 2009) England and Wales Court of Appeal

法則，且縱使其違反禁止剝奪資產法則，但是另基於保證人 LBHI 申請破產保護程序所致之違約事件，亦已構成執行擔保資產及優先清償債券投資人之要件，且保證人 LBHI 違約事件時點發生於 LBSF 申請破產程序之前，所以並無禁止剝奪資產法則之適用，故維持第一審 Perpetual 公司勝訴之判決。有關上訴法院之判斷理由，茲摘要說明如下：

一、英國法下之禁止剝奪資產法則（The Anti-deprivation Rule）

本案例中所稱之禁止剝奪資產法則（The Anti-deprivation Rule），是由該國 1860 年至 1930 年間數個實務案例所形成。主要意旨在於禁止破產債務人藉由訂約而意圖於破產事件發生時給予特定債權人額外的擔保（to give a particular creditor additional security），以至於改變破產法制所訂之程序運作與分配機制，例如英國破產法（The Insolvency Act 1986）中所規定的債權人平等原則。

二、英國上訴法院認為禁止剝奪資產法則有其適用界限。經由過去架構此法則的相關法院見解可知，此法則之適用須建立於公共秩序（public policy）²³的基礎上，禁止違反公共秩序之行為，也就是禁止故意改變破產法規定之契約條款。考量近代商事契約之內容漸趨複雜，在合法的前提下法院將盡可能維持契約條款之有效性，尤其本案複雜金融交易是由具備專業性的大型公司集團所架構，契約條款並經具有專業能力的雙方當事人所簽署同意，因此更應基於當事人自治原則（party autonomy），使其受到契約條款之拘束，且該條款亦無違反公共秩序之情事。

三、本案之序位轉換條款，係變更對擔保資產行使受償權利之順序，其與禁止剝奪資產法則係禁止於破產時移轉屬於破產債務人之資產，兩者並不相同。序位轉換條款並未剝奪 LBSF 之資產，LBSF 僅享有在未違約狀態下的或有（contingent）擔保利益。

²³ 此處有關「公共秩序」之翻譯用語，係參閱許耀明，國際私法新議題與歐盟國際私法，第 310 頁至第 317 頁，2009 年 4 月初版。

四、再者，依過去實務見解所建立之原則，享有資產分離利益者若能證明該資產或破產人對該資產所享有之利益，原本就是由享有資產分離利益者之自有資金所取得時，則無禁止剝奪資產法則之適用。而本案中，擔保資產是專以債券投資人提出之申購金錢所買入，於 LBSF 或其保證人 LBHI 違約時啟動序位轉換條款，使債券投資人取回其到期應受償金額，債券投資人並未因此取得額外利益，故本案不適用禁止剝奪資產法則。

五、此外，保證人母公司 LBHI 於 2008 年 9 月 15 日申請破產保護所構成之違約事由，已使序位轉換條款自動觸及生效，其發生於 LBSF 申請破產保護之前，故不適用禁止剝奪資產法則。至於是否會產生「保證人 LBHI 構成之破產違約事由，產生子公司 LBSF 之資產分離效果，而抵觸禁止剝奪資產法則」之爭議？上訴法院援引過去實務見解，表示並無法律依據（除非於一定情形下構成揭穿公司面紗原則之適用）可供法院將緊密結合之集團性多數公司（a closely-integrated group of companies）認定為單一經濟體，況且於破產程序涉及債權人權益之相關問題中，將集團性多數公司視為個別區隔主體仍有其必要性。據此，上訴法院認為 LBHI 並非本案程序當事人之一，故本案仍無禁止剝奪資產法則之適用。

2011 年 7 月，英國最高法院於他案中仍維持序位轉換條款未違反禁止剝奪資產法則之見解²⁴。

²⁴ Belmont Park Investments Pty Limited v BNY Corporate Trustee Services Limited and Lehman Brothers Special Financing Inc [2011] UKSC 38

第三項 美國破產法院之判斷²⁵

Lehman Brothers Special Financing Inc. v. BNY Corporate Trustee Services Limited (In re Lehman Brothers Holdings Inc., No.08-13555)(以下稱「BNY case」)一案中，LBSF 提出(1)Flip Clause 係構成美國聯邦破產法§ 365(e)(1)與§ 541(c)(1)(B)規定之破產事由條款 (ipso facto clauses) ²⁶而不具有效性；(2) 若法院認定 Flip Clause 為有效，將違反聯邦破產法 s. § 362(a) (3)之自動凍結程序 (automatic stay) 之規定；以及 (3) Flip Clause 不受聯邦破產法§ 560 安全港條款之保護等主張。有關美國破產法院之認定摘要說明如下：

一、美國破產法院於本案不採行國際禮讓 (comity) 而為獨立判斷，其理由在於英國法院之判決完全未斟酌美國破產法之相關規定，且英國法院亦曾明確表示不會阻礙美國破產法院為其他判斷。此外，基於為維護本國公益得不禮讓外國程序之原則²⁷，美國破產法院表示如果適用本國破產法所能提供予破產債務人的保護，大於適用外國法規 (英國法) 可提供的保護時，美國破產法院更具有公益理由適用本國破產法以解決紛爭。

二、由本交易組合之契約文件約定內容可知，「債券投資人優先順序」生效時點應該是在執行擔保資產並將其所得金額予以分配之時，然而 Perpetual 公司於英國向 BNY 提出訴訟正是因為受託人 BNY 未執行擔保資產。且先前債券發行人依約向 LBSF 發出終止交換交易之通知時，

²⁵ Lehman Brothers Special Financing Inc. v. BNY Corporate Trustee Services Limited (In re Lehman Brothers Holdings Inc., No.08-13555) (Bankr. S.D.N.Y. January 25, 2010)

²⁶ ipso facto clauses (破產事由條款)，係約定於一方當事人發生破產事由時，他方可同時主張改變或終止權利義務關係之條款，依美國聯邦破產法§365(e) (1)規定，原則上「破產事由條款」不具效力，參閱 Brian A. Blum, Bankruptcy and Debtor/Creditor, 406-407 (2006), Aspen.。美國聯邦破產法 541(c)(1)(B)係規定破產財團之組成以及規定破產事由條款不具效力。

²⁷ Pravin Banker Assoc., Ltd. v. Banco Popular Del Peru, 109 F. 3d 850,854 (2d Cir. 1997)

其所記載違約事由指明為「LBSF 申請破產法第 11 章之破產保護程序」。基於以上所述，LBSF 在申請破產保護程序時，對於系爭擔保資產仍具有財產利益，此財產利益應視為破產財團（bankruptcy estate）之一部分；決定序位轉換條款是否生效的事件應該是 LBSF 申請破產保護程序之事實，而非保證人母公司 LBHI 申請破產保護程序之事實。

三、本案之序位轉換條款，構成破產法§ 365(e)(1)與§ 541(c)(1)(B)所禁止之「破產事由條款」而不具效力。破產法禁止「破產事由條款」於「破產程序開始時」改變債務人之權利義務，其中「破產程序開始時」解釋上並不限於契約當事人之破產債務人本身（即本案債務人 LBSF）申請破產保護時，而亦應包含與契約當事人權利義務具有相當關係之第三人申請破產保護時之情形，至於前述關係第三人之認定宜做個案判斷（case-by-case determination）。由本案情形判斷，雷曼集團所屬各公司主體間原本係組成一集合性企業（an integrated enterprise），彼此間之財務狀況相互影響，也才會造成迄今規模最大的企業破產事件。由此可知本案控股公司首次提出破產申請，在其集團結構上具有重要性（significance），且於本案 LBSF 信用違約交換交易中是由母公司 LBHI 擔任信用擔保提供者，故於解釋適用「破產事由條款」之禁止規定時，母公司 LBHI 與其關係企業所申請的破產保護程序應視為單一事件。所以縱使認為母公司 LBHI 申請破產之事實會啟動序位轉換條款，子公司 LBSF 之契約權利內容也將因此產生變動，故 LBSF 仍可主張序位轉換條款適用破產法§365(e)(1)與§541(c)(1)(B)而屬於不具效力之「破產事由條款」。

四、美國聯邦破產法§362(a)所規定之自動凍結程序（automatic stay），於破產申請提出後，禁止任何自破產財團中獲取財產所有權或控制權之行為，而本案序位轉換條款已違反自動凍結程序之規定。

五、美國聯邦破產法§560 之安全港規定 (Safe Harbor provisions)，係對於非違約方之店頭衍生性金融交易參與者提供保護機制，使其得於債務人破產或破產程序開始時，終止各交易合約並就其提前終止價值進行抵銷或淨額結算，而不適用破產法§365(e)(1)禁止「破產事由條款」之規定。法院認為經其檢視債券發行人與 LBSF 間之 ISDA 契約 (含附約) 及交易確認書，「債券投資人優先順序」條款並未構成上開文件之一部分，因此不適用破產法§ 560 安全港規定。

第四項 小結

美國破產法院認定序位轉換條款不具執行效力，其並未採取與英國法院相同之結論。由於兩國管轄法院對同一爭議事件分別做出不同決定，導致受託人 BNY 仍無法處理有關處分擔保資產之償付順序問題。美國破產法院與英國法院後續亦未對本爭議事件的歧異判決達成相關協調方式。在無法統合兩國管轄法院見解之情形下，有認為可供選擇的處理模式有二²⁸，一是將各管轄法院判決之效力限定於各國管轄區域內之破產人資產，另一是衡酌英美兩國均採行之聯合國國際貿易法委員會跨國破產示範法 (UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency)，而由英國法院承認美國法院之判決。

雖 Perpetual 公司對於美國破產法院之判決提出上訴，惟出乎市場預料，該公司嗣後與雷曼集團進行和解²⁹，且其和解細節內容保密不公

²⁸ Chadbourne & Parke LLP -Alastair Goldrein, US "Ipso Facto" and UK "Anti Deprivation": the Lehman "Flip" Clause(August 18 2010), Available at: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=da26f4d6-4408-4d7f-b7eb-a5df039bbcdb> (last visited on : 2015/02/12)

²⁹ Bloomberg Business-David McLaughlin, Lehman to Settle 'Saphir' Derivatives Dispute With Perpetual (November 20, 2010), Available at:<http://www.bloomberg.com/news/articles/2010-11-20/lehman-reaches-accord-with-perpetual-in-saphir-derivatives-court-battle> (last visited on : 2015/02/12)

開³⁰。不論雷曼集團背後之策略目的為何，此項和解結果使得本案法律爭議問題更懸而未決。又因過去實務關於合成型債務抵押債券（CDO 債券）交易，通常以 Flip Clause 為慣行交易條件，此項爭議也成為金融交易市場的不確定因子之一。雷曼集團也依據上開美國破產法院認定序位轉換條款無效之見解，後續另對因執行序位轉換條款以取得支付款的多家投資銀行提出訴訟，以請求返還該款項³¹。

第二節 探討範圍之限定及用語釋義

第一項 探討範圍之限定與前提

跨國破產事件的成因以及構成面向實為錯綜複雜，本文以案例研究為中心的方式，將跨國破產事件之探討範圍，限定於店頭衍生性金融交易市場之相關議題。藉由第二章爭議案例之提出，本文係假設對於涉及店頭衍生性金融交易之同一破產主體（或集團性主體，groups of debtors）其涉及破產同一事件所衍生之爭議，在不同國家均有法院管轄權的前提下，探討有關店頭衍生性金融交易與破產法制之實體面問題，以及研究跨國破產事件的不同處理模式或協調整合方式。而本文所研討店頭衍生性金融交易與破產法制特殊規定間之實體面問題，則以其金融交易主契約中的「提前終止與淨額結算條款」為範圍。又本文探討內容涉及各國法規與國際性規範之處，其說明內容則限縮於該規範中與本文

³⁰ The Sydney Morning Herald-Elisabeth Sexton, Perpetual allowed to keep Lehman Brothers settlement secret (March 25, 2011), available at: <http://www.smh.com.au/business/perpetual-allowed-to-keep-lehman-brothers-settlement-secret-20110324-1c8js.html#ixzz3u5ynwhos> (last visited on : 2015/02/12)

³¹ The Wall Street Journal-Joseph Checkler, Banks Say Lehman Seeks Unfair Edge in 'Flip Clause' Fight (April 15, 2014), available at: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304572204579503641563916368> (last visited on : 2015/02/12)

探討議題（例如與店頭衍生性金融交易市場相關聯之破產事件、系統性風險、具系統重要性金融機構、以及跨國破產事件的處理方式等）相關之部分。

有關造成上述複數法院管轄之因素，可能源於與破產主體往來的跨國多數債權人、破產主體之資產分布於多國、合約選擇之外國準據法、或是破產主體之債務履行地在外國等等，惟關於此連繫因素之決定，非屬本文討論議題。

第二項 本文用語釋義

一、破產

我國有關破產與重整法制在現行法下並非規範於單一法律之中，其他法律尚訂有特殊清理程序，不過為便於行文以及兼用於外國法制之討論，本文中所稱「破產」係指廣義之破產，亦即包含狹義破產、重整及金融機構之特殊清理等情形。文中若專指重整程序時，則將直接使用「重整」用語；專指金融機構之特殊清理程序時，將直接使用「清理」用語。文中如專指狹義破產程序（不包含重整、清理）時，則將於破產用語後標示以「(狹義)」註記。

二、insolvency 與 bankruptcy

承上第一目所述廣義之破產涵義，有關是否構成破產之原因與要件，須依各國破產法制之規定而定。一般而言，「insolvency」著重於債務人主體之財務狀況，「bankruptcy」則著重於法院程序之意涵³²。不過，實務上兩者仍常互為使用，甚或仍有學者認為兩者為同義³³，本文論述

³² Steven H. Gifis, *Law Dictionary* 255 (1996), Barron's Educational Series.

³³ Harry Rajak, *The Culture of Bankruptcy, in International Insolvency Law*, note 3 at 3 (Paul J. Omar ed., 2008 reprinted 2010), Ashgate.

內容中亦採用此同義之基礎。

三、SWAP 與店頭衍生性金融交易

「SWAP」乙詞，在金融交易之一般實際執行上，是指店頭衍生性金融交易種類中的交換交易（狹義），其基礎資產可能涉及匯率（例如 FX swap）、信用（例如 credit default swap）、利率（例如 interest rate swap）等。而在破產法制及國際法規範上，「SWAP」用語則多用於泛指店頭衍生性金融交易（廣義，即“over-the-counter” or “OTC derivatives”），本文說明內容原則上係使用此廣義意義，文中若有專指狹義交換交易者，則將另行載明「交換交易」用語。

四、提前終止與淨額結算條款（Close-out netting provisions）

於交易者一方發生破產或其他違約事由時，非破產方或非違約方依契約約定條款提前終止所有店頭衍生性金融交易與處分擔保品³⁴，並就各終止交易評價結果及擔保品評價餘額³⁵進行淨額結算為單一應支付淨額時，對於該契約約定條款本文中「提前終止與淨額結算條款」稱之（即 close-out netting provisions，用語亦可參閱 John-Peter Castagnino 著作，*Derivatives-The Key Principles*, 192 (3rd edition, 2009), Oxford University Press.），或是直接簡稱「淨額結算條款」，且本文探討範圍係以「破產」違約事由所執行之「提前終止與淨額結算條款」為中心。「提前終止與淨額結算條款」之相關內容在實務上及理論上並不限於 ISDA 契約方可約定，也就是在其他非屬 ISDA 所建議之單一

³⁴ 所述「處分擔保品」，應以雙方當事人於單一主契約之下另有增補簽訂信用擔保文件（Credit Support Documents）為前提，概念係參閱 John-Peter Castagnino, *Derivatives-The Key Principles*, 207-208, 216 (3rd edition, 2009), Oxford University Press. 【“.....the credit support arrangements set out in the Annex constitute a Transaction for which the Annex constitutes a Confirmation. The purpose of defining the credit support arrangements set out in the Annex as a Transaction is to bring the various credit support obligations within the scope of the early termination processes of Section 5 and Section 6.”】；以及參閱“*US PERSPECTIVE BY CHRISTIAN JOHNSON*” in : Paul Harding and Christian A. Johnson, *Mastering the ISDA Collateral Documents-A practical guide for negotiators*, 62 (2nd edition, 2012), FT Press.

³⁵ 所述「擔保品評價餘額」，應以雙方當事人於單一主契約之下另有增補簽訂信用擔保文件（Credit Support Documents）為前提，概念之參閱資料同前註 34。

金融交易主契約中亦可約定之，惟本文說明時原則上係以 ISDA 契約條款所涉部分為例並以其做為參考基礎³⁶，其理由在於：做為本文探討中心之第二章案例，爭議當事人之權利義務涉及 ISDA 契約，以及 ISDA 所發行的契約版本為全球百分之九十以上店頭衍生性金融交易所採行³⁷。

五、安全港規定 (safe harbor provisions)

安全港 (safe harbor) 規定，通常是在美國破產法制下探討相關議題時所使用之非正式用語，用以表示具特殊地位的債權人，於破產程序起始時，仍得依契約對破產債務人行使權利之破產法特別規定，其得以排除美國破產法相關原則規定。又基於本節第一項所述探討範圍之限定，本文內容以第二章案例為探討中心，故本文所述破產法制之安全港規定的範圍，亦限縮於店頭衍生性金融交易 (OTC derivatives transactions) 當事人在破產程序中執行契約「提前終止與淨額結算條款」之有效性，其內容並不包含其他安全港規定 (例如，不包含：債券附買回交易 (Repo transactions) 的安全港規定、店頭衍生性金融交易之轉讓不構成偏頗行為的安全港規定等)。此外，如果其他普通法國家 (例如英國) 以案例或其他商法規範承認提前終止與淨額結算條款在破產程序中之執行有效性，實際上亦形同對該國破產法制開設了相當於安全港規定之效果；本文在對應各國 (或全球性) 破產法制的討論過程中，係整體以「破產法特殊規定」或「破產法特別規定」稱之，此用語範圍一併釋明。

³⁶ ISDA 契約條款無法自 ISDA 官方網站獲知，因此本文就相關條款之概念係參考或爰引外國其他發行書籍之載列內容，簡要說明之。

³⁷ Brief of Amicus Curiae by International Swaps and Derivatives Association, Inc. (November 1, 2010), available at: <http://www2.isda.org/functional-areas/legal-and-documentation/amicus-briefs/page/1> (last visited on : 2015/02/16).

六、系統性風險 (systemic risk)

簡要而言，系統性風險係指損害金融系統的突然迅速衝擊，蔓延後引發經濟上之漣漪效應，可能損害整體經濟；該衝擊通常源於問題金融機構的實際或可能暴險部位 (exposure)³⁸。學者 Schwarcz, Steven L. 則更詳細地將系統性風險定義如下³⁹：系統性風險係指市場 (market) 或機構 (institution) 失敗之經濟衝擊 (an economic shock) 事件，進而引發連鎖性的市場或機構失敗，或是引發金融機構的連鎖性重大損失；並導致資金成本的增加或是資金不易取得 (通常得以金融市場實際價格的波動為佐證)。市場參與者通常欠缺限制自身風險負擔以降低對他人系統性危害的動機，因此法規的規制扮演重要角色⁴⁰。在跨國系統性風險 (cross-border systemic risk) 層面上，政策科學研究者以及經濟學者認為國際性合作 (international cooperation) 會是最有效率的回應方式⁴¹，學者 Schwarcz 則建議在跨國系統性風險的規範議題上，各國間宜採取一致性規範標準 (a single regulatory approach to systemic risk)⁴²。

七、部位 (positions)

當雙方成立個別衍生性金融交易時，對任一方來說都各自開啟了一個交易部位 (open a position when entering into the contract)，交易契約買方的部位為“a long position”，交易契約賣方的部位則為“a short position”⁴³。衍生性金融交易之市價評估及暴險計算，係以交易部位為評價標的。

³⁸ See Jorion, *Supra* note 1.

³⁹ Schwarcz, Steven L., Systemic Risk. Duke Law School Legal Studies Paper No. 163; Vol. 97, No. 1, Georgetown Law Journal, 204 (2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1008326>

⁴⁰ See *id.*, at 193.

⁴¹ See *id.*, at 245 and Schwarcz's note 334 (list articles of RICHARD J. HERRING & ROBERT E. LITAN, James D. Fearon, Edward J.Kane) at 246.

⁴² See *id.*, at 245-246.

⁴³ John-Peter Castagnino, Derivatives-The Key Principles, 25 (3rd edition, 2009), Oxford University Press.



第三章 簡介店頭衍生性金融交易約定事項暨其與破產法

制之關聯

本章主要係簡介衍生性金融交易，以及店頭衍生性金融交易契約之結構與約定事項，並重點說明其與破產法制之關聯，以便於下一章介紹破產法制之相關特別規定。

第一節 衍生性金融交易之介紹

第一項 衍生性金融交易之意義

一、衍生性金融交易

衍生性金融交易 (derivatives)，係自市場既存之基礎標的資產 (underlying assets，例如股票、商品、債券、放款等)、指數、參考利率或匯率、或信用風險等衍生出契約價值之金融工具⁴⁴。依衍生性金融交易之連結標的來區分，常見者為商品型 (commodity，例如以黃金價格做為交易之比價指標)、利率型 (interest rate)、匯率型 (currency)、信用型 (credit)、股權型 (equity) 等。

就衍生性金融交易之主要類型來說，則有遠期契約 (forwards contracts)、期貨契約 (futures)、選擇權 (options)、交換 (swaps)

⁴⁴ Lawrence C. Tondel, *Chapter 1 INTRODUCTION TO DERIVATIVES*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies 1-6,1-7* (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

等四大類⁴⁵。進一步而言：

- (一) 遠期契約：買賣雙方現在約定，在未來特定日以特定價格交割特定數量標的物之合約，例如遠期外匯、遠期利率協定等，屬於為客戶需要所量身訂做的店頭（亦稱「櫃檯式」）衍生性金融商品⁴⁶。
- (二) 期貨：其與遠期契約相同者是雙方於現在約定未來特定交割條件的合約，兩者不同處則在於期貨是標準化契約⁴⁷且於交易所進行交易⁴⁸。
- (三) 選擇權：選擇權買方在交易成立後取得的是權利（right），該權利可為買權（call option，在未來以特定條件買進特定標的物之權利）或賣權（put option，在未來以特定條件賣出特定標的物之權利）。選擇權賣方收取權利金後，則於買方要求執行選擇權時賣方負有依條件履約之義務（obligation）⁴⁹。選擇權包含雙方自行議約之店頭市場契約型態，亦包含在交易所進行交易之標準化契約型態⁵⁰。
- (四) 交換：係交易雙方約定於未來一定期間內互相交換金融工具或其孳息，例如雙方互換固定利率與浮動利率時，稱為利率交換（interest rate swap）；若互換的是貨幣，則稱貨幣交換（currency swap）；如就貨幣與利率均為互換，則屬換匯換利交易（CCS, cross currency and cross interest swap）⁵¹。

上述四種基本型態，其各類工具間彼此又可結合，組成更複雜的商品⁵²。

我國法令中涉及衍生性金融商品定義者，舉例而言：

公開發行公司取得或處分資產處理準則第4條第1項第1款：「衍生性

⁴⁵ See *id.*, from 1-7 to 1-11.

⁴⁶ 參閱朱浩民，*衍生性金融商品*，第7頁，智勝文化事業有限公司，2001年2月。

⁴⁷ 同前註。

⁴⁸ See Tondel, *Supra* note 44, at 1-7.

⁴⁹ 朱浩民，同註46，第8頁。

⁵⁰ See Tondel, *Supra* note 44, at 1-8.

⁵¹ 朱浩民，同註46，第8頁。

⁵² 朱浩民，同註46，第9頁。

商品：指其價值由資產、利率、匯率、指數或其他利益等商品所衍生之遠期契約、選擇權契約、期貨契約、槓桿保證金契約、交換契約，及上述商品組合而成之複合式契約等。所稱之遠期契約，不含保險契約、履約契約、售後服務契約、長期租賃契約及長期進（銷）貨合約。」

銀行業辦理外匯業務管理辦法第 4 條第 2 項：「(本辦法所稱)外匯衍生性商品，係指下列契約。但不含資產證券化商品、結構型債券、可轉(交)換公司債等具有衍生性金融商品性質之國內外有價證券及境外結構型商品管理規則所稱之境外結構型商品：一、涉及外匯，且其價值由利率、匯率、股權、指數、商品、信用事件或其他利益等所衍生之交易契約。二、前款所涉交易契約之再組合契約。三、涉及外匯之結構型商品。」，以及同條第 3 項、「前項第一款及第二款所稱交易契約，係指保證金之槓桿式契約、期貨契約、遠期契約、交換契約、選擇權契約或其他性質類似之契約。」、同條第 4 項「(本辦法所稱)結構型商品，係指固定收益商品或黃金與衍生性商品之組合契約，且不得以存款名義為之。」。

此外，企業從事衍生性金融商品交易，原本我國第 27 號財務會計準則公報（已終止適用）係在資產負債表外以附註揭露，未實現損益則不認列入帳。但第 34 號財務會計準則公報⁵³（以下稱第 34 號公報）自 2006 年施行適用後，衍生性商品自表外改為表內認列，相關的未實現損益必須在財務報表中揭露，企業所持有或發行之金融商品，都必須適用公平價值法的會計處理方式。衍生性商品之契約權利義務應於資產負債表認列為金融資產或金融負債，並定期以公平價值法評價入帳。此號公報在於提升企業之資訊透明度，使財務報表允當表達其持有或發行金融商品之價值，藉以加強對其投資人與債權人的保護，同時也加強與國際會計準則的接軌。我國第 34 號公報之修訂雖已參照國際財務報導準則（IFRSs, International Financial Reporting Standards）中有關第 39

⁵³ 財團法人會計研究發展基金會制定發布，資料來源參考：<http://www.ardf.org.tw/ardf.htm> (last visited on : 2015/03/20)

號國際會計準則公報 (IAS 39) 內容，惟國際財務報導準則已成為全球資本市場之單一準則，直接採用 (adoption) 國際財務報導準則亦成為國際資本市場之趨勢⁵⁴，因此我國金融監督管理委員會規定自 2013 年起 (第一階段) 我國上市、上櫃、興櫃公司及金管會主管之金融業 (不含信用合作社、信用卡公司、保險經紀人及代理人) 開始採用 IFRSs 編製財務報告，以及自 2015 年起 (第二階段) 非上市上櫃及興櫃之公開發行公司、信用合作社及信用卡公司開始採用 IFRSs⁵⁵。

二、第二章案例之交易型態

本文第二章案例所涉及的衍生性金融商品交易，如果拆分以觀，除了以上述相關基本交易類型為基礎外，同時也包含了於積極型市場 (an active market) 所進一步發展出與資產證券化交易相結合的信用違約交換交易 (credit default swap relating to asset-backed or similar securities)⁵⁶，其屬信用衍生性金融商品的一種；以及結合債券 (note) 與信用違約交換交易之信用連結成型交易 (Credit-linked Hybrids)⁵⁷。而就整體交易來說，第二章案例為合成型債務抵押債券 (synthetic CDOs)，也是信用衍生性金融商品的一種^{58 59}，重新包裝了信用風險群組 (例如貸款、債券、衍生性金融交易、或是其他資產負債表外交易) 做為資產池，SPV 發行證券 (該證券價值係連結至資產池相關條件)，並依證券風險等級區分為不同券種 (分券) 出售予投資人，其同時運用

⁵⁴ 參閱臺灣證券交易所公司網站：<http://www.twse.com.tw/ch/listed/IFRS/aboutNoun.php> (last visited on: 2015/03/20)

⁵⁵ 同前註。

⁵⁶ Edward F. Greene/Alan L. Beller/Edward J. Rosen/Leslie N. Silverman/Daniel A. Braverman /Sebastian R. Sperber, U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, Volume 2, 14-33 (2009), Wolters Kluwer.

⁵⁷ See *id.*, at 14-36, 14-37.

⁵⁸ 儲蓉，信用衍生性金融商品，第 154 頁，財團法人台灣金融研訓院，2008 年 3 月。

⁵⁹ 我國中央銀行所訂「銀行業辦理外匯業務管理辦法」及金融監督管理委員會所訂「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度作業制度及程序管理辦法」，依其對於衍生性商品定義之相關規定，適用於信用違約交換交易，但不適用於合成型債務抵押債券。此併附帶說明。

了資產證券化及信用衍生性金融交易之技術⁶⁰。透過 SPV 的架構，隔絕發起人本身之信用風險，使證券投資人只面對資產池的違約風險；並由發起人將資產池與 SPV 進行信用違約交換交易，發起人係信用違約買方定期支付權利金給 SPV，以非真實出售之方式移轉資產池風險，而 SPV 發行證券出售給投資人所獲得之資金，則放置於 SPV 所委託之保管機構，以現金存放或是用以購買評等機構同意之安全性高的資產（一般稱為擔保資產，Collateral），做為賠付信用違約買方或是到期返還金額給投資人的來源⁶¹。發生 2007 年-2009 年金融危機之前，全球性大型金融機構大量採取此種「創始至分離」（originate to distribute，OTD）之商業策略模式，主要是為了使金融機構增加費用類之收入、減少資金成本以及將貸款或其他結構型融資商品之風險移轉給投資人⁶²。對 2007 年-2009 年金融危機推波助瀾的債務抵押債券（CDO），其翻新與複雜程度所隱藏的結構性風險，包含槓桿作用、流動性風險等⁶³。

第二項 市場架構

在衍生性金融交易之市場架構中，區分為交易所衍生性金融交易市場（the exchange-traded derivatives markets）以及店頭衍生性金融交易市場（the “over-the-counter” or “OTC” derivatives markets）⁶⁴。兩者之主要特色各說明如下：

一、交易所衍生性金融交易市場：

交易所衍生性金融交易，係於交易所進行之標準化交易契約，其市

⁶⁰ Satyajit Das, Credit Derivatives-CDOs and Structured Credit Products, 305-307(3rd., 2005)

⁶¹ 儲蓉，同註 58，第 156 頁至第 159 頁。

⁶² Arthur E., Wilmarth, The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis, Vol. 41, No. 4, Connecticut Law Review, 995(2009)

⁶³ 儲蓉，同註 58，第 190 頁至第 191 頁。

⁶⁴ Paul Harding, Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002) : a practical guide for negotiation, 2 (3rd ed., 2010) , FT Press.

場流動性與價格透明度較佳，交易與交易所的整體性監理法規均較為完備。交易對手信用風險係由交易所吸收，且交易所嚴格管理履約交割期限⁶⁵。交易所管理交易進行的過程，其中也包含了對交易所市場來說具相當重要性的清算（clearing）系統與擔保品運作（margining）機制⁶⁶。

二、店頭衍生性金融交易市場：

店頭衍生性金融交易，並非標準化契約，係為交易雙方需求而由雙方自行商議約定交易條件。店頭衍生性金融交易如果愈新奇（exotic）或結構複雜，其價格就愈不易有一致性。在過去，店頭市場的整體性監理法規為數稀少，交易受到的規制多數回歸交易主體本身所適用之個別法令。雙方交易前更需注重交易對象信用狀況與履約能力之審酌⁶⁷，也就是交易者更著重於交易對手信用風險之評估。

本文所探討相關案例與議題，則屬店頭衍生性金融交易之範疇。

2007 年-2009 年金融危機後，依據國際交換暨衍生性商品協會（International Swaps and Derivatives Association, Inc.，以下簡稱「ISDA」）所發布 2010 年中市場調查報告所示，截至 2010 年 6 月 30 日全球涉及利率（包含換匯換利交換）、信用、股權的店頭衍生性金融商品交易，其名目本金餘額（notional amounts outstanding）約為美金 466.8 兆元，其中美國前 5 大交易商佔比為 37%，國際間前 14 大交易商佔 82%。相較於 2009 年底，總名目本金增加 1%，利率型交易增加 2%，信用型交易與股權型交易則分別下降約 14%，6%。⁶⁸又依國際清算銀行之統計，於 2014 年底，店頭衍生性金融商品交易，其名目本金餘額仍達美金 630 兆元⁶⁹。

⁶⁵ See *id.*, at 2-3.

⁶⁶ See Castagnino, *Supra* note 43, at 13.

⁶⁷ See Harding, *Supra* note 64.

⁶⁸ ISDA News Release dated October 25, 2010, available at <http://www.isda.org/media/press/2010/press102510.html>. (last visited on : 2015/03/20)

⁶⁹ OTC derivatives statistics at end-December 2014, available at: <http://www.bis.org/publ>

不過，在觀察上開市場架構之際，若是交易對象涉及設立於美國之主體或是交易文件約定以美國法為準據法，則同時需注意美國 2010 年 7 月通過立法之「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法案」(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下稱「Dodd-Frank Act」或「陶德法案」)，該法案下各規定陸續自 2011 年起逐步生效施行，其規範內容繁多，當中一部分包含了對於店頭衍生性金融交易之規範⁷⁰，例如，符合該法案所定義一定範圍之店頭衍生性金融交易，須受到該國商品期貨交易委員會(the “CFTC”，the Commodities Futures Trading Commission)或(及)證券管理委員會(the “SEC”，the Securities and Exchange Commission)之監理與管制，並須透過 CFTC 或 SEC 管制之衍生性商品中央清算機構，進行交易之清算與執行。由此觀察，可知衍生性金融商品交易之市場架構，已逐漸產生變化。

前述美國 Dodd-Frank Act 所要求關於店頭衍生性金融交易之清算與執行機構，係 2007 年-2009 年發生全球性金融危機後，相關立法者與分析人員認為店頭衍生性金融交易的風險主要來源在於「交易對手信用風險」⁷¹，因此加強援用過去於交易所金融交易中廣泛應用的集中清算機構(central counterparties，以下稱「CCPs」)制度進行交易之集中清算，由原先雙方相對性契約之交易架構改變為雙方各以 CCPs 為交易相

/otc_hy1504.htm (last visited on : 2015/03/20)

⁷⁰ Sec.701-774, TITLE VII(Wall Street Transparency and Accountability)of The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

⁷¹ 交易對手信用風險(Counterparty credit risk，亦稱 Counterparty risk)是信用風險(credit risk)的一種，產生交易對手信用風險的部位(position)並不限於衍生性金融商品，進一步來說，因交易對手違約將會產生交易替代成本(the cost of replacing the transaction)之信用暴險(credit exposure)部位，且其信用暴險所連結的市場因子通常涉及交易雙方之支付義務者，亦屬之，例如附買回債券交易(Repos)部位。而就店頭衍生性金融交易而言，交易對手信用風險係指交易對手於交易到期日之前可能違約，而將無法履行現時與未來契約義務之風險估算。相較於授信風險(lending risk)僅單一方負擔風險，且借款期間內所承受風險金額是可得確定之情形，交易對手信用風險則因交易契約於未來潛在違約日之評價具有高度不確定性(契約價值可能為正數亦或可能為負數)，致使交易雙方彼此間均相互負擔另一方的交易對手信用風險。以上說明內容，參閱 Jon Gregory, Counterparty credit risk – The new challenge for global financial markets 13, 16-17 (2010), Wiley.

對人，由 CCPs 承擔風險，藉此移轉清算會員所面臨的交易對手信用風險以及降低系統性風險。此架構須同時建立 CCPs 向清算會員徵提擔保品之制度以及清算會員須進行相關承諾事項⁷²。另一方面，歐盟（EU）對於店頭衍生性金融交易亦進行相關法令變革，歐洲執行委員會（European Commission）於 2010 年 9 月遞交「歐洲市場基礎組織監管監管條例」（European Market Infrastructure Regulation，以下簡稱「EMIR」）之提案⁷³，經歐洲議會（European Parliament）與歐盟理事會（the Council of the European Union）議決後於 2012 年 8 月 16 日生效施行⁷⁴，該規範同樣也要求建立中央清算機制、交易資料儲存機構（trade repositories）與申報程序等。不過，美國 Dodd-Frank Act、歐盟 EMIR 各自均面臨部分規範內容未臻明確而需逐步解決之問題（例如法規適用之交易主體與交易類型等）。此外，若將此兩大規範架構予以比較，其就類同概念的規範機制往往各訂出不同的規則標準（例如規範目標、執行進程、交易平台之價格決定方式、擔保品計提與區隔標準、對於交易主體之關係企業是否亦適用中央清算機制等等），以及各規範所設定的域外效力（extra-territoriality）也有相當差異。上述情形對於跨國金融交易（包含亞洲地區）可能造成相當影響，因此市場參與者仍持續關注其是否會引起金融市場分裂與法規適用不確定性、金融交易契約約定條款於跨國破產事件中是否產生執行困難、日後市場參與者可能以交易適用法令因素取代價格因素而破壞市場功能等問題。

在亞洲地區，日本自 2010 年起加強對於店頭衍生性金融交易之監管，修訂其金融商品與交易所法案，要求特定主體所承作一定範圍的標

⁷² Craig Pirrong, The Economics of Central Clearing: Theory and Practices, P.5, ISDA Discussion Papers Series Number One – May 2011, Available at:http://www2.isda.org/attachment/MzE0NA==/ISDAdiscussion_CCP_Pirrong.pdf (last visited on : 2015/03/20)

⁷³ Making derivatives markets in Europe safer and more transparent, European Commission Press Release (Brussels, 15 September 2010), Available at: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-1125_en.htm(last visited on : 2015/03/20)

⁷⁴ Agreement on new European rules to regulate Financial Derivatives (EMIR), Available at: http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm(last visited on : 2015/03/20)

準化店頭衍生性金融交易須透過中央清算機構進行清算⁷⁵；同時規定 CCPs、交易資料儲存機構、金融機構與經營金融商品業務機構等應負儲存交易記錄資料並報送主管機關之義務（其規定範圍比集中清算規定為廣，也就是對於未經清算的交易仍須踐行儲存與報送記錄資料之義務）⁷⁶，相關規定於 2012 年 11 月生效。之後，日本對於店頭衍生性金融交易又陸續增訂有關於電子交易平台執行交易以及未清算交易須徵提擔保品之規定⁷⁷，於 2015 年生效。而在我國，則是金融監督管理委員會以行政委託責成財團法人證券櫃檯買賣中心（以下簡稱「櫃檯買賣中心」）建立交易記錄資料儲存機制，嗣經金融監督管理委員會核准後，櫃檯買賣中心於 2012 年 3 月 23 日公告「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心衍生性金融商品交易資訊儲存庫系統管理規定」，規定了金融機構與櫃檯買賣中心簽訂交易資訊儲存庫系統契約、以及須依櫃檯買賣中心所訂規範進行交易資料申報等事項。櫃檯買賣中心資訊儲存庫系統僅受理金融機構申報交易資訊以協助主管機關進行市場監理，但不涉及支付、結算及交割等作業⁷⁸。

第三項 承作交易之可能動機

一般而言，衍生性金融交易參與者的可能動機（motives）約有⁷⁹：

一、風險管理：

⁷⁵ Clifford Chance Client Briefing, Development of CCP in Japan – Interest Rate Swap Clearing, Available at: http://www.cliffordchance.com/briefings/2012/04/development_of_ccpinjapaninterestrateswa0.html(27 April 2012) (last visited on : 2015/03/20)

⁷⁶ Clifford Chance Client Briefing, New Japanese Regulations on Central Clearing, Trade Information Storage and Reporting in relation to OTC Derivatives Transactions, Available at: http://www.cliffordchance.com/briefings/2012/10/new_japanese_regulationsoncentralclearing.html (2 November 2012) (last visited on : 2015/03/20)

⁷⁷ Clifford Chance Client Briefing, Recent developments in OTC derivatives regulations in Japan (23 October 2014), Available at: http://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent_developmentsinotcderivative.html (last visited on : 2015/03/20)

⁷⁸ 參閱財團法人證券櫃檯買賣中心網站資料，http://www.tpex.org.tw/web/extend/derivatives_trading/announcement.php?l=zh-tw(最後閱覽日期：2015/03/20)

⁷⁹ 參閱 Robert L. McDonald, Fundamentals of Derivatives Markets 15-16 (2009), Northwestern University.

衍生性金融商品可做為企業用以降低風險之金融工具之一⁸⁰。例如進出口商為了降低匯率波動所造成之交易成本變動，而承作匯率型衍生性金融商品之避險（hedging）交易。

二、投資（套利）：

衍生性金融商品可做為投資工具之一。舉例來說，如投資人預期一年後 S&P 500 指數將在 1300 至 1400 間，則可選擇承作以此條件做為比價基礎所設計之衍生性金融商品交易，以期投資獲利⁸¹。

三、降低交易成本：

例如共同基金經理人規劃買進股票與賣出債券，惟考量需支付經紀商費用以及其他交易成本，因此藉由承作相關衍生性金融交易，以期達成與實際買進股票與賣出債券之相同經濟效益，又能避免實際買賣所需支出之相關成本⁸²。

四、其他考量：

例如於外國案例較常見者，係股票持有者為達到與實際出售股票有相同經濟效益（即獲取現金以及除去股價波動風險），同時又為繼續持有股份以保留表決權、遞延實際出售股票的稅賦等目的，而在持有現貨股票的同時進行其他衍生性金融交易⁸³。

⁸⁰ See *id.*, at 15.

⁸¹ See McDonald. *Supra* note 79, at 15.

⁸² See *id.*

⁸³ See *id.*

第二節 單一主契約模式 (the single agreement approach)

第一項 契約結構與組成

於店頭衍生性金融交易中，其契約文件法律風險與交易之信用風險、市場風險，彼此間具有相當關聯性，若能循此面向觀察交易當事人間之契約關係與條款內容，不失為較能貼近實務的途徑之一。有關上述風險關聯性與契約條款之觀察方式，在此先爰引 Paul Harding 先生著作中之案例⁸⁴舉例說明如下，而此案例中設定交易條件之方式，亦為目前我國金融機構在個別交易中會評估採行之方式：A 銀行的信用審查部門 (credit department) 囿於 B 交易對手信用狀況而僅核准 5 年期的交換交易信用額度，不過 A 銀行的交易單位與 B 交易對手卻希望承作 7 年期的交換交易，此時 A 銀行交易單位可試行向其信用審查部門與風險管理部門申請將該個別交易之天期條件設定為 7 年期，但同時於此筆交易條件中，約定於第 5 年期滿時以及之後在每年的相當日，A 銀行均得要求提前終止交易 (此約定條款下稱「Break Clause」)。藉由 Break Clause，A 銀行自第 5 年屆滿時可逐年重行檢視 B 交易對手之信用狀況，決定是否執行提前終止交易之選擇權，藉此將 A 銀行於該個別交易中的信用暴險 (credit exposure)⁸⁵天期由 7 年限縮至 5 年，於實質上符合風險管理的要求。不過從另一方面來說，上述訂立 Break Clause 以控管信用額

⁸⁴ See Harding, *Supra* note 64, at 23-24.

⁸⁵ 有關信用暴險 (credit exposure)：是決定交易對手信用風險的關鍵成分之一，其定義係指交易一方在他方交易對手違約時所可能遭受的損失 (loss)，該損失估計結果以正值 (positive value) 表示其對違約方之請求權 (反之，負值則表示他方交易對手所面臨的損失預估)，信用暴險量化計算的基礎通常須考量兩部分：(1) 他方交易對手於現在違約時所可能造成的損失，也就是交易的現時市價評估 (current Mark-to-Market value, current MtM)，實務上常以尋求其他交易者替代該他方交易地位的重置成本 (replacement cost) 計算之；以及 (2) 交易對手若於未來時點違約之潛在損失預估 (Potential Future Exposure, PFE)，其計算涉及天期、標的資產波動度、交易類型等等因子。以上參閱 Jon Gregory, Counterparty credit risk – The new challenge for global financial markets 20-25, 77-82 (2010), Wiley.

度之方式，將增加 A 銀行對該交易之監控作業成本與作業風險；此外，倘就上述交易 A 銀行需反向進行另一筆避險交易時，其問題複雜度亦將增加⁸⁶，因此於實務上交易者非必然樂於採行。

在契約自由的原則下，除各國法規或主管機關訂有較嚴格之要求者⁸⁷外，店頭衍生性金融交易之契約採行模式原則上並無強制性規範。國際實務上則大多數採用相關產業協會所發布之交易文件格式，這些文件格式須依照雙方當事人的個別協議（individual negotiation by the parties）⁸⁸，透過主契約下之客製化附約及附件約定（customized schedules and annexes）來完成契約文件⁸⁹。例如國際交換暨衍生性商品協會（ISDA）發行版本中最常被採用的 1992 年版與 2002 年版 ISDA Master Agreement（「ISDA 契約」）⁹⁰、以及 Edison Electric Institute and National Energy Marketeers Association 就電力能源交易發布的 the Master Power Purchase and Sale Agreement 相關文件⁹¹、the North American Energy Standard Board, Inc. 就天然氣交易公布 a Base Contract for Sale and Purchase of Nature Gas 文件⁹²、the Foreign Exchange Committee 與英國，加拿大、日本相關機構就店頭外匯交易於 2005 年公布的 International Foreign Exchange and Currency Option

⁸⁶ See Harding, *Supra* note 64, at 24.

⁸⁷ 例如：我國金融監督管理委員會所訂「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法」（105.09.09 金管銀外字第 10550003920 號令修正）第 23 條第 1 項規定「銀行向專業機構投資人及高淨值投資法人提供衍生性金融商品交易服務，應與交易相對人簽訂 ISDA 主契約（ISDA Master Agreement），或依其他標準契約及市場慣例辦理。」，又如上述辦法第 23 條第 2 項規定「銀行與專業機構投資人及高淨值投資法人以外客戶簽訂衍生性金融商品契約及提供之交易文件，包括總約定書（或簽訂 ISDA 主契約）、產品說明書、風險預告書及交易確認書等，如為英文者，應提供中文譯本。」。

⁸⁸ 此概念說明參閱：Michael S. Sackheim, *Chapter 3 COMMODITIES REGULATION AND DERIVATIVES*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies* 3-14 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

⁸⁹ See *id.*

⁹⁰ Seth P. Bender, *Negotiating skills for the ISDA Master Agreement :The Essential Playbook for Over-The-Counter Derivatives*, 7, 8, 139, and 140 (2011), Pearson Education.

⁹¹ See Sackheim, *Supra* note 88, at 3-15.

⁹² See Sackheim, *Supra* note 88, at 3-15.

Master Agreement⁹³文件等等。另一方面，國際金融市場中，由交易者間自行設計撰擬契約文件之情形，則不常見⁹⁴。目前衍生性金融交易市場之參與者，多採行以單一主契約（a single agreement，亦可稱單一總約定）涵蓋適用於雙方間廣泛衍生性金融交易之訂約模式（the single agreement approach⁹⁵）。

本文為便利於具體說明店頭衍生性金融商品契約之特色與相關重要問題，以及為了分析第二章案例，因此，擬以目前店頭市場參與者使用率最高之契約文件，同時也是本文第二章案例所涉及的 ISDA 契約，做為本文進行相關說明與討論之假設前提。根據 ISDA 所稱⁹⁶，目前全球店頭衍生性金融交易市場中有超過 90% 交易，採行 ISDA 所制訂主契約（Master Agreement）格式做為雙方商議契約之基礎。基於上述理由，本文中有關金融交易雙方所簽訂的主契約概念以及各國規範所述主契約要件之說明，係以 ISDA 契約做為假設基礎（前提），引用外國書籍之說明，並於本章中簡要介紹 ISDA 契約之文件構成及部分約定事項⁹⁷。

由於過去國內曾有學者對於店頭衍生性金融交易主契約與個別交易的文件結構模式（以 ISDA 契約為例），定性為架構契約並對於其中的提前終止與淨額結算條款適用範圍提出疑問⁹⁸，因此本文以下擬先就單一主契約之模式與功能提出簡要說明後，再就上開學者所提問題，做進一步分析：

⁹³ IFXCO, International Foreign Exchange and Currency Option Master Agreement Published as of June 1, 2005, available at: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/microsites/fix/files/ifxco_booklet.pdf(last visited on : 2015/03/20)

⁹⁴ See Sackheim, *Supra* note 88, at 3-16.

⁹⁵ “the single agreement approach”用語，參閱 John-Peter Castagnino, *Derivatives-The Key Principles*, 191 (3rd edition, 2009), Oxford University Press.

⁹⁶ Brief of Amicus Curiae, by International Swap Derivatives Association, P.2 (August 20,2012), Available at: [www2.isda.org/attachment/NDcyNA==/ISDA Amicus Brief_Filed.pdf](http://www2.isda.org/attachment/NDcyNA==/ISDA+Amicus+Brief_Filed.pdf) (last visited on : 2015/03/20)

⁹⁷ ISDA 契約條款無法自 ISDA 官方網站獲知全文，因此本文係參考或爰引外國書籍著作之載列內容，簡要說明之。

⁹⁸ 王文字，從衍生性金融商品論現代契約法之新議題，法令月刊第 53 卷第 8 期，第 39 頁至第 40 頁（2002 年 8 月）。

一、ISDA 契約文件之組成與性質⁹⁹

如欲分析店頭衍生性金融交易契約之性質與相關問題，瞭解其實務文件之組成實屬必要。ISDA 契約屬於格式化契約（form contract）的一種¹⁰⁰，其所列格式提供了契約雙方可選取適用的基礎成分，同時亦可於該格式中進行客製化（customization）約定，以期經由此方式減少議約程序之花費時間^{101 102}。進一步而言，不論是 1992 年版或 2002 年版的 ISDA 契約，係於主契約條款（the Master Agreement）中列出固定格式與內容的基礎條款（下稱「主契約基礎條款」），再由雙方另行商議對於主契約基礎條款之選取適用（select）或變更（amend）、於主契約基礎條款之外再行增訂其他特別約定事項（additional provisions）等，並將該議約內容記載於主契約後的附約（the Schedule）¹⁰³。上述主契約基礎條款與附約所載內容，共同形成雙方間進行所有衍生性金融商品交易時所適用的一般性法效條款約定¹⁰⁴（其約定內容尚無法證明雙方間所做之個別特定具體交易¹⁰⁵），其中如主契約基礎條款與附約約定內容兩者間發生抵觸情形時，則以附約所載內容為準¹⁰⁶。基於上開說明，ISDA 契約須由雙方就契約內容逐一審視與議定，並得依議約雙方之需求增訂其他特別約定事項，故 ISDA 契約具有雙方協商性及得為客製化之特性，因此其本質上並非定型化契約。蓋定型化契約係由一方預定用於同類契約條款而訂立相同內容契約，或是雙方以標準化契約範本進行訂約，其內容具有普遍化特色¹⁰⁷，可避免就契約內容之每一細節與相對人

⁹⁹ 以下對於 ISDA 契約文件組成之相關說明，主要係參閱 Mark I. Greenberg, *Chapter 4 THE ISDA MASTER AGREEMENT*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, from 4-7 to 4-11 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers. 之分類項目，並於各項之說明內容中，輔加援引其他書籍之參考資料。

¹⁰⁰ Mark I. Greenberg, *Chapter 4 THE ISDA MASTER AGREEMENT*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies* 3-14 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

¹⁰¹ See *id.*

¹⁰² 在金融市場實務中，ISDA 契約的議約花費時間，短則數星期，長則可能達數個月（甚或無法完成議約），端視雙方供需要求條件以及各自議約地位強弱而定。

¹⁰³ See Robbe', *Supra* note 7, at 140.

¹⁰⁴ See *id.*

¹⁰⁵ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-9.

¹⁰⁶ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-8.

¹⁰⁷ 孫森焱，民法債編總論（下冊），第 694 頁，2014 年 9 月訂正版。

磋商衡酌¹⁰⁸，若由當事人雙方互相就契約預定條款逐一商議而成立，即與雙方互相表示意思一致而成立之契約無異，自非所謂定型化契約¹⁰⁹。況且在議約實務上，一方提出 ISDA 契約之議約草稿本時（包含主契約基礎條款及附約），通常已依據他方交易對手之信用狀況、業別屬性、特殊交易需求等因素，調整附約之約定內容，由此以觀，當事人之一方為與特定相對人訂定契約之目的，預先擬就相關條款，作為商議之張本，即非定型化契約規定適用之範圍¹¹⁰。又從店頭衍生性金融商品之本質而言，店頭衍生性金融交易契約係由交易商與其交易相對人個別商議所成立，屬於客製化契約（customized contracts）¹¹¹，故非屬定型化契約。再由本文第二章 BNY Case 以觀，在 CDO 交易規劃之下，債券發行人與 LBSF 為進行信用違約交換交易所簽署的 ISDA 契約，增訂有 Flip Clause 以及訂有客製化的違約及終止事由、信用事件定義等，由此亦可知 ISDA 契約並非定型化契約。是故，我國司法實務曾有法院認為 ISDA 契約為定型化契約之見解¹¹²，實有待斟酌。

ISDA 契約之組成文件¹¹³，簡要而言，包含：

（一）主契約基礎條款（the Master Agreement）

在現行實務運作方式下，主契約條款是固定內容的 14 條主契約基礎條款，（完成整體議約程序後）14 條主契約基礎條款之印製文件只需雙方當事人填上各方主體名稱、契約生效日及雙方授權簽署式樣即為完成¹¹⁴，雙方協商結果則須一併結合其後附約（the Schedule）

¹⁰⁸ 同前註。

¹⁰⁹ 孫森焱，同註 107，第 696 頁。

¹¹⁰ 孫森焱，同註 107，第 696 頁至第 697 頁。

¹¹¹ See Wilmarth, *supra* note 62, at 334 & n.111.

¹¹² 參閱臺灣高等法院 96 年金上字第 3 號民事判決，「……證券商與交易相對人從事衍生性金融商品交易時，除本規則另有規定外，應與交易相對人簽訂 ISDA 總契約及附約，並就後續之交易之約定事宜簽訂個別之交易確認書。……又按定型化契約中之條款違反誠信原則，對消費者顯失公平者，無效。……」。又上開判決經上訴至第三審，最高法院民事判決對於定型化契約之部分並未做實質判斷或說明。

¹¹³ 同註 99。

¹¹⁴ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-8.

視為整體主契約，並與嗣後承作個別交易之交易確定書（Confirmations），共同成為單一主契約（a single agreement）¹¹⁵，至於採行單一主契約模式之理由，將於本節第二項再進一步說明。主契約的 14 條基礎條款，簡要來說，分別約定了關於：（1）前言說明、（2）支付（交付）義務與淨額交割、（3）雙方聲明、（4）提供特定資料、合法授權與法令遵循等約定、（5）違約事由（Events of Default）與終止事由（Termination Events）、（6）提前終止（Early Termination）與淨額結算條款、（7）轉讓、（8）交割幣別與司法判決幣別、（9）契約修改等雜項約定、（10）多分行主體約定事項、（11）費用負擔、（12）通知程序、（13）準據法、紛爭處理管轄法院及送達代收人等約定、（14）契約用語之定義¹¹⁶。

（二）主契約之附約（the Schedule）

有關主契約基礎條款所提供之選項（例如是否為多分行主體及其分行交易之效力¹¹⁷、準據法之選取¹¹⁸等），契約雙方將其合意內容記載於附約（the Schedule）中。此外，雙方對於主契約基礎條款進行增補、變更（例如將對方集團中與其關係密切者列為交叉違約條款之特定主體¹¹⁹、約定交叉違約所適用的門檻金額¹²⁰等），或是基礎條款以外之其他特別約定事項（例如增訂其他終止事由¹²¹、就特定類型交易為特殊約定等），亦是約定記載於附約中。

（三）交易確認書（Confirmation）

交易確認書是記載特定交易（a specific derivative transaction）經濟上交易條件（economic terms）的證明文件（或確認文件）¹²²。主契約基礎條款第 9 條（e）（ii）係約定，雙方以口頭或其他方式對

¹¹⁵ See Castagnino, *Supra* note 43, at 185.

¹¹⁶ See Harding, *Supra* note 64, at 25-26 and 35-130.

¹¹⁷ See Bender, *Supra* note 90, at 72.

¹¹⁸ See Bender, *Supra* note 90, at 79-80.

¹¹⁹ See Bender, *Supra* note 90, at 23,30-31.

¹²⁰ See Bender, *Supra* note 90, at 38.

¹²¹ See Bender, *Supra* note 90, at 60.

¹²² See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-9.

於交易條件達成合意時，該交易條件即產生法律上拘束力，嗣後雙方應於實務運作合理時間內盡速簽署交易確認書（或是經由電子傳輸系統相互確認）¹²³，以做為交易證明之一。如交易確認書與主契約基礎條款暨附約內容間發生抵觸情形時，則以交易確認書所載內容為準¹²⁴。

（四）其他組成文件

前述主契約基礎條款、附約、以及各交易確認書，係共同組成可證明個別交易之文件¹²⁵，且三者構成單一主契約（a single agreement）¹²⁶，此整體組合亦即本文中所稱「ISDA 契約」之意涵。此外，ISDA 契約另可經其他文件（或其他方式）再予以增補或擴充其內容，茲簡要說明如下：

1. 交易條款定義書（Definitions）

ISDA 契約可涵蓋的店頭衍生性金融交易種類相當廣泛，且隨著金融市場發展而擴張其內容。ISDA 歷來依據實務情形對於部分類型交易，發布了交易條款定義書（以下稱「定義書」），目的係在各類交易之定義書中，將實務上交易條件（例如交割方式、觀察標的之評價方式與調整評價事件等¹²⁷）的用語定義及意涵盡量予以標準化¹²⁸，以及對於涉及法律效力的重要事項，將其要件與效果制定為明確條款。交易雙方就特定交易約定適用哪些定義書後，於交易確認書中聲明該特定交易所適用的定義書名稱，俾使定義書與交易確認書構成單一主契約之一部分¹²⁹，接下來交易確認書內容只需載明交易的組成架構、經濟上變動條件（economic terms，例如名目本金、權利金、收付金額之計算公式與基期等）、

¹²³ See Greenberg, *Supra* note100, at 4-48.

¹²⁴ See Greenberg, *Supra* note100, at 4-9.

¹²⁵ See *id.*

¹²⁶ See Castagnino, *Supra* note 43, at 185.

¹²⁷ See Castagnino, *Supra* note 43, at 218-219.

¹²⁸ See Greenberg, *Supra* note100, at 4-10.

¹²⁹ See Castagnino, *Supra* note 43, at 218.

雙方另行約定修改定義書條款之部分以及其他特殊條件即可¹³⁰。至於各條件的詳細定義與繁多的法律條件（legal terms）則依定義書所載為據。如此一方面可降低交易條件不明的風險，一方面也簡化交易文件之內容。舉例來說，目前關於股權衍生性金融商品交易有 2011 ISDA Equity Derivatives Definitions¹³¹、關於信用衍生性金融商品交易有 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions¹³²、關於商品（例如農業產品、貴金屬、能源、運費價格等）衍生性金融商品交易有 2005 ISDA Commodity Derivatives Definitions¹³³、關於一般利率型衍生性金融商品則可參考 2006 ISDA Definitions¹³⁴等定義書。

2. 信用擔保文件（Credit Support Document）/ 信用擔保附約（Credit Support Annex）

雙方可約定就其 ISDA 契約義務提供擔保之相關文件，成為 ISDA 契約所稱信用擔保文件（Credit Support Document）。形式可為一方之母公司（或其他第三人）所出具保證函、銀行開立的擔保信用狀等獨立文件，此時該出具保證函母公司（或其他第三人）及開狀銀行成為 ISDA 契約所稱信用擔保提供者（Credit Support Provider）¹³⁵。雙方亦可使用 ISDA 所發布的信用擔保附約（ISDA Credit Support Annex, CSA），由雙方依其需求就信用擔保附約內容進行議約，做為按 ISDA 契約下之交易暴險程度，由評價獲利一方可依約向他方徵提擔保品之依據，降低交易對手信用風險，且

¹³⁰ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-9.

¹³¹ 參考 ISDA 網站訊息，Press Release (July 11, 2011) by ISDA, ISDA Publishes 2011 Equity Derivatives Definitions, <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/21> DEFINITIONS (last visited on : 2015/03/20)。無法由 ISDA 官方網站查閱定義書內容。

¹³² 參考 ISDA 網站訊息，Press Release (February 21st, 2014) by ISDA, ISDA Publishes ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions, <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/9> (last visited on : 2015/03/20)。無法由 ISDA 官方網站查閱定義書內容。

¹³³ See Castagnino, *Supra* note 43, at 253.

¹³⁴ See Castagnino, *Supra* note 43, at 260, 272.

¹³⁵ Mark I. Greenberg, *Chapter 5 COLLATERAL: CREDIT SUPPORT ANNEXES AND CREDIT SUPPORT PROVIDER*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, from 5-23 to 5-24 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

此等信用擔保附約係經由增補 ISDA 契約而構成主契約之一部分
136。

3. 連結約定 (Bridges)

雙方間除了就衍生性金融交易所約定的 ISDA 契約外，若另存在有其他交易契約，雙方可能簽署連結約定文件（或連結條款），使 ISDA 契約的特定條款（例如淨額結算條款）同時適用到其他交易契約¹³⁷。

4. 多方議定書 (Protocols)

當 ISDA 主要會員對於金融市場中所發生的事件，認為應於產業間建立一致性的處理模式時，ISDA 會據此發布議定書 (Protocols)。欲採行議定書所列約定內容者，則以寄發申請函 (adhere letter) 加入。其效果為參與名單所列主體，任二者間如已簽署 ISDA 契約，則其雙方權利義務均自動適用該議定書約定條款¹³⁸。

5. 其他增補主契約之文件。例如增補協議書 (amendments)；又例如對於經集中清算機構清算之交易約定事項、或未為集中清算交易之加強徵提擔保品事項等，增訂主契約下之附屬約定文件。

第二項 採行單一主契約模式之理由

有關店頭衍生性金融交易市場之參與者，多採行以單一主契約 (a single agreement，亦可稱單一總約定) 涵蓋適用於雙方間廣泛衍生性金融交易之訂約模式，已於本節第一項介紹之，並以 ISDA 契約為例概要說明其文件組成方式。以下接續說明市場參與者採行單一主契約訂約模式之理由：

一、促進市場參與者商議契約格式之標準化

¹³⁶ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at.181-182.

¹³⁷ See Greenberg, *Supra* note100, from 4-10 to 4-11.

¹³⁸ See *id.*, at 4-11.

依循市場實務經驗而發展出標準格式文件做為雙方議約基礎，以降低法律層面之不確定性、減少交易及管理成本、及促進交易進行之流暢
139。

二、執行提前終止與淨額結算機制（close-out netting）

依主契約基礎條款第 1 條（c）之內容，雙方同意立於主契約基礎條款暨其附約、交易確認書係共同構成單一主契約的前提下而進行所有交易。上述約定是雙方間發生違約事由（Events of Default）或終止事由（Termination Events）時執行提前終止與淨額結算機制（close-out netting）的重要基礎¹⁴⁰。詳言之，就是使雙方間所有交易均被包含於概括性的主契約條款之下，而形成單一的法律上契約（a single legal contract¹⁴¹），個別交易之特定（特殊）交易條件及商業交易條件則載明於交易確認書（confirmation）並構成主契約之一部分，當一方發生違約事件時，未違約之一方得終止所有交易，並對於各交易進行現時市價評估（current Mark-to-Market, current MtM）¹⁴²，將各交易之評價損益相互抵充後計算出單一給付金額¹⁴³。再進一步來說，實務上認為前述提前終止與淨額結算機制具有下列功能：

（一）避免破產管理人之選擇性履行或拒絕：

破產事件發生時，破產管理人可能依該國法制進行交易契約之選擇性履行或拒絕（cherry - picking），也就是破產管理人選取執行

¹³⁹ Jon Gregory, Counterparty credit risk – The new challenge for global financial markets 42 (2010), Wiley.

¹⁴⁰ See Paul Harding, *Supra* note 64, at 35. Also see John-Peter Castagnino, *Supra* note 43, at 190-191.

¹⁴¹ See Jon Gregory, *Supra* note 139, at 50.

¹⁴² 現時市價評估（current Mark-to-Market）的結果並非交易當事人之立即義務，而係指各筆交易於評價日的現在價值（the present value），也就是 X 方預期可收到所有 Y 方支付款項（包含所有於未來 Y 方所負支付義務在評價日之折算價值）扣除原本 X 方所負擔應支付義務後之數額，並以 X 方正值表示於評價時 X 方屬於獲利（gains）一方而因此面臨 Y 方所致信用暴險，而 Y 方負值則表示在評價時點 Y 方即屬受有評價損失（loss）一方而 X 方不會為 Y 方帶來信用暴險。在實務上，前述計算與市場變動（market variables）間常具有強烈的關聯度。參閱 Jon Gregory, Counterparty credit risk – The new challenge for global financial markets 23, 61 (2010), Wiley.

¹⁴³ See Harding, *Supra* note 64, at 87.

有利的交易契約 (profitable contracts)、拒絕執行不利益的交易契約 (unprofitable contracts)¹⁴⁴。在單一主契約之下進行提前終止與淨額結算，由於支付義務係就所有交易評價結算為單一淨額，破產管理人自無從只選取執行評價結果對破產人有利 (in-the-money) 的個別交易而拒絕履行評價結果對破產人為不利 (out-of-the-money) 的個別交易¹⁴⁵。如果是由破產人負擔單一結算淨額之支付義務，破產管理人將拒絕執行整個單一主契約，而破產人之交易對手則不需履行所有個別交易之支付義務¹⁴⁶。另一方面，由破產法制觀察，如提前終止與淨額結算條款在該國法制下得為有效執行者，相關規範亦係立於單一主契約之前提，例如美國聯邦破產法 101 (53B) (A) (v)¹⁴⁷、日本破產法第 58 條之相關規定。

(二) 降低交易對手信用風險

降低交易對手信用風險 (mitigating counterparty credit risk) 的方式有數種。單一主契約係為執行提前終止與淨額結算之安排，淨額結算機制則是降低交易對手信用風險的重要工具之一，因為經由各終止交易市價評估損益結果的相互抵充，使任一方的信用暴險計算總和均得以下降¹⁴⁸，並藉由該扣抵交易損失方式以立即實現其交易獲利 (immediately realise gains on transactions)¹⁴⁹。

(三) 提升未違約方之交易再避險可能性

破產事件發生時，未違約方經由執行提前終止與淨額結算機制，可以確定其對違約方之暴險部位並計算出確定的求償金額，未

¹⁴⁴ See John-Peter Castagnino, *Supra* note 43, at 191. 另外舉例來說，在日本法制下，其破產法第 53 條、公司更生法第 61 條及民事再生法第 49 條，均訂有破產 (重整) 管理人具有選擇續行合約或終止合約之權利。

¹⁴⁵ See *id.*

¹⁴⁶ Anthony C. Gooch & Linda B. Klein, *Documentation for Derivatives* 30-31 (1993), Euromoney Publications.

¹⁴⁷ 11 U.S.C. §101 (53B) (A) (v) .

¹⁴⁸ See Jon Gregory, *Supra* note 139, at 18, 50-52.

¹⁴⁹ See *id.*, at 27.

違約方因此較有機會尋求第三人承作避險交易¹⁵⁰。

(四) 減少銀行業之資本計提成本

國際清算銀行 (the Bank for International Settlements, BIS) 巴賽爾銀行監督委員會 (The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 下稱「巴賽爾委員會」) 於 2006 年 6 月發布修正新版「資本衡量及資本適足性國際規範」(International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, 簡稱 Basel II)¹⁵¹, 主要內容之第一支柱為「最低資本要求」(Minimum Capital Requirements)。其中要求銀行業合格自有資本與風險性資產之比率不得低於百分之八, 而衍生性金融交易的雙邊淨額結算約定 (bilateral netting arrangement) 可做為信用風險抵減工具之一, 藉由降低交易對手信用風險暴險額, 使該暴險額乘上相對應風險權數後所得出之風險性資產額亦隨之下降, 從而減少銀行計提資本之成本。依 Basel II 附件 4 規定 (Annex 4: Treatment of Counterparty Credit Risk and Cross-Product Netting), 上開雙邊淨額結算約定須符合下列條件:

1. 淨額結算約定須包含雙方間所有主契約 (bilateral master agreements) 下之交易, 且約定於交易對手發生破產或類似違約事件時, 銀行 (未違約方) 得終止所有交易, 並將所有交易之評價損益相互抵銷以計算出單一淨額 (Cross-Product Net Amount)。
2. 上開淨額結算約定於所有相關司法管轄區域 (包括主體所在地、契約準據法、個別交易所涉法律之司法管轄區域) 均得有效執行。
3. 淨額結算約定中無走避條款 (a walk-away clause) 之約定。所

¹⁵⁰ See Jon Gregory, *Supra* note 139, at 47-48.

¹⁵¹ Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version, available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf> (last visited on : 2015/03/20)

謂走避條款，亦即雙方約定，進行淨額結算後如果是未違約方對於違約方負有支付單一結算金額義務，未違約方得拒絕支付之條款。

2007年-2009年金融危機之後，巴賽爾委員會於2010年提出the Basel III（包含其修訂文件）。內容主要是提高資本要求，並就槓桿比、流動性、流動覆蓋率等加強規範¹⁵²，其對於前述 Basel II 雙邊淨額結算約定可做為信用風險抵減工具之一的原則，並未改變。

（五）降低系統性風險：

由於提前終止與淨額結算機制，其第一步驟是終止交易，而得以避免交易的開放暴險部位繼續受市場波動的衝擊後而引發連鎖效應，進而導致其他主要市場參與者的違約，故有主張此機制具有降低系統性風險之重要功能，有助於金融市場之穩定¹⁵³，而上開主張之立論也是目前全球多國破產法制承認提前終止與淨額結算條款效力之重要理由，也形成了破產法制應維持破產財團原則之例外規定，該例外規定常被稱為「安全港」（safe harbor）規定。不過另一方面，近年來亦有倡議破產法制應全面移除或限制衍生性金融商品交易有關安全港規定之見解。本文則認為，在尚無具體實證的經濟面統計數字支持的情形下，對於有關安全港條款具降低系統性風險之立論，宜採取保留態度。

¹⁵² Sullivan & Cromwell LLP, Basel III Capital and Liquidity Framework, in: Derek M. Bush, Mitchell S. Eitel and Lawrence S. Makow (Co-Chairs), A Guide to Financial Institutions 2011: Navigating the New Landscape, 347-354 (2011), Practising Law Institute.

¹⁵³ David L. Mengle, Close-out Netting and Risk Management in Over-the-Counter Derivatives, 7-8, published by International Swaps and Derivatives Association and Fordham University (June 1, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1619480> (last visited on : 2015/03/20)

第三項 契約性質

於本節第一項中，業以 ISDA 契約為例說明其非屬定型化契約。

至於 ISDA 契約之單一主契約模式是否為國內學者所定義之架構契約？過去國內曾有論著將衍生性金融商品 ISDA 契約定性為「架構契約」，並將其主契約條款視為主契約，而個別交易條件則視為從契約，以及表示此種主契約與從契約之割裂模式是否具有契約法上之實益尚有疑問，該論著同時也舉例指出主契約中之提前終止條款，究係終止主契約或從契約，還是終止主契約加從契約即為問題¹⁵⁴等。上開國內論著之看法似有待斟酌，茲說明如下：

按「架構契約」為長期存在的契約，係為了雙方當事人間將來締結的同一類型契約，提供契約之基本架構，且架構契約不會使任何一方負有締結個別交易契約之義務；而就架構契約之用途來說，架構契約的意義，「常在於將定型化契約條款，適用於架構契約當事人間所有未來同類的契約，其結果為定型化契約條款於個別的契約中，無須一再重複援引，仍可有其效力」¹⁵⁵。倘由本文前開以 ISDA 契約為例說明其文件組成、功能，以及具有雙方協商性及得為客製化之特性等以觀，逕將 ISDA 契約僅定義為架構契約之見解，可能無法充分表述其契約特性。再進一步來說，交易確認書雖構成 ISDA 契約之一部分，惟交易確認書所載條款之效力具有優先性，實務上雙方當事人仍可就個別交易增訂特殊約定條款或是修訂主契約基礎條款與附約條款之約定內容，此亦可說明不宜僅以「架構契約」來認定目前市場所慣用的 ISDA 契約。

又「主契約謂契約之存在不以他契約之存在為前提，能獨立成立之契約。從契約則以他契約之存在為前提，始能成立之契約」¹⁵⁶，因此上

¹⁵⁴ 王文宇，同註 98。

¹⁵⁵ 黃立，民法債編總論，第 32 頁至第 34 頁，2006 年。

¹⁵⁶ 孫森焱，民法債編總論（上冊），第 46 頁，2014 年 10 月修訂版。

開國內論著將 ISDA 主契約條款視為主契約以及將個別交易條件視為從契約之看法似有待斟酌，理由在於：(1) 如本節第二項中所述，ISDA 契約有單一主契約之意義與功能，故不宜分別割裂為具有主從關係的契約，(2) ISDA 主契約基礎條款暨其附約，若無個別交易條件之增補，則無從證明雙方間已承作衍生性金融商品交易，以及(3)縱使雙方當事人尚未簽署 ISDA 契約，其仍可成立個別交易契約，此時實務上雙方就個別交易常以簽署長式交易確認書 (long form confirmation) 之方式，將衍生性金融交易之重要約定逐一載明於其交易確認書中，使該筆個別交易之權利義務證明文件內容趨於完整 (不過此種情形下，長式交易確認書之內容相當繁複；且在簽署主契約之前，多筆個別交易間極可能亦無從適用提前終止與淨額結算約定條款，在銀行實務上會面臨一定程度的法律風險及作業風險)。

第三節 交易契約之其他法律問題

目前實務上簽署之店頭衍生性金融交易契約，以 ISDA 契約為例，總體來說主要有三個特色¹⁵⁷：單一主契約模式 (a single agreement)、履行給付義務之前提條件 (a condition precedent)¹⁵⁸、提前終止與淨額結算機制 (close-out netting)。有關單一主契約模式之內容與功能，已如本章第二節所述。以下就衍生性金融商品交易契約之其他法律問題，以 ISDA 契約為例，擇要說明。

¹⁵⁷ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at.141-142.

¹⁵⁸ 又稱為「瑕疵資產條款」(the flawed asset provision)，參考資料同前註。

第一項 履行給付義務之前提條件

ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 約定，任一方依交易確認書及主契約條款所負之支付 (payments) 或交付 (deliveries) 義務 (統稱「給付義務」)，係以他方未發生違約事件或潛在違約事件，以及未發生指定提前終止日之情形 (不論主張終止的依據事由係違約事件或是終止事件)，做為其履行給付義務之前提條件¹⁵⁹。

有關涉及此種附條件的履行給付義務條款又被稱為「瑕疵資產條款」 (the flawed asset provision)，「瑕疵資產」係指附條件的權利¹⁶⁰。不同國家管轄法院於破產事件中對於 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 之適用效果亦產生歧異見解，說明如下：

一、美國破產法院於 **Metavante Corporation v. Lehman Brothers Holdings Inc.**¹⁶² 案認為 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 在該國破產法制下不具有效力：

本案 (以下稱「Metavante Case」) 中，Metavante Corporation 與 Lehman Brothers Special Financing Inc. (即 LBSF) 進行多筆利率交換交易，Lehman Brothers Holdings Inc. (即 LBHI) 為 LBSF 之信用擔保提供人，LBHI 與 LBSF 雖相繼申請破產保護程序，但是 Metavante Corporation 基於其交易部位在當時市場情況下的評價結果為損失狀態 (out-of-the-money)，故選擇不執行雙方 ISDA 契約所賦予提前終止全

¹⁵⁹ See Harding, *Supra* note 64, at 37.

¹⁶⁰ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-18. 就 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 來說，該約定條款使一方受領他方給付之權利附有前提條件，因此屬於瑕疵資產條款。

¹⁶¹ 學者 Roy Goode 於其著作中評析英國法院 EWCA Civ 1160 (06 November 2009) England and Wales Court of Appeal 案例 (本文第二章所介紹案例之一) 時，說明該案例中的擔保品係債券投資人出資購入，該擔保品附有 Flip Clause 之條件，也就是債券投資人僅於符合 Flip Clause 約定條件時才可持有擔保品利益，該擔保品即屬於附有條件之瑕疵資產，參閱 Roy Goode, *Principles of Corporate Insolvency Law*, 231 (fourth edition, 2011), Sweet & Maxwell.

¹⁶² Order Pursuant to Sections 105(a), 362 and 365 of the Bankruptcy Code to Compel Performance of Contract and to Enforce the Automatic Stay, In re Lehman Brothers Holdings Inc., No.08-13555(JMP) (Bankr. 17 S.D.N.Y. Sept. 17, 2009) (Docket no.5209)

部交易之淨額結算權利，並且依 ISDA 契約條款 2(a)(iii) 主張在 LBSF 破產違約之情形下，Metavante Corporation 不須履行其支付款項義務。

美國破產法院則表示，破產法之安全港規定 (Safe Harbor provisions) 雖允許未違約方於他方破產違約時進行提前終止全部交易之淨額結算，但是並不允許在交易終止前由未違約方暫時停止其支付義務，亦即，ISDA 契約條款 2(a)(iii) 違反破產法有關自動凍結程序 (automatic stay) 以及禁止破產事由條款 (ipso facto clauses) 之規定，因此 Metavante Corporation 不得主張依 ISDA 契約條款 2(a)(iii) 拒絕履行其支付義務。美國破產法院同時以本案自破產程序開始後已經過相當期間 (substantial period) 為由，認定 Metavante Corporation 已放棄執行提前終止全部交易與淨額結算之權利，也就是 Metavante Corporation 不得依 ISDA 契約條款第 5 條及第 6 條請求提前終止交易與進行淨額結算。Metavante Corporation 提起上訴後，雙方當事人進行和解並獲得法院許可¹⁶³。

二、英國法院於 **Marine Trade S.A. v Pioneer Freight Futures Co., Ltd. BVI** 案¹⁶⁴認為 ISDA 契約條款 2(a)(iii) 具有效性：

本案例中，Marine Trade S.A. (以下稱「Marine 公司」) 與 Pioneer Freight Futures Co., Ltd. (以下稱「Pioneer 公司」) 間簽訂 ISDA 契約並進行多筆運費遠期交易 (Forward Freight Agreements)，按月計算交割金額。至 2009 年 1 月時，Marine 公司應支付總交割金額美金 1200 萬元給 Pioneer 公司，而 Pioneer 公司應支付給 Marine 公司的總交割金額為美金 700 萬元，於一般情形下雙方會依契約條款 2(c) 淨額交割條

¹⁶³ 參閱彭博社網站，Bill Rochelle, "Lehman, Spansion, Six Flags, Spheris: Bankruptcy", available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2010-04-16/lehman-brothers-smurfit-parking-madoff-ptc-fleetwood-bankruptcy> (last visited on : 2015/3/12), "The bankruptcy judge yesterday authorized Lehman to carry out a settlement with Metavante Corp. that may become the template for other settlements of interest-rate swap agreements where Lehman is in the money."

¹⁶⁴ [2009] EWHC 2656 (Comm) Queen's Bench Division, Commercial Court

款¹⁶⁵由 Marine 公司直接支付額美金 500 萬元給 Pioneer 公司；但是 Marine 公司在未提前終止交易情形下，主張因 Pioneer 公司構成破產（bankruptcy）違約事由，援引契約條款 2（a）（iii）而拒絕支付美金 1200 萬元，同時請求 Pioneer 應支付美金 700 萬元；反之，Pioneer 公司則主張應由 Marine 支付淨額 500 萬元，如 Marine 公司不履行該支付義務則構成其違約事由，Pioneer 公司將再進一步依 ISDA 契約條款第 5 條及第 6 條主張提前終止所有交易進行淨額結算（close-out netting），此時提前終止之評價計算結果，將會是 Marine 公司遭受交易損失約美金 1 億 1 千 600 萬元。基於以上各自主張，雙方於原定交割日均未支付款項。英國法院則認為，未違約方可在不終止交易情形下，依據 ISDA 契約條款 2（a）（iii）合法請求違約方支付所有交易之應付款項，且因違約事件阻斷了未違約方履行支付義務的前提要件，所以未違約方不須支付任何金額，且違約方之應付款項亦不得抵銷未違約方已到期但依條款 2（a）（iii）暫停支付之欠款（亦即不得運作契約條款 2（c）所約定之一般淨額交割條款）。同時，未違約方之支付義務自原定交割日起即不再存在，而非暫時停止，也不能予以回復。

再由英國另一案件 *Lomas and others v JFB Firth Rixson Inc.*¹⁶⁶（以下稱「Lomas Case」）以觀，該案當事人之一 Lehman Brothers International（Europe）（即 LBIE）之破產管理人主張 ISDA 契約條款 2（a）（iii）係違反禁止剝奪資產法則，而法院則認定本案所稱「資產」屬於附有前提條件之瑕疵資產（flawed asset），且條款 2（a）（iii）約定目的係為暫停支付義務以控管信用風險，因此並不構成禁止剝奪資產法則之違誤，法院並表示相較於一時性契約而言，在此類繼續性契約（ongoing contract）中應更重視瑕疵資產條款之適用。法院同時也拒絕破產管理人有關適用 ISDA 契約條款 2（a）（iii）暫停支付應限縮於一定

¹⁶⁵ 有關一般淨額交割條款，可參閱本文第三章第三節第二項.三.（一）之說明。

¹⁶⁶ *Lomas v JFB Firth Rixson Inc* [2010] EWHC 3372 (Ch)

合理期間的主張。但是不同於 *Marine Trade S.A. v Pioneer Freight Futures Co., Ltd.* 一案，法院於 *Lomas Case* 中認為未違約方支付義務僅係暫時性停止，在違約方違約事由消滅時，未違約方仍負有履約義務，縱使交易到期日已屆至亦同。英國上訴法院對 *Lomas Case* 仍維持上述結論¹⁶⁷。

三、彙整與觀察

上述美英兩國法院對於 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 之歧異判斷，起源於英美兩國立法政策的本質差異、各自破產法對於破產債務人之保護程度（範圍）不同、以及 ISDA 主契約基礎條款 2 (a) (iii) 內容具有不明確性等因素所致。若延續本文第二章案例英國高等法院於【2009】EWCA Civ 1160(CA) 乙案中對該國破產法制下禁止剝奪資產法則之謹慎適用立場來觀察，在 *Marine Trade S.A. v Pioneer Freight Futures Co., Ltd.* 案英國法院認為 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 未違反禁止剝奪資產法則而具有有效性之見解，應屬脈絡一貫而不難理解。另一方面，美國破產法院在 *Metavante Case* 中從立法歷史分析，參酌破產法訂定安全港規定的理由係在於避免金融市場因劇烈變動所可能引發的系統性風險，因此基於 *Metavante Corporation* 自破產程序開始後經過相當期間仍未行使提前終止全部交易與淨額結算之權利，在該相當期間經過後已無系統性風險之疑慮，故應視為 *Metavante Corporation* 已放棄提前終止與淨額結算之權利而不得行使。上開美國破產法院依立法目的對於安全港規定界定其適用範圍之見解，本文認為在美國法制下實屬正確。

於各國市場參與者及法院對此條款之效力有充足共識之前，在實務上議約時，就 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 議約雙方似宜更進一步詳細約定相關權利義務的內容，以試行減少該條款效力之不明確性，並期降低

¹⁶⁷ *Lomas v JFB Firth Rixson Inc* [2012] EWCA Civ 419

未違約方於應負擔交易評價損失的情形下濫用此條款之程度。此外，另有論著認為，不論此爭議條款如何修訂，市場參與者均應注意該條款內容如有抵觸其轄區破產法強行規定之處，該條款仍將無法執行¹⁶⁸。

由於各國法院對於 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 產生不同的解讀與判斷，以及英國財政部暨相關主管機關關切此問題，ISDA 經過幾年研究後，於 2014 年 6 月公布有關契約條款 2 (a) (iii) 之增補契約 (Amendment to ISDA Master Agreement for use in relation to Section 2 (a) (iii)) 參考格式¹⁶⁹，由交易雙方自由決定是否簽署上述增補契約以協議修訂目前 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 之內容。上開增補契約係就條款 2 (a) (iii) 進一步約定，違約方可通知未違約方以指定暫停履行義務期間之最終日 (Condition End Date)，ISDA 並建議雙方協議的暫停期間 (自通知日起) 最長以不超過 90 日為宜，英國主管機關亦採相同看法。也就是說，如果交易雙方選擇簽署上開增補契約，則自暫停付款期間最終日之次一營業日起，即應履行原定的給付義務並加計累計利息與遲延之損害賠償金額；或是在違約情形仍存在之情形下，未違約方得依 ISDA 契約條款第 6 條執行提前終止全部交易與淨額結算之權利¹⁷⁰。不過，上開增補契約之內容，仍無法解決美國破產法院於 *Metavante Case* 認定 ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 違反破產法自動凍結程序以及禁止破產事由條款之相關規定而不具有效性之問題，而此問題在涉及美國因素的跨國破產事件中，日後仍可能引發爭議。

ISDA 契約條款 2 (a) (iii) 約定效果在於使未違約方暫時停止其支

¹⁶⁸ Sherri Venokur and Peter Marchetti, *Metavante vs. Section 2 (a)(iii)(1) of the ISDA Master Agreement: The Context Is Everything*, *Futures & Derivatives Law Report*, Vol.31, Issue 4, 29 (April, 2011) .

¹⁶⁹ 增補契約之全文條款無法從 ISDA 網站取得。本文此處資訊係參考 ISDA 在其網站公開的指引說明，Guidance Note on the form of Amendment to ISDA Master Agreement for use in relation to Section 2 (a)(iii), Available at: http://www.isda.org/publications/pdf/Guidance_Note_amendment_agreement.pdf (last visited on : 2015/3/12)

¹⁷⁰ See *id.*

付義務，本文認為該條款文字並未包含免除未違約方所負債務之意，所以該約定條款在我國破產法制下應屬有效。又依我國現行破產法第 82 條第 1 項第 1 款，破產人（違約方）將來行使之財產請求權應列入破產財團。不過，當實際個案因破產（狹義）事由而使未違約方主張暫時停止其支付義務時，如果上開契約條款並無進一步約定暫停義務之期間，且違約方可能極長期處於破產事由狀態，則在此情形下可能產生破產管理人根本無法依契約請求履行之實質效果；此際破產管理人或許可依據個案之具體情形（例如簽約的時期、簽約時破產人之財務狀況、雙方之業務常規等），檢視是否符合我國破產法第 78 條所規定「債務人在破產宣告前所為之無償或有償行為，有損害於債權人之權利，依民法之規定得撤銷者，破產管理人應聲請法院撤銷之。」之要件，於符合上開要件之情形下，就前揭有關 2 (a) (iii) 之條款，主張契約之一部撤銷。

第二項 提前終止與淨額結算條款

一、條款意義

本文所討論的「提前終止與淨額結算條款」，係指於交易者一方發生破產或其他之違約事件（Events of Default）時，非破產方或非違約方依契約提前終止所有交易以及處分擔保品¹⁷¹，並就各終止交易評價結果及擔保品評價餘額¹⁷²進行淨額結算為單一應支付淨額之約定條款。以 ISDA 契約為例，其提前終止事由分為「違約事件（Events of Default）」與「終止事件（Termination Events）」¹⁷³。「違約事件（Events of Default）」係可歸責於一方當事人（或其信用擔保提供者、或雙方約定的特定主體）之違約事由¹⁷⁴，一方發生違約事由時，未違約之一方可

¹⁷¹ John-Peter Castagnino, Christian A. Johnson, 同註 34。

¹⁷² 同註 35。

¹⁷³ See Castagnino, *Supra* note 43, at 195.

¹⁷⁴ See Bender, *Supra* note 90, at 25.

以依照契約提前終止雙方間全部交易（不得僅終止部分交易）並為淨額結算¹⁷⁵，該淨額結算金額也相當於未違約方因提前終止全部交易所遭受的金錢損害¹⁷⁶，前揭第二章案例及本文所探討的提前終止與淨額結算條款，即屬於此範疇。另一方面，「終止事件（Termination Events）」則得為非可歸責於任一方當事人或係任一方當事人均無法控制之事由¹⁷⁷，而該事由之發生將影響交易的財務內容（economics）或交易對手的風險特徵（the risk profile）¹⁷⁸，就經濟上利益來說不適合使交易繼續進行¹⁷⁹，而約定使當事人有提前終止交易的機制；此時受影響當事人（the Affected Party）可能是一方或同時包含雙方，而依據所發生終止事件（Termination Events）類型之不同，區分為一方有權或是雙方均有權終止因該事件而受有影響之交易（the Affected Transactions）¹⁸⁰。

提前終止與淨額結算條款之運作並無本章第三節第一項所述「履行給付義務之前提條件」的考量，也就是縱使淨額結算結果為未違約方應支付一定金額，其不得主張因對造違約而拒絕支付¹⁸¹。關於提前終止與淨額結算條款之功能，本章第二節中已說明係為避免破產管理人之選擇性履行或拒絕、降低交易對手信用風險、降低銀行業資本計提成本等。至於在破產案件中，是否能有效執行提前終止與淨額結算條款，則端視案件所適用之破產法制而定¹⁸²。

二、條款內容重點與淨額結算方式

關於提前終止與淨額結算條款，其約定內容在於 1992 年版與 2002 年版 ISDA 主契約基礎條款第 5 條與第 6 條¹⁸³。第 5 條將提前終止事由

¹⁷⁵ See Castagnino, *Supra* note 43, at 196.

¹⁷⁶ See Harding, *Supra* note 64, at 87.

¹⁷⁷ See Bender, *Supra* note 90, at 146.

¹⁷⁸ See Harding, *Supra* note 64, at 75.

¹⁷⁹ See *id.*

¹⁸⁰ See Castagnino, *Supra* note 43, at 198.

¹⁸¹ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-19.

¹⁸² See Harding, *Supra* note 64, at 398 and 399.

¹⁸³ See Bender, *Supra* note 90, at 145.

區分為「違約事件 (Events of Default)」與「終止事件 (Termination Events)」¹⁸⁴，第 6 條則約定提前終止交易之權利行使程序 (須依提前終止事由之不同而決定是終止部分交易還是終止全部交易)、以及單一淨額結算金額 (the single net close-out amount) 之計算與支付方式¹⁸⁵。1992 年版與 2002 年版兩版本在內容上雖有部分差異，但僅為研討第二章案例之需，以下只就兩者相同之重要原則擇要說明。

此外，如果雙方當事人於 ISDA 主契約條款之附約中，就一方或雙方訂有「信用擔保提供者」(Credit Support Provider)¹⁸⁶或 (及)「特定主體」(Specified Entities)¹⁸⁷時，則該等主體亦將成為適用下述「違約事件」或 (及)「終止事件」之行為主體而影響 ISDA 契約當事人 (至於附約中所約定之信用擔保提供者、特定主體，其依主契約基礎條款第 5 條內容仍無法適用之事件，以下亦將附帶說明之)。又雙方在主契約條款之附約中，仍可依個案情形增訂主契約基礎條款第 5 條以外之其他違約事件 (Additional Events of Default)¹⁸⁸或其他終止事件 (Additional Termination Events)¹⁸⁹。

(一) 違約事件與終止事件

ISDA 主契約基礎條款第 5 條訂有下列違約事件與終止事件：

¹⁸⁴ See Harding, *Supra* note 64, at 56, 57, 200, and 201.

¹⁸⁵ See Castagnino, *Supra* note 43, at 200.

¹⁸⁶ 「信用擔保提供者」(Credit Support Provider) 係就 ISDA 契約一方之契約義務提供擔保或保證之第三人，參閱 Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation*, 56 (3rd ed., 2010), FT Press.

¹⁸⁷ 實務上通常會將交易對手所屬集團事業中與其密切關聯的其他關係企業，於 ISDA 主契約條款之附約中約定為「特定主體」(Specified Entities)，例如母公司、具有豐厚資產之集團子公司等，以使該特定主體亦適用於 3 項違約事件 (Default under Specified Transactions、Cross Default、Bankruptcy) 以及 1 項終止事件 (Credit Event Upon Merger)。此特定主體約定之考量點在於，與交易對手關係密切之特定主體若發生違約事件或終止事件時，同時非常可能會影響到交易對手本身之履約能力。參閱 Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation*, 56 (3rd ed., 2010), FT Press. 以及 Seth P. Bender, *Negotiating skills for the ISDA Master Agreement: The Essential Playbook for Over-The-Counter Derivatives*, 23 (2011), Pearson Education.

¹⁸⁸ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-25. Greenberg 先生於其著作中同時說明在附約增訂其他違約事件之情形並不多見。

¹⁸⁹ See Bender, *Supra* note 90, at 52.

1. 違約事件

(1) 未履行 ISDA 契約下之支付金錢或交割實物義務 (Failure to Pay or Deliver)¹⁹⁰

(本事由無法適用於「信用擔保提供人」¹⁹¹、「特定主體」¹⁹²)

(2) 未遵守或未履行 ISDA 契約下之其他義務 (Breach of Agreement)¹⁹³

(本事由無法適用於「信用擔保提供人」¹⁹⁴、「特定主體」¹⁹⁵)

(3) 信用擔保義務之違反 (Credit Support Default)¹⁹⁶

(本事由無法適用於「特定主體」¹⁹⁷)

(4) 錯誤或不實聲明 (Misrepresentation)¹⁹⁸

(本事由無法適用於「特定主體」¹⁹⁹)

(5) ISDA 契約以外之特定店頭衍生性金融交易的違約 (Default under Specified Transactions)²⁰⁰

(6) 契約主體、信用擔保提供人、特定主體三者 ISDA 契約以外的借款違約金額合計超過約定門檻金額的違約 (Cross Default)²⁰¹

(7) 破產 (Bankruptcy)

ISDA 主契約基礎條款第 5 條於此處所訂之「Bankruptcy」事由，其內容與類別相當廣泛。例如包括了解散、財務狀況已無法履行其所負債務、進行債務和解程序、聲請破產或進入法定破產程序、做成停業清算之決議、指定破產管理人或

¹⁹⁰ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-25.

¹⁹¹ See Harding, *Supra* note 64, at 57.

¹⁹² See Bender, *Supra* note 90, at 23.

¹⁹³ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-25.

¹⁹⁴ See Harding, *Supra* note 64, at 57.

¹⁹⁵ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

¹⁹⁶ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-26.

¹⁹⁷ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

¹⁹⁸ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-27.

¹⁹⁹ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

²⁰⁰ See Castagnino, *Supra* note 43, at 197.

²⁰¹ See Harding, *Supra* note 64, at 67 and 68.

清算人、擔保債權人執行擔保物、或與上述情事有類似 (analogous) 效果之事件或程序等²⁰²。倘雙方於 ISDA 契約之附約中訂有「信用擔保提供人」、「特定主體」，則該等主體如有上述破產事由時，也將構成 ISDA 契約之違約，第二章 BNY Case 事實背景即有此種情形存在。主契約基礎條款第 5 條對於「Bankruptcy」事由所為相當廣泛之定義內容，有評論者認為本條款適用範圍，解釋上應限於有明確意圖達成破產相關事件 (bankruptcy-related events) 之情形，但是目前並無相關案例支持此限縮適用之論點²⁰³。

- (8) 產生合併或轉讓主要資產等事件且存續者 (或受讓者) 並未承受 ISDA 契約或其信用擔保文件之權利義務 (Merger without Assumption)²⁰⁴
(本事由無法適用於「特定主體」)²⁰⁵

2. 終止事件

- (1) 交易成立後，因法令變動致使交易主體的履約行為構成不合法狀態之事件 (Illegality)²⁰⁶
(本事由無法適用於「特定主體」)²⁰⁷
- (2) 交易成立後，因稅務法令變動致使交易主體之一方新增負擔預扣稅款 (withholding tax) 義務之事件 (Tax Event)²⁰⁸
(本事由無法適用於「信用擔保提供人」²⁰⁹、「特定主體」²¹⁰)
- (3) 因合併或轉讓主要資產所導致之稅務負擔變動事件 (Tax

²⁰² See Harding, *Supra* note 64, at 71.

²⁰³ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at 153.

²⁰⁴ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-32.

²⁰⁵ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

²⁰⁶ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at 154.

²⁰⁷ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

²⁰⁸ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-33.

²⁰⁹ See Harding, *Supra* note 64, at 57.

²¹⁰ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

Event Upon Merger) ²¹¹

(本事由無法適用於「信用擔保提供人」²¹²、「特定主體」²¹³)

(4) 因合併或轉讓主要資產導致信用 (Creditworthiness) 產生重大貶損之事件 (Credit Event Upon Merger) ²¹⁴

(5) 導致無法履約之不可抗力事件 (Force Majeure Event, 2002 年版 ISDA 契約之新增項目) ²¹⁵

(本事由無法適用於「特定主體」) ²¹⁶

(二) 提前終止交易與淨額結算

ISDA 主契約基礎條款第 6 條係約定提前終止交易之權利行使程序 (須依提前終止事由之不同而決定是終止部分交易還是終止全部交易)、以及淨額結算金額之計算與支付方式²¹⁷, 擇要說明如下:

1. 提前終止

於違約事件 (Events of Default) 發生時, 除雙方另有自動提前終止之約定外, 未違約方得通知他方以主張提前終止雙方間所有之既存交易 (不得僅終止部分交易), 並指定一提前終止日 (early termination date), 該提前終止日不得超過通知生效日後 20 日²¹⁸, 第二章案例及本文所探討的「提前終止與淨額結算條款」, 即屬於此範疇。

於終止事件 (Termination Events) 發生時, 一方應通知他方已發生終止事件, 雙方須先採取合理措施 (例如一方經他方同意後將交易轉讓予可合法承接的第三人) 以避免該事件對於交易所造成的影響; 若仍無法避免事件對交易所造成的影響, 則由各終止事件

²¹¹ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at 156.

²¹² See Harding, *Supra* note 64, at 57.

²¹³ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

²¹⁴ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-34.

²¹⁵ See Castagnino, *Supra* note 43, at 198.

²¹⁶ See Bender, *Supra* note 90, at 23.

²¹⁷ See Castagnino, *Supra* note 43, at 200.

²¹⁸ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at 158 and 159.

之有權終止交易者²¹⁹提前終止受影響交易，並指定一提前終止日²²⁰。

2. 淨額結算

依約提前終止交易後，接著是評價各終止交易於提前終止日之損益，再將各終止交易評價結果加總後正負數相抵而得出單一結算金額²²¹（以下亦稱「結算金額」），該單一結算金額成為一方當事人對他方所負之支付義務。

上述各交易於提前終止日之結算金額，係由提前終止日（含當日）前已發生之累計未付金額²²²以及交易之未來權利義務重置（替代）成本²²³所組成。關於結算金額之計算方式（payment measures²²⁴）及支付方法（payment methods²²⁵），於 1992 年版與 2002 年版的 ISDA 主契約基礎條款第 6 條定有不同約定內容²²⁶，目前市場上均各有採用者。其重點如下：

（1）1992 年版

將雙方在附約中就下列 A 項與 B 項合意選取之結果予以聯立組合，完成結算金額之計算：

A. 計算方式：市場報價法（Market Quotation）²²⁷或損失法

²¹⁹ 此處所稱有權終止交易者：在 Illegality、Force Majeure Event 為交易任一方、在 Tax Event 為受影響方、在 Tax Event Upon Merger 為負擔稅款的一方、在 Credit Event Upon Merger 則係未受影響之一方、就 Additional Termination Events 為未受影響一方（若雙方均受影響，則任一方均有終止權）。以上係參閱 Paul Harding 之整理資料：Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation*, 251 (3rd ed., 2010), FT Press.

²²⁰ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-39 and 4-40.

²²¹ See Castagnino, *Supra* note 43, at 202.

²²² See Harding, *Supra* note 64, at 99, 263.

²²³ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at 160. Also see Harding, *Supra* note 64, at 103, 271.

²²⁴ See Castagnino, *Supra* note 43, at 205.

²²⁵ See *id.*

²²⁶ See Castagnino, *Supra* note 43, at 203.

²²⁷ 「市場報價法」：以違約事件（Events of Default）來說，係指未違約方就終止交易另與其他第三人重新建立替代部位之成本計算，以 4 家主要交易商（Reference Market-makers）所提供交易報價，去除最高者與最低者後以剩餘兩個報價之平均數做為依據。「市場報價法」之

(Loss) ²²⁸擇一；

以及

B. 支付方法：第一方法(First Method)²²⁹或第二方法(Second Method) ²³⁰擇一。

(2) 2002 年版

考量過去在市場流動性不佳或市場劇烈變動時難以取得市場報價，以及損失法的內容受到挑戰²³¹，2002 年版並不採取1992 年版由雙方選擇計算方式的做法。2002 年版直接約定結算金額係以「提前終止金額 (Close-out Amount)」與「提前終止日(含當日)前已發生之累計未付金額(Unpaid Amount)」計算之²³²。依條款有權決定計算之一方 (Determining Party，以下稱「決定機構」)，計算其重置(取代)終止交易之損益，或是依終止交易的重要條件計算出其相當經濟價值，做為「提前終止金額 (Close-out Amount)」²³³。決定機構須基於善意

計算並不包含提前終止日(含當日)前已發生之累計未付金額，所以採取「市場報價法」時，結算金額之計算須將上開市場報價平均數再另行加上(或扣除)提前終止日(含當日)前已發生之累計未付金額。以上參閱 Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreement(1992 and 2002)*, 88, 103 (2010), FT Press.

²²⁸ 「損失法」：以違約事件來說，係指由未違約方基於善意誠信 (Good Faith) 基礎而合理 (reasonably) 計算因終止交易所遭受的損失與成本 (losses and costs)，並須扣除所獲利得 (gains)；損失法之計算過程中即已包含提前終止日(含當日)前已發生之累計未付金額。相較於市場報價法，損失法給予未違約方更寬廣的決定計算方式。以上參閱 Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreement(1992 and 2002)*, 88, 89, 103 (3ed., 2010), FT Press. 以及參閱 Mark I. Greenberg, *Chapter 4 THE ISDA MASTER AGREEMENT, in Derivatives: Legal, Practices and Strategies 4-42* (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

²²⁹ 「第一方法」：以違約事件來說，依約按市場報價法或損失法之計算結果，倘係未違約方應支付單一結算金額給違約方時，此際未違約方不須履行其支付義務；反之，計算結果如為違約方應支付單一結算金額給未違約方時，則違約方仍須履行其支付義務。第一方法之約定係構成(未違約方之)走避條款 (walkaway clause)，在此情形下，金融監理單位會認定其契約有關「提前終止與淨額結算條款」之約定無法全部執行，此時不得適用銀行業可減少資本計提的相關優惠規定。以上參閱 Jan Job de Vries Robbe, *Structured Finance-On from the Credit Crunch-The Road to Recovery*, 162 (2009), Kluwer Law International.

²³⁰ 「第二方法」：依約按市場報價法或損失法之計算結果，一方對他方應履行支付單一結算金額之義務。銀行業均會選擇約定第二方法。以上參閱 Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreement(1992 and 2002)*, 89 (3ed., 2010), FT Press.

²³¹ See Castagnino, *Supra* note 43, at 205.

²³² See Castagnino, *Supra* note 43, at 203.

²³³ See *id.*

誠信 (good faith) 並使用商業上合理方式 (commercially reasonable procedures) 進行計算²³⁴。決定機構用以計算提前終止金額之資訊基礎，其範圍則更為寬廣與更具彈性²³⁵，只要符合前述善意誠信與商業上合理原則，舉凡第三人報價、其他市場資訊 (包括相關市場利率、價格、波動度、殖利率曲線、買賣價差、關聯度) 或決定機構本身日常業務所使用的內部評價模型等亦可做為計算基礎²³⁶。

三、提前終止與淨額結算條款 (close-out netting provisions) 及淨額交割 (payment netting)、抵銷 (set off) 等概念之比較

(一) 與淨額交割的比較

淨額交割 (payment netting)，係指雙方約定對於彼此間已到期的支付金額，相互抵充後以淨餘額支付之²³⁷。以 ISDA 契約舉例來說，其主契約基礎條款 2 (c) 即屬一般淨額交割之約定，也就是約定於交易雙方的同一筆交易中，若是雙方各自所負的到期支付義務均屬同一幣別與同一交割日，則相互抵充後由一方支付他方差額²³⁸。雙方另可於 ISDA 契約之附約中約定將上述淨額交割條款適用範圍擴充至多筆交易之抵充與交割²³⁹。雙方做成淨額交割的約定，是為了降低任何一方未依約付款的「交割風險」(settlement risk)，也就是避免「時差暴險」(daylight exposure，時差因素所導致一方先為付款而面臨可能未獲他方付款之風險)²⁴⁰。

淨額交割條款只是單純的交割作業事項，僅適用於雙方間的現

²³⁴ See Castagnino, *Supra* note 43, at 204.

²³⁵ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at 164.

²³⁶ See Greenberg, *Supra* note 100, at 4-43.

²³⁷ Roy Goode, *Principles of Corporate Insolvency Law*, 284 (fourth edition, 2011), Sweet & Maxwell.

²³⁸ See Jan Job de Vries Robbe', *Supra* note 7, at 142.

²³⁹ See *id.*, at 143.

²⁴⁰ See *id.*, at 142.

存義務而不及於未來義務，且無法適用有關減少資本計提之優惠規定；相較而言，提前終止與淨額結算條款之內容則包含了未來義務的取代成本或評價結果，其機制可使雙方間現在與未來之義務產生單一淨暴險額（a net exposure）之效果²⁴¹，從而適用有關減少資本計提之優惠規定。此外，淨額交割條款有利於減輕雙方的日常交割作業負擔並減少交割風險；而提前終止與淨額結算條款則係於任何一方發生違約事件或終止事件時方有適用。

（二）與抵銷的比較

過去雖有文獻表示「ISDA 協議之淨額結算（netting）與我國法令所規定之抵銷（set-off）有別，依我國規定，必須係屆期債權債務始可抵銷，但 ISDA 協議之淨額結算係即使未屆期者亦可計入結算總額」²⁴²，惟上開說法，在比較「提前終止與淨額結算條款」及「抵銷」的層面上，似仍待斟酌。因為提前終止與淨額結算條款的第一步驟就是終止交易並指定提前到期日，其列入結算的交易實已視為提前屆期狀態。前揭文獻另又表示「抵銷係各國內國法之規定，淨額結算則為當事人間合意的結果」²⁴³之見解，不過此種比較方式仍未臻明確，因為相對於法律所規定之（行使）抵銷權，理論與實務上存在有「合意的抵銷」（contractual set-off）²⁴⁴。而提前終止與淨額結算條款得否有效執行亦須視其有無抵觸各國之破產法制，其並非無涉於各國內國法。

²⁴¹ See *id.*, at 143.

²⁴² 徐千惠，衍生性商品相關契約法律關係之比較研究—以 ISDA 契約為例，東吳大學法學院法律學系法律專業碩士班碩士論文，第 86 頁，2008 年 1 月。

²⁴³ 同前註，第 98 頁。

²⁴⁴ See Goode, *Supra* note 237, at 277, 278 and 280. “Contractual set-off is recognized as an incident of party autonomy in the conclusion of contracts.”以及參閱孫森焱，民法債編總論（下冊），第 1099 頁至第 1100 頁，2014 年 9 月修訂版，「抵銷契約則為雙方當事人以消滅互負之債務為目的而訂定之契約，……屬於雙務契約，有償契約及要因契約。」「抵銷契約之效力於當事人意思表示一致之時發生，如非特別約定，原則上並無溯及效力，此於互負之債務以不同種類之物為標的者更當如是，是與抵銷有所不同」。

有關「提前終止與淨額結算條款」及「抵銷」兩者的異同比較，可再進一步採取下列說明方式：

1. 「提前終止與淨額結算條款」之定義範圍較「抵銷」為廣：

執行提前終止與淨額結算條款時，須先行使提前終止交易之權利，接著評價各終止交易之損益，再將雙方間之交易損益抵銷後結算出單一應付淨額，所以「提前終止與淨額結算條款」在之內容較「抵銷」為廣，其中在淨額結算階段解釋上包含了對於交易損益之抵銷。另一方面，單純的行使抵銷權本身並不包含終止與評價²⁴⁵的要素，也不包含將非金錢債務轉換為金錢債務的過程²⁴⁶。

2. 「提前終止與淨額結算條款」係以單一主契約模式做為前提條件：

「提前終止與淨額結算條款」之前提要件係所有交易均受單一主契約之拘束，如本章第二節所介紹。抵銷則無此前提條件之限制，於符合抵銷適狀時當事人得在不同契約間行使抵銷權。

第三項 交易主體之適格性

在店頭衍生性金融交易實務上，雙方當事人簽署交易契約時，彼此會互相徵提用以證明他方具有交易主體之法律上能力以及經合法授權的相關文件²⁴⁷，以減少主體適格性風險（capacity risk）²⁴⁸。契約交易主體（法人）依其設立地（註冊地）法令及其組織章程應具有合法簽署衍生性金融交易契約並受契約拘束的能力（legal power）²⁴⁹，以及其行為須經合規授權（authorization）²⁵⁰。如欠缺前述的主體法律上能力或合

²⁴⁵ Sheelagh McCracken, *The Banker's Remedy of Set-off* 42, 43, 45 (2010), Bloomsbury Professional.

²⁴⁶ See Goode, *Supra* note 237, at 285.

²⁴⁷ Anthony C. Gooch and Linda B. Klein, "United States Case Law" of CHAPTER 4 : A REVIEW OF CASE LAW AFFECTING SWAPS AND RELATED DERIVATIVES INSTRUMENTS, *in*: *Derivatives Handbook – Risk Management and Control*, 65 (Edited by Robert J. Schwartz and Clifford W. Smith, Jr., 1997), John Wiley & Sons, Inc.

²⁴⁸ See Castagnino, *Supra* note 43, at 426.

²⁴⁹ See Castagnino, *Supra* note 43, at 306.

²⁵⁰ See Gooch and Klein, *Supra* note 247, at 68.

規授權，即屬交易主體之行為超逾權限(*ultra vires*)，將導致契約及(或)個別交易之無效²⁵¹。

值得注意的是，交易主體適格性有瑕疵或有限制之一方，可能為了免除其所遭受的交易損失，而自行主張其所承作交易係欠缺主體能力或欠缺授權²⁵²。因此，交易前對於潛在交易對手之主體適格性，進行妥適且實際的查核(*adequate and diligent investigation*)²⁵³更顯重要。至於交易參與者所負擔的查核注意程度，則須依案件之實際情形以及所適用法令進行個案判斷，因此實務上所常見以取得第三人(律師)為交易對手出具主體適格性之法律意見書、或取得交易對手擔保本身主體適格性之書面聲明等做為處理方式，其未必能全然避免法院於爭議案件中認定交易無效之判斷²⁵⁴。

第四項 第三方抵銷

於店頭衍生性金融交易契約中，常約定有關第三方抵銷之條款，也就是雙方當事人約定在發生提前終止事由時，一方可就其債務或其關係企業之債務(不論該債務是否源自店頭衍生性金融交易主契約)，向他方之債務或他方關係企業之債務(不論該債務是否源自店頭衍生性金融交易主契約)主張抵銷²⁵⁵。在 UBS 案例²⁵⁶中，Lehman Brothers Inc. (以下稱「LBI」) 與 UBS AG (以下稱「UBS」) 於 2004 年簽署 ISDA 契約及其信用擔保附約。2008 年 9 月 UBS 依違約事件通知 LBI 執行提前

²⁵¹ See Gooch and Klein, *Supra* note 247, at 65.

²⁵² See *id.* Also see: *State of West Virginia v. Morgan Stanley & Co.*, 1995 W. Va. LEXIS 94, No. Civ. 89-C-3700 (June 5, 1995)

²⁵³ See Castagnino, *Supra* note 43, at 317.

²⁵⁴ See Gooch and Klein, *Supra* note 247, at 68.

²⁵⁵ Robert D. Aicher, *Chapter 14 DERIVATIVES AND BANKRUPTCY*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, from 14-83 to 14-86 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

²⁵⁶ *In re Lehman Bros. Inc.*, 458 B.R. 134 (Bankr. S.D.N.Y. 2011)

終止與淨額結算條款，UBS 將所持擔保品美金 17000 萬元抵充 LBI 之交易給付義務後約剩餘約美金 7600 萬元，UBS 再依前述第三方抵銷之約定條款，主張自該美金 7600 萬元中抵銷 LBI 對 UBS 兩家子公司所負美金 2300 萬元債務，但是美國破產法院於本案中否決第三方抵銷約定條款之有效性。UBS 就第三方抵銷約定條款之有效性所提出諸多理由中，包括主張第三方抵銷約定條款亦適用美國破產法的安全港條款²⁵⁷，使 UBS 可依安全港條款行使上開約定之抵銷權。破產法院則認為第三方抵銷約定條款在一般契約法中雖具有效力，但是於破產程序中，係違反破產法對抵銷所規定之相對性（mutuality）要件²⁵⁸，致使第三方抵銷約定條款無效；破產法院更進一步指出，破產法的安全港條款雖允許就店頭衍生性金融交易契約之相關權利義務執行當事人之抵銷約定，但是從安全港條款的立法歷史以觀，安全港條款並未排除破產法所規定之抵銷相對性要件。

我國現行破產法第 113 條第 1 項規定「破產債權人於破產宣告時，對於破產人負有債務者，無論給付種類是否相同，得不依破產程序而為抵銷。」。我國破產法上之抵銷權，屬於破產債權人之權能，並以「債權之對立」²⁵⁹為要件之一。破產人被抵銷之被動債權，須屬於破產財團之財產，與破產債權人之債權相對立，亦即破產債權人及破產人間之債權，在破產宣告當時相對立，始得抵銷²⁶⁰。由上開規定可知，店頭衍生性金融交易契約中常見之第三方抵銷條款，在我國破產法制下恐亦因違反債權對立性之要件，不具效力。至於在公司之重整程序中，依公司法第 296 條第 2 項準用上開破產法第 113 條規定(最高法院 100 年台上字第 1936 號民事判決參照)，亦應為相同看法。

²⁵⁷ 11 U.S.C. §560, §561

²⁵⁸ 11 U.S.C. §553(a)

²⁵⁹ 陳國樑，論破產法上之抵銷權，強制執行法破產法論文選輯（楊建華主編），第 499 頁，五南圖書出版公司，1984 年 7 月。

²⁶⁰ 陳國樑，同前註。



第四章 破產法制對於店頭衍生性金融交易之特殊規定

第一節 破產法制之特殊規定

第一項 概論

破產法制為無力履行總體債務的債務人，提供最後一層法律規範機制。其目的一方面經由破產程序給予破產債務人處理結算或重整其財務問題之機會，另一方面則同時建立債權人間有秩序及平等的受償機制，並設立保障債權人的相關規定²⁶¹。

較完善的破產法制須能處理重大金融危機事件。以大型金融機構（非限於銀行業）來說，其本身資產負債之管理以及向非金融業者所提供之金融商品及服務，往往涉及非傳統的金融工具，此類商業活動亦構成金融市場重要環節之一。當大型金融機構或是其他參與大量金融交易之主體發生財務危機時，自此環節可能造成金融市場的連鎖性影響。因此探討破產法制對於非傳統性金融交易契約之處理方式，實有其重要性，本文則選擇以涉及店頭衍生性金融交易之破產事件為討論中心。

一般而言，破產法制主要有三個原則性的特徵：凍結個別債權人對破產人之請求與執行行為、以破產人之全部財產分配予全體債權人、債權人依其債權比例平等受償（*pari passu*）²⁶²。

²⁶¹ Jeffrey F. Beatty and Susan S. Samuelson, *Essentials of Business Law*, 599 (2008), Thomson Learning.

²⁶² Philip R Wood, *Principles of International Insolvency*, 2 (1995), Sweet & Maxwell.

破產法制於破產程序開始時，原則上係禁止債權人各自主張權利與分別執行債務人財產，以便先將債務人財產予以區隔（sequestration）並確認所有債權人之權利內容²⁶³。惟衍生性金融商品契約之特性，在於其契約價值是隨著市場現狀與時間因素而變動，與一般授信契約相較，衍生性金融商品交易契約之未來價值係不確定，且交易雙方原則上是雙向地彼此面臨對方之交易對手信用風險。因此有認為，於一方構成破產之違約事由時，如衍生性金融交易契約無法提前終止，其契約價值可能快速波動而不利於交易當事人，或可能因為遲延計算而導致最終交割義務內容產生重大變動²⁶⁴，並可能產生系統性風險。因此主要金融市場中的大多數國家，其破產法制承認非破產方得終止交易與淨額結算之約定條款效力，以期降低上開問題的影響，並使非破產方得藉此尋求置換交易對手之機會，續行其避險或交易策略²⁶⁵。

「進行中雙務契約」（Executory Contract）係指雙方當事人均尚未履行其義務之契約，詳言之，也就是任一方未來所享之權利，同時取決於該方對自己契約義務之履行意願與履行能力^{266 267}。外國破產法通常對於進行中雙務契約訂有處理原則（我國現行破產法則無原則性規定），例如破產管理人對之有選擇承受續行或拒絕履行之權利。聯合國國際貿易法委員會為促進有效公司破產制度所提出之「破產法立法指南」（UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law），經聯合國大會2004年決議通過，其中第二部分的「E.契約之處理」，說明了契約在破產程序中不同於其他資產，也就是須由破產財團履行義務或支付才能享

²⁶³ Rosalind Mason, *Cross-Border Insolvency Law: Where Private International Law and Insolvency Law Meet*, in: *International Insolvency Law*, 29, 30 (Paul J. Omar ed., 2008 reprinted 2010), Ashgate.

²⁶⁴ Robert R. Bliss, *Bankruptcy Law and Large Complex Financial Organizations: A Primer*, vol.27, *Economic Perspectives*, 52-53, Federal Reserve Bank of Chicago (First Quarter/2003).

²⁶⁵ See *id.*

²⁶⁶ See Goode, *Supra* note 237, at 195.

²⁶⁷ 「進行中雙務契約」之中文用語，係參閱：郝月葵，論破產程序中「進行中雙務契約」之處理—以智慧財產權授權契約為中心，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文，2005年7月。

有可能變成有價值資產的權利，所以必須對契約做出處理決定以使破產財團產生最大價值²⁶⁸。「破產法立法指南」進一步表示，對於只有一方未充分履行義務之情形，無需制定特別規定，如為破產方未充分履行義務，則非破產方可於破產程序申報其有關履約或賠償之請求權；若是非破產方未充分履行義務，則破產代表人可請求履約或賠償。但是，對於雙方均未充分履行義務的情形（也就是「進行中雙務契約」），許多破產法都有一個共同特徵，即在一定情形之下，可使契約適用凍結（stay）規定，以防對方當事人行使終止權，並決定允許繼續履約或否決該契約；一般而言，係由破產代表人評估決定上述對進行中雙務契約之處理方式，至於程序上是否須取得法院同意則各法域規範存有差異²⁶⁹。

未到期的衍生性金融交易契約雖亦屬於進行中雙務契約，但是如前所述，多數破產法制往往給予特殊規定（或例外承認特殊約定條款之效力），不適用破產法制之部分原則規定，也不適用上述有關破產法對進行中雙務契約之處理原則（例如凍結規定、破產管理人之選擇執行權等）。

為使本節論述重點聚焦於店頭衍生性金融交易在美、英、歐盟、日本等國破產法制下，其所適用破產法之特殊規定，本節內容將以下列假設條件之成立做為討論各國破產法制之前提：（1）交易當事人之一方係依該國法律所設立，且於承作交易後，成為該國破產法規下之破產程序主體；（2）交易當事人就雙方間店頭衍生性金融交易係簽署單一主契約而受其拘束，該主契約及相關交易在所約定準據法下具有效力，且契約準據法未影響該國破產法規之效力；（3）交易當事人均各具有交易適格地位；（4）其破產事件之事實，符合各該國破產法或相關法令對店頭衍生性金融交易所為特殊規定之破產主體適用要件與金融交易契約適用要

²⁶⁸ UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law* (2004), P.119-P.120, paras.108. Available at:http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf. (last visited on : 2015/06/08)

²⁶⁹ See *id.*, at P.121, paras.111.

件。與上述前提應一併說明，有關破產主體之破產程序相關事項，原則上法院地之破產法係優先於契約約定之準據法²⁷⁰為適用；但是如果破產法院所在地之本國跨國破產法制（至少包含破產法與國際私法）對於某一權利義務係規定適用外國破產法或當事人間所約定之外國準據法者，則不在此限。

第二項 美國法之相關規定

美國以聯邦破產法（the Federal Bankruptcy Code，以下簡稱「破產法」）適用於一般廣泛主體，該法對於特殊業別法人並訂有不適用聯邦破產法程序之規定，例如存款機構之破產不適用聯邦破產法之破產清算程序及重整程序，而應適用該國聯邦存款保險法（the Federal Deposit Insurance Act，簡稱 FDIA）所設特別清理規定²⁷¹。

聯邦破產法在程序上主要分為破產清算（Liquidation）、重整（Reorganization）、法庭外之重組協商（Compositions and Extensions, also called “Workouts”）²⁷²。自願破產是由債務人向破產法院提出申請，不以債務人已不能清償債務做為前提，只要債務人認為自己發生財務困難並依法定格式提出申請即可²⁷³。非自願破產則是由符合條件的債權人向破產法院提出申請，且債權人必須說明債務人已一般性地停止清償到期債務²⁷⁴。

美國破產法係採取「破產申請開始主義」，以破產申請日做為程序

²⁷⁰ Ian F. Fletcher, *Insolvency in Private International Law – National and International Approaches*, 96 (2nd Edition, 2005), Oxford University Press.

²⁷¹ 尹正友、張興祥，*中美破產法律制度比較研究*，法律出版社，第 12 頁至第 13 頁，2009 年 6 月。

²⁷² 尹正友、張興祥，同前註，第 206 頁至第 207 頁。Also see Brian A. Blum, *Bankruptcy and Debtor/Creditor* 62-63 (2006), Aspen.

²⁷³ 尹正友、張興祥，同註 271，第 24 頁至第 25 頁。

²⁷⁴ 尹正友、張興祥，同註 271，第 26 頁。

之始點。一經提出破產申請，破產程序立即開始，且自動凍結（automatic stay）規定（破產法§362）即為生效，自動產生保全之效果，禁止個別債權人對債務人或對債務人財產的任何請求行為或訴訟²⁷⁵。破產程序開啟前已存在之契約，原則上因自動凍結效力所及，不得予以終止或變更契約。

聯邦破產法§365 規定了破產管理人對於進行中雙務契約的處理權限，其主要目的在於使破產管理人能基於破產財團之最佳效益考量，來處理債務人之契約或財產，而賦予破產管理人可以決定承受履行契約還是拒絕履行契約之權限²⁷⁶。若破產管理人決定承受契約，進行中雙務契約成為破產財團之一部分，並且破產人依契約條件續行權利與義務。若是破產管理人決定拒絕之，則破產人不繼續履約，並視同破產前已違約，使對方就債務不履行之損害賠償請求權成為破產程序的一般無擔保債權人²⁷⁷。不過，聯邦破產法並未對「進行中雙務契約」為明文定義。學者 Countryman 則認為在破產法制下所稱「進行中雙務契約」，係指該契約於破產程序開始時，雙方當事人均有尚未履行之重要義務（如果任一方已完全或實質重要地履行義務，則不構成進行中雙務契約），此定義為聯邦破產法§365 立法理由所採，且為許多法院見解所適用²⁷⁸。

契約中約定因一方破產、財務上無法支付債務等情形時，他方得主張終止契約、或主張破產債務人喪失其原有財產權或原有財產權無法移轉歸入破產財團時，此類條款稱為「破產事由條款」(Ipso Facto Clauses, or Bankruptcy Termination Clauses)²⁷⁹。聯邦破產法§365 (e)(1)及§541 (c)(1)規定「破產事由條款」為無效，也就是於破產程序開始後，禁止藉

²⁷⁵ 尹正友、張興祥，同註 271，第 41 頁、第 50 頁至第 51 頁。

²⁷⁶ Brian A. Blum, *Bankruptcy and Debtor/Creditor*, 399 (2006), Aspen. Also see 11 U.S.C. §365.

²⁷⁷ See *id.*, at 402.

²⁷⁸ See Blum, *Supra* note 276, at 400.

²⁷⁹ See *id.*, at 283-284, 406-407.

由上開契約條款終止或變更原契約內容而破壞破產法規定的原則與程序，其規範目的在於避免破產財團因此受有損害²⁸⁰。

未到期的店頭衍生性金融交易契約雖亦屬「進行中雙務契約」，但是破產法中的安全港（safe harbor）特殊規定使店頭衍生性金融交易得以排除適用破產法相關原則規定（例如自動凍結、禁止破產事由條款等），允許就破產法一定定義下的契約主體及金融交易契約，於破產事件發生時，非破產方之交易主體得終止金融交易契約進行淨額結算。安全港條款無法創造出當事人間未約定之契約權利義務事項。

美國國會基於保護美國金融市場免於因主要參與者破產所引發的系統性危機²⁸¹以及金融交易市場獨特的變動性等公益政策考量²⁸²，在破產法中對於符合適用要件與定義的店頭衍生性金融商品契約給予特殊規定。主要內容之重點為²⁸³：

1. 依 11 U.S.C. §362(b)(17)規定，SWAP 交易不適用自動凍結之原則規定（11 U.S.C. §362）。交易者仍可執行交易契約之約定事項，本項規定進一步由下述 11 U.S.C. §560 補充其內容。
2. 依 11 U.S.C. §560 規定，SWAP 交易不適用禁止破產事由條款之原則規定（11 U.S.C. §§365(e)(1), 541(c)(1)）。SWAP 交易契約可以提前終止、進行交易評價相抵之淨額結算，以及執行擔保品。
3. 依 11 U.S.C. §§546(g), 548(c)(1), 548(d)(2)(D)規定，SWAP 交易之善意轉讓並不適用有關撤銷偏頗行為（preferences）與擬制詐欺性移

²⁸⁰ See *id.*

²⁸¹ Shmuel Vasser, Derivatives in Banruptcy, *The Business Lawyer*, Volume 60, No.4, 1509-1510 (August 2005). Also see 128 Cong. Rec.S15981 (daily ed. July 13, 1982) (statement of Senator Dole) ., and 135 Cong. Rec.S1414-1415 (daily ed. Feb. 9, 1989) (statement of Senator DeConcini) .

²⁸² Shmuel Vasser, Derivatives in Banruptcy, *The Business Lawyer*, Volume 60, No.4,1511 (August 2005). Also see H.R. Rep. No. 101-484, at 1-4(1990), reprinted in 1990 U.S.C.A.N.223, 223-226.

²⁸³ See Aicher, *Supra* note 255, from 14-7 to 14-9, and 14-33. And, see David G. Epstein and Steve H. Nickles, 2009-2010 BANKRUPTCY CODE AND RELATED MATERIALS FOR LAW STUDENTS,152-154(2009), WEST.

轉財產行為(constructive fraudulent conveyances)之規定(11 U.S.C. §§547, 548(a)(1)(B))。

2005年美國新增破產法第15章時，將上開特殊規定於一定條件下亦適用於跨國破產案件²⁸⁴。

受存款保險保障之金融機構破產時，貨幣管制局(The Office of the Comptroller of the Currency, OCC)可指派接管人(receiver)²⁸⁵或管理人(conservator)²⁸⁶處理，此時會適用聯邦存款保險法(the Federal Deposit Insurance Act, FDIA)。聯邦存款保險法在一定條件限制之前提下(例如自指派接管人或管理人起至次1個營業日美東時間下午5點之前為凍結期間²⁸⁷、禁止走避條款²⁸⁸等)仍允許SWAP交易契約之提前終止與淨額相抵結算²⁸⁹，且破產前的交易支付與擔保品轉讓只有在受讓人具惡意詐害意圖之情形下才會被撤銷²⁹⁰。

在2007年-2009年金融危機之後，Dodd-Frank Act第二章訂定了秩序清算程序(the Orderly Liquidation Authority, 以下亦稱「OLA」)²⁹¹，對於非受存款保險的具系統重要性金融機構(例如銀行控股公司、聯邦儲備委員會理事會所決定的非銀行金融公司及主要從事金融交易機構等)，財政部長諮詢總統意見，並經相關監理機構(the Financial Stability Oversight Council及FDIC)之理事會投票同意後，可決定特定金融機

²⁸⁴ See Aicher, *Supra* note 255, from 14-109 to 14-111. 11 U.S.C. §§ 103(a), 561(d), 1519(f), 1521(f), and 1520(a)(1).

²⁸⁵ 12 U.S.C. §1821(C)(2)(A)(ii)

²⁸⁶ 12 U.S.C. §1821(C)(2)(A)(i)

²⁸⁷ 12 U.S.C. §§1821(e)(9), (10). 在一日凍結期間內，接管人(或管理人)可以決定廢棄或拒絕履行交易契約、或是將交易契約轉讓予其他金融機構；當接管人(或管理人)決定將交易契約轉讓予其他金融機構，則非破產方之交易相對人喪失提前終止與淨額結算之權利。一日凍結期間的立法目的在於維護資產價值以及避免系統性風險。以上參閱 Robert D. Aicher, Chapter 14 DERIVATIVES AND BANKRUPTCY, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, at 14-117 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.

²⁸⁸ 12 U.S.C. §1821(e)(8)(G)(i)

²⁸⁹ See Aicher, *Supra* note 255, at 14-117. 12 U.S.C. §§1821(e)(8)(A), 1821(e)(10)(B)(i), 1821(e)(8)(E), 1821(e)(10)(B)(ii), 1821(e)(8)(F).

²⁹⁰ See Aicher, *Supra* note 255, at 14-122. 12 U.S.C. §1821(e)(8)(C).

²⁹¹ Dodd-Frank Act §§201-217

構進行秩序清算程序並指派接管人進行之²⁹²。Dodd-Frank Act 第二章係參照 FDIA 之清理立法模式，規定在一定條件限制之前提下（例如自指派接管人起至次 1 個營業日美東時間下午 5 點之前為凍結期間²⁹³、禁止走避條款²⁹⁴等），仍允許 SWAP 交易契約之提前終止與淨額相抵結算²⁹⁵，且破產前的交易支付與擔保品轉讓只有在受讓人具惡意詐害意圖之情形下才會被撤銷²⁹⁶。

第三項 英國法制之討論

英國法（English law）係採取在破產法制下承認提前終止與淨額結算條款（close-out netting provision）效力之立場²⁹⁷。相較於美國破產法直接制定以符合定義的契約主體與店頭衍生性金融交易契約不適用破產法相關原則之規定方式，英國法則是以案例法（principles of case law）²⁹⁸或是於其他法規中承認提前終止與淨額結算條款之有效性。

英國破產規則（the Insolvency Rules 1986, as amended）Rule 4.90 與 Rule 2.85 分別在公司清算程序（Winding up / Liquidation）及重整程序（Administration）中規定了金錢債權的法定抵銷事項（insolvency set-off）²⁹⁹，但未規定提前終止與淨額結算（close-out netting）事項。而上述兩者為不同的法律概念，前者破產規則之法定抵

²⁹² Gregory P. Wilson, *Managing to the New Regulatory Reality-Doing Business under the Dodd-Frank Act*, 87 (2011), Wiley Finance.

²⁹³ Dodd-Frank Act §210 (c)(10)(B)(i)(I)

²⁹⁴ Dodd-Frank Act §210 (c)(8)(F)(i)

²⁹⁵ Dodd-Frank Act §210 (c)(8)

²⁹⁶ Dodd-Frank Act §210 (c)(8)(C)

²⁹⁷ Simon J. Leifer, *European Perspective of “Legal issues relating to the ISDA Master Agreement from the European and US Perspectives”*, in: Paul Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation*, 398 (Paul Harding as the Author, 3rd ed., 2010), FT Press.

²⁹⁸ Ole Böger, *Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (Part II)*, *Uniform Law Review*, Volume 18, issue 4, p. 3 (2013).

²⁹⁹ See Goode, *Supra* note 237, at 290.

銷具有強制性且係自動執行³⁰⁰，不待清算人或債權人進行程序主張。後者則為雙方當事人自行約定的淨額結算事項。英國法院判決實務則定義提前終止與淨額結算之約定內容包含了終止所有現存交易、評價各交易之損益、以及將各交易損益相抵後結算為一支付金額等三部分，並承認其約定效力³⁰¹。在破產主體不涉及銀行且不涉及擔保品約定之情形下，只要提前終止與淨額結算條款之約定權益未優於前述破產規則之法定抵銷權，原則上淨額結算條款約定具有效力³⁰²。

此外，金融擔保約定規則（the Financial Collateral Arrangements (No.2) Regulation 2003）則直接規定，縱使擔保品提供者或擔保品收受者之一方進行清算程序或重整程序，雙方於其擔保品契約中所訂的提前終止與淨額結算條款仍為有效³⁰³。但是該規則也同時規定，如果雙方於訂立擔保品契約時或金融義務受有擔保時，已知悉或是應可知悉一方即將進入清算程序或重整程序，則提前終止與淨額結算條款不具效力³⁰⁴，此時解釋上將回歸適用破產規則 Rule 4.90 與 Rule 2.85 之法定抵銷規定³⁰⁵。

在 2007 年-2009 年金融危機之後，英國修訂其銀行法（the Banking Act 2009）³⁰⁶，對於吸收存款的銀行業制定了特殊清理制度（the Special

³⁰⁰ See Goode, *Supra* note 237, at 286-287, 293.

³⁰¹ Revenue Customs v Enron Europe Ltd 【2006】 EWHC 824

³⁰² Jan Dalhuisen, Dalhuisen on Transnational Comparative, Commercial, Financial and Trade Law (Vol.3) : Financial products, financial services and financial regulation, 341 in note 408 (Oxford and Portland, Hart, 4th edn, 2010); Philipp Paech, Close-out Netting, Insolvency Law and Conflict-of-Laws, LSE Law, Society and Economy Working Papers 14/2014, page 12-13. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2414400> (last visited on : 2015/05/30)

³⁰³ Regulation 12 (1) of the Financial Collateral Arrangements (No.2) Regulation 2003

³⁰⁴ Regulation 12 (2) of the Financial Collateral Arrangements (No.2) Regulation 2003

³⁰⁵ Look Chan Ho, The Financial Collateral Directive's Practice in England, page 43-47. *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 151, 2011. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1789701> (last visited on : 2015/04/08).

³⁰⁶ 參閱 Banking Act 2009, available at : http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2009/1/pdfs/ukpga_20090001_en.pdf (last visited on : 2015/04/08)

Resolution Regime, SRR)，其包含下列處理程序³⁰⁷：

1. 三項穩定選擇模式 (three stabilisation options)，係指：

(1) 主管機關 the Bank of England 將失敗銀行營業資產之全部或部分轉讓予民營商業機構 (a private sector purchaser) ³⁰⁸。

(2) 主管機關 the Bank of England 將失敗銀行營業資產之全部或部分轉讓予過渡銀行 (a bridge bank) ³⁰⁹。

(3) 主管機關 the Treasury 將失敗銀行轉換為暫時性公營機構 (temporary public ownership) ³¹⁰

2. 銀行破產清算程序 (bank insolvency) ³¹¹。

3. 銀行重整程序 (bank administration) ³¹²。

在上述三項穩定選擇模式中，如係將銀行營業資產之全部轉讓予民營商業機構或過渡銀行，則主管機關所為轉讓命令並不構成交易者行使契約終止權之事由³¹³；倘係將銀行營業資產之部分轉讓予民營商業機構或過渡銀行，則金融機構之淨額結算約定 (netting arrangement) 應受保護而不受主管機關轉讓部分營業資產命令之影響³¹⁴。至於在清算程序及重整程序中，淨額結算約定之效力仍不受影響。英國先前於 2013 年透過銀行改革法案修訂銀行法時，已將債權人共同承受損失機制 (bail-in the liabilities) 納入上述特殊清理制度之規定中，後續為因應 2015 年 1 月 1 日起施行歐盟銀行重建與清理指令，英國再於特殊清理制度中新增將失敗銀行資產轉讓予資產管理機構之穩定選擇模式，以及擴張主管機關執行債權人共同承受損失機制之權限範圍，並在特定條件下對於衍生性金

³⁰⁷ Section 1(2) of Banking Act 2009

³⁰⁸ Section 11 of Banking Act 2009

³⁰⁹ Section 12 of Banking Act 2009

³¹⁰ Section 13 of Banking Act 2009

³¹¹ Section 90-135 of Banking Act 2009

³¹² Section 136-168 of Banking Act 2009

³¹³ Section 22,38 of Banking Act 2009

³¹⁴ Article 3(1) and Article 11 of the Banking Act 2009 (Restriction of Partial Property Transfers) (Amendment) Order 2009. Available at: http://www.legislation.gov.uk/uksi/2009/322/pdfs/ukxi_20090322_en.pdf (last visited on : 2015/04/08)

融交易之淨額結算約定提供保護措施³¹⁵。

第四項 歐盟之相關規定

歐盟「破產程序條例」(Council Regulation(EC) No. 1346/2000 of 29 May on Insolvency Proceedings, as amended, 以下稱「歐盟破產條例」) Article 4 (1) 規定, 破產事件程序及其效力事項係適用破產程序開啟地的歐盟成員本國法 (the *lex concursus*)³¹⁶。相對於上開原則規定, 歐盟破產條例於 Article 5 至 Article 15 制定了對於特定事項適用外國準據法之例外規定, 其目的在於保護當事人對於交易有效性及其權利所適用法律之可預見性³¹⁷。Article 4 至 Article 15 的適用法律規則, 解釋上並不適用反致理論 (*renvoi*)³¹⁸。前述例外規定, 對於提前終止與淨額結算條款並無明文予以規定; Article 6 則規定在無法適用破產程序開啟地的本國法抵銷規定時, 債權人可援引適用雙方契約之準據法, 在破產債務人同等適用之前題下, 主張抵銷 (*set-off*)³¹⁹。有關提前終止與淨額結算條款, 實務意見有認為若從歐洲整體 (所有) 法規之立法目的、歐洲法院解釋契約條款之原則等以觀, 其係採取承認提前終止與淨額結算條款具有有效性之立場, 以降低金融市場系統性風險以及保護交易明確性, 復以提前終止與淨額結算條款、抵銷兩者具有類同的經濟上擔保功能, 因此以目的性解釋方式, 將例外規定 Article 6 抵銷 (*set-off*)

³¹⁵ 以上說明參閱 EXPLANATORY MEMORANDUM TO THE BANKING ACT 2009 (MANDATORY COMPENSATION ARRANGEMENTS FOLLOWING BAIL-IN) REGULATIONS 2014, paragraph 7.2-7.3 (2014 No. 3330), Available at: http://www.betterregulation.com/external/uksiem_20143330_en.pdf (last visited on : 2015/04/08), 以及參閱 The Banking Act 2009 (Restriction of Special Bail-in Provision) Order 2014, Article 5, (2014 No. 3350), Available at: http://www.legislation.gov.uk/uksi/2014/3350/pdfs/uksi_20143350_en.pdf

³¹⁶ Rodrigo Olivares-Caminal, John Douglas, Randall Guynn, Alan Kornberg, Sarah Paterson, Dalvinder Singh, Hilary Stonefrost, and Consultant Editors: Look Chan Ho & Nick Segal, *Debt Restructuring*, 46 (2011), Oxford University Press.

³¹⁷ See *id.*, at 47.

³¹⁸ See Fletcher, *Supra* note 270, at 397-398.

³¹⁹ See Fletcher, *Supra* note 270, at 408-411.

解釋為包含提前終止與淨額結算之運作過程，使提前終止與淨額結算條款得歐盟破產條例 Article 6 依其所適用準據法為有效執行³²⁰。此外，另有學者認為，如果提前終止與淨額結算條款之效力遭受到破產程序開啟地本國法（the *lex concursus*）的阻礙時，解釋上可援引例外規定 Article 13 之反面國際私法規則（the *negative private international law rule*），也就是在當事人契約準據法所屬其他成員國的破產法規及一般法規並未對提前終止與淨額結算條款設有任何限制時，則該條款之權利行使將不受到破產程序開啟地本國法之限制³²¹。

歐盟相關指令規範亦從降低系統性風險之觀點，保障提前終止與淨額結算條款之執行。例如「金融擔保約定指令」（Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, as amended）Article 7 規定歐盟成員國應確保金融機構間擔保約定下的提前終止與淨額結算條款，得有效執行而不受破產法之限制。「系統清算指令」（Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, as amended）Article 8 規定，特定清算系統（就特定交易）與交易參與者間之淨額結算、終止交易等約定條款，應適用該清算系統相關規定而不受破產法之限制³²²。「信貸機構重整與清算指令」（Directive 2001/24/EC of the European Parliament and of the Council of 4 April 2001 on the Reorganization and Winding-up of Credit Institutions, as amended）Article 25 明定提前終止與淨額結算之約定應適用契約準據法而不受破

³²⁰ European Financial Market Lawyers Group (EFMLG), Protection for Bilateral Insolvency Set-Off and Netting Agreement under EC Law, paragraph 57-58, 73-111, pp.21, 26-37 (OCTOBER 2004). Available at: <http://www.efmlg.org/Docs/Documents/2004%20October%20EFMLG%20report%20-%20Protection%20for%20Bilateral%20Insolvency%20Set-Off%20and%20Netting%20Agreements%20under%20EC%20Law.pdf> (last visited on : 2015 /04/08)

³²¹ Ole Böger, Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (Part I), *Uniform Law Review*, Volume 18, issue 2, p.15 (2013) .

³²² 以上參閱 Roy Goode, *Principles of Corporate Insolvency Law*, 50-52, 55-56 (fourth edition, 2011), Sweet & Maxwell.

產程序地破產法之限制³²³，惟該指令受到後述「歐盟銀行重建與清理指令」之修訂而須適用其新增之主管機關清理權限與措施。

由上述可知，歐盟規範對於破產事件原則是允許店頭金融衍生性交易雙方依其所選取的契約準據法，執行提前終止與淨額結算之約定³²⁴。

此外，歐盟於 2014 年 6 月 12 日公布「歐盟銀行重建與清理指令」（Directive 2014/59/EU, the EU Bank Recovery and Resolution Directive, 以下稱「BRRD」）³²⁵並於同年 7 月 2 日生效。BRRD 之目的在於整合建立歐盟銀行及大型投資機構在危機事件中依有效計畫重建其金融部位，以及使主管機關依秩序性程序處理失敗金融機構，並給予清理主管機關處理失敗金融機構之相關措施權限，例如其中包含主管機關在銀行資產負債呈現破產前以及在股東權益全數耗盡前可提早介入處理、執行債權人共同承受損失機制（也就是「bail in」，係指銷除（cancel）或減記（write down）失敗金融機構所負債務或是將其債務轉換為股份）、暫時凍結交易對手的提前終止權等權限；依 BRRD 規定，歐盟成員國須在 2014 年 12 月 31 日前應依 BRRD 制定其本國法並自 2015 年 1 月 1 日起施行，惟有關股東與債權人共同承受損失機制（bail in）之部分，最遲可至 2016 年 1 月 1 日施行³²⁶。BRRD 並規定，受規範機構之契約債務如係適用非歐盟之第三國家法律，則該受規範機構所簽署之相

³²³ David Ramos Muñoz & Consultant editor: Kevin Ingram, *The law of transnational securitization*, 63 (2010), Oxford University Press.

³²⁴ See *id.*, at 62.

³²⁵ Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council Text with EEA relevance.

³²⁶ 以上說明參閱 *Transposition of the Bank Recovery and Resolution Directive*, by HM Treasury, page 3-4 (July 2014). Available at: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/335755/PU1678_final__1_.pdf (last visited on : 2015/04/08)

關契約中，應增訂約定條款以使契約當事人承認適用受規範機構所屬歐盟會員國制定 bail in 之法令規定³²⁷；惟 BRRD 並未要求歐盟金融機構簽署契約內容須包含承認 BRRD 暫時凍結交易對手提前終止權之約定條款，此部分則由市場參與者自律簽署契約之承認約款以呼應金融穩定理事會（FSB）有關「清理處置措施之跨境承認」的建議（請參閱本文第六章之介紹）。清理主管機關有權暫時凍結交易對手之契約終止權以及暫時凍結執行擔保品的權利³²⁸，主管機關亦有權使債權人終局喪失該契約權利之全部或部分。暫停期間結束後，如果清理主管機關並未將金融契約轉讓與第三人或是未將金融契約適用債權人共同承受損失機制，交易對手方可執行提前終止與淨額結算之契約權利。清理主管機關所採取的清理措施，不得致使債權人的債權處理結果劣於其在一般破產程序可得結果³²⁹。

第五項 日本法之相關規定

金融機構特定金融交易淨額結算法（「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」）第 3 條為原則性之規定，在符合該法所規定（契約當事人至少一方為）特定金融機構主體、主契約（「基本契約書」）定義與特定金融交易（「特定金融取引」）範圍等前提要件之下，於日本破產法、民事重整法（「民事再生法」）³³⁰、公司重整法（「会社更生法」）所定之破產程序中，承認淨額結算約定之效力，據此亦可排除上開法律中所訂有關破產管理人或重整債務人選擇履行或終止雙務契約之

³²⁷ BRRD, Art. 55(1).

³²⁸ BRRD, Art. 71 and Art. 70.

³²⁹ BRRD, Art. 74

³³⁰ 日本民事重整法（「民事再生法」）係「作為解決規模較小且債務金額較少之公司企業所能利用的基本重整制度」，參閱鄭有為，從日本「民事再生法」的誕生看燦爛輝煌的二十一世紀破產法學，載：破產法學的美麗新世界，第 85 頁，20101262 年 9 月 3 版。

權限³³¹。又依該法第 2 條定義，淨額結算（「一括清算」）係指當事人一方發生淨額結算事由（「一括清算事由」）時，不論雙方當事人之意向為何，主契約下各特定金融交易應依內閣府法令規定將各交易價值合算為單一淨額，成為雙方當事人間之單一債權或單一債務。由於上述有關淨額結算之定義中，法條文字載有「不論雙方當事人之意向為何」（「当該当事者の双方の意思にかかわらず」）之意旨，因此實務上遇有註冊登記於日本之交易對造時，雙方會於主契約中一併選取適用「自動終止條款」（automatic early termination），使所有交易於破產事件發生時自動終止，以避免於日本交易對造之破產事件中產生有關是否行使終止權之爭議。

在無法適用金融機構特定金融交易淨額結算法之情形（不符合適用該法之相關要件），另可再檢視是否適用破產法第 58 條以執行淨額結算約定。依破產法第 58 條規定，具交易所報價或是市場價格之主契約下金融交易，依其交易性質應於特定日期與特定時間或特定期間內履行始可達成其交易目的，且該履行時間係屆於破產程序開始後者，該契約視為已被終止，並可依約將各交易之損害賠償債權與債務進行淨額結算。基於上開破產法第 58 條中規定以「該契約視為已被終止」（「当該契約は、解除されたものとみなす」）之文義，所以實務上遇有註冊登記於日本之交易對造時，雙方會於主契約中一併選取適用「自動終止條款」（automatic early termination），以避免如由未違約方指定終止日所可能產生抵觸破產法第 58 條文義之疑慮及避免是否行使終止權之爭議。「自動終止條款」之約定目的係當事人無需踐行通知程序，而使交易盡速於特定違約事件發生時自動終止，不過，「自動終止條款」之缺點在於如果於未違約方不知悉的情形下交易自動終止，未違約方可能錯失對於該交

³³¹ 破產管理人或重整債務人選擇履行或終止雙務契約之權限，參閱破產法第 53 條、民事重整法第 49 條、公司重整法第 61 條。

易部位進行另行避險的時機³³²。

此外，依公司重整法第 63 條及民事重整法第 51 條之規定，公司重整程序、民事重整程序亦準用破產法第 58 條。

日本於 2013 年 6 月修訂存款保險法（「預金保險法」），以落實金融穩定理事會（FSB）2011 年所發布「金融機構有效清理程序之主要特質」（Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions）之意旨，該法並於 2014 年 3 月 6 日生效。依存款保險法第 137-3 條之規定，內閣總理大臣依法定程序對於金融機構³³³執行清理等職權（「関連措置等」）時，得暫時凍結特定金融契約之終止權條款以及金融機構特定金融交易淨額結算法下之淨額結算約定，該暫時凍結期間由內閣總理大臣指定。於上開暫時凍結期間之內，金融交易不得終止與結算³³⁴，相關法令對於上述暫時凍結期間之天數並無明確規定，不過，日本金融廳在其回應建議事項之資料（2014 年 3 月 5 日「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」）³³⁵中，說明暫時凍結期間之期間長短應依實際情形進行認定，俾使採行秩序性措施以處理問題金融機構，以期達成金融穩定理事會所述問題金融機構之有效清理（包含營業資產之轉讓及資金援助）。同時，金融廳也將金融穩定理事會「金融機構有效清理程序之主要特質」Annex IV 2.1 (ii) 所述「提前終止條款的凍結期間係受有嚴格之限制（例如，不超過 2 個營業日的期間）」列載於日本金融廳之回應建議資料內（「早期解約条項の発動停止の期間は厳しく制限される（例えば、2 営業日を超えない期間）」），至於未來

³³² See Castagnino, *Supra* note 43, at 201.

³³³ 有關金融機構之範圍，參見日本存款保險法第 126-2 條之規定。

³³⁴ 依存款保險法第 137-3 條第 5 項及第 6 項之規定，於暫時凍結期間內，破產法第 58 條、公司重整法（会社更生法）第 63 條及民事重整法（民事再生法）第 51 條等相關規定均暫停適用，且不構成金融機構特定金融交易淨額結算法下之淨額結算事由。

³³⁵ 日本金融廳網站，<http://www.fsa.go.jp/news/25/20140305-1/01.pdf> (last visited on: 2015/04/08).

具體個案執行金融機構之清理程序時，其凍結期間是否不會超過 2 個營業日，仍待後續觀察。

第六項 我國法制下之討論

有關店頭衍生性金融交易主契約下之提前終止與淨額結算條款執行效力，我國現行法規並無相關明文規定，司法實務見解也未曾對於因破產違約事由所導致淨額結算條款之權利行使效力做出裁判；而我國金融主管機關所訂規範則在銀行業風險管理層面上傾向於一定條件下肯認其條款效力。以下依我國現行破產法、公司法、銀行業相關法令進行重點說明，並簡介債務清理法草案相關內容。

一、破產法

我國現行破產法僅於第 77 條規定承租人受破產宣告時，雖其租賃契約定有期限，破產管理人得終止契約。對於繼續性雙務契約並無原則性規定，且無類同外國破產法制關於「進行中雙務契約」(Executory Contract)之相關規定，亦未賦予破產管理人決定終止或解除雙務契約之權利。如本文前述認為提前終止與淨額結算條款在整體要件上來說，與抵銷係兩者不同之概念，且前者為金融市場實務運作下所發展出當事人約定之權利義務關係，原則上應不會直接適用破產法第 113 條以下有關債權人向破產管理人為抵銷意思表示之規定（除了補充性或解釋性之類推適用考量外）。基於提前終止與淨額結算條款為民事契約法下的有效約定³³⁶，以及在店頭衍生性金融交易「單一主契約」模式下，執行提前終止與淨額結算條款的過程及淨額結算結果，仍是一方當事人之單一債

³³⁶ 參閱台灣高等法院 91 年重上字第 451 號民事判決，「……衍生性金融商品主契約係雙方契約，任一造均須負擔他造信用風險。因此該主契約被設計為包含交互計算之主抵銷合約，俾利契約的雙方得進行多數的交易（如衍生性金融商品主契約之主義），且於結算時，實際計算雙方各自之淨部位。……」，可知我國法院在民事契約法之領域中，係肯認提前終止與淨額結算條款之約定效力。

權（相對而言，則是他方當事人之單一債務），從而提前終止與淨額結算條款並未違反現行破產法之強行規定（舉例而言，未違反破產法第 65 條第 1 項第 4 款就法院破產宣告所定「破產人之債務人及屬於破產財團之財產持有人，對於破產人不得為清償或交付其財產」之事項），因此，提前終止與淨額結算條款於我國破產法制解釋上可有效執行；且此時「提前終止與淨額結算條款」之「提前終止」，解釋上係指向同一交易對手終止所有交易暨其部位，據以進行各交易正負評價相抵計算出單一債權金額，而非終止主契約本身。此外，目前我國法院對提前終止與淨額結算條款之權利未曾於破產宣告前命為破產法第 72 條³³⁷相關保全處分（此未來尚需繼續觀察司法實務情形之發展），此併說明。

不過，在具體個案中，如果債務人於行為時（例如簽訂店頭衍生性金融交易主契約、承作新交易或是簽訂信用擔保附約文件時）³³⁸明知有損於他債權人之權利，且其交易對手於受益時亦知其情事者，在此情形下破產管理人是否得主張有損害於債權人權利而依破產法第 78 條規定聲請撤銷相關法律行為；或縱使在破產人無詐害意思之情形下，破產管理人依個案實際狀況是否另按第 79 條規定要件撤銷相關法律行為，以致於可能對提前終止與淨額結算條款之權利行使造成影響等³³⁹，則仍待未來觀察具體個案實際狀況及司法實務發展情形。

二、公司法

公司法第 282 條以下規定股份有限公司之重整程序，第 322 條以下

³³⁷ 破產法第 72 條：「有破產聲請時，雖在破產宣告前，法院得因債權人之聲請或依職權拘提或管收債務人，或命為必要之保全處分。」

³³⁸ 參酌 97 年第 4 期民事業務研究會第 5 號法律問題中司法院民事廳對消費者債務清理條例第 94 條第 2 項所表示之意見，則亦可推知破產法第 78 條所規定「債務人在破產宣告前所為之無償或有償行為，有損害於債權人之權利，依民法之規定得撤銷者，破產管理人應聲請法院撤銷之。」，其條文所規定之「行為」，亦不限定以處分行為為限，而包括負擔行為在內。

³³⁹ 破產法第 78 條：「債務人在破產宣告前所為之無償或有償行為，有損害於債權人之權利，依民法之規定得撤銷者，破產管理人應聲請法院撤銷之。」，破產法第 79 條「債務人在破產宣告六個月內所為之左列行為，破產管理人得撤銷之：一、對於現有債務提供擔保。但債務人對於該項債務已於破產宣告六個月前承諾提供擔保者，不在此限。二、對於未到期之債務為清償。」。

及第 335 條以下分別規定股份有限公司之普通清算與特別清算。現行公司法有關重整程序、清算程序之規定中，並無影響提前終止與淨額結算條款有效性之強行規定。

此外，公司法第 287 條規定，法院為公司重整之裁定前，得因公司或利害關係人之聲請或依職權，以裁定為各款緊急處分，其中包含「公司財產之保全處分」（第 287 條第 1 項第 1 款）及「公司履行債務及對公司行使債權之限制」（第 287 條第 1 項第 3 款）。對於店頭衍生性交易主契約下之提前終止與淨額結算條款的有效性，目前我國司法實務尚無對其為否定效力判斷之法院案例³⁴⁰。不過，另觀察司法實務迭有將禁止債權人行使抵銷權之項目載明於緊急處分裁定內容者。例如臺灣臺北地方法院 97 年度整字第 4 號民事裁定、臺灣桃園地方法院 102 年度整字第 1 號民事裁定等，對於公司重整事件所為緊急處分之裁定，於主文中裁定債權人不得行使對於破產公司之債權，並載明包含不得行使抵銷權在內。又臺灣臺北地方法院 98 年 2 月 5 日 97 年度整字第 8 號民事裁定則於理由中說明「……又聲請人請求禁止債權人擅自凍結聲請人帳戶部分，因本院前開裁定主文第 1 項業已禁止聲請人之債權人不得對聲請人行使債權，該行使債權之行為包括行使抵銷權在內，是聲請人之債權人自不得對聲請人主張行使抵銷權，聲請人亦僅能因維持營運所必要之履約行為及支付繼續營業所必要之經常性費用，……」。臺灣臺北地方法院 97 年度整聲字第 1 號民事裁定於理由中表示「惟在重整裁定前，不為緊急處分，任由該公司之債權人行使權利（含抵銷權），聲請人之財產現狀勢必改變，將不能達成重整之目的，……」。本文雖認為現行公司法之重整相關規定及司法實務並未禁止店頭衍生性交易主契約下提前終止

³⁴⁰ 有關最高法院 97 年台上 2543 號判決上訴人寶來證券股份有限公司敗訴乙案，本文認為最高法院係基於上訴人未盡充分說明義務以及未盡瞭解客戶程序之立場而認定上訴人所主張提前終止淨額結算之計算方式並不可採，且該判決並不涉及破產事件之討論，其影響層面係在於計算金額方式的認定，所以本件判決並不影響在我國破產法制下提前終止與淨額結算條款之有效性。

與淨額結算條款之有效執行，亦認為淨額結算條款與前揭引述裁定所稱抵銷權為不同之法律概念，但是由公司法第 287 條「對公司行使債權之限制」之概括性文字規定以及現行司法實務對抵銷權之裁定方式以觀，未來店頭衍生性交易主契約下之提前終止與淨額結算條款是否可能被緊急處分暫時凍結，本文則認為尚難預知法院意見³⁴¹。而這個問題對於資產負債中有較大衍生性金融商品交易部位之一般股份有限公司（例如航運業、能源業等有較大量避險交易需求之企業）來說，仍為重要。惟縱使提前終止與淨額結算條款被法院裁定緊急處分予以暫時凍結，其係對於終止日以及損益評價之時點將造成影響，但並非致使提前終止與淨額結算條款不生效力。

三、銀行法

依銀行法第 62 條第 1 項之規定，銀行因業務或財務狀況顯著惡化，不能支付其債務或有損及存款人利益之虞時，主管機關應派員接管、勒令停業清理或為其他必要之處置，相關規定並依同法第 63 條之 1 對於依其他法律設立之銀行或金融機構適用之。以下分別就主管機關接管程序及停業清理程序說明之：

（一）接管程序

主管機關派員接管金融機構，我國銀行法下之接管事件本身並不會構成提前終止與淨額結算條款所約定之破產違約事由。也就是在我國銀行之接管程序中，銀行之交易對造不得主張發生破產違約事由而要求提前終止交易與進行淨額結算，除非於接管期間接管人未依約履行契約義務，才會另構成提前終止與淨額結算條款之其他違約事由（目前我國主管機關接管銀行之案例中，尚未發生此情形）。上述看法在目前我國銀行接管案例中亦為市場參與者所接受。本文認為其主

³⁴¹ 臺灣臺北地方法院 97 年 11 月 7 日 97 年度整字第 8 號民事裁定主文中，對於債務人所有之衍生性金融資產，係為「不得轉與、設質、信託、租賃（含出租、轉租）、和解、拋棄、設定擔保物權或其他一切處分或增加負擔之行為。」之處分，解釋上並未明文限制提前終止與淨額結算條款之權利行使。

要解釋理由應該是在於：我國主管機關接管銀行後，目前為止主要是採行標售銀行資產負債與營業之概括讓與處理方式，對於問題銀行之交易對造來說，於接管期間接管人行使職權使銀行繼續營運及依約履行義務，而自資產負債與營業概括讓與予另一金融機構時起，其交易已轉讓而變更交易對象，受讓者仍會依約履行義務，基於以上所述，不會構成提前終止與淨額結算條款所約定之破產違約事由。

(二) 停業清理程序

我國銀行法下之清理程序，係銀行經主管機關勒令停業清理，並應指定清理人為之。銀行法第 62 條之 7 第 4 項並規定「受清理銀行已訂立之契約尚未履行或尚未完全履行者，清理人得終止或解除契約，他方當事人所受之損害，得依清理債權行使權利。」。銀行法清理程序之開啟，將構成提前終止與淨額結算條款所約定之破產違約事由，而交易對手在「單一主契約」模式下執行提前終止與淨額結算條款，並未違反銀行法之強行規定，故解釋上可有效執行；且此時「提前終止與淨額結算條款」之「提前終止」，解釋上係指向同一交易對手終止所有交易暨其部位，據以進行各交易正負評價相抵計算出單一債權金額，而非終止主契約本身。此外，存款保險條例第 41 條第 1 項規定「主管機關或農業金融中央主管機關勒令要保機構停業時，應即指定存保公司為清理人進行清理，其清理適用銀行法有關清理之規定。」，其相關分析則同上所述。

四、信用風險抵減規範：

金融監督管理委員會訂定之「銀行自有資本與風險性資產之計算方法說明及表格」（以下稱「計算方法」）³⁴²，將「資產負債表表內淨額結算」列為信用風險抵減（Credit risk mitigation）³⁴³工具之一，當銀行符

³⁴² 103 年 12 月 16 日金管銀法字第 10310007220 號修正公布。

³⁴³ 信用風險抵減 (Credit Risk Mitigation, CRM) 係指銀行藉由徵取擔保品、保證或信用衍

合計算方法之規定時，可將表內資產與負債就其淨信用暴險額計算其資本需求。銀行須以淨額基礎監視及控管攸關暴險，且所有使用於表內項目淨額結算之文件，應對所有關係人具有約束力，並且在司法管轄區內具有法律強制性。前揭計算方法並說明：銀行尚須進行充分之法律審查及驗證並建立良好之法律基礎，以取得上述法律強制力，同時應持續進行必要之審查，以確保強制力之繼續存在。對同樣之交易而言，使用信用風險抵減後應計提之資本要求，應比未使用風險抵減技術時為低。信用風險抵減工具可以降低或移轉信用風險，亦將同時增加其他風險(殘餘風險)，包括：法律風險、作業風險、流動性風險以及市場風險，銀行應採取嚴格之程序控制上述風險，包括訂定策略、研擬作業程序、進行信用審查及評價、系統建置、合約終止風險之控制，並避免由於使用風險抵減工具而導致之風險集中與整體信用風險相互影響之情形產生等。此外，計算方法對於以擔保品做為信用風險抵減工具之部分，亦說明：對於店頭市場衍生性商品及有價證券融資等交易之交易對手之保證金協議，銀行須確保能及時、正確計算追繳保證金及製發追繳保證金通知等相關作業之有效運作，並實施擔保品之管理政策。

由以上規範可推知，我國金融主管機關所訂規範對於店頭衍生性金融交易主契約所約定之提前終止與淨額結算條款，傾向在風險管理層面採取於一定條件下肯認其效力之立場。

五、債務清理法草案

司法院研修之債務清理法草案³⁴⁴，擬將破產法名稱修改為債務清理法，並新增重整程序，使陷於經濟困境之債務人（無論其係自然人、法

生性商品，或是根據淨額結算協議對單一交易對手之資產及負債進行淨額結算，以降低銀行面臨的信用風險。參閱金融監督管理委員會 93 年 9 月 21 日金管銀(一)字第 0931000564 號函就巴塞爾資本協定之信用風險抵減所做的簡介。

³⁴⁴ 債務清理法草案內容詳見司法院網站：破產法（更名為債務清理法）修正草案及條文對照表，<http://jirs.judicial.gov.tw/GNNWS/NNWSS002.asp?id=149921&flag=1®i=1&key=&MUCHInfo=&courtid=>，103 年 2 月 14 日公告。

人、非法人團體或公法人)得分別情形依該法所定重建型債務清理程序(和解、重整)或清算型債務清理程序(破產)清理債務。有關「進行中雙務契約」,現行破產法僅有第 77 條規定承租人受破產宣告時,雖其租賃契約定有期限,破產管理人得終止契約,其規範範圍過於狹隘。債務清理法草案第 45 條則擴大範圍而規定「法院裁定開始債務清理程序時,債務人所訂雙務契約,當事人雙方均未完全履行,監督人或管理人得終止或解除契約。但依其情形顯失公平者,不在此限。」,基於提前終止與淨額結算條款為民事契約法下的有效約定,以及在店頭衍生性金融交易「單一主契約」模式下,執行提前終止與淨額結算條款的過程及淨額結算結果,仍是一方當事人之單一債權(相對而言,則是他方當事人之單一債務),提前終止與淨額結算條款並未違反債務清理法草案所定規範,故解釋上可有效執行;且此時「提前終止與淨額結算條款」之「提前終止」,解釋上係指向同一交易對手終止所有交易暨其部位,據以進行各交易正負評價相抵計算出單一債權金額,而非終止主契約本身。

不過,因債務清理法草案第 36 條第 1 項規定法院於有債務清理之聲請後,債務清理程序終止或終結前,得依利害關係人之聲請或依職權以裁定為保全處分,其保全處分內容則參酌現行公司法第 287 條第 1 項各款規定為修正,其中包含「債權人對於債務人行使權利之限制」,對此,類同本項第二目所述意見,未來店頭衍生性交易主契約所約定之提前終止與淨額結算條款,是否可能被保全處分予以暫時凍結,將尚難預知法院意見;債務清理法草案第 37 條第 1 項則進一步規定「保全處分執行後,有礙執行效果之行為,對於債務清理債權人不生效力。」。如再從債務清理法草案第 36 條之修正理由說明「為防杜債務人之財產減少或業務狀況更形惡化,維持債權人間之公平受償,使債務人有重建之機會,有依債權人、債務人或其他利害關係人之聲請或依職權為一定保全處分之必要」以觀,法院為達具體案件之上述程序目的而可能採取之保

全處分態樣，容有未定。惟縱使提前終止與淨額結算條款被法院裁定保全處分予以暫時凍結，其對於終止日以及損益評價之時點將可能造成影響，但並非致使提前終止與淨額結算條款不生效力。

此外，在具體個案中，如果債務人於行為時（例如簽訂店頭衍生性金融交易主契約、承作新交易或是簽訂擔保附約文件時）明知有損於他債權人之權利，且其交易對手於受益時亦知其情事者；或縱使在債務人無詐害意思之情形下之提供擔保或其他行為等，監督人或破產管理人是是否得主張有害及債權而依債務清理法草案第 40 條第 1 項³⁴⁵撤銷相關法律行為，以致於可能對提前終止與淨額結算條款之權利行使造成影響，則仍待未來觀察具體個案實際狀況及司法實務發展情形。

第七項 歸納與小結

一、對應提前終止與淨額結算機制之破產法制立法思考

各國破產法所採取之立法原則並不相同，大致上而言，過去曾有學者將各國破產法制區分為「支持債權人模式」(pro-creditor approach; the English approach) 與「支持債務人模式」(pro-debtor approach; the Franco-Latin approach) 兩大類型³⁴⁶。前者承認債權人與破產債務人事前約定之終止契約條款與抵銷或相互抵充條款，以對抗其破產違約情事，例如英國、德國、日本等國採之³⁴⁷。後者則是著重於強化破產債務人之資產價值維持，而賦予破產管理人有選取是否履行契約義務之權利 (cherry-picking)，並認為事前約定保障債權人的抵銷或義務相互抵充條款形同創造新的優先受償順位(猶如未經公示的擔保, “unpublicized

³⁴⁵ 債務清理法草案第 40 條第 1 項：「債務人於法院裁定開始債務清理程序前所為之下列行為，有害及債權者，除本法別有規定外，監督人或管理人得撤銷之：……二、有償行為，於行為時明知有損害於債權人之權利，受益人於受益時亦知其情事。三、提供擔保、清償債務或其他行為，受益人於受益時，明知其有損害於債權人之權利。……」

³⁴⁶ See Bliss, *Supra* note 264, at 50-51.

³⁴⁷ See *id.*

security”³⁴⁸)，此將導致債權人間的受償不平等情形，故認為抵銷或義務相互抵充之事先約定條款係有效力上瑕疵，例如西班牙等拉丁美洲國家屬於此類型³⁴⁹。此外，美國、加拿大、法國等國則屬上開兩者混合型，以「支持債務人模式」為廣泛基礎，並就重大事項訂立有利於保護債權人（pro-creditor）之例外規定，這些例外規定常見於支付系統交易（payments systems transactions）或非傳統型金融交易³⁵⁰。如果單僅以提前終止與淨額結算機制（close-out netting）來說，其主要在於保護破產債務人之交易對手，而非保護破產債務人³⁵¹。不過，上述區分方式僅是過去大致上之理論分類，而且有學者認為所謂「支持債權人」與「支持債務人」之破產法制模式，其區分標準並非明確³⁵²。再者，2007年-2009年金融危機之後，國際間多有對於金融機構（不限於銀行業）之重建或清理程序另訂特殊規定，其在立法體例與架構上將較前述分類方式更為複雜，所以於破產事件中仍宜依具體個案所實際適用之破產法制進行分析。

如果各國破產法制的立法原則差異性愈大，則概念上統合國際間破產法制或是實務上處理跨國破產事件的困難度也會隨著增加。若無可資信賴與明確的合作制度，對於債權人來說，除了各自盡可能去主張其請求權與凍結（或執行）破產債務人之資產外，在債權人間實不易存在共同追求破產財團價值最大化目標之誘因，這也是跨國破產事件所面臨的問題之一。

如上所述，由於各國破產法制就其公共秩序（public policy）有不同考量，因此相互間必然會有立法論或是法解釋的差異存在。破產法制是否給予店頭衍生性金融交易例外規定之空間，在實務上將影響市場參

³⁴⁸ See *id.*

³⁴⁹ See *id.*

³⁵⁰ See *id.*

³⁵¹ See Jon Gregory, *Supra* note 139, at 47.

³⁵² See Wood, *Supra* note 262, at 3.

與者對交易對象的信用風險評估與可承作交易額度之計算。另一方面來說，店頭衍生性金融交易的市場總部位（gross positions）雖相當龐大，不過若從破產法制承認提前終止與淨額結算機制（close-out netting）可藉以降低交易對手信用風險之觀點，市場參與者將與同一交易對象間之彼此暴險金額相互抵充後的淨部位（net positions）將縮減非常多。如循此面向思考，當愈多國家破產法制承認提前終止淨額結算機制，且有愈多市場參與者以淨部位控管交易對象信用風險進而在計算上增加可承作交易額度時（例如徵審單位給予交易對象信用暴險額度 100 單位，該 100 單位並非指可承受交易對象違約所致之「損失總額」上限，而是指雙方間各交易之市場評價互抵後，所結算出可承受交易對象違約所致之「損失淨額」上限），市場總部位將可能愈加擴張，在此循環下，如遇有市場交易記錄資料不透明之情形，對於未參與相關交易的破產程序其他無擔保債權人來說，都將面臨更高度的破產債務人資產不確定性問題，甚或在是否平等對待債權人之問題層面上產生爭議。

二、外國學者與主管機關之修正建議

承續前述之破產法制立法思考，再進一步而言，如果破產法制所給予店頭衍生性金融交易之特殊規定（或承認提前終止與淨額結算條款在破產程序中之執行有效性，以下統稱為「破產法特殊規定」或「破產法特別規定」）無法有效降低系統性風險，則立法者宜更加正視該特殊規定對於破產法制核心原則之衝擊，以及探究其立法是否具有正當性。過去已陸續有論著對於破產法特殊規定所持理由提出不同見解或疑問³⁵³。在 2007 年-2009 年金融危機之後，仍有學者對破產法特殊規定之立論依據提出挑戰意見³⁵⁴，以及說明破產法特殊規定可能產生增加社會成本的效

³⁵³ 例如 Franklin R. Edwards & Edward R. Morrison, Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?, 22 Yale Journal on Regulation (2005); Robert R. Bliss and George G. Kaufman, Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral, and Closeout, (May 10, 2005). FRB of Chicago Working Paper No. 2005-03. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=730648> (last visited on : 2015/04/08).

³⁵⁴ 例如 Stephen D. Adams, Derivatives Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank : A

應，該增加成本可能來自於破產法特殊規定會降低持續檢視交易對手財務狀況之意願、引發「形成大到不能倒」(to become too-big-to-fail)的動機、降低經理人為其財務困難公司聲請破產之意願等途徑³⁵⁵。

學者 Steven L. Schwarcz 與 Ori Sharon 表示，各國破產法制所給予店頭衍生性金融交易的特殊優惠，其立法基礎尚未經嚴謹與系統化的審查，且大部分起源自法律學上「路徑依賴理論」(path dependence)所形成的規範型態之一，因此各國監管機關、立法者、政策決定者均不宜逕將此種破產法特殊規定所陳效益與降低系統風險之立論依據視為理所當然，且在金融業務複雜程度日益增加以及路徑依賴模式產生影響之情形下，更應謹慎地充分討論其立法必要性與立法範圍³⁵⁶。「路徑依賴理論」，係指最初的立法規定，經由資訊性障礙(informational burdens，例如資訊未臻全面充分)因素及政治性負擔(political burdens，例如特定重要產業之主張)因素，使得後續的立法者無法有不同選擇之視野，而繼續鎖定(locking in)或是擴張(magnifying)最初的立法模型³⁵⁷。Steven L. Schwarcz 並說明在雷曼公司一案中，評價結算為獲利(in the money)的交易對手執行提前終止與淨額結算條款，評價結算為損失(out of the money)的交易對手則不執行之，此種情形對雷曼公司的資產造成相當損失，降低其他債權人之債權回收率³⁵⁸。Steven L. Schwarcz 分

Structural Analysis (April 30, 2013), Harvard University's DASH repository, available at :<https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/10985175/AdamsSafe%20Harbors.pdf?sequence=3> (last visited on : 2015/04/08); Patrick Bolton and Martin Oehmke, Should Derivatives Be Privileged in Bankruptcy? (March 5, 2014). *Journal of Finance* (2015), 70(6), 2352-2394; David A. Skeel, Jr. and Thomas H. Jackson, Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy, *Columbia Law Review*, Vol. 112 (2012).

³⁵⁵ Darrell Duffie and David A. Skeel Jr., A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements, 6-10 (2012). Open access by Penn Law: Legal Scholarship Repository, Faculty Scholarship, Paper 386. http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/386 (last visited on : 2015/04/08)

³⁵⁶ Steven L. Schwarcz and Ori Sharon, The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path Dependence Analysis, 71 *Wash. & Lee L. Rev.*, 1715, 1754-1755 (2014)

³⁵⁷ See *id.*, at 1722-1723.

³⁵⁸ Steven L. Schwarcz, Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk, *University of Illinois Law Review*, Vol. 2015, No. 2, 717 (2015); Michael Fleming & Asani Sarkar, The Failure Resolution of Lehman Brother, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol. 20, No. 2, 175, 178-179, 182-189 (March 2014).

析系統性風險之各項決定因子後，認為破產法特殊規定未必具有避免系統性風險之功能，甚或反而可能促成或擴大系統性風險³⁵⁹，Steven L. Schwarcz 並建議在立法上將破產法特殊規定予以限縮適用，僅適用於破產主體為「具系統重要性之金融機構」(Systemically Important Financial Institutions, 以下簡稱「SIFIs」) 以及其與非具系統重要性金融機構(non-SIFIs)所承作以避險為目的(used for hedging)之交易³⁶⁰。

學者 Stephen D. Adams 認為在破產法特殊規定以及提前終止與淨額結算條款的實務運作下，陷入財務問題的一方可能被他方與其他交易對手同時依約通知須增提擔保品(collateral calls)而產生類同銀行擠兌(a bank run)之效果，引發立即的流動性危機(an immediate liquidity crisis)³⁶¹而加速惡化問題機構的財務困境，其若無法履行提出擔保品義務，又將進一步構成違約事件，在交叉違約條款(cross-default clauses)影響下，該違約方將面臨所有交易對手群起要求提前終止所有交易部位並為淨額結算³⁶²，同時各交易對手也會急於處分其所持有的擔保品，在此種整體循環模式之下，如果違約方是大量承作衍生性金融交易的主體，其擔保品價值與市場交易價格在金融市場中將因欠缺需求及流動性而急轉直下，風險傳遞至其他市場參與者，將可能導致系統性危機³⁶³。有關破產法特殊規定可能更加惡化大型金融機構之財務失敗並進而引發系統性風險之論點，從美國主管機關在避險基金 Long Term Capital Management (LTCM) 案，為避免無秩序大量終止衍生性金融交易契約而提前介入處理，以及後來雷曼公司因衍生性金融交易資產組合遭到無秩序提前終止而受有損失成本等情形，可為該論點的說明基礎之一

³⁵⁹ Steven L. Schwarcz, Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk, *University of Illinois Law Review*, Vol. 2015, No. 2, 706-717 (2015)

³⁶⁰ See *id.*, at 718.

³⁶¹ Stephen D. Adams, Derivatives Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank: A Structural Analysis, 11-12 (April 30, 2013), Harvard University's DASH repository, available at :<https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/10985175/AdamsSafe%20Harbors.pdf?sequence=3> (last visited on : 2015/04/08)

³⁶² See *id.*

³⁶³ See *id.*

³⁶⁴。Stephen D. Adams 進一步認為，如果美國 Dodd-Frank Act 第二章秩序清算程序（OLA）相關規定能夠有效控管系統性風險（此尚未經實務案例驗證），則其更可彰顯修訂破產法特殊規定之必要性³⁶⁵；並表示 1 日暫時凍結期間（the one-day stay）相對短暫，因此建議若經謹慎規劃則可延伸為 4 日³⁶⁶。

學者 David A. Skeel, Jr. 以及 Thomas H. Jackson 提出破產法制下「交易一致性處理」（transaction consistency）的概念，並據此倡議應廢除對店頭衍生性金融交易的破產法特殊規定³⁶⁷。David A. Skeel, Jr. 與 Thomas H. Jackson 同時瞭解「交易一致性處理」（也就是破產法原則規定並不特別排除店頭衍生性金融交易之適用）在立法進程上並非一蹴可幾，所以建議至少應對破產法特殊規定進行部分修正，其建議選項之一，是對於美國破產法給予附買回債券交易（repos）及衍生性金融交易（derivatives）之優惠規定區分以觀：在附買回債券交易之部分，鑑於其具有短期擔保融資之屬性，仍應允許提前終止並將可執行擔保品標的限縮於類同現金（cash-like）的高流動性資產（例如高評等的政府債券。至於流動性不佳的房貸抵押證券 mortgage-backed securities 則無法適用破產法特殊規定）³⁶⁸。而有關店頭衍生性金融交易之部分，考量其價值具有高度變動性（high velocity and volatility），建議修訂破產法使此類交易於破產事件起始時強制受限於三日自動暫時凍結期間，在此暫時凍結期間破產管理人可以決定接受（assume）或拒絕（reject）交易，且其決定範圍應以一個主契約（a single master agreement）下的所有交易為準³⁶⁹。David A. Skeel 與 Thomas H. Jackson 同時也建議附買回債券交易及衍生性金融交易均仍應適用美國破產法中有關偏頗行為

³⁶⁴ See *id.*

³⁶⁵ See *id.*, at 14-15.

³⁶⁶ See *id.*, at 16.

³⁶⁷ David A. Skeel Jr. and Thomas H. Jackson, Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy (February 22, 2012), *Columbia Law Review*, Vol. 112, 199 (2012).

³⁶⁸ See *id.*, at 156-157, 179.

³⁶⁹ See *id.*, at 157, 187.

(preference) 之撤銷權 (avoidance) 規定，但適度調整為破產管理人僅可取回 (claw back) 破產開始前 90 天期間起始日與破產開始日之兩時點評價相差的交易對手所獲利益 (two-points net improvement)³⁷⁰。此外，David A. Skeel Jr. 對於集中清算機構本身為破產主體之情形，認為其所涉交易仍應予以暫時凍結期間³⁷¹。

學者 Darrell Duffie 則表示，破產法特殊規定之適用，應排除未經集中清算的店頭衍生性金融交易 (uncleared transactions)，也就是未經集中清算的交易應適用短暫凍結期間暨該期間內相關處置方式，且如果朝此種立法制度為調整，其需階段性進行，給予市場參與者適當時間以隨同調整所對應的資產負債表記載方式及風險管理方式。而依法規經集中清算的交易 (cleared transactions)，因具有流動性 (liquidity)，所以可適用破產法特殊規定；但是如果破產主體就是集中清算機構本身時，其所涉及的集中清算交易仍不應適用破產法特殊規定，而須訂定暫時凍結暨相關處置規定，以避免傳遞風險 (contagion) 導致對其清算會員或金融市場造成損害³⁷²。

學者 Darrell Duffie 與 David A. Skeel Jr. 各自對店頭衍生性金融交易適用短暫凍結期間之立法建議中，均認為短暫凍結期間至多僅持續幾日，以供破產債務人於該短暫凍結期間內得有效執行其權利³⁷³。

學者 Kenneth M. Ayotte 與 David A. Skeel Jr. 則共同提出有關破產法制可具有提供流動性 (liquidity) 功能之分析觀點，例如破產法制中若訂有債權人重新協議、一定條件下提供融資、排除負擔後出售資產等規

³⁷⁰ See *id.*, at 190-191.

³⁷¹ See Darrell Duffie and David A. Skeel Jr., *Supra* note 355, at 23 (David's Policy View).

³⁷² See Darrell Duffie and David A. Skeel Jr., *Supra* note 355, at 19 – 21 (Darrell's Policy View for OTC Derivatives Stays).

³⁷³ See Darrell Duffie and David A. Skeel Jr., *Supra* note 355, at 23.

定，可做為提供流動性的機制³⁷⁴。前揭著作中亦同時表示，於金融機構的破產違約事件中，需特別注意對其他金融機構產生擴散效應（serious spillover effects）、影響支付或清算系統、以及金融機構一旦有遲延義務之情形，其整體價值將可能快速消失等層面，故從破產債務人之流動性需求觀點來說，於金融機構的破產違約事件中更需對店頭衍生性金融交易課以暫時凍結期間³⁷⁵。

學者 Mark J. Roe 對衍生性金融交易之破產法特殊規定進行相關評論時，其分析因子常同時廣及經濟效益層面與整體金融市場層面，所以其不但表示破產法特殊規定將加速惡化已發生金融危機的程度³⁷⁶，並也另外指出，有關破產法特殊規定的影響，在金融危機發生之前就已開始弱化市場紀律機制（Market-Discipline Mechanisms）而影響金融市場的穩定性與體質³⁷⁷。因為交易者在破產法賦予優勢地位之情形下，承作交易時交易者將側重於擔保品是否足夠（以利交易對手破產時可即時執行擔保品）以及提前終止與淨額結算條款之有效性，反而未著重於嚴謹審慎檢驗交易對手財務狀況、依交易對手信用狀況訂定交易價格以吸收系統風險、以及交易對手分散化等傳統基礎市場紀律³⁷⁸。Mark J. Roe 也認為美國金融改革法案之相關規定仍未能提供刺激市場參與者落實事前金融市場紀律（precrisis financial market discipline）之誘因³⁷⁹。Mark J. Roe 建議廢除破產法特殊規定，並藉由 Modigliani-Miller framework 分析理論，說明破產法特殊規定係將店頭衍生性金融交易市場參與者之風險，移轉至店頭衍生性金融交易市場以外之其他市場，所以對於整體金融市場來說，風險並未直接消除³⁸⁰。

³⁷⁴ Kenneth M. Ayotte and David A. Skeel Jr., Bankruptcy Law as a Liquidity Provider, University of Chicago Law Review, Vol. 80, No.4, P.1589-1602 (2013)

³⁷⁵ See *id.*, at 1618-1619, 1621-1622.

³⁷⁶ Mark J. Roe, The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, Stanford Law Review volume 63, issue 3, 583 (March, 2011)

³⁷⁷ See *id.*, at 560-564, 588.

³⁷⁸ See *id.*, at 560-564.

³⁷⁹ See *id.*, at 589.

³⁸⁰ Mark J. Roe, Derivatives Markets in Bankruptcy, Comparative Economic Studies, Vol. 55,

學者 Stephen J. Lubben 分析破產法特殊規定並不具有充分的立法正當性，因此建議應予以廢除³⁸¹或至少應縮減其適用範圍³⁸²。在前者（廢止破產法特殊規定）之情形，建議同時調整破產法相關配套規定，例如針對衍生性金融交易擔保品價值變動性之問題，規定以破產申請日為基準，固定債權人依擔保約定所受擔保之佔比；合理限縮破產管理人選擇承受或拒絕履行之處理期間等³⁸³。在後者（縮減特殊規定之適用範圍）之情形，則建議破產法特殊規定適用於破產（狹義）清算程序、金融機構之破產（狹義）程序與重整程序；至於在非金融機構之重整程序，則不應適用破產法特殊規定³⁸⁴。

此外，美國聯邦存款保險公司與德國、英國、瑞士等多國監管機關曾共同發函勸促 ISDA 變更主契約條款內容，以使市場參與者約定，在具系統重要性之國際性金融機構（a global systemically important financial institution, G-SIFI）清理程序中，應於一定短期間內暫停提前終止與淨額結算權利之行使，並表示此種改變可以降低無秩序提前終止交易的情形，俾利清理主管機關以穩定方式進行跨國清理程序³⁸⁵。對此，ISDA 於 2014 年提出有關暫停行使提前終止結算權利之議定書（ISDA 2014 resolution stay protocol）³⁸⁶，事前即首先獲得 18 家主要

Issue 3, 520-521, 525, 529 (2013).

³⁸¹ Stephen J. Lubben, Repeal the Safe Harbors, *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 18, 319 (2010).

³⁸² Stephen J. Lubben, Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment, *U. Pa. J. Bus. Law*, Vol. 12, No. 1, p. 61 (2009)

³⁸³ Stephen J. Lubben, the Bankruptcy Code without Safe Harbors, *American Bankruptcy Law Journal*, Vol. 84, 123 (2010).

³⁸⁴ See Lubben, *Supra* note 381, at 77.

³⁸⁵ FDIC press releases (November 5, 2013), Federal Deposit Insurance Corporation, Bank of England, German Federal Financial Supervisory Authority and Swiss Financial Market Supervisory Authority Call for Uniform Derivatives Contracts Language, available at : <https://www.fdic.gov/news/news/press/2013/pr13099.html> (last visited on : 2015/04/08); Letter to ISDA, authored jointly by The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), together with the Bank of England, the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), and the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA), available at : <https://www.fdic.gov/news/news/press/2013/pr13099a.pdf> (last visited on : 2015/04/08)

³⁸⁶ ISDA 網站公開資料，ISDA 2014 Resolution Stay Protocol, available at : <https://www2>.

國際性銀行及其關係企業同意加入³⁸⁷，此 18 家主要國際性銀行及其關係企業之議定書係於 2015 年 1 月 1 日生效³⁸⁸。而 FSB 在其 2014 年 9 月 29 日提出的建議文件中，亦係將此種契約規制模式列為處理跨國破產事件的可行方式之一。本文將於第六章中做進一步的說明。

三、小結

如果破產主體所持有的進行中店頭衍生性金融交易數量越多，在其破產之際各交易對手又爭相提前終止結算交易部位，將對破產主體後續重整回復或是清理清算程序造成更多困難與不確定性，同時，對於整體金融市場的流動性與價格機制也更可能產生負面的影響。美國 Dodd-Frank Act 在第二章中針對具系統重要性金融機構（Systemically Important Financial Institutions, SIFIs）規定了短暫凍結的處理模式（詳如本文第五章之介紹），不過美國並沒有修訂或變更破產法對店頭衍生性金融交易的特殊規定。但是因 Dodd-Frank Act 第二章之規定內容，破產法特殊規定的正當化基礎，再次受到挑戰。

參酌前揭外國學者見解，本文亦認為對店頭衍生性金融交易給予特殊規定（或承認提前終止與淨額結算條款效力）之破產法規範體制，應進行適度調整，並採取上開外國學者提出修正意見時所闡述之理由基礎，尤其是有關破產法特殊規定恐更加惡化系統性風險之考量層面。有鑑於是否全面變更破產法制仍須經過多方意見討論與正反評析，短期間內各國可能均難以達成修訂破產法之全面性共識與結論，因此綜觀及參考以上外國文獻，本文採取立場係以時程與其所對應問題核心範圍兩項

isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/20 (last visited on : 2015/04/10)

³⁸⁷ ISDA Latest News (October 11, 2014), Major Banks Agree to Sign ISDA Resolution Stay Protocol, available at : <http://www2.isda.org/news/major-banks-agree-to-sign-isda.org/news/major-banks-agree-to-sign-isda-resolution-stay-protocol>(last visited on : 2015/04/10)

³⁸⁸ ISDA Latest News (November 12, 2014), ISDA Publishes 2014 Resolution Stay Protocol, available at: <http://www2.isda.org/news/isda-publishes-2014-resolution-stay-protocol>(last visited on : 2015/04/10)

因素做為基礎，說明對破產法規範體制可進行調整之方向如下：

(一) 在短中期的時程觀點上：

至少宜先以處理高度系統性風險為問題核心範圍。因此需在金融機構或大型投資公司之清理程序立法中，對店頭衍生性金融交易契約之提前終止與淨額結算權利，訂立妥適的暫時停止（暫時凍結）期間，並賦予主管機關在此暫時停止（暫時凍結）期間內，具有轉讓同一交易對手之主契約下全部交易予第三機構的權利；或是主管機關具有提前終止與淨額結算同一交易對手之主契約下全部交易的權利，以及同時建立股東與債權人共同承受損失機制（bail in）。在清理機構繼續履行其金融交易契約之情形（前提）下，清理程序措施將不構成交易對手行使終止權之破產事由。上述所採立場，係為降低清理主管機關處理問題金融機構時所可能面臨無秩序提前終止交易引發的金融市場連鎖性風險，並期促進清理程序之穩定與效能。延續上開意見，對於我國有關金融機構之清理法制，亦建議循此方向制定規範。

(二) 在長期的時程觀點上：

問題核心範圍需於系統性風險外，再增加有關債權人平等原則、維護債務人資產價值及市場紀律之爭議探討。如果認為基於債權人平等原則、維護債務人資產價值以及強化市場紀律等考量而應調整破產法規範體制，則調整的範圍將不限於前揭金融機構或大型投資公司之清理程序立法，而應整體落實到一般破產法制之處理原則。在長期的時程觀點上，本文採取立場如下：

1. 提前終止與淨額結算條款在破產事件中可能損害債權人平等原則的最大疑慮，並非在於該條款所包含的主契約下終止全部交易、評價、以及損益相互抵充之程序本質；其可能損害債權人平等原則之最大疑慮，係在於未違約方可以「選擇」「執行」或「不執行」提前終止與淨額結算條款，且其涉及店頭衍生性金融交易價值的

高度波動性（相較而言，一般債權抵銷不會有評價損益波動之問題），此將導致由未違約方（非破產方）決定其破產程序中的交易是否終止以及所申報之債權價值，以至於對其他無擔保債權人造成分配上之影響；且當破產債務人所持有店頭衍生性金融交易在其資產負債中所佔比例越高，對於其他無擔保債權人的影響則越大。因此，在立法上亦需規定以合理的暫時停止（暫時凍結）權利期間，並使破產管理人在此期間內可以執行其職務權限以進行秩序性破產程序，例如具有決定將同一交易對手之主契約下全部交易予以終止與淨額結算、或是將其轉讓予第三人續行履約等權限；如果破產管理人為上開決定，則未違約方不得以該次破產事件為由再做其他主張；如果破產管理人未為上開決定，則於暫時停止（暫時凍結）期間經過（結束）後，未違約方可以依主契約主張執行（或不執行）提前終止與淨額結算條款。

2. 如果在無秩序終止交易之情形下，提前終止與淨額結算條款對於重整程序之法人繼續經營價值或破產（狹義）程序之破產財團價值，極可能產生貶損資產的結果，所以宜採取上開第 1 點之規範模式，在破產債務人與非破產方之間尋求折衷處理方式，緩和資產貶損之衝擊。
3. 對於詐害行為或偏頗行為所關聯主契約下之提前終止與淨額結算條款，其效力在規範上應予以排除。亦即交易雙方須為善意無偏頗行為，詳言之，也就是如果債務人於行為時，例如簽訂主契約、進行新交易、使交易受有擔保利益（訂立主契約下信用擔保文件或金融義務受有擔保）時，明知有損於他債權人之權利，或已知悉或是應可知悉一方即將進入清算程序或重整程序，且其交易對手於受益時亦知其情事者，破產管理人得撤銷相關法律行為，以排除提前終止與淨額結算條款之效力。

第二節 對於第二章案例之實體面分析

如第一節第七項之歸納彙整所述，各國破產法制所採取立場不盡相同而各有其立法基礎。本文認為除了觀察各法制所設立的破產原則，其法制立場本身並無被相互比較評價之必要，因為各國在立法論上自有其公共秩序之不同考量。可以進行分析的層面應該是下列兩部分：一為跨國交易之契約條件在該破產法制下是否被合法認定與解釋，一為面對不同破產法制間產生的歧異與衝突時如何協調或（與）有效處理。前者將於本節先行探討，後者則另於本文第六章再行討論。

本文認為，第二章所列美國破產法院與英國法院兩則判決，各自在其破產法制下有其支持理由，並無優劣之分。兩者的差異源於各自破產法制所著重之立法政策或公共秩序（public policy）內容不同，這是在不同社會群體文化間必然會產生的問題。以下對於兩則判決的分析也將以此觀點為基礎。不過另外加以強調的是，承繼本文在第一節第七項中對店頭衍生性金融商品相關破產法特殊規定所採取的保留態度，本文贊同美國破產法院於 BNY case 中之見解。

第一項 ISDA 與 SIFMA 支持序位轉換條款之有效性

ISDA 向美國破產法院所提出「法庭之友」(Amicus Curiae) 意見書³⁸⁹中，勸促上訴法院否定原審法院過度狹義解讀安全港條款之見解。該意見書首先表示國會對於店頭衍生性金融交易市場之保護立場表現於制定破產法中的安全港條款，並且強調縱使 Dodd-Frank Act 通過後，亦

³⁸⁹ Brief of Amicus Curiae by International Swaps and Derivatives Association, Inc. (November 1, 2010), available at: <http://www2.isda.org/functional-areas/legal-and-documentation/amicus-briefs/page/1> (last visited on : 2015/02/16)

未變更上述破產法之特別規定³⁹⁰。

ISDA 於本件意見書中援引以往美國國會相關立法理由，例如減少交易及市場之大幅變動（to minimize volatility）³⁹¹、避免破產效應波及金融市場中之其他公司（prevent “the insolvency of one commodity or security firm from spreading to other firms”）³⁹²、降低銀行體系與金融市場中的系統性風險（to reduce ‘systemic risk’ in the banking system and financial marketplace）³⁹³等，說明以安全港條款排除部分破產法原則之重要性。

依破產法 11 U.S.C §560（也就是安全港條款）規定，店頭衍生性金融交易契約（swap agreement）之非破產方有權依約執行清算、終止或加速到期該契約之權利（“the exercise of any contractual right...to cause the liquidation, termination, or acceleration of one or more swap agreements”）而不受限於破產法之自動凍結規定。ISDA 表示上開 §560 所稱「清算（liquidation）」意義，應依文義（the plain meaning）以觀，包含就終止交易應交割款項（payment in settlement）之決定（determine）與實現（effect），以及§560 規範目的既為保護依約執行清算、終止或加速到期交易契約之權利，則§560 也必須保護有效執行計算方式約定條款之權利，以計算最終支付金額與適用擔保文件（擔保條款）；而序位轉換條款約定了終止交易時如何決定相關擔保品的支付方式，其屬於「清算（liquidation）」店頭衍生性金融交易契約之一部³⁹⁴，故序位轉換條款仍應適用安全港條款而得為有效執行，不受破產法之限制。

³⁹⁰ See *id.*, at 1- 2.

³⁹¹ H.R. Rep. No. 101-484, at 2(1990), reprinted in 1990 U.S.C.C.A.N.223, 224.

³⁹² H.R. Rep. No. 97-420, at 2 (1982), reprinted in 1982 U.S.C.C.A.N. 583, 583.

³⁹³ H.R. Rep. No. 109-31, at 20 & n.78 (2005), reprinted in 2005 U.S.C.C.A.N. 88, 105-06.

³⁹⁴ *Supra* note 389, at 15 -16.

證券業暨金融市場協會 (Securities Industry and Financial Markets Association, 簡稱「SIFMA」) 所提出法庭之友意見書³⁹⁵, 其支持序位轉換條款有效性之理由, 除了與上述 ISDA 陳述理由大致相同外, SIFMA 同時說明債券投資人、金融交易市場、及信評機構等相關各方之信賴維護的重要性³⁹⁶。

第二項 在美國法下之分析

有關美國破產法院判決之見解 (在美國法制的前提下), 茲分析如下:

一、有關美國破產法院認為序位轉換條款並不構成本案衍生性金融交易主契約之一部分, 此點意見仍待商榷:

如本文於第三章以 ISDA 主契約為例所做之相關說明, 店頭衍生性金融交易契約通常係由多項文件共同組成, 以適用與增補相關交易約定及條件。本案中雙方當事人既已於 ISDA 主契約之附約 (the Schedule) 中明確地約定適用擔保文件 (Trust Deed) 中的序位轉換條款, 以變更原先 ISDA 契約雙方所約定之提前終止與淨額結算條款內容, 則法院自不應以序位轉換條款未與主契約記載於同一份文件而否定其效力。且美國破產法對店頭衍生性金融交易契約 (swap agreement) 進行定義時, 其文字已清楚表示應包括於契約中記載援引適用之交易條件 (「terms and conditions incorporated by reference」)³⁹⁷ 以及與店頭衍生性金融交易契約有關之擔保協議 (「any security agreement or arrangement or other credit enhancement related to any swap agreement」)³⁹⁸, 因此本案於現行實務所約定之契約文件組成方式及文件援引適用方式, 並不

³⁹⁵ Brief of Amicus Curiae by Securities Industry and Financial Markets Association (November 1, 2010), available at: <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=21961> (last visited on: 2015/04/08)

³⁹⁶ See *id.*, at 4-5, 9-10.

³⁹⁷ 11 U.S.C §101(53B)(A)(i),(ii)

³⁹⁸ 11 U.S.C §101(53B)(A)(vi)

會影響序位轉換條款之效力判斷。

二、美國破產法院認為序位轉換條款違反該國破產法之禁止破產事由條款規定而為無效，此點結論在美國法下應為有理由：

相較於前述 ISDA 認為破產法 11 U.S.C §560 所稱「清算 (liquidation)」意義應包含對終止交易交割款項之決定與實現，美國法院認為該「清算 (liquidation)」的概念並不包含決定是否支付之過程，也就是清算意涵並不包括變更債務人之權利，否則將不符§560 之規定內容。本文認為在單純文義解釋上，執行「清算 (liquidation)」是否包含可以決定權利有無或是改變權利內容，的確存在爭議空間。如 Black's Law Dictionary 對於一般「清算 (liquidation)」所做定義之一，就包含「對於尚未確定的事項 (例如債務或損害)，依約定或訴訟而決定其確實金額之行為 (“The act of determining by agreement or by litigation the exact amount of something (as a debt or damages) that before was uncertain”）」³⁹⁹ (此定義文字均為各方所採，但是各自有不同解讀，ISDA 認為該定義內容包含可決定權利是否變動，破產法院 Peck 法官則於其 2013 年 12 月另一案件中表示該定義係指決定應付項目之正確金額)。但是若從安全港規定的立法原由與目的以觀，本文仍贊同美國法院所認定序位轉換條款不屬於安全港規定保護範圍之見解。主要理由如下：

(一) 如前所述，安全港規定的理由在於破產事件發生時，期望減少交易及市場之大幅變動、降低系統性風險等，以及美國國會於 1990 年修訂破產法§560 特殊規定時，說明其目的為立即結算所有交易以避免破產程序中交易部位之繼續開放與無法避險⁴⁰⁰，再反觀本案序位轉換條款的當事人約定目的，係為確保債券投資人於債券到期時可取回投資金額 (債券發行人會處分擔保資產以取得資金支付給 LBSF，並以 LBSF 到期款項返還予債券投資人) 或是於 LBSF 破產

³⁹⁹ Black's Law Dictionary, Bryan A. Garner (Editor in Chief), P.1015, (Ninth Edition, 2009), Thomson Reuters.

⁴⁰⁰ 136 Cong. Rec. S 7535 (daily ed. June 6, 1990) (Statement of Sen. DeConcini)

時啟動序位轉換條款，使債券投資人只承擔有關交易基礎資產之信用風險，並不面對 LBSF 之信用風險。綜上所述，序位轉換條款之安排並不具有安全港規定之降低系統性風險等相關立法預期功能，在解釋上將無法列入安全港規定之適用範疇，因此違反美國破產法禁止破產事由條款之規定而無效。

(二) 金融市場之交易創新快速，如果不謹慎審酌安全港規定之立法目的而對清算概念採取一般性之單純文義解釋，可能導致過度擴張安全港規定適用範圍，使任何與提前終止與淨額結算條款有關之權利變動約定均列入安全港規定保護範圍，加深法律適用不明確之疑慮。

三、與 James M. Peck 法官於 2013 年另一判決之比較

本文第二章案例美國破產法院 James M. Peck 法官，後來於 2013 年 12 月另一案件 (Michigan State Housing Development Authority v. Lehman Brothers Derivative Products Inc., 以下稱「Michigan State case」)⁴⁰¹ 中對安全港規定之適用範圍再為表達意見。Michigan State case 為 Michigan State Housing Development Authority (以下稱「MSHDA」) 與 Lehman Brothers Derivative Products Inc. (以下稱「LBDP」) 簽署 ISDA 契約並承作多筆利率交換交易，雙方約定因主契約第 6 條 (e) 所約定違約事件與終止事件 (Events of Default and Termination Events) 發生而執行提前終止與淨額結算條款時，採取市場報價法 (Market Quotation Method) 之計算方式，如果是因為附約 (the Schedule) 中另外增訂「其他終止事件」(Additional Termination Events，例如本案約定 LBDP 母公司破產事件屬於「其他終止事件」) 發生而執行提前終止與淨額結算條款時，則由未違約方採取中期市場評價法 (Mid-Market method) 之計算方式。2008 年 9 月 15 日，LBDP

⁴⁰¹ Michigan State Housing Development Authority v. Lehman Brothers Derivative Products Inc., et al., Adversary No. 09-01728 (JMP) in the U.S. Bankruptcy Court for the Southern District of New York.

之母公司 LBHI 聲請破產，原本 MSHDA 得依其他終止事件主張提前終止結算，且採中期市場評價法計算方式，但是 MSHDA 卻改與 LBDP、LBSF 共同簽署轉讓暨變更契約，由 LBDP 將 ISDA 契約權利義務轉讓予當時尚未聲請破產的關係企業 LBSF，並修訂原 ISDA 契約條款而改約定如下：因 LBSF 破產事由發生而提前終止結算時，採取市場報價法之計算方式，若是由於其他事由發生而提前終止結算時，則採取中期市場評價法之計算方式。

2008 年 10 月 3 日 LBSF 聲請破產，MSHDA 主張提前終止結算，且依市場報價法結算後，MSHDA 應支付 LBSF US\$36,346,426，但是 LBSF 並不同意。LBSF 主張 ISDA 契約中有關變更計算方式之條款，構成破產事由條款 (a classic ipso facto clause)，因違反破產法§365 (e) (1) 禁止規定而屬無效，又依雙方原先約定之中期市場評價法結算後，MSHDA 應支付 LBSF US \$59,401,019。

破產法院 Peck 法官認為，安全港規定保護店頭衍生性金融交易契約一方得依約執行「liquidation」(清算)之權利，其內容包含決定提前到期應付項目之正確金額，而決定該正確金額係依據雙方約定之計算方式所為，亦即計算方式條款是清算行為之必要部分，所以認定本案計算方式條款應可依約執行而適用安全港規定。Peck 法官同時也說明 Michigan State case 與 BNY case 之兩者區別，在於前者 (Michigan State case) 係選擇結算終止交易時所適用的評價方式；後者 BNY case 之序位轉換條款則使未違約方在破產事件發生時取得比原先更佳順位的受償地位 (improve their standing in a waterfall and obtain higher priority distributions upon the occurrence of a bankruptcy default)，故序位轉換條款不適用安全港規定而違反破產法禁止破產違約事由之規定。

本文雖不反對執行清算權利須依據雙方約定之相關契約條款為之，以及計算方式條款是清算行為的必要部分，但本文同時也認為，如果計算方式條款涉及以破產事由做為變更計算方式之條件，則該變更計算方式應係違反美國破產法規定而不具有效性。此種看法也較能符合安全港規定原本期待降低金融市場系統性風險之立法理由。因此，本文認為 Peck 法官在不同案件中對安全港規定適用範圍之認定，似未做出一致性的判斷。

第三項 在英國法下之分析

相較於美國破產法院判決嚴守該國破產法之成文規定，英國高等法院【2009】EWCA Civ 1160(CA)判決對於序位轉換條款，則係審視其是否違反司法實務形成之禁止剝奪資產法則。英國高等法院著重於雙方當事人間權利實質正當性之比較與闡釋，也就是英國法院不僅檢視序位轉換條款本身文義（Clause 5.5 of the Supplemental Trust Deed），而且同時也審閱整體交易結構，藉由分析本案交易架構之各項實質要素，推導出本案序位轉換條款的效力並不是將 LBSF 的資產移轉給債券持有人（因為用來做為支付金錢來源的擔保資產，本來就是以債券持有人支付之申購價款去買進的），以及 LBSF 原本僅享有轉換條款所賦予之或有權利（a contingent right）等理由，而認定序位轉換條款不違反禁止剝奪資產法則，仍為有效條款。不過英國高等法院同時表示，在保證人 LBIH（LBSF 的母公司）破產時已使轉換條款生效，由此面向以觀，本案序位轉換條款亦不構成 LBSF 違反禁止剝奪資產法則。

英國最高法院於 2011 年 7 月仍維持序位轉換條款未違反禁止剝奪

資產法則之結論⁴⁰²。最高法院說明當事人誠信與交易的商業合理性（good faith and the commercial sense of the transaction）會構成禁止剝奪資產法則之適用限制，並認定序位轉換條款相關當事人係進行誠信的複雜商業交易（the fact that this was a complex commercial transaction entered into in good faith），承作交易當時並沒有規避破產法規的意圖，這點從擔保品係由投資人資金所購入、轉換條款並非以LBSF破產為唯一生效事由、契約雙方立於對等地位等事實可知。不過，最高法院也謹慎的表示，有關以當事人破產時其擔保利益轉居劣後為約定目的之契約條款，其在英國法制下是否具有效力，均應於個案中審慎檢視之。

禁止剝奪資產法則（the Anti-Deprivation Rule），係指契約雙方約定於一方開始破產程序時（at the commencement of the bankruptcy or winding up），將該破產方當時所持有資產移轉予另一方，上述約定條款違反公共政策（public policy），應為無效⁴⁰³。上述普通法原則是由英國200多年來的相關案例法院判決所形成⁴⁰⁴。學者 Roy Goode 認為英國法院對於序位轉換條款案件所為判決及見解，實屬正確⁴⁰⁵，Roy Goode 並表示英國法院認定序位轉換條款有效的各點理由之間，係彼此具有連結性而非各自獨立，整體來說，從交易起始時，當事人即商議以序位轉換條款做為信用違約交換交易買方未能繼續履行契約義務時的對價條件，換言之，信用違約交換交易買方（即破產人）未踐行契約義務且交易對造因此可主張同時履行抗辯之時，對破產人而言，擔保資產成為條件未成就的瑕疵資產（flawed asset），破產人並無法持有該擔保資產⁴⁰⁶，以及取回擔保資產者即為出資購買該資產之債券投資人，債券投資人取回

⁴⁰² Belmont Park Investments PTY Limited (Respondent) v. BNY Corporate Trustee Services Limited and Lehman Brothers Special Financing Inc.(Appellant) 【2011】 UKSC 38

⁴⁰³ See Goode, *Supra* note 237, at 217.

⁴⁰⁴ See *id.*

⁴⁰⁵ See *id.*, at 230.

⁴⁰⁶ See *id.*, at 230-232.

擔保資產係與其事前授權 (prior authority) 內容一致⁴⁰⁷。基於以上理由，序位轉換條款並未構成禁止剝奪資產法則所稱之「剝奪」(deprivation)⁴⁰⁸，因此序位轉換條款並不適用禁止剝奪資產法則。本文認為上述學者 Roy Goode 在英國法下對於英國法院判決所為分析意見，應屬可採。

此外，學者 Sarah Worthington 表示，資產的分離如果是依其他約定事由啟動而非依據契約當事人一方本身破產事由時，則非屬禁止剝奪資產法則之適用範圍⁴⁰⁹。禁止剝奪資產法則係根植於公共政策之考量，重要的是如何區分出禁止與否的界線⁴¹⁰。Sarah Worthington 並指出，比較可行的區分方式為：資產之持有權利在性質上係必要地 (necessarily) 且固有地 (inherently) 應為時間限制 (time - limited) 者，例如租賃、授權、利息、股息、定期收入、年金等，其時間限制係為定義其權利範圍 (時間限制之方式可由雙方當事人約定)，契約雙方可約定一方享有一定時間限制之資產權利，而該合意的時間限制，則包含以權利持有者之破產時點為界線的時間限制，此種情形下所設限制並未違反禁止剝奪資產法則；反面來說，如就其他的資產權利 (例如房屋、股票、債券、專利權、權利金等) 附加以權利持有者破產時點為界線之時間限制，將被視為雙方係專為確認標的資產在權利持有者破產前均歸屬其所有，且在破產程序開始時轉讓該標的資產予他人，此種約定則會違反禁止剝奪資產法則，其時間限制條件為無效⁴¹¹。Sarah Worthington 提出的區分方式較為明確，且以資產權利性質上具時間限制之必要性與固有性，來排除刻意於債務人破產時破壞債權人平等原則之行為，尚屬合理，故前揭 Sarah Worthington 意見亦值參考及研究。

⁴⁰⁷ See *id.*, at 231.

⁴⁰⁸ See *id.*, at 231-233.

⁴⁰⁹ Sarah Worthington, *Insolvency Deprivation, Public Policy and Priority Flip Clauses*, *International Corporate Rescue*, Volume 7, Issue 1, 34 (2010)

⁴¹⁰ See *id.*, at 33.

⁴¹¹ See *id.*, at 37.

雖然學者 Sarah Worthington 對於序位轉換條款有效性之判斷結論與英國法院判決結果一致，但是在採取 Sarah Worthington 區分方式之意見下，兩者的理由與推論邏輯卻不相同。英國法院判決之理由已如前述。而依 Sarah Worthington 區分禁止與否之方式，本案序位轉換條款之標的權利其本質上並不具有時間限制之必要性⁴¹²，因此如僅以「契約當事人本身破產事由」(即本案中 LBSF 破產之事由)做為啟動序位轉換條款的主張，則因剝奪了破產方當事人的資產而違反禁止剝奪資產法則，序位轉換條款應屬無效；惟因本案另存在以「保證人破產事由」適用序位轉換條款之情形，此時資產的分離係依其他約定事由啟動而非依據契約當事人本身破產事由，並無違反禁止剝奪資產法則之問題，故 Sarah Worthington 係依此推導出本案序位轉換條款已生效之結論⁴¹³。

實務專家 Look Chan Ho 認為英國高等法院判決結果為正確，但是該法院在說明禁止剝奪資產原則內容時以債權人平等分配原則為基礎，此部分之說明則非正確⁴¹⁴，其表示禁止剝奪資產原則與債權人平等分配原則係分屬不同層次的法律原則，應予分別闡述。

第四項 小結

一、美國破產法院與英國法院所為判決各依其所屬法制具有實體理由

如本節一開始所述，各國在破產立法論上，本各有其公共秩序政策之考量，同一事件在不同法制之下則可能獲致不同的判斷結果，這也是第二章案例在美國破產法院與英國法院間產生衝突結果的源由之一。具

⁴¹² 本案中的資產權利為擔保權利 (charge)，Sarah Worthington 認為擔保權利在定義上並非以時間限制為必要，而是以基礎關係之義務履行為限制，參閱 Sarah Worthington, *Insolvency Deprivation, Public Policy and Priority Flip Clauses*, *International Corporate Rescue*, Volume 7, Issue 1, 38 (2010)

⁴¹³ See Worthington, *Supra* note 409, at 38.

⁴¹⁴ Look Chan Ho, *The Principle against Divestiture and the Pari Passu Fallacy*, page 1, 5, 17 (January 23, 2010). *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol. 25, No. 1, p. 3, 2010. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1541203> (last visited on : 2015/04/08).

體而言，美國破產法禁止破產事由條款之規定，與英國禁止剝奪資產法則，兩者之規範架構與內容本有差異。因此，美國破產法院與英國法院所為判決各依其所屬法制具有實體理由。

美國破產法院對於 BNY Case 的判決結果，在市場上雖引起相當多的不認同意見，但是本文認為，美國破產法院的判決結果係符合該國破產法規定，也就是該案 ISDA 契約援引適用擔保文件 (Trust Deed) 所約定的擔保利益，其中亦包含序位轉換條款，因序位轉換條款無法適用破產法§560 安全港規定，進而違反同法禁止破產事由條款規定⁴¹⁵ (也就是自破產聲請時起，禁止當事人以所約定破產事由進行終止或變更契約權利義務之行為)，以致於序位轉換條款無效。因此執行本案 ISDA 契約提前終止與淨額結算條款時，有關援引適用擔保文件擔保利益之部分，係回歸「交換交易對造優先順序」(Swap Counterparty Priority) 原則，執行擔保資產所得係優先支付予 LBSF。如果基於破產法特殊規定是為了降低金融市場系統性風險之立法目的以觀，本案序位轉換條款之設計，並不能視為具有降低整體金融市場系統風險之功能。所以將序位轉換條款解釋納入適用安全港特殊規定的正當性亦將不足，此時仍應著重破產法之債權人平等原則，而認為於破產之際將擔保利益移轉予特定債權人的序位轉換條款不應具有執行力。於美國破產法下本文係贊同美國破產法院對於 BNY Case 之判決結論。又於 2007 年-2009 年金融危機後，從觀察本文第二章所述 BNY Case、第三章第三節第一項 Metavante 案例及第四項 UBS 案例等可知，破產債務人均積極主張限縮安全港條款特殊規定之適用範圍，而破產債務人所否認之約款效力也正是其過去參與交易時所慣用條款，美國破產法院則採取從嚴認定安全港條款之適用範圍，所以金融市場參與者對於前述美國法院實務見解之相關趨勢，宜

⁴¹⁵ 美國聯邦破產法§ 365(e)(1)

予以注意。此外，從另一個層面來說，第二章 BNY Case 的 ISDA 契約本身所訂提前終止與淨額結算條款，原本就已約定終止結算金額之計算方式及執行擔保品之約定，如果允許另外援引適用序位轉換條款抽離其受擔保權利，也可能衍生淨額結算條款之約定是否因此趨於無實益或無法達成原功能目的之問題。

英國法下的禁止剝奪資產法則，是由法院判決所形成的普通法原則，對於 BNY Case，英國法院參酌該國過去案例判決，認為 LBSF 原本僅享有轉換條款所賦予之或有權利，並不會構成剝奪資產之要件，同時也以當事人誠信與交易的商業合理性之案關事實與理由，限制禁止剝奪資產法則之適用範圍。英國法院所為判決，依其所屬法制亦具有實體理由。

二、外國學者評論

學者 Hugh Collins 於 “Flipping Wreck: Lex Mercatoria on the Shoals of Ius Cogens”⁴¹⁶一文中表示，習慣商法（lex mercatoria）本質上就不是正式明文法律，更重要的是，現代習慣商法（modern lex mercatoria）係源於全球實務體系之運作功能。ISDA 主約暨相關附件之制式文件為全球金融市場主要交易者所廣泛認同使用，在國際金融市場中以契約文件形成了商業實務慣例而如同自律性之法秩序，且 ISDA 可依實務運作情形及重要問題即時調整該約定文件內容，其對於複雜金融交易提供了必要的自律機制與秩序，所以可視為習慣商法而做為法院的判斷基礎來源之一，法院應在公共秩序與法治原則的基礎上，致力於使

⁴¹⁶ 參閱 London School of Economics 網站：Hugh Collins, Flipping Wreck: Lex Mercatoria on the Shoals of Ius Cogens, Available at <http://www.lse.ac.uk/collections/law/projects/tlp/conference.htm> (last visited on : 2015/04/20)

金融習慣商法與正式強行法規（state mandatory rules）兩者協調一致，而非一律自動將正式強行法規列為絕對優先適用；但是於第二章案例中美國破產法院與英國法院之判斷理由中，均未採取上述有關習慣商法之立場⁴¹⁷。Hugh Collins 並表示上述協調金融習慣商法與正式強行法規之過程，或許可透過成立處理國際金融爭議之專屬裁決機構（a specialized tribunal）來達成⁴¹⁸。

學者 Horst Eidenmüller 對於前揭 Hugh Collins 看法，提出了相當直接與尖銳的評論⁴¹⁹。Horst Eidenmüller 認為在店頭衍生性金融交易市場中，Hugh Collins 過於高估 *lex mercatoria* 的效益以及低估其伴隨成本。契約實務（contract practice）所創造的店頭衍生性金融交易未必具有顯著的社會效益（social utility），例如在信用違約交換的裸空交易（naked CDSs or naked shorts）中，交易買方對於信用資產標的實際上並無信用暴險存在，卻承作信用違約交換交易而成為單純投機⁴²⁰。再者，契約實務所創造的金融商品也可能對於第三人造成不利益，例如 Flip Clause 造成第三債權人可受分配資產減少⁴²¹。尤有甚者，契約實務創造的金融商品可能對當事人一方即造成負面效應，例如德國曾有大眾運輸公司或公共供水公司以賣方身分承作信用違約交換交易，以致於對投資銀行（買方）就交易信用標的提供信用保障，違反大眾運輸公司或公共供水公司之業務屬性使其承受不合理風險⁴²²。Horst Eidenmüller 並認為對於序位轉換條款案例所呈現問題的因應之道，是在金融交易市場中更新與強化具強制力之法規範架構；且各國強行法規之間存在衝突

⁴¹⁷ See *id.*

⁴¹⁸ See *id.*

⁴¹⁹ Horst Eidenmüller, *Lex Mercatoria, the ISDA Master Agreement, and Ius Cogens*, in: St. Grundmann, F. Möslin, K. Riesenhuber (eds.), “Contract Governance” (Oxford: Oxford University Press, 2015), 407 - 412.

⁴²⁰ See *id.*

⁴²¹ See *id.*

⁴²² See *id.*

(frictions) 是無法完全避免的，此種衝突如果是來自於對各國規範之效率競爭 (the consequence of efficiency-enhancing competition)，則應予以容忍，同時各國彼此應盡力尋求法規間 (包括各國國際私法/衝突法及破產實體法) 的協調一致 (harmonisation) ⁴²³。

對於以上兩位學者之論述，就跨國破產事件而言，本文認為學者 Hugh Collins 的看法似未周全。理由在於，雖在破產事件以外的商法領域中，須尊重當事人自治以及契約自由原則，但是在涉及破產事件的範疇，則應重視破產法規有其強行規定之立法目的或是司法實務所建立的公共秩序原則 (例如須同時審視對於其他債權人之保護以及維護整體破產財團)；而且店頭衍生性金融交易市場中所形成之實務慣例，對於同一破產事件之其他債權人或是整體 (涵蓋各區域) 全球經濟市場來說，未必構成確信的實務慣例。學者 Hugh Collins 在著眼商業習慣法源時，並未考量破產法制中有關安全港條款之特殊規範其本身可能已存在需重新檢驗的問題，而這些主要市場參與者與相關組織所決定的商業約定文件，其部分內容的原意即以適用既存之破產法特殊規定為目的，甚而相關組織在破產法尚未訂立或尚未擴張特殊規定之前階段中，即已參與遊說立法之過程。此外，本文認為從美國破產法對於店頭衍生性金融交易之破產法特殊規定訂定過程，及店頭衍生性金融交易市場之發展情形等以觀，學者 Horst Eidenmüller 對於店頭衍生性金融交易市場之相關建議亦值參考。

三、序位轉換條款在我國現行破產法下之效力

我國相關法制並未如美國聯邦破產法訂有自破產聲請時起適用自動凍結 (automatic stay) 之規定、以及對店頭衍生性金融交易設有明文

⁴²³ See *id.*

特殊規定（即安全港明文規定）等。以我國破產法為例，破產法第 82 條規定破產財團之組成範圍為「一、破產宣告時屬於破產人之一切財產，及將來行使之財產請求權。二、破產宣告後，破產終結前，破產人所取得之財產。」，同法第 78 條規定「債務人在破產宣告前所為之無償或有償行為，有損害於債權人之權利，依民法之規定得撤銷者，破產管理人應聲請法院撤銷之。」、以及第 79 條規定「債務人在破產宣告六個月內所為之左列行為，破產管理人得撤銷之：一、對於現有債務提供擔保。但債務人對於該項債務已於破產宣告六個月前承諾提供擔保者，不在此限。二、對於未到期之債務為清償。」。

有關 BNY Case 序位轉換條款在我國現行法制下之效力，與美國破產法制下的分析方式並不相同（對美國破產法院判決結果之分析方式請參閱本章第二節第二項及第四項.一.）。序位轉換條款在我國現行法制下應屬有效，茲依破產法分析說明如下（如因破產主體地位而適用其他法規，本文認為其思考邏輯亦同）：

（一）序位轉換條款並未違反我國破產法之規定：

受託人係以聲請破產事由啟動序位轉換條款，執行擔保資產所得優先支付債券投資人之事由在破產宣告之前已成就，序位轉換條款有效執行。於法院為破產宣告時，信用違約交換交易買方（即破產人）就擔保資產居於最後順位受償之權利，係附停止條件之利益請求權，依破產法第 82 條納入破產財團。嗣後當受託人執行擔保資產依擔保文件約定順序進行支付後，倘前面順序之請求權均受領完畢且尚有擔保資產餘款可支付信用違約交換交易買方的解約成本（Unwind Costs）時，則該支付款項成為破產宣告後程序終結前破產人取得之財產，構成破產財團之一部。

（二）從整體契約組成文件以觀，債券投資人持有擔保利益具正當權源：

如第二章第一節第一項所述，BNY Case 交易組合中之信用違約交換交易，其功能之一，是用以完成資產證券化之資產池風險移轉（移轉給擔任風險隔離的 SPV），另一功能則是使擔保資產用於擔保因證券化資產池風險所生之給付義務。因此，擔保資產（the Collateral）對於涉及信用違約交換交易之部分而言，主要限於擔保因證券化資產池風險所生之支付義務，原則上並不擔保因信用違約交換交易買方本身信用風險所產生的成本（因為擔保資產是以債券投資人申購金額購入，此擔保範圍的設定是為了使債券投資人並不負擔信用違約交換交易買方本身的信用風險），故以 BNY Case 來說，信用違約交換交易雙方在 ISDA 契約（附約 Part 5(g)）中即清楚約定，ISDA 契約援引適用擔保文件（Trust Deed）對於擔保資產可主張權利之範圍，僅限於擔保文件所賦予的權利。擔保文件中係約定，債券發行人以購入的資產設定擔保權利給受託人，用於擔保對受託人（依擔保文件）、對債券投資人（依債券發行條件）、對信用違約交換交易買方（依信用違約交換所屬契約）之支付義務，支付順序原則為受託人、信用違約交換交易買方、債券投資人、債券發行者，但是在信用違約交換所屬契約發生違約事件且信用違約交換買方為（破產）違約方時，債券投資人之受償順序將轉換優先於信用違約交換交易買方（參閱 BNY Case : Clause 6.1 and 6.2 of The Principal Trust Deed , Clause 5.1-5.3, 5.5, and 8.3 of The Supplemental Trust Deed）。以上所述也是參與此類型交易之市場參與者所認知內容。綜上，破產債務人聲請破產之際，受託人啟動序位轉換條款，在受託人執行擔保資產依約完成前順序之支付（包括但不限於向投資人贖回債券之支付金額）前，於破產宣告時破產人僅有附停止條件之利益請求權納入破產財團；嗣後，倘前面順序之請求權均受領完畢且尚有擔保資產餘款可支付信用違約交換交易買方，該支付款項成為破產宣告後程序終結前破產人所取得之財產，構成破產財團之一部。序位轉換條款有效執行，債券

投資人持有擔保利益具正當性。

此外，在不同個案中，上述擔保文件與受託人執行序位轉換條款之行為，均仍須受到我國破產法第 78 條及第 79 條規定之檢驗。如以 BNY Case 為例，交易擔保文件係於 2004 年成立生效(LBHI 及 LBSF 於 2008 年聲請破產)，擔保資產是以債券投資人的投資本金購入，並經信託方式由第三保管機構（受託人）專戶保管以獨立區隔擔保資產，受託人持有該擔保資產原本亦以債券投資人債權為擔保範圍之一；而擔保資產用以支付證券化資產池信用事件損失時，同時也會連結到債券投資人的本金損失，綜上情形，債券投資人之擔保利益具有正當合理權源且以信託帳戶方式與破產債務人資產之間做出明確區隔，實質上並未對其他債權人權利或破產債務人資產造成損害，無偏頗行為，因此擔保文件與受託人執行序位轉換條款之行為，在我國現行法制下並未構成被撤銷之法律要件。

四、BNY Case 對金融商品信用評等之影響

於本章節最後附帶說明，第二章案例之判決結果也會對信用評等機構造成影響。詳言之，如果序位轉換條款在破產事件中被法院認定為無效，信用評等機構所認為以擔保資產作為發行債券之信用加強⁴²⁴工具之目的將無法達成。在第二章 BNY Case 之組合交易中，合成型債務抵押債券（CDO 債券）之信用評等係與債券發行人本身的信用狀況分離觀察，也就是以債券持有人投資本金所購入擔保資產之信用評等來提升 CDO 債券信用評等。另一方面，債券發行人另外承作信用違約交換交易亦增加了本組合交易的收益（權利金收入），於該交易對造產生違約情事

⁴²⁴ 有關債務抵押債券（CDO 債券）之信用加強（credit enhancement），參閱 Jan Job de Vries Robbe', *Securitization Law and Practice -In the Face of the Credit Crunch*, 67-88 (2008), Wolters Kluwer.

時，債券發行人將終止其信用違約交換交易，並藉序位轉換條款，將處分擔保資產之所得優先支付債券持有人，因而維持了債券本身對於投資人的信用程度。依上所述，序位轉換條款為 CDO 債券交易的常見典型條款，若該條款依美國破產法院見解而不具有效性，則原先以擔保資產信用評等來提升 CDO 債券信用評等之架構將難以成立，此種情形會影響信用評等機構對於 CDO 債券之信用評估方式。不過，在第二章相關案例中，序位轉換條款係在不同破產法制下面臨不同的效力認定，假如信用評等機構欲改變其對 CDO 債券進行信用評估之方式，則前述破產法制間的差異性如何（或是否）做為評估因子，亦將成為課題之一，其評估決定也可能會進一步影響交易參與者之交易成本與風險評價，這也是本文前面所提到，跨國破產事件下之法院歧異認定與處理程序，對於金融市場交易可能造成影響之假設。若承繼本文贊同美國破產法院見解之立場，則此類金融商品須重新檢視其信用評等制度或增強信用之方式。舉例而言，在 Perpetual 公司與雷曼集團進行和解後，惠譽信用評等公司（Fitch Ratings）對於第二章案例類型的結構型融資（Structured Finance）交易，變更了有關信用違約交換交易對手之標準，也就是如果惠譽信用評等公司評估信用違約交換交易對手會受到序位轉換條款爭議之影響時，則會調高適格交易對手本身（eligible counterparties）之信用評等標準，且在交易對手信用評等貶落到一定程度時將要求更換交易對手或是增提擔保品，並會依個案實際情形調整進行信用評等之方式

425。

⁴²⁵ 參閱惠譽信用評等公司網站之相關資料：“Fitch Amends Counterparty Criteria for Derivative Issues Following Lehman Court Settlement” (14 Mar 2011), available at : http://www.fitchratings.com.tw/rws/press-release.html?report_id=692261 (last visited on : 2015/04/20)



第五章 美國及歐盟金融改革法令之影響

2007年-2009年金融危機產生全球性的影響，各國主管機關認為金融市場基礎組織（financial market infrastructures）與其相關規範應進行改革以尋求金融穩定，因而發展出二十國集團（Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors，以下稱「G20」）所研議的國際性規範指導原則，以及金融穩定理事會（Financial Stability Board, 以下稱「FSB」）持續推動相關研究工作⁴²⁶。

相關國家或政治經濟聯盟組織，例如美國及歐盟（European Union，本文亦稱「EU」），則在前述國際性規範指導原則的大方向之下，制定與逐步執行相關金融改革法令。

2007年-2009年金融危機後所開展的美歐金融改革法令，其有關店頭衍生性金融交易之部分，雖未直接修改各國之破產法規定，但其著重於系統性風險的預防及處理，如果將此點對照支持破產法特殊規定者所提出避免系統性風險之理由，相較以觀，本文認為兩者在各自的「預期目的」（也就是「避免系統性風險」）上是相近的。美歐金融改革法令改變了過去主管機關對於店頭衍生性金融交易市場的低度管制，建立起交易執行平台、集中清算、交易記錄申報、對未集中清算交易加強徵提擔保品等監管措施。本章介紹美歐金融改革法令之目的，在於說明美歐金融改革法令後，其對本文後續第六章中所述跨國破產事件處理方式亦可

⁴²⁶ Guido Ferrarini and Paolo Saguato (2014), Regulating Financial Market Infrastructures, P.2, ECGI Working Paper Series in Law, 259/2014. Available at : <http://eprints.lse.ac.uk/59683/> (last visited on : 2015/05/01)

能產生影響；以及對照本文第四章所介紹現行破產法制特殊規定，再次思考其特殊規定是否仍有必要性，詳言之，除了本文第四章所提出之問題外，如果金融改革法令已有降低系統性風險之機制，則可進一步思考是否可推論現行破產法制特殊規定之正當性（justifications）將更為降低或是更不具必要性⁴²⁷。綜合第四章與本章之討論內容，再次回顧美國 Peck 法官對於第二章 BNY Case 序位轉換條款認定為無執行力之判決，本文認為其對破產法安全港規定適用範圍採取嚴格解釋之見解仍屬正確。

法規範架構必須能支持破產系統，包括商法、以及機構系統、市場透明度等相關法規範等，而該法規範架構之要素在於有效以及具有可預測性⁴²⁸。因此，本文研究店頭衍生性金融交易市場涉及破產法制之議題時，也於本章一併探討金融市場之相關改革法令規範內容。

第一節 G20 共識與國際組織之支持研究

G20 成立於 1999 年發生亞洲金融風暴之際，其致力於金融與經濟政策層面建構起國際性對話機制⁴²⁹。2007 年-2009 年金融危機產生國際性的影響，因此全球性的政策回應（the global political response）也同

⁴²⁷ 學者 Stephen D. Adams 在美國法制下分析，假如 Dodd-Frank Act 第二章特殊清算程序能有效發揮其降低系統性風險之預期功能，其將削弱美國破產法對於店頭衍生性金融交易給予特殊規定之重要支持理由，以及顯示修改美國破產法特殊規定之必要性。參閱 Stephen D. Adams, *Derivatives Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank: A Structural Analysis*, 14-15, 21 (April 30, 2013), Harvard University's DASH repository, available at :<https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/10985175/AdamsSafe%20Harbors.pdf?sequence=3> (last visited on : 2015/04/08)

⁴²⁸ John Lane, *Global Crisis Management*, in : *Globalization And Systemic Risk*, 359 (edited by Douglas D Evanoff, David S Hoelscher, and George G Kaufman, 2009), World Scientific.

⁴²⁹ See Wilson, *Supra* note 292, at 18.

時展現於 G20 峰會建立相關政策架構並推動其會員國之合作執行⁴³⁰。

G20 於 2008 年峰會，宣示將依下列 5 原則執行相關工作計畫⁴³¹：

- 一、加強金融市場的資訊透明度以及可信賴度。
- 二、強化金融市場的監管架構、謹慎監督及風險管理，確保所有金融市場、金融商品、市場參與者均受到適度的規範或監督。
- 三、保護投資人及金融消費者，以提升金融市場的誠信度。
- 四、各國或各區域之立法者及相關主管機關，應就金融危機之預防、管理、及清理程序等事項，彼此間加強國際性合作。
- 五、加強國際金融組織的適法性與運作效率。

嗣後，G20 進一步於 2009 年峰會中，對於店頭衍生性金融交易市場之改革措施，宣示下列共識⁴³²：

- 一、所有的店頭衍生性金融交易契約，應申報予資料儲存機構。
- 二、所有標準化的店頭衍生性金融交易契約，應經由交易所或是經由電子交易平台執行交易，以及在集中清算機構進行清算。
- 三、未經集中清算的店頭衍生性金融交易契約，應計提更高之資本要求。
- 四、請求 FSB 與其會員評估規劃改革店頭衍生性金融交易市場之執行事項，以及評估相關執行事項是否足以改善市場透明度、降低系統性風險、防制市場濫用 (market abuse)。

FSB 於 2009 年提出「改善金融法規」(Improving Financial

⁴³⁰ See *id.*, at 111.

⁴³¹ See *id.*, at 19-20.

⁴³² G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit (September 24-25, 2009, Pittsburgh), available at : <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html#system> (last visited on : 2015/05/01)

Regulation) 的工作報告⁴³³，以加強金融系統紀律與支持衡平的經濟發展為目標，承諾持續推動對金融機構提高資本計提與流動性之要求、降低具系統重要性金融機構之道德風險、減少店頭衍生性金融交易市場之系統性風險等工作。其他國際性組織亦參與改革店頭衍生性金融交易市場之相關工作，例如支付與清算系統委員會 (Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS))⁴³⁴與國際證券管理組織(International Organization of Securities Commissions (IOSCO)) 於 2012 年 4 月提出「金融市場基礎組織之原則」(Principles for financial market infrastructures)，其中對於集中清算機構 (central counterparties，本文亦稱「CCPs」) 之信用風險管理、流動性風險管理、加強徵提擔保品、對於金融市場基礎組織參與者之客戶 (a participant's customers) 相關交易部位與擔保品須確保其區隔性及可轉讓性、CCPs 之重建與清理措施等事項，提出最低要求之國際性建議標準，以強化金融市場基礎組織，支持 G20 所提出的店頭衍生性金融交易市場改革策略⁴³⁵。例如有關 CCPs 信用風險管理之部分，建議同時有效管理即時信用暴險以及未來潛在暴險，並且須經適度的壓力測試分析，以及 CCPs 具有處理可引發最大信用暴險之 2 家市場參與者及其關係企業之違約事件之能力⁴³⁶。

又例如為支持 G20 的店頭衍生性金融交易市場改革策略，巴賽爾委員會(BCBS)與國際證券管理組織(IOSCO)於 2015 年 3 月公布的修訂

⁴³³ FSB, Improving Financial Regulation_Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, Available at: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_090925b.pdf?page_moved=1 (last visited on : 2015/05/01)

⁴³⁴ 支付與清算系統委員會 (Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS))，自 2014 年 9 月 1 日起已更名為支付與市場基礎組織委員會 (the Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI))。

⁴³⁵ Daniela Russo, RUSSO, CPSS-IOSCO Principles for financial market infrastructures: vectors of international convergence, Banque de France, Financial Stability Review, No. 17, P.70-73, P.75-76 (April 2013)

⁴³⁶ See *id.*, at 71.

版「未經集中清算店頭衍生性金融交易之擔保品要求」(Margin requirements for non-centrally cleared derivatives)⁴³⁷，對於受規範主體(包含金融機構與具系統重要性之非金融機構)之未經集中清算店頭衍生性金融交易，建立最低標準的擔保品要求架構及策略，目標為降低系統性風險以及藉此促進集中清算機制⁴³⁸；並建議以受規範主體之交易量做為門檻分類，採取階段性(phase-in)執行有關期初擔保品(initial margin)及變動擔保品(variation margin)之要求，例如2016年3月至5月未經集中清算交易月底名目本金平均之加總金額超過3百萬兆歐元之受規範主體(計算時須計入同一集團之交易金額)，自2016年9月1起(第1階段)，其與同為受規範主體交易對手承作之新契約須適用相互提供變動擔保品(variation margin)之規定；自2017年3月1起(第2階段)起，所有受規範主體均須適用相互提供變動擔保品之規定；之後依序進行各階段，預期至2020年執行全部策略完畢⁴³⁹。上述規範也是美國與歐盟相關金融改革法令之重要指引。

第二節 美國之改革法案

Dodd-Frank Act(「陶德法案」)⁴⁴⁰係對2007年-2009年金融危機做出回應之法規範，尤為重視建立可以處理系統性風險的規範架構。其中涉及店頭衍生性金融交易市場之部分，係依循G20於2009年峰會所

⁴³⁷ BCBS & IOSCO, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives (March 2015), available at : <http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf> (last visited on : 2015/06/30)

⁴³⁸ See *id.*, at P.3.

⁴³⁹ See *id.*, at P.24-P.25.

⁴⁴⁰ The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, H.R. 4173, 111th Cong. (2009). The Senate agreed on July 15, 2010. The President signed the bill into Law as P.L. 111-203 on July 21, 2010.

達成之共識與承諾，制定了相關規範，茲就 Dodd-Frank Act 第七章⁴⁴¹有關店頭衍生性金融交易市場之監理規定以及第二章⁴⁴²有關具系統重要性金融機構之秩序清算程序規定，擇要說明如下：

一、第七章有關店頭衍生性金融交易市場之監理規定：

(一) 交易執行平台

Dodd-Frank Act 規定，所有依法定主管機關要求須經集中清算的店頭衍生性金融交易，應於合規的交易所或是已依法註冊的交易平台進行交易⁴⁴³。該交易平台則包含交易所形態的平台（a Designated Contract Market, DCM）⁴⁴⁴，以及 Dodd-Frank Act 所新增非交易所形態之具有多方參與者提供買賣報價功能的交易執行系統設施（a Swap Execution Facility, 以下稱「SEF」）⁴⁴⁵。此項在交易平台執行交易之要求，目的是為了加強市場的發現價格功能、提升市場透明度、以及防制市場濫用⁴⁴⁶。此外，如無可供執行交易之交易平台、或是交易當事人一方為不適用強制集中清算規定的終端使用者（end-user）時，將例外地不適用上述在交易平台執行交易之規定⁴⁴⁷。

非涉及證券連結基礎之交易執行平台應向商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, 以下稱「CFTC」）完成註冊⁴⁴⁸。非美國的交易執行平台（a foreign board of trade），如果涉

⁴⁴¹ Dodd-Frank Act §§701-774

⁴⁴² Dodd-Frank Act §§201-217

⁴⁴³ Dan Awrey, Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets, 2:2 Harvard Business Law Review, 282 (2012). Dodd-Frank Act §§723, 763, 721(a).

⁴⁴⁴ CCH Attorney-Editor Publication, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Law, Explanation and Analysis, 292, 295-297 (2010), Wolters Kluwer. Dodd-Frank Act § 735. Also See Ferrarini and Saguato, *Supra* note 426, at 18.

⁴⁴⁵ Dodd-Frank Act §§721(a), 733.

⁴⁴⁶ Dan Awrey, Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets, 2:2 Harvard Business Law Review, 282 (2012)

⁴⁴⁷ See *id.* Dodd-Frank Act §721 (a)

⁴⁴⁸ CCH Attorney-Editor Publication, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Law, Explanation and Analysis, 292 (2010), Wolters Kluwer. Dodd-Frank Act §733.

及將其電子媒合系統提供予美國主體或位於美國境內之主體進行交易，則主管機關可訂立規範要求該等非美國交易執行平台，亦應於 CFTC 完成註冊⁴⁴⁹。

(二) 集中清算

Dodd-Frank Act 原則上是要求「標準化」之店頭衍生性金融交易必須於合規的集中清算機構進行集中清算⁴⁵⁰，有關須經集中清算之交易契約類別與條件，則授權由主管機關 CFTC 及證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission, 以下稱「SEC」) 分別依其管轄權決定之⁴⁵¹。Dodd-Frank Act 第七章對店頭衍生性金融交易契約之監理管轄權限劃分，係由 SEC 對證券連結基礎之店頭衍生性金融交易契約 (security-based swaps) 具專屬管轄權，CFTC 則對證券連結基礎以外之其他店頭衍生性金融交易契約 (swaps) 具專屬管轄權⁴⁵²，如為兼具兩者的混合型店頭衍生性金融交易契約 (mixed swaps)，係由 SEC 與 CFTC 共同管轄⁴⁵³。此外，有關店頭衍生性金融市場之交易商 (swap dealer(SD), security-based swap dealer)、主要參與者 (major swap participant(MSP), major security-based swap participant) 等的註冊與管理，以及集中清算機構 (derivative clearing organizations with regard to swaps, clearing agencies with regard to security-based swaps)、交易資料儲存機構 (swap data repositories, security-based swap data repositories)、交易執行平台 (swap execution facilities with respect to swaps, swap execution facilities with respect to security-based swaps) 等之管

⁴⁴⁹ Dodd-Frank Act §738 (a)

⁴⁵⁰ Dodd-Frank Act §§723 (a) (3), 763(a)

⁴⁵¹ See *id.*

⁴⁵² Dodd-Frank Act §712 (a) (b)

⁴⁵³ Dodd-Frank Act §712 (a) (8)

理，亦依上開管轄權限劃分方式由 CFTC 及 SEC 管轄⁴⁵⁴。未經集中清算之交易契約則應加強提列擔保品以確保交易者之履約義務⁴⁵⁵。店頭衍生性金融交易之交易當事人一方，如為可豁免之終端使用者（end user）時，其交易縱屬前述標準化契約，仍可免於適用強制集中清算之規定，至於終端使用者須符合下列三要件⁴⁵⁶：1.非金融主體（not a financial entity），2.交易目的係為避免或減少商業風險（using swaps to hedge or mitigate commercial risk），以及 3.該終端使用者已依規通知主管機關其如何履行該未經集中清算契約之財務義務。

非涉及證券連結基礎之店頭衍生性金融交易集中清算機構（CCPs），須向 CFTC 註冊為衍生性金融交易清算機構（a derivatives clearing organization, DCO）⁴⁵⁷；如涉及證券連結基礎之店頭衍生性金融交易，須向 SEC 申請註冊為清算機構（a clearing agency, CA）⁴⁵⁸。集中清算機構具有承受交易履約義務、建立清算會員之資格與資本適足要求、徵提擔保品做為履行交易義務之擔保、處理交易契約之日常結算、設立可清算交易契約之標準等功能⁴⁵⁹。美國同時也採取替代遵循機制（Substituted Compliance），亦即，外國集中清算機構（foreign-based clearing organizations）縱使未於 CFTC 與 SEC 註冊，如果該外國集中清算機構適用之母國監理法規係遵循 CPSS 與 IOSCO 所共同發布「金融市場基礎組織之原則」（the Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI）的國際性標準，具有廣泛與相當的良好監理制度，且經該外國主管機關與 CFTC 簽署合作文件，

⁴⁵⁴ Dodd-Frank Act §712

⁴⁵⁵ Dodd-Frank Act §§731, 764

⁴⁵⁶ Dodd-Frank Act §§723 (a) (3), 763 (a)

⁴⁵⁷ Dodd-Frank Act §725 (a)

⁴⁵⁸ Dodd-Frank Act §763 (b)

⁴⁵⁹ Lynn A. Stout, Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis (June, 29 2011), Harvard Business Law Review, Vol. 1, P.34, 2011. Dodd-Frank Act §§721, 723 (a), 725 (c)

則該外國集中清算機構得執行 Dodd-Frank Act 規範下之交易清算⁴⁶⁰。

(三) 交易資料之申報

Dodd-Frank Act 規定，店頭衍生性金融交易契約不論是否須經過集中清算，亦不論交易相對人是否為金融機構，均須申報其交易資料予合規的交易資料儲存機構（a swap data repository，在美國法制下簡稱「SDR」）或是主管機關⁴⁶¹，規範目的在於使主管機關能夠更完整地知悉店頭衍生性金融交易市場之狀況⁴⁶²；如果沒有 SDR 可受理申報，則須直接向主管機關申報⁴⁶³。Dodd-Frank Act 授權 CFTC 制定規則以取得交易資料及價格，並以適當的方式彙整為公開資訊（the public availability of swap transaction and pricing data）⁴⁶⁴，以加強市場之發現價格功能⁴⁶⁵，惟 CFTC 所制定的規則應確保該公開資訊無法辨識交易參與者之身分⁴⁶⁶。SDR 須向主管機關完成註冊，遵守主管機關所制定之監理規範以及設有法令遵循主管，SDR 負有提供資料給主管機關之義務⁴⁶⁷。

(四) 對於未經集中清算之交易加強徵提擔保品

Dodd-Frank Act 規定，店頭衍生性金融市場之交易商（swap dealer (SD), security-based swap dealer）、主要參與者（major swap

⁴⁶⁰ 17 CFR Chapter I, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With Certain Swap Regulations; Rule. Federal Register, Volume 78, No. 144 (Friday, July 26, 2013), Pages 45345-45346. Dodd-Frank Act §§725(b), 763(b).

⁴⁶¹ Dodd-Frank Act §§723(a)(3), 763(a), 727, 729, 766.

⁴⁶² Mark Jickling and Kathleen Ann Ruane, Chapter 4 - The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title VII, Derivatives, in: Derivatives Reform and Regulation, 112 (Editor: Aidan B. Lynch, 2011), Nova Science Publishers, Inc.

⁴⁶³ Dodd-Frank Act §729

⁴⁶⁴ Dodd-Frank Act §727

⁴⁶⁵ See CCH Attorney-Editor Publication, *Supra* note 448, at 284.

⁴⁶⁶ See *id.* Dodd-Frank Act §727

⁴⁶⁷ See *id.*, at 285. Dodd-Frank Act §728

participant (MSP), major security-based swap participant) 的相關主管機關，應共同對於上開主體之未經集中清算交易，制定有關徵提擔保品之規範，以加強上開主體之交易安全以及降低未經集中清算交易之風險⁴⁶⁸。嗣後，貨幣管理局、聯邦準備系統理事會、聯邦存款保險公司、農業信貸管理局以及聯邦住宅金融局（合稱「Prudential Regulators」）共同於 2015 年發布對於受規範主體之擔保品徵提規則（Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities; Final Rule）⁴⁶⁹，該規則就期初擔保品及變動擔保品規定了最低標準之要求，交易主體仍可約定相互徵提高於規則標準的擔保品條款⁴⁷⁰；嗣後 CFTC 針對非屬上述任一 Prudential Regulator 監管的受規範主體，亦制定了擔保品徵提規則（Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants; Final Rule）⁴⁷¹。前述擔保品徵提規則，除少數差異外，大致上遵循 BCBS 與 IOSCO 於 2013 年公布擔保品要求之國際性指引，且較為嚴格⁴⁷²。不同於過去通常實務，前述擔保品徵提規則之期初擔保品（initial margin）係對於潛在未來暴險（potential future exposure）提供保障，也就是未來於一方違約時，未違約方提前終止交易契約之可能損失將藉由期初擔保品而得到保障⁴⁷³；至於變動擔保品（variation margin），則是對於交易契約之現時市價評估（current mark-to-market value）損益變動予以提供擔保。受規範主體（包含其關係企業）與其交易對手（包含其關係企業）於 2016 年 3 月至 5 月每日未經集中清算交易

⁴⁶⁸ Dodd-Frank Act §731, §764.

⁴⁶⁹ 12 CFR Part 1221, Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities; Final Rule, Federal Register Vol. 80, No. 229 (November 30, 2015), Pages 74840 - 74914.

⁴⁷⁰ See *id.*, at 74843.

⁴⁷¹ 17 CFR Parts 23 and 140, Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants; Final Rule, Federal Register Vol. 81, No. 3 (January 6, 2016), Pages 636-709.

⁴⁷² See *id.*, at 637-638.

⁴⁷³ See *id.*, at 683.

名目本金總和之平均，如果超過 3 百萬兆美元，則其自 2016 年 9 月 1 日起（第 1 階段），承作之新契約須適用變動擔保品之相關規定；自 2017 年 3 月 1 日起（第 2 階段）起，所有受規範主體均須適用變動擔保品之規定⁴⁷⁴。期初擔保品之規定，則依所訂受規範主體之受規範交易（covered swaps）門檻金額，依序自 2016 年 9 月 1 日至 2020 年 9 月 1 日逐步進行各階段之規範施行⁴⁷⁵。

二、第二章有關秩序清算程序之規定：

店頭衍生性金融交易市場以及與其相關破產法制規定，向來關注系統性風險議題；而 Dodd-Frank Act 第二章秩序清算程序之立法目的主要在於降低系統性風險與道德風險（moral hazard），並避免以納稅人資金對失敗金融機構進行紓困⁴⁷⁶，因此，本文就 Dodd-Frank Act 第二章亦做相關介紹。

美國相關主管機關認為，大型金融機構在信用市場能以較有利條件籌資，而基於過去政府機關處理「大到不能倒」（too big to fail）金融機構之歷史記錄，致使提供資金給大型金融機構的股東與債權人欠缺風險評估與自行承擔風險之意識⁴⁷⁷。觀察 2007 年-2009 年金融危機，大型全球性金融機構（不限於銀行）發生嚴重財務困難時，會使金融市場產生系統性風險，不過在金融危機中，大型複雜的非銀行金融機構（large, complex non-bank financial entities）以及金融控股公司（financial holding companies）所適用的一般聯邦破產法規定，仍

⁴⁷⁴ See *id.*, at 676.

⁴⁷⁵ See *id.*, at 675-676.

⁴⁷⁶ Bruce Grohsgal, Case in Brief Against “Chapter 14”, *ABI Journal*, Vol. 33, p.44 (2014).

⁴⁷⁷ See CCH Attorney-Editor Publication, *Supra* note 448, at 98 (Testimony of FDIC Chair Shelia Bair, Senate Banking Committee, July 23, 2009) .

欠缺保護金融系統穩定之功能⁴⁷⁸。因此，Dodd-Frank Act 第二章針對具系統重要性之金融機構（Systemically Important Financial Institutions, SIFIs）制定了秩序清算程序（the Orderly Liquidity Authority, 「OLA」），將其銀行主管機關處理問題存款機構的接管模式與權限，也規定適用於 Dodd-Frank Act 所定義具系統重要性的非銀行金融機構⁴⁷⁹，並建立秩序清算之資金程序以確保未來不會再以納稅人來源資金對於特定金融機構進行紓困⁴⁸⁰；金融機構是否具有系統重要性以及是否指派聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation, 以下稱「FDIC」）為接管人進行 OLA，則由其相關主管機關依法定程序認定之⁴⁸¹。在聯邦破產法仍為有效法規之情形下，立法者對 OLA 設有許多程序條件，以期降低 OLA 之適用率⁴⁸²。一旦啟動 OLA，由 FDIC 接管的金融機構只能進行清算，不能進行重整⁴⁸³，且股東與無擔保債權人應依法定條件承擔損失⁴⁸⁴。FDIC 有接管 SIFIs 資產負債及運作 SIFIs 之權限，包括轉讓其資產或負債給第三人或是過渡金融公司（bridge financial company）⁴⁸⁵。

秩序清算程序賦予接管人 FDIC 相當廣泛權限，為極大化金融機構之價值，FDIC 得採行相當措施，並可就 SIFIs 與其同一交易對手（含其關係企業）間之店頭衍生性金融交易契約或其他適格財務契約（qualified financial contracts）決定予以全數轉讓（transfer）給另一

⁴⁷⁸ See *id.*, at 97-98 (Testimony of FDIC Chair Shelia Bair, Senate Banking Committee, May 6, 2009).

⁴⁷⁹ Thomas H. Jackson & David A. Skeel, Jr., Dynamic Resolution of Large Financial Institutions, *Harvard Business Law Review*, Vol. 2, p.439 (2012).

⁴⁸⁰ See Wilson, *Supra* note 292, at 87. Dodd-Frank Act §§204(d), 214(a).

⁴⁸¹ Dodd-Frank Act §203

⁴⁸² See CCH Attorney-Editor Publication, *Supra* note 448, at 107.

⁴⁸³ See *id.*, at 99. Dodd-Frank Act §214(a)

⁴⁸⁴ See *id.* Dodd-Frank Act §§206, 210

⁴⁸⁵ Viral V. Acharya, Thomas F. Cooley, Matthew Richardson and Ingo Walter, *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 224 (2011), John Wiley & Sons, Inc. Dodd-Frank Act §§210 (a) (1) (A), 210 (a) (1) (B), 210 (a) (1) (G).

合規金融機構⁴⁸⁶或過渡金融公司⁴⁸⁷，或是全數承受或全數拒絕履行（disaffirm or repudiate）⁴⁸⁸，前述決定須於一日凍結期間內完成之⁴⁸⁹。秩序清算程序規定了一日凍結期間的處理模式，亦即自指派 FDIC 為接管人時起至次一營業日下午五時之前，非破產方的交易對手不得主張終止交易或淨額結算⁴⁹⁰。如果 FDIC 決定並通知轉讓交易契約，則非破產方的交易對手不得再依本次事由主張提前終止交易與淨額結算之權利⁴⁹¹。在 FDIC 決定承受或轉讓交易契約之情形下，一日凍結期間之後，非破產方仍須履行契約給付義務⁴⁹²。凍結期間內雖暫停支付，但接管人仍須盡力完成對清算機構（clearing organizations）之交割義務⁴⁹³。在 OLA 程序中，交易契約中的走避條款不具效力⁴⁹⁴。

第三節 歐盟之改革法令

2007 年-2009 年金融危機後，歐盟的改革法令主要是 2012 年 8 月生效的「歐洲市場基礎組織監管條例」（European Market Infrastructure Regulation, Regulation (EU) No 648/2012, as amended, 以下稱「EMIR」）⁴⁹⁵、2014 年 7 月 2 日生效的修訂版金融工具市場指令（Recast Markets in Financial Instruments Directive, Directive 2014/65/EU, as

⁴⁸⁶ Dodd-Frank Act §210 (c) (9) (A)

⁴⁸⁷ Dodd-Frank Act §210 (h) (5)(A)

⁴⁸⁸ Dodd-Frank Act §§210 (c)(11), 210 (c)(1)-(2)

⁴⁸⁹ Dodd-Frank Act §203 (c)(2)

⁴⁹⁰ Dodd-Frank Act §210 (c)(10)(B)(i)(I)

⁴⁹¹ Dodd-Frank Act §210 (c)(10)(B)(i)(II)

⁴⁹² Dodd-Frank Act §210 (c)(8)(F)(ii) 反面解釋

⁴⁹³ Dodd-Frank Act §210 (c)(8)(G)

⁴⁹⁴ Dodd-Frank Act §210 (c)(8)(F)(i)

⁴⁹⁵ Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

amended, 以下稱「MiFID II」)⁴⁹⁶與金融工具市場條例 (Markets in Financial Instruments Regulation, Regulation (EU) No 600/2014, as amended, 以下稱「MiFIR」)⁴⁹⁷。EMIR 著重於對店頭衍生性金融交易之監管、對於相關集中清算機構 (central counterparties, 本文亦稱「CCPs」) 與交易資料儲存機構 (trade repositories, 本文亦稱「TRs」) 之義務要求等, EMIR 並直接對所有歐盟會員國產生拘束力⁴⁹⁸。MiFID II 與 MiFIR 則是對於 2004 年生效的金融工具市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive, Directive 2004/39/EC, 以下稱「MiFID I」)⁴⁹⁹所提出之修正法規, 目的是為了加強歐盟金融市場的透明度、安全性及市場效率⁵⁰⁰, 其將自 2018 年 1 月 3 日起適用與實施⁵⁰¹ (各會員國則應於 2017 年 7 月 3 日前依 MiFID II 與 MiFIR 完成其國內立法⁵⁰²)。相較於 EMIR 以衍生性金融交易為規制範圍, MiFID II 與 MiFIR 係廣泛適用於各項金融工具⁵⁰³, 其中有關交易執行平台的規定也是重要改革內容之一⁵⁰⁴。歐洲證券市場監理局 (European Securities and Markets

⁴⁹⁶ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments.

⁴⁹⁷ Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments

⁴⁹⁸ European Commission, EMIR: Frequently Asked Questions (10 July 2014), available at : https://ec.europa.eu/info/files/emir-frequently-asked-questions_en (last visited on : 2015/05/01)

⁴⁹⁹ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments

⁵⁰⁰ ESMA, Press Release, "ESMA readies MiFID II, MAR, and CSDR" (25 September 2015), ESMA/2015/1466, available at : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1466_press_release_-_final_mifid_ii_mar_csdr_0.pdf (last visited on : 2015/12/30).

⁵⁰¹ European Commission, Information about Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments including date of entry into force and links to summary and consolidated version, available at : https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directives_en-2014-65-eu/law-detail (last visited on : 2016/4/30).

⁵⁰² European Commission, Implementing measures for Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments, available at : https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directive-2014-65-eu/implementation/implementation-eu-visited-on-countries_en (last visited on : 2016/4/30).

⁵⁰³ European Commission, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions(15 April 2014), available at : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_en.htm (last visited on : 2015/05/01).

⁵⁰⁴ See *Supra* note 500.

Authority, 以下稱「ESMA」) 應進一步訂立相關的技術性實施細則 (Technical Standards) 以執行相關改革法案之規定, 相關技術性實施細則須經歐洲執委會 (the European Commission) 批准, 且歐洲議會 (the European Parliament (EP)) 與歐盟理事會 (the Council of the European Union) 未提出反對始可生效⁵⁰⁵。

一、交易執行平台

依規 (EMIR) 須經強制集中清算之店頭衍生性金融交易, 應於受規範的交易平台執行其交易⁵⁰⁶, 且 ESMA 須進一步訂定第二層的技術性實施規範 (Regulatory Technical Standards, 以下稱「RTS」)⁵⁰⁷, ESMA 制定 RTS 時, 須考量在交易平台執行交易之衍生性金融交易應具有足夠的流動性⁵⁰⁸, 也就是交易應具有充足的第三方買賣利益 (sufficient third-party buying and selling interest)⁵⁰⁹。

所稱交易平台有三類型, 分別是 MiFID I 原有的受規範市場 (regulated markets, 以下稱「RMs」) 與多邊交易設施 (Multilateral Trading Facilities, 以下稱「MTFs」), 以及 MiFID II 新增的組織化交易設施 (Organised Trading Facilities, 以下稱「OTFs」)⁵¹⁰。如果是歐盟以外之第三國家交易平台 (third-country trading venues), 其須經歐洲執委會依 MiFID II 決定該國交易平台所適用之相關法制係有效對等 (provides for an effective equivalent system) 於歐盟法規, 以承認該第三國家交易平台⁵¹¹。MiFID 所稱的 RMs, 包括證券交易所, 如倫敦證

⁵⁰⁵ Edward F. Greene and Ilona Potiha, "Issues in the extraterritorial application of Dodd-Frank's derivatives and clearing rules, the impact on global markets and the inevitability of cross-border and US domestic coordination", *Capita Markets Law Journal*, Vol. 8, Issue 4, P.368(October 2013)

⁵⁰⁶ MiFIR, Art. 32(1)(a)

⁵⁰⁷ MiFIR, Art. 32(1)

⁵⁰⁸ MiFIR, Art. 32(3)

⁵⁰⁹ MiFIR, Art. 32(2)(b)

⁵¹⁰ MiFIR, Art. 28(1), MiFID II Art.4(1)(24)

⁵¹¹ MiFIR, Art. 28(1)(d)

券交易所(London Stock Exchanges, LSE)、瑞士歐洲證券交易所(SWE Europe Limited)⁵¹²。MiFID 所稱的 MTFs，係指由投資公司(Investment firm)或市場操作者(Market operator)所操作之多邊系統，其匯集多數第三人於該系統依照非自由裁量之規定(non-discretionary rules)進行金融商品交易⁵¹³。RMs 及 MTFs 係依照非自由裁量之規定，以形成契約之方式買賣金融工具⁵¹⁴；相較於 RMs 以觀，MTFs 較有彈性，例如 MTFs 不會受到類似傳統交易所的嚴格規範與審查⁵¹⁵。新增的 OTFs 規範，隨同 MiFID II 延後至 2018 年 1 月 3 日起適用實施⁵¹⁶；相較於 MTFs 以觀，OTFs 之相異處約有：1.OTFs 適用之交易種類僅限於債券(bonds)、結構型金融商品(structured finance products)、能源排污權(排污牌照)(emission allowances)、以及衍生性金融商品(derivatives)；且 OTFs 不適用於股權(equities)交易；2.OTFs 對於執行交易過程，在遵循事前揭示(pre-trade transparency regime)及最佳執行義務(best execution obligations)之前提下，OTFs 得行使其裁量權(use discretion)以決定如何處理客戶之交易指示⁵¹⁷。

二、集中清算

集中清算可以降低及移轉市場參與者之交易對手信用風險，管理店頭衍生性金融交易市場之穩定性⁵¹⁸。依 EMIR 規定，交易雙方均為歐盟

⁵¹² 馮震宇(計劃主持人)、黃立坪、黃筱文、黃嘉敏，歐盟金融工具市場指令(MiFID)對衍生性金融商品影響之研究，第 32 頁，2008 年 7 月(臺灣期貨交易所股份有限公司委外研究報告)

⁵¹³ 馮震宇等，同前註，第 39 頁。

⁵¹⁴ MiFID I, Art. 4(1)(14) - (15). MiFID II, Art. 4(1)(21) - (22)

⁵¹⁵ 馮震宇等，同註 512，第 40 頁。

⁵¹⁶ ESMA, Discussion Paper-The trading obligation for derivatives under MiFIR, P.29 (20 September 2016), ESMA/2016/1389, available at : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1389_dp_trading_obligation_for_derivatives_mifir.pdf (last visited on : 2016/10/30).

⁵¹⁷ Financial Conduct Authority, Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Consultation Paper I, P.15-17 (2 December 2015), CP15/43, available at : <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp15-43.pdf> (last visited on : 2015/12/30).

⁵¹⁸ European Commission, EU rules on derivatives contracts, available at: <http://eur-lex>.

規範下之金融機構 (financial counterparty)、或是一方為歐盟規範下之金融機構與一方為超過清算門檻金額 (the clearing threshold) 的非金融機構 (non-financial counterparty) 承作交易、或是交易雙方均為超過清算門檻金額的非金融機構時，其衍生性金融交易契約均須按 ESMA 所訂 RTS 要件進行集中清算⁵¹⁹。

設立於歐盟會員國之集中清算機構如欲執行清算業務，須經該國主管機關 (the competent authority) 遵循 EMIR 所訂程序給予核准 (authorisation)⁵²⁰。如係設立於歐盟以外之第三國家集中清算機構 (third-country CCPs) 向歐盟會員國的清算會員 (clearing members) 或交易平台 (trading venues) 提供服務，則該第三國集中清算機構須經 ESMA 之承認 (recognition)⁵²¹。ESMA 對第三國家集中清算機構給予核准的前提條件之一，包含歐洲執委會對於該集中清算機構所適用之第三國法規，依其規範效果相較於歐盟法規以觀 (an outcome based approach)，做出該第三國家相關法制具有有效對等性之決定 (a positive equivalence decision)⁵²²；且 ESMA 須與該 CCPs 所在第三國家之主管機關簽署合作約定⁵²³。上述承認第三國集中清算機構與遵從第三國法規 (deference) 之相關機制，可減少因為跨國間法規差異與衝突所導致的監管套利 (regulatory arbitrage) 及市場碎裂化 (market fragmentation) 情形⁵²⁴，以提升衍生性金融交易市場之穩定及效率⁵²⁵。歐盟首次係於

europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:32012R0648 (last visited on : 2015/05/01).

⁵¹⁹ EMIR, recitals 29, 31, and Art.4 (1), 5(2), 10(1) (b).

⁵²⁰ EMIR, Art. 14,17.

⁵²¹ EMIR, Art. 25

⁵²² European Commission, First 'equivalence' decisions for central counterparty regulatory regimes adopted today (30 October 2014), available at: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1228_en.htm (last visited on : 2015/05/01).

⁵²³ EMIR, Art. 25(2)(c)

⁵²⁴ See *Supra* note 522.

⁵²⁵ DLA Piper, FINANCIAL SERVICES REGULATION, Exchange – International Newsletter, Issue 25, p.28 (February 2015), available at: <http://hb.betterregulation.com/external/Exchange%20-%20International%20Newsletter%20-%20Issue%2025.pdf> (last visited on :

2014年10月先對亞洲市場承認香港、新加坡、澳洲與日本的集中清算機構⁵²⁶，市場參與者在ESMA承認的第三國CCPs進行交易集中清算時，將視同已遵守EMIR所規定之集中清算義務。之後ESMA陸續承認其他國家法制下的CCPs。ESMA於2016年6月與美國CFTC簽署合作協議（Memorandum of Understanding (MOU)）⁵²⁷，ESMA並自同年月起逐步承認美國的集中清算機構（即美國法制下的DCO）⁵²⁸。

CCPs須維持法令要求之固定資本，且該固定資本與其從事清算活動所衍生相關風險之間，應具有適當比例⁵²⁹，以有效面臨可能的債務重整程序⁵³⁰。CCPs須確保持有足夠金融資產以處理清算會員的違約事件⁵³¹，並須進行壓力測試⁵³²。CCPs的清算會員則須為其清算交易提交擔保品⁵³³、事前交付用以處理會員違約之基金⁵³⁴、以及在清算會員發生違約事件時，非違約之清算會員須依CCPs規定與要求，提交額外的基金⁵³⁵。藉由上開相關管理機制，降低違約事件引發系統性風險之可能性。

三、交易資料申報

EMIR要求交易者（包含未超過清算門檻金額之非金融機構）及CCPs須將所有的衍生性金融交易資料（不論該交易是否經過集中清

2015/05/01).

⁵²⁶ See *id.*

⁵²⁷ CFTC, General Press Releases 7384-16, “CFTC Signs MOU with the European Securities and Markets Authority Related to Recognized Central Counterparties”, available at: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7384-16> (last visited on: 2016/06/30).

⁵²⁸ 依EMIR Art. 88(1)之規定，ESMA須在其網站公布已承認的第三國集中清算機構，參閱ESMA網站：“List of third-country central counterparties recognised to offer services and activities in the Union”, available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf.

⁵²⁹ EMIR, Art. 16.

⁵³⁰ EMIR, recitals 48.

⁵³¹ EMIR, recitals 65, Art. 41-44.

⁵³² EMIR, Art. 49.

⁵³³ EMIR, Art. 41.

⁵³⁴ EMIR, Art. 42.

⁵³⁵ EMIR, Art. 43.

算、是否於交易所進行交易)申報予交易資料儲存機構(a trade repository, 在歐盟法制下簡稱「TR」)⁵³⁶, 如果沒有交易資料儲存機構可為受理, 則交易者及 CCPs 須向 ESMA 申報之⁵³⁷。一方可代理他方申報交易資料, 且不會由此構成違反保密約定或違反相關法規⁵³⁸。交易者與 CCPs 有義務確認其交易資料並未重複申報⁵³⁹。申報內容除了交易本身資料外, 尚包含有關清算、持續性評價、擔保品情形等資訊⁵⁴⁰。

交易資料儲存機構須依規定向 ESMA 完成註冊(registration)⁵⁴¹, 設立於歐盟以外之第三國家交易資料儲存機構, 則須經 ESMA 之承認(recognition)⁵⁴²。交易資料儲存機構集中記錄所有衍生性金融交易(包含交易所交易、電子交易平台之交易及其他櫃檯式交易)之資料⁵⁴³, 其須能提供必需資訊給 ESMA 及歐盟相關主管機關查詢⁵⁴⁴; 交易資料儲存機構並須定期對外公開彙總後的交易資訊⁵⁴⁵。交易資料儲存機構須建立清楚的組織架構及責任歸屬、健全的內部控制機制, 並負保密與誠信經營之義務⁵⁴⁶。

四、對於未經集中清算之交易加強徵提擔保品

依 EMIR 規定, 金融機構以及超過清算門檻金額之非金融機構(合稱「受規範主體」), 應對於未經集中清算之店頭衍生性金融交易, 建

⁵³⁶ EMIR, Art. 9(1)

⁵³⁷ EMIR, Art. 9(3)

⁵³⁸ EMIR, Art. 9(4)

⁵³⁹ EMIR, Art. 9(1)

⁵⁴⁰ ESMA, Final Report - Review of the Regulatory and Implementing Technical Standards on reporting under Article 9 of EMIR, p.3, available at : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1645_-_final_report_emir_article_9_rts_its.pdf (last visited on : 2015/12/01)

⁵⁴¹ EMIR, Art. 55

⁵⁴² EMIR, Art. 77

⁵⁴³ EMIR, Art. 2(2), 2(5), 9. Also See *Supra* note 540.

⁵⁴⁴ EMIR, Art. 81(3)

⁵⁴⁵ EMIR, Art. 81(1)

⁵⁴⁶ EMIR, Art. 78, 80.

立與其交易對手相互徵提擔保品（exchange of collateral）的風險管理程序⁵⁴⁷；同時也授權歐洲監理局（the European Supervisory Authorities (ESAs)）⁵⁴⁸應進一步制定徵提擔保品（collateral）及擔保品妥適區隔（segregation）之技術性實施規範（regulatory technical standards, RTS）⁵⁴⁹。

歐盟有關未經集中清算交易徵提擔保品之規範，其施行時間比美國、BCBS 與 IOSCO 國際標準為晚。歐洲執委會於 2016 年 10 月採行並修訂歐洲監理局所提出的徵提擔保品技術性實施規範（RTS），2017 年 1 月 4 日生效⁵⁵⁰。前述受規範主體之「超過清算門檻金額之非金融機構」，在此係指非避險交易部位的名目本金總和超過清算門檻金額之非金融機構。

擔保品區分為期初擔保品（initial margin）及變動擔保品（variation margin）。受規範主體中，其所屬集團於 2016 年 3 月至 5 月每月最後營業日之未經集中清算交易名目本金加總平均數，超過 3 百萬兆歐元名目本金門檻之主體（本文簡稱「超過名目本金門檻之受規範主體」），自 2017 年 2 月 4 日起同時適用變動擔保品及期初擔保品之規定⁵⁵¹。所有受規範主體（包含金融機構以及超過清算門檻金額之非金融機構）自 2017 年 3 月 1 日起均適用變動擔保品之規定⁵⁵²。至於期初擔保品之規

⁵⁴⁷ EMIR, Art. 11(3).

⁵⁴⁸ 歐洲監理局係由歐洲銀行局（the European Banking Authority）、歐洲證券市場監理局（ESMA）、歐洲保險與職業養老金管理局（the European Insurance and Occupational Pensions Authority）三大機構所組成。

⁵⁴⁹ EMIR, Art. 11(15).

⁵⁵⁰ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2016/2251 of 4 October 2016, Official Journal of the European Union, L 340/10 (15.12.2016), available at: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R2251&from=EN> (last visited on : 2016/12/30)

⁵⁵¹ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2016/2251, Art.37(1)(a), Art.36(1)(a), Art.39

⁵⁵² COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2016/2251, Art.37(1)(b)

定，其後分階段（phase-in）逐期降低「名日本金門檻」，以擴大適用期初擔保品規定之主體範圍（也就是不斷增加「超過名日本金門檻之受規範主體」），最後一階段則預計自 2020 年 9 月起規定超過 8 百萬歐元名日本金門檻的受規範主體適用期初擔保品規定⁵⁵³；至於計算方式，則以受規範主體所屬集團於每一施行階段「開始前」之該年 3 月至 5 月每月最後營業日之未經集中清算交易名日本金加總平均數為之⁵⁵⁴。上述「名日本金門檻」及階段實施之規畫，大致上遵循 BCBS 與 IOSCO 於 2015 年公布的修訂版「未經集中清算店頭衍生性金融交易之擔保品要求」⁵⁵⁵。

第四節小結

一、加強市場監理機制有其必要性

在 2007 年-2009 年金融危機之後，過去店頭衍生性金融交易市場自律性管理架構以及該產業各方參與者有關管理系統性風險與交易對手風險之能力，均受到相當質疑⁵⁵⁶，亦有學者直言，欠缺適度的金融市場管理規範，是 2007 年-2009 年金融危機成因之一⁵⁵⁷。2007 年-2009 年金融危機後相關金融改革法規所訂立之機制，對店頭衍生性金融交易原屬自律治理市場（private markets）之特性，產生了部分推向公共管理

⁵⁵³ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2016/2251, Art.36

⁵⁵⁴ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2016/2251, Art.39

⁵⁵⁵ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2016/2251, recitals 13, 14

⁵⁵⁶ See Guido Ferrarini and Paolo Saguato, *Supra* note 426, at 4.

⁵⁵⁷ Amar Bhidé, An Accident Waiting to Happen: Securities Regulation and Financial Deregulation, *in* What Caused the Financial Crisis 96-97 (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press.; Richard A. Posner, The Causes of the Financial Crisis, *in* What Caused the Financial Crisis 279 (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press.; Jin Cao, Banking Regulation and the Financial Crisis 1-3(2012), Routledge.

市場 (public markets) 之效果，前述有關交易資料即時申報、集中清算等市場管理機制，均有助於加強市場透明度以及降低系統性風險，以尋求金融穩定之公共利益 (public interest)⁵⁵⁸。更進一步來說：

(一) 將店頭衍生性金融交易強制移往交易執行平台之目標：

如前所述，將店頭衍生性金融交易移往交易執行平台可加強市場之透明度及發現價格功能。如果可獲得價格所依存的交易基礎資產 (underlying asset) 架構與特色之相關資訊，將能改善金融危機事件所導致之市場不具流動性狀況⁵⁵⁹。

(二) 強制集中清算制度理論上可降低破產法特殊規定之部分影響：

有關店頭衍生性金融交易的破產法特殊規定，可能更加深惡化財務危機事件以及可能導致輕忽市場紀律等問題，本文於第四章已做相關介紹。破產法特殊規定減輕交易者所面臨的交易對手信用風險，致使交易者可能比較易於與財務體質較弱的對造進行交易，以及未能將交易對手信用風險完整地計算入交易價格之中⁵⁶⁰；在破產法特殊規定之保護下，也易於導致過度承作交易與暴險而缺乏足夠的資本支持，加深金融機構倒閉的可能性⁵⁶¹。相較而言，在集中清算制度之下，交易對手信用風險移至集中清算機構承受，相較於一般市場參與者，集中清算機構並不會僅依賴擔保品以進行交易。在 Dodd-Frank Act 明文規定之下，集中清算機構應要求會員依其衍生性金融交易部位 (swap positions) 須維持一定之資本適足 (capital adequacy)，此將使集中清算機構於事前審視會員適格條件，以期限縮交易對手信用風險，同

⁵⁵⁸ See Guido Ferrarini and Paolo Saguato, *Supra* note 426, at 5, 6, and 19.

⁵⁵⁹ John Lipsky, *Through the Looking Glass: The Links between Financial Globalization And Systemic Risk*, in *Globalization And Systemic Risk*, 7 (edited by Douglas D Evanoff, David S Hoelscher, and George G Kaufman, 2009), World Scientific.

⁵⁶⁰ See Mark J. Roe, *Supra* note 376, at 555.

⁵⁶¹ See *id.*, at 550-555.

時也將促使會員於承作衍生性金融交易時自行審酌本身財務狀況，以上所述將有助於事前限縮違約事件可能造成之損失⁵⁶²。由此以觀，理論上集中清算制度可降低破產法特殊規定之部分影響⁵⁶³。

(三) 交易資料強制申報機制在跨國破產事件中亦具重要性：

雖然店頭衍生性金融交易過去具有磋商隱密性的特性被市場參與者認為是優勢特色之一，但是也由此導致市場資訊不夠透明，所以於破產事件開始時，如果破產方具有大量的店頭衍生性金融交易部位，其交易統計與損益估算將遇到困難，對於整體金融市場的影響也不易評估（因為一交易承作後，還可能被交易對手再為包裝或拆組後另行交易），主管機關於短期間內的決策所需資訊亦將不夠充足。

交易資料強制申報機制則使監理機關得以對於市場風險、交易暴險、市場規模等進行監督⁵⁶⁴。如果建立起交易資料即時申報機制，在跨國破產事件中，破產主體之監理機關透過合法資料儲存機構可以取得與彙整交易部位資訊，將有助於短期間內瞭解破產主體在衍生性金融交易層面可能造成的影響程度，並評估其處理方式。但是交易資料即時申報機制在跨國交易層面上，仍需克服可能與各國隱私秘密相關法令及個人資料保護法規等產生衝突之問題，此將有賴於不同國家或不同區域間經由國際性協議使彼此間合作以相互提供資料。

(四) 擔保品徵提新規與本文第二章案例之關聯

依 Dodd–Frank Act 暨其授權所訂擔保品徵提規定，自 2017 年 3

⁵⁶² Timothy P.W. Sullivan, Swapped Disincentives: Will Clearinghouses Mitigate the Unintended Effects of the Bankruptcy Code's Swap Exemptions?, *Fordham L. Review*, Volume 80, issue 3, P.1522-1524 (2011).

⁵⁶³ See *id.*

⁵⁶⁴ Guido Ferrarini and Paolo Saguato, Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR, *Journal of Corporate Law Studies* 13(2), p.324 (October 2013).

月 1 日起，許多資產證券化商品之發行機構將適用變動擔保品之相關規定⁵⁶⁵，在此規制情形下，預期可能會降低該等發行機構以店頭衍生性金融交易契約進行避險（“hedging” with swap contracts）之意願⁵⁶⁶。本文第二章案例債券發行人所進行信用違約交換交易，亦屬上述擔保品徵提規定之適用範圍。同時，資產證券化商品本身是否得做為變動擔保品（也就是合規的變動擔保品）之認定，則在法規上受到非常嚴格的條件限制甚或禁止⁵⁶⁷。在過去美國監理機關與專家研討擔保品徵提規定之過程中，亦有專家意見（William J. Harrington）表示，使資產證券化商品的發行機構適用擔保品之相關法規，將可弱化序位轉換條款（defuse their flip clauses），藉此於相關交易中減少證券化商品發行機構以低成本之人為條款擴充信用、促進其金融機構交易對手破產時之秩序清算程序（the orderly resolution）、降低證券化商品發行機構大量急售（fires sales）流動性不佳資產（illiquid assets）導致市場不穩定之可能性、以及強化投資人對於自身投資決定之責任承擔等⁵⁶⁸。

至於目前各國或各區域進行之金融改革法案，其就市場管理機制彼此間所存在之規範差異，是否會造成選擇管轄（forum shopping）與監管套利（regulatory arbitrage）的問題，本文認為即便有選擇管轄或監

⁵⁶⁵ Bill Harrington, ANALYSIS: US margin rule for swaps obliges securitization issuers to overhaul structures, add resources, and rethink capital structures (04 November, 2015), available at : <http://www.debtwire.com/info/2015/11/04/analysis-us-margin-rule-swaps-obliges-securitization-issuers-overhaul-structures-add-resources-rethink-capital-structures/> (last visited on : 2015/12/01)

⁵⁶⁶ See *id.*

⁵⁶⁷ See *Supra* note 468, at 74871. Also See *Supra* note 470, at 666.

⁵⁶⁸ Presentation to Rule Writing Teams from the CFTC, FCA, FDIC, FHFA, FRB, and OCC by William J. Harrington, P.7, *in*: Conference Call Between Staff of the Prudential Regulators (Farm Credit Administration, Federal Deposit Insurance Corporation, Federal Housing Finance Agency, Federal Reserve Board, and the Office of the Comptroller of the Currency) and the U.S. Commodity Futures Trading Commission, William Harrington and Richard Michalek (May 12, 2015), available at : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/rr-commpublic/harrington-michalek-call-20150512.pdf> (last visited on : 2015/06/30)

管套利的情形產生，一般而言，其在金融市場組織與管理層面上產生交易者道德風險事件或惡意脫法事件的疑慮並不大。因為進行金融法案改革之各主要管轄區域（或國家），其規範的目標與項目大致類同，均係源於 G20 所宣示指導原則或是其他國際性組織之建議原則，所以市場參與者在上開主要市場區域之不同規範間，欲透過操作選擇管轄與監管套利獲得大量利益（實益）或造成道德風險的可能性並不高。又如果是基於管理便利（例如系統設定、法規熟悉度等）或是交易成本考量⁵⁶⁹而選取特定法規或特定交易對象之所屬交易市場進行交易，其本質上亦無需加以非難。不過不可否認的是，誠如部分學者所陳，因跨境交易所涉及適用各國相關法規彼此間存在之差異，將造成市場破碎化（market fragmentation）及減少淨額結算機會（reduced netting opportunities）⁵⁷⁰，在經濟層面上也可能會導致區域間交易對象之移轉而造成不同區域經濟利益之消長或是影響相關金融組織或機構的競爭力，以及可能增加不必要的法規遵循負擔義務⁵⁷¹等問題。是以，如何減緩不同管轄區域間規範差異之影響、或是如何促進不同管轄區域主管機關間合作及協調相關規範之遵循模式，俾利在監理機制與交易效率兩者間求取平衡，仍是未來各國及市場參與者需持續面臨及解決之課題。

本文認為由於過去長時間對於店頭衍生性金融交易市場的低度管制，以及多數主要參與者所屬破產法制所給予的特殊優惠規定，促使店頭衍生性金融商品之交易量與市場規模呈現快速大量成長，如果經過合理分析而認為應採取加強市場監管機制之相關措施，則相對來說，就不

⁵⁶⁹ 例如交易執行平台與集中清算機構之基礎組織監理模式，原本就會產生交易條件標準化的趨勢，其與店頭衍生性金融交易原本著重客制化所帶來的利益，兩者在本質上即有差異，因此在金融改革法案之發展下，店頭衍生性金融交易市場有可能因此被縮減部分，而越複雜的客制化交易，其成本則可能隨之上升（例如提交擔保品之成本）。

⁵⁷⁰ See Edward F. Greene and Ilona Potiha, *Supra* note 505, at 375-376.

⁵⁷¹ See *id.*, at 375.

能單純僅以交易者之交易成本考量做為反對金融改革法令的理由。故本文認為美國及歐盟金融改革方案對於強化監理店頭衍生性金融交易市場的基本管理架構（基本原則）實有推行之必要，蓋適度的事前監管有利於對跨國金融市場本身之風險控管，另一方面，之後如果發生跨國破產事件時，對於其處理程序亦有助益。惟在 CCPs 之部分，仍應注意將大量交易風險轉由 CCPs 承受時，也可能會形成另一個金融市場組織大到不能倒（too big to fail）的問題⁵⁷²，以及應注意如何對 CCPs 建立各項風險管理機制與落實公司治理制度⁵⁷³。由於金融市場基礎組織（financial market infrastructures, FMIs）的無秩序失敗（disorderly failure）亦可能引發系統性風險，所以支付與市場基礎組織委員會（the Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI)）與 IOSCO 於 2014 年 10 月提出「金融市場基礎組織之重建」（Recovery of financial market infrastructures）報告⁵⁷⁴，再進一步提供了有關金融市場基礎組織重建計畫與其重建工具之國際性指引，亦值各國主管機關參酌。

二、域外效力之問題

本文認同前述金融改革法令對於店頭衍生性金融交易市場之加強監理原則，但是對於各國法規之域外效力規定所產生的問題，同時也需加以注意，並應致力於促進國際間之妥善合作。域外效力（extraterritoriality）係指一國家（一管轄區域）所訂立法規，直接或間接對於另一國家（另一管轄區域）的行為活動或是權利主體，產生具重要程度的影響⁵⁷⁵。美國與歐盟之金融改革法令，兩者在規範內容上彼此

⁵⁷² Julia Lees Allen, Derivatives Clearinghouses and Systemic Risk: A Bankruptcy and Dodd-Frank Analysis, *Stanford Law Review*, Vol. 64, p.1093-1094, 1108 (2012)

⁵⁷³ Sean J. Griffith, Governing Systemic Risk: Towards a Governance Structure for Derivatives Clearinghouses, *Emory Law Journal*, Vol. 61, No. 5, p.1239-1240 (2012)

⁵⁷⁴ CPMI-IOSCO – Recovery of financial market infrastructures (October 2014), available at: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d121.pdf> (last visited on: 2015/05/01)

⁵⁷⁵ Charles H. Dallara, Containing extraterritoriality to promote financial stability, *Banque de*

間存在差異性，又在其規範各具一定程度域外效力之影響下，亦會加深法規間的衝突⁵⁷⁶。

美國 Dodd-Frank Act 增修了商品交易法(the Commodity Exchange Act, CEA) Section 2 (i) 規定，如果對美國商業有直接重大影響或是有預防侵害法規之必要性時，在一定條件下，Dodd-Frank Act 的註冊規定與部分實質規範、以及 CFTC 監理規範可適用於跨境（跨國）交易（包含與美國主體承作之境外交易）⁵⁷⁷。在美國 Dodd-Frank Act 及其授權 CFTC 制定規則⁵⁷⁸等規範之下，非美國主體（non-U.S. Persons）如與所定義美國主體（U.S. Persons）承作之交易量，加上受到美國主體擔保（guaranteed by a U.S. person）之交易量，其合計總量達法定最低門檻金額（de minimis threshold）時，該非美國主體仍須向 CFTC 註冊為交易商（Swap Dealer, SD）或主要參與者（Major Swap Participant, MSP）⁵⁷⁹；非美國主體於 CFTC 註冊為交易商(SD)及主要參與者(MSP)後，則其與美國主體交易對手所進行店頭衍生性金融交易，須依其身分類別遵守 CFTC 所定的主體層面規範（Entity-Level Requirements, 例如資本適足性、風險管理、交易資料之留存與申報等）以及交易層面規範（Transaction- Level Requirements, 例如交易之平台執行與集中清算、未經集中清算交易之擔保品徵提與擔保品區隔等）⁵⁸⁰；但是上述非美國主體（non-U.S. Persons）可以透過「替代遵循」（substituted

France , Financial Stability Review, No. 17, .P.48 (April 2013)

⁵⁷⁶ See Edward F. Greene and Ilona Potiha, *Supra* note 505, at 367.

⁵⁷⁷ Dodd-Frank Act §722 (d), CEA Section 2 (i)

⁵⁷⁸ 例如 17 CFR Chapter I, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With certain Swap Regulations; Rule. Federal Register, Volume 78, No. 144 (Friday, July 26, 2013), Pages 45291-45374.以及 17 CFR Chapter I, RIN 3038-AD85 Final Exemptive Order Regarding Compliance With Certain Swap Regulations, Federal Register, Vol. 78, No. 4 (Jan. 7, 2013), Pages 858-882.

⁵⁷⁹ 17 CFR Chapter I, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With certain Swap Regulations; Rule. Federal Register, Volume 78, No. 144 (Friday, July 26, 2013), Pages 45291-45374.

⁵⁸⁰ See *id.*, at 45342-45343, 45337-45340.

compliance) 機制以達成遵循 Dodd-Frank Act 之等同效果，也就是非美國主體遵循具有廣泛相當於 (comparable with and as comprehensive as) Dodd-Frank Act 規制效果 (outcomes-based approach) 的母國法令，以替代原應遵循的 Dodd-Frank Act 規定⁵⁸¹；至於非美國主體之母國法令是否具有廣泛相當於 Dodd-Frank Act 規制效果，則由各國主管機關提出申請 (on a requirement-by-requirement basis) 並由 CFTC 決定之 (the Commission's comparability determinations)⁵⁸²；在 CFTC 對該國法規做成具有廣泛相當性之決定後，CFTC 須進一步與該國主管機關簽署約定 (MOUs) 以進行資訊分享及監理合作⁵⁸³。CFTC 曾表示 Dodd-Frank Act 之域外效力事項，目的並不在於擴大治外法權，而是要控管可能危害美國金融市場之因素。

在歐盟相關規範下，第三國家主體 (非歐盟主體，third country entity) 與歐盟主體承作衍生性金融交易時，須適用歐盟 EMIR 規定之相關義務；又雙方雖均非歐盟主體，惟其位於歐盟境內且其交易契約對歐盟市場會有可預見之直接重大影響或是為預防損害 EMIR 規範之必要時⁵⁸⁴，仍須適用歐盟 EMIR 規定之相關義務。境外第三國家主體參與適用 EMIR 之交易契約時，如果該第三國家所建立的相關監管規範係對等於 (equivalent to) 所適用之 EMIR 規定，則該境外第三國家主體遵守其母國相關監管規範可視為符合 EMIR 所適用規定⁵⁸⁵，至於是否具有「對等性」則由 ESMA 依歐盟理事會所訂執行標準決定之，且 ESMA 須與第三國家主管機關簽署合作約定⁵⁸⁶。

⁵⁸¹ See *id.*, at 45342-45343.

⁵⁸² See *id.*

⁵⁸³ See *id.*, at 45344.

⁵⁸⁴ EMIR, art 4(1), 11(12)

⁵⁸⁵ EMIR, art 13(3)

⁵⁸⁶ FSB, Jurisdictions' ability to defer to each other's OTC derivatives market regulatory regimes, FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, P.12, P.21-22

綜上所述，美國與歐盟之金融改革法令彼此間存在差異性，且其規範各有一定程度的域外效力規定，產生了規範重疊與規範衝突之問題，對此，美國係採取替代遵循（substituted compliance）之處理模式，歐盟則採取規範對等性（equivalency）之處理模式。而歐盟採取的處理模式，其實就是以較複雜的對等性要求與規定條文，達成替代遵循⁵⁸⁷。

在歷經金融危機之後，各國立法者的思維傾向防止各種可能經由全球金融市場交互作用而從境外傳來（import）的金融風險，由此可能導致各國立法產生域外效力（extraterritorial effects）規定，此種情形於國際性標準尚未具體明確時也將更為明顯⁵⁸⁸。各國金融改革法令之域外效力規定，如果事前未經過各國主管機關彼此間合作協調其立法內容，則可能衍生損害市場流動性、增加交易成本、不當影響金流規畫等問題⁵⁸⁹。學者 Charles H. Dallara 表示有關減緩域外效力規定負面影響之處理方法，理論上有不同模式存在，綜合以觀，首先各國應自律地避免單純以自身特有因素（自身特有考量）做為立法基礎，以及應致力於與其他國家相互合作建立（或透過國際性組織如 FSB 促成）謹慎與有效的全球性標準（global standards），並在遵循程序上透過國際間合作採取相互承認（mutual recognition）模式或是替代遵循（substituted compliance）模式，以減少因各國間規範差異所可能面臨之相關問題，增進法規制度的效率⁵⁹⁰；經由上述在金融法規層面之國際性合作機制，

(18 September 2014), available at : http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140918.pdf?page_moved=1 (last visited on : 2015/05/01)

⁵⁸⁷ Lily D. Vo, Substituted Compliance: An Alternative to National Treatment for Cross-Border Transactions and International Financial Entities, *Georgetown Journal of Law & Public Policy*, Vol. 13, p.96 (2015).

⁵⁸⁸ See Charles H. Dallara, *Supra* note 575, at 50.

⁵⁸⁹ See *id.*, at 52-53.

⁵⁹⁰ See *id.*, at 54-55.

亦可減緩市場破碎化與監管套利的情形⁵⁹¹。學者 Edward F. Greene 與 Ilona Potiha 認為相較於相互承認 (mutual recognition) 模式係要求雙方相互承認對方的普遍性法制架構而言，替代遵循 (substituted compliance) 模式可為單邊程序，且可針對不同法域來決定僅以其部分或特定規定進行替代適用，因此替代遵循模式比較具有彈性與效率⁵⁹²。另有論述 Lily D. Vo 指出相較於不同國家間逐一協議各項規範一致性的做法 (harmonization) 而言，替代遵循係審視特定議題 (issue-based) 的外國規範是否可以達到與本國規範相同的效果 (achieve the same outcome、“outcome-based”)，替代遵循可以減少協商程序的繁複及時間⁵⁹³。此外，學者 Christian Johnson 從分析一國遵循他國規範之動機或理由 (motivations or reasons) 所提出的務實看法亦值參考，也就是多數國家贊同對於店頭衍生性金融交易市場加強監理法規，但是各國未必在管理具體行為態樣之層面上，具有相同的管制需求或必要，例如美國 Dodd-Frank Act 第七章所訂定域外效力之規定，係以美國市場經驗為基礎，而加拿大與澳洲在金融危機中並未遭遇到如同美國的金融恐慌，加拿大與澳洲認為其原本法制即已謹慎監理其轄下主要金融機構；又如店頭衍生性金融交易市場規模相當有限之其他國家，並不需要制定過度超逾該國管制需求之法規結構 (如同美國 Dodd-Frank Act)，在前述考量下，各國與其他國家相互合作協調有關域外效力規定之適用模式及適用範圍時，應該適度地認同其他國家對於特定細節及特定層面所提出不同意適用之意見⁵⁹⁴。

⁵⁹¹ See *id.*, at 57.

⁵⁹² See Edward F. Greene and Ilona Potiha, *Supra* note 505, at 345, 360.

⁵⁹³ See Lily D. Vo, *Supra* note 587, at 92, 96.

⁵⁹⁴ Johnson, Christian, "Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implications of US Global OTC Derivative Regulation," *Nevada Law Journal*: Vol. 14, Issue 2, Article 14, p.602-603 (2014).

三、美國 Dodd-Frank Act 第二章 OLA 與該國破產法特殊規定之關係

破產法有關店頭衍生性金融交易之特殊規定，可能會更加惡化破產機構的財務困境甚至引發系統性危機，已如第四章所述。在此觀點之下，可推論衍生性金融交易契約當事人之一方，其商業活動或是資產組成如果包含越大量的店頭衍生性金融交易時，相關破產事件因破產法特殊規定對金融市場所產生的影響也會越大。如本章第二節所介紹，Dodd-Frank Act 第二章中，OLA 規定了暫時凍結期間（暫時停止店頭衍生性金融交易契約之提前終止與淨額結算權利）的處理模式以回應金融危機事件所顯現的系統性風險問題，但是美國並沒有同時進一步修訂或變更破產法對店頭衍生性金融交易之特殊優惠規定。在 Dodd-Frank Act 第二章與破產法兩法規併行競合之情形下，學者 Stephen D. Adams 表示，如果主管機關未在債務人聲請一般破產程序之前介入啟動 OLA 程序，可能將無法有效發揮 OLA 相關機制（例如暫時凍結期間）來處理系統性危機，所以破產法特殊規定將迫使主管機關面臨須在一般破產聲請提出前的極短時間內決定是否啟動 OLA 程序，此可能導致在資訊不足（或資訊被隱藏）之情形下增加不必要的 OLA 成本，甚至影響 OLA 的有效性⁵⁹⁵。同時，發生財務危機機構的經營層級，在面臨一般破產程序會產生無秩序提前解約、以及 OLA 規定對於經營層級加以懲罰規定等無益選擇之情形下，也可能採取拖延態度而不為有效處理措施⁵⁹⁶。此外，另有學者認為在兩法規併行之情形下，發生財務危機機構之交易對手可能為避免 OLA 之不利影響，而具有更強烈行使提前終止與淨額結算權利之動機⁵⁹⁷。綜上所述，前揭法規範併行所可能帶來的問題，仍待後續之觀察。

⁵⁹⁵ See Adams, *Supra* note 361, at 23-25.

⁵⁹⁶ See *id.*, at 24.

⁵⁹⁷ See Skeel & Jackson, *Supra* note 367, at 198.

四、秩序清算程序可能降低雷曼金控公司之損失

美國 FDIC 曾發表報告表示，如果雷曼金控公司在 Dodd-Frank Act 規範下進行秩序清算程序，被授權的 FDIC 採取相關措施維護其重要資產價值以及對於接管運作提供流動性，並架構（安排）相關交易出售雷曼公司具價值之部分給有興趣的潛在買家，可有助於系統穩定，並使股東與無擔保債權人負擔損失，而不會動用納稅人來源資金，降低道德風險⁵⁹⁸。且相較於一般破產程序，FDIC 以秩序清算程序處理雷曼公司也能夠為債權人保留更多重要資產⁵⁹⁹。



⁵⁹⁸ FDIC, The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act, FDIC Quarterly, early release for the upcoming 2011, Volume 5, No.2, available at : https://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2011_vol5_2/lehman.pdf (last visited on : 2015/05/01)

⁵⁹⁹ See *id.*

第六章 跨國破產事件之處理模式

由於現代企業的組織或商業活動、以及金融市場之國際化趨勢，單一管轄地區法規在各類案件中未必足夠適用，所以此種國際化（globalisation）因素進一步影響了國際間商業法規，其中包括了破產法⁶⁰⁰。

本章內容著重探討在現行國際破產法（international insolvency laws）制度，以及相關國際機構（或國際組織）針對金融市場所提出建議文件等內容之下，如何處理涉及複雜店頭衍生性金融交易市場之跨國破產事件。本章將先介紹跨國破產事件處理模式之一般基礎原則理論以及相關立法。由於本文所探討議題係以店頭衍生性金融交易為主要範圍，系統性風險是核心問題之一（此於本文第四章介紹破產法特殊規定、第五章介紹金融危機後之改革法令等相關內容中已有相關說明），而金融機構或是其他積極參與店頭衍生性金融交易市場之機構，均有可能因其財務危機或違約事件而引發系統性風險，所以本章亦將說明國際組織在金融體系層面所提出的相關建議文件。同時，在各國實質破產立法或特殊清理法制等內容彼此間均存有差異，以及研商整合立法制度仍須投入長期工作之情形下，就短中期來說，加強市場參與者及監理機關在國際金融市場實務上的合作，以尋求較有效率以及較具透明度之處理程序，亦屬重要，所以本章一併說明於近期國際金融實務中，合作與自律性約定之發展情形。

本章中所說明有關區域性之統合立法（此係指歐盟銀行重建與清理

⁶⁰⁰ Report of the Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System: Insolvency Arrangements and Contract Enforceability, 22-23 (September 2002), available at: <http://www.bis.org/publ/gten06.htm> (last visited on: 2015/05/30)

指令，即 the EU Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD)、國際性組織金融穩定理事會 (FSB) 在金融體系層面提出之建議文件、金融機構於市場實務上先行自律簽訂議定書以跨國承認特殊清理程序中有關暫停行使提前終止與淨額結算權利之規定等近期發展，係對於 2007 年至 2009 年金融危機與金融機構大到不能倒 (too big to fail) 爭議問題的回應之一⁶⁰¹，而從其中涉及店頭衍生性金融交易之相關規制以觀察，亦可推知其對於現行一般破產法制是否能有效處理涉及大量店頭衍生性金融交易之事件，傾向保留態度。

第一節 基礎原則理論與跨國破產法制

第一項 基礎原則理論

跨國破產立法所採行的基礎原則，大致上可區分為普及原則、屬地原則、修正式普及原則、現代化屬地原則等，上開原則同時也是國際間合作模式⁶⁰²之分類。其重要內容說明如下。

一、普及原則 (universality)

由單一法院及單一破產法律與程序以管轄跨國破產事件，也就是將破產主體的國內外資產負債均集中至單一主體，並由單一法院決定其破產程序，所適用單一破產法律之效力亦及於其海外資產或分公司所在之其他國家，其他國家則須承認前述單一法院所為破產程序之域外效力 (extraterritorial effect)⁶⁰³。單一主要程序以外之管轄區域，均屬協助

⁶⁰¹ 此點由本章第二節所介紹金融穩定理事會 (FSB) 提出之相關建議文件可為明瞭。

⁶⁰² See Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System, *Supra* note 600, at 36.

⁶⁰³ Rosa M. Lastra, *International Law Principles Applicable to Cross-Border Bank Insolvency*, in: *Cross-Border Bank Insolvency*, 166 (Rosa M. Lastra ed., 2011), Oxford University Press.

單一主要程序之附屬管轄區域（ancillary jurisdictions）⁶⁰⁴。在全然的普及原則之下，主要程序管轄法院外之其他國家均須在主權上讓步⁶⁰⁵，自動承認或是有義務遵守外國管轄主要破產程序，此模式之理想目標在於整體性地在同一程序下解決債務人之所有財產以及其與全體債權人之權利義務關係⁶⁰⁶。雖然此原則在理論上，對於全體債權人而言，更能達到債權人平等以及破產程序進行效率，但因為各國法律的差異性、主權維護、以及本國債權人利益考量等因素，使其在實務執行層面上遭遇困難⁶⁰⁷。

二、屬地原則（territoriality）

破產主體之資產或分公司所在國（所在地）法院均有破產程序管轄權，因此破產程序得在不同國家開啟而形成多數破產程序。此模式的基礎在於維護各國國家主權，而在各屬地區域內對當地資產進行清算，在部分地區可能形成較有利於該區域債權人之結果⁶⁰⁸。在全然的屬地原則之下，本國法院所為破產程序不具有域外效力（no extraterritorial effect），同時也不會受到依外國法律所開啟其他破產程序之影響⁶⁰⁹。雖然屬地原則的內容明確且在本國管轄權區域內具有處理效率，但是由於各法院僅處理債務人於法院地之國內資產以及適用國內法，在開啟多重（多國）程序之情形下，可能造成債權人需增加處理成本之支出，以及可能使債務人事前將其資產移轉至對債權人較為不利的境外地區⁶¹⁰。

三、修正式普及原則（modified universality）

修正式普及原則仍承繼普及原則有關債務人破產事件應由單一程

⁶⁰⁴ See Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System, *Supra* note 600, at 36.

⁶⁰⁵ See *id.*

⁶⁰⁶ Michat Bartowski, “Poland”, in: Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law, 370 (General editor - Look Chan Ho, Third Edition, 2012), Globe Law and Business.

⁶⁰⁷ See *id.*

⁶⁰⁸ See Lastra, *Supra* note 603, at 170.

⁶⁰⁹ See Fletcher, *Supra* note 270, at 13.

⁶¹⁰ See Mason, *Supra* note 263, at 44-45.

序管理之概念⁶¹¹，但是並不強制各國為主權之讓步。在鼓勵國際合作之前提下，各國法院自行決定是否合作以及於個案上認定在破產事件中是居於主要程序還是附屬程序，如決定居於附屬管轄（ancillary jurisdictions）地位，則其應輔助主要程序（the main proceeding）⁶¹²。在修正式普及原則之下，仍保留各國評估外國破產程序是否公平、維護本國債權人利益及本國公共秩序（public policy）、外國破產程序法規不可改變債權人權利等因素後之決定權⁶¹³。

四、現代化屬地原則（modern territoriality）

此原則也可以稱為合作式屬地原則（cooperative territoriality），各國仍於其本國轄區內依本國破產法處理債務人當地資產，以及進行分配予本國債權人之程序，各國間沒有主要程序與附屬程序之區分，但是須建立合作機制⁶¹⁴，例如可以透過建立請求文件共同使用之程序、分配程序資訊之共享、共同出售資產、撤銷偏頗行為時相互協助進行對債務人資產之取得與返還等方式進行合作⁶¹⁵。現代化屬地原則（modern territoriality）鼓勵各國進行破產程序的跨境合作，協力選法規則之整合一致，以及承認外國債權人之擔保物權利益⁶¹⁶。

第二項 跨國破產法制

以下擇要介紹管理跨國破產事件之相關制度規範：

一、聯合國國際貿易法委員會跨國破產示範法

聯合國國際貿易法委員會（The United Nations Commission on International Trade Law，以下稱「UNCITRAL」）是聯合國系統在國際

⁶¹¹ See *id.*, at 51.

⁶¹² See Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System, *Supra* note 600, at 40-41.

⁶¹³ See Mason, *Supra* note 263, at 51.

⁶¹⁴ See *id.*

⁶¹⁵ Lynn M. LoPucki, Cooperate in International Bankruptcy: A Post-Universalist Approach, *Cornell Law Review*, vol. 84, p.750 (1999).

⁶¹⁶ See Lastra, *Supra* note 603, at 171.

貿易法領域之核心法律機構⁶¹⁷。聯合國大會於 1997 年 12 月以第 52/158 號決議通過聯合國國際貿易法委員會跨國破產示範法（UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency，以下稱「示範法」）⁶¹⁸，之後陸續許多國家採行示範法以制定其國內法。示範法是為了提供有效模式以處理跨國破產事件（例如債務人之資產分散於複數管轄區域、或是債權人位於複數管轄區域），而非試圖統一實體破產法⁶¹⁹。示範法並以促成不同管轄區域間法院與主管機關之合作、提升法律明確性（greater legal certainty）、公平與有效的破產管理程序、保護與極大化債務人資產價值等為目標⁶²⁰。示範法採取修正式普及原則⁶²¹；內容則屬於程序規範（procedural law）⁶²²。不同於歐盟立法著重於有關開啟破產程序之管轄問題，示範法並未明定開啟破產程序之管轄，而是著重於跨境協助事項，例如承認外國破產程序、不同國家間法院與主管機關之合作等⁶²³。

示範法非屬國際公約而僅為立法指引⁶²⁴。示範法的制定是為了協助建立處理跨國破產案件之一致性及公平性參考架構，以利各國相關立法可資參考⁶²⁵。所以示範法的施行，須透過採用示範法的國家將示範法相關條款制定於其國內法⁶²⁶。示範法不具有強制拘束力，各國可決定是否採行，亦可於其國內立法中修改示範法之內容⁶²⁷。示範法並容許採用國基於其本國管理制度之考量，對於銀行、保險公司等金融機構得為排除

⁶¹⁷ About UNCITRAL, available at :http://www.uncitral.org/uncitral/en/about_us.html (last visited on : 2015/05/30)

⁶¹⁸ See Rodrigo Olivares-Caminal, et al. (Consultant Editors: Look Chan Ho & Nick Segal), *Supra* note 316, at 172.

⁶¹⁹ See *id.*

⁶²⁰ See *id.*

⁶²¹ See Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System, *Supra* note 600, at 41.

⁶²² See Goode, *Supra* note 237, at 795-796.

⁶²³ Look Chan Ho (General Editor), *Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law*, 5 (Third Edition, 2012), Globe Law and Business.

⁶²⁴ S. Chandra MOHAN, *Cross-border Insolvency Problems: Is the UNCITRAL Model Law the Answer ?*, *International Insolvency Review*, vol. 21, issue 3, 203 (2012). Research Collection School of Law.

⁶²⁵ Bob Wessels, *Cross-Border Insolvency Law -International Instruments and Commentary*, 4 (2007), Kluwer Law International.

⁶²⁶ See *id.*, at 5.

⁶²⁷ See Goode, *Supra* note 237, at 794.

適用⁶²⁸。外國破產程序區分為外國主要破產程序（foreign main proceeding）與外國非主要破產程序（foreign non-main proceeding）。又示範法雖未明定管轄原則，但是規定「外國主要破產程序」（foreign main proceeding）係指在債務人主要利益中心（Centre of Main Interests，以下稱「COMI」）所在國開啟之破產程序⁶²⁹。示範法未定義COMI，惟若無反證，法人COMI原則上推定為法人註冊地⁶³⁰。「外國非主要破產程序」（foreign non-main proceeding）則係在債務人非暫時性的經濟活動營運所在地（establishment）開啟之破產程序⁶³¹。外國程序代表人（foreign representative）可以請求本國承認外國主要破產程序或外國非主要破產程序⁶³²，其各適用不同的救濟（relief）程序。符合法定條件時，本國法院即有承認之義務⁶³³。如承認為外國主要破產程序，將自動產生有關凍結債務人資產以及暫停債權人行使權利與暫停執行債務人財產之強制效果⁶³⁴。本國法院對於外國主要破產程序及外國非主要破產程序，可依申請做出維護債務人資產或保護債權人利益之相關裁量救濟令⁶³⁵。本國法院於正式承認之前，可依申請先做出緊急之臨時性救濟令以維護當事人利益⁶³⁶。

二、美國聯邦破產法第 15 章⁶³⁷

2005 年 10 月 17 日美國「破產濫用預防及消費者保護法」（Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act 2005）

⁶²⁸ See Ho, *Supra* note 623, at 8.

UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art.1 (2).

⁶²⁹ UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 2 (b).

⁶³⁰ See Ho, *Supra* note 623, at 10.

UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 16 (3).

⁶³¹ See Ho, *Supra* note 623, at 10.

UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 2 (c), 2 (f), 17 (2).

⁶³² UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 2, 15, and 16.

⁶³³ UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 17.

⁶³⁴ See Ho, *Supra* note 623, at 11.

UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 20.

⁶³⁵ UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 21.

⁶³⁶ See Wessels, *Supra* note 625, at 8.

UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 19.

⁶³⁷ 11 U.S.C. §§ 1501-1532

生效，其內容包含以示範法為基礎新增美國聯邦破產法第 15 章⁶³⁸，採取修正式普及原則⁶³⁹。破產法第 15 章主要目的在於促成各方當事人、外國法院及主管機關在跨國破產事件中之合作、對於所有債權人及債務人進行公平與有效率之管理、保護債務人資產等⁶⁴⁰。

外國程序代表人可直接向美國法院請求承認其外國程序⁶⁴¹而啟動美國相關救濟或協助程序，外國程序代表人之申請只要符合破產法第 1515 條至第 1517 條之規定，法院就應給予承認⁶⁴²。法院所給予承認之外國破產程序，區分為外國主要破產程序（foreign main proceeding）與外國非主要破產程序（foreign nonmain proceeding）。以債務人 COMI 所在地為主要破產程序之開啟國、以債務人非暫時性的經濟活動營運所在地（establishment）為非主要破產程序之開啟國⁶⁴³。如被承認為外國主要破產程序，係強制適用相關自動救濟措施（automatic relief），例如凍結債務人於美國境內之資產以及禁止對債務人行使權利等規定，除非法院認為該救濟措施違反美國公共政策⁶⁴⁴；以及外國程序代表人在符合一定法定要件下可以行使部分的破產管理人權限⁶⁴⁵。倘被承認為外國非主要破產程序，則僅適用法院之裁量救濟令（discretionary relief⁶⁴⁶）⁶⁴⁷。本國法院對於外國主要破產程序及外國非主要破產程序，為維護債務人資產或債權人利益，可依外國破產程序代表人之請求，決定為裁量

⁶³⁸ Selinda A Melnik, "United States", in: Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law, 437 (General editor - Look Chan Ho, Third Edition, 2012), Globe Law and Business.

⁶³⁹ Donald S Bernstein, Timothy Graulich, Damon P Meyer and Robert Stewart, Chapter 1 Recognition and Comity in Cross-Border Insolvency Proceedings, in: The International Insolvency Review, 5 (October 2013 – editor: Donald S Bernstein), Law Business Research Ltd.

⁶⁴⁰ See Melnik, *Supra* note 638, at 445.

⁶⁴¹ 11 U.S.C. § 1509.

⁶⁴² See Donald S Bernstein et al., *Supra* note 639, at 5-6.

11 U.S.C. § 1517.

⁶⁴³ 11 U.S.C. § 1517.

⁶⁴⁴ See Melnik, *Supra* note 638, at 492-493.

11 U.S.C. § 1520.

⁶⁴⁵ 11 U.S.C. § 1520 (a) (3).

⁶⁴⁶ See Melnik, *Supra* note 638, at 462.

⁶⁴⁷ See *id.*, at 464.

救濟令⁶⁴⁸，該裁量救濟令之做成須以債權人、債務人及其他關係人之利益受到充分保護為前提⁶⁴⁹。對於已承認之外國程序，法院亦得依法定要件給予破產法第 15 章所定救濟以外的額外協助 (Additional assistance)⁶⁵⁰。

此外，美國 Dodd-Frank Act 對於跨國破產層面之問題，並沒有直接訂立具體規範，但是要求具系統重要性之金融機構 (SIFIs) 須於事前提出快速有助益的清理計畫 (Resolution Plan) 並取得聯邦準備理事會與存保公司之許可，而此種清理計畫或許可成為各國主管機關進行合作的特殊基礎⁶⁵¹。上述事前清理計畫，一般又稱為金融機構的遺囑 (a financial institution's living will)⁶⁵²，(Viral V. Acharya et al., 2011) Dodd-Frank Act 沒有規定清理計畫的具體項目，其概念為清理計畫係將公司之資本架構區分為不同優劣等級的債務區塊，當確定公司已無法補正其違約狀態時，原股東權益先予以銷除，並將受償次序較劣後之債務轉換為股東權益，如果至此已產生足夠流動性以支應剩餘負債，則不須再為進一步重組程序，否則將自受償次序由後往前繼續將債務轉換為股權，直到剩餘負債被清償或是最優先受償等級債務被轉換為股東權益⁶⁵³；只有在最優先受償等級債務均被轉換為股東權益後，才可以執行擔保品⁶⁵⁴。以上所述清理計畫中依次逐步將債務轉換為股東權益之過程，有學者認為其亦屬於股東與債權人共同承受損失機制 (bail-in) 之一種⁶⁵⁵。部分學者認為事前清理計畫的機制可以促成在金融市場危機中快速進行清理程序，並將風險傳遞限縮至受償次序劣後之債務 (the

⁶⁴⁸ 11 U.S.C. § 1521 (a).

⁶⁴⁹ See Melnik, *Supra* note 638, at 494.

11 U.S.C. § 1522 (a).

⁶⁵⁰ 11 U.S.C. § 1507.

⁶⁵¹ See Jackson & Skeel, *Supra* note 479, at 445. Dodd-Frank Act §165 (d)

⁶⁵² See Acharya et al., *Supra* note 485, at 235.

⁶⁵³ See *id.*

⁶⁵⁴ See *id.*

⁶⁵⁵ Joseph H. Sommer, Why Bail-In? And How !, FRBNY Economic Policy Review, Vol. 20, No. 2, 228 (December 2014)

lower-priority debt tranches)，以降低系統性風險之影響範圍⁶⁵⁶；但是也有學者認為此種清理計畫特殊機制，尚欠缺主要國家間的相互約定（特別是在美國與英國之間），各國主管機關仍可能傾向以轄區內之債務人資產，進行屬地原則處理模式⁶⁵⁷。

三、歐盟法制

歐盟理事會於 2000 年 5 月制定關於破產程序的第 1346/2000 號歐盟破產程序條例（Council Regulation(EC) No. 1346/2000 of 29 May 2000 on Insolvency Proceedings, as amended，以下稱「歐盟破產條例」）並於 2002 年 5 月生效。歐盟破產條例的目標，是促進歐盟會員國間跨國破產程序之處理效率、建立跨國合作方式、以及避免選擇管轄（forum shopping）之問題⁶⁵⁸。歐盟破產條例以債務人主要利益中心（COMI）所在地之會員國具有開啟主要破產程序（main proceeding）之管轄權⁶⁵⁹，並於主要破產程序開啟後取得其他會員國的自動承認⁶⁶⁰。債務人營業地（establishment）之會員國，僅得開啟附屬破產程序（secondary proceeding）⁶⁶¹，且附屬破產程序僅限於清算破產程序（winding-up proceeding）⁶⁶²；附屬破產程序的功能有二：保護本國債權人、協助與支持主要破產程序⁶⁶³。主要破產程序的破產管理人與附屬破產程序的破產管理人，負有相互交流資訊以及合作之義務⁶⁶⁴。主要破產程序在歐盟境內具有普及效力（universal effect），其破產管理人可以處理債務人之全部跨國資產⁶⁶⁵，惟主要破產程序管理人仍須遵守各當地

⁶⁵⁶ See Acharya et al., *Supra* note 485, at 236.

⁶⁵⁷ See Jackson & Skeel, *Supra* note 479, at 445-446.

⁶⁵⁸ See Wessels, *Supra* note 625, at 40.

⁶⁵⁹ Council Regulation(EC) No. 1346/2000, Art.3 (1)

⁶⁶⁰ Council Regulation(EC) No. 1346/2000, Art.16

⁶⁶¹ Council Regulation(EC) No. 1346/2000, Art.3 (2)

⁶⁶² Council Regulation(EC) No. 1346/2000, Art.3 (3)

⁶⁶³ See Wessels, *Supra* note 625, at 42.

⁶⁶⁴ Council Regulation(EC) No. 1346/2000, Art.31

⁶⁶⁵ See Rodrigo Olivares-Caminal, et al. (Consultant Editors: Look Chan Ho & Nick Segal), *Supra* note 316, at 38.

會員國之法律⁶⁶⁶；如果有會員國開啟附屬破產程序，該國境內之債務人資產須先依附屬破產程序進行清算分配，倘有剩餘資產始移轉予主要破產程序破產管理人⁶⁶⁷。因此，歐盟破產條例係採取修正式普及原則⁶⁶⁸。一會員國依歐盟破產條例開啟破產程序後，其法院對於破產事件所做成之相關判決及命令、和解等，依歐盟破產條例第 25 條之規定可援引適用布魯塞爾條例（the Brussels I Regulation，其前身為布魯塞爾公約）在其他會員國據為執行，且該判決之承認與執行，原則上不檢視判決之實質內容⁶⁶⁹，除非有違反其他會員國公共秩序之情形始可拒絕承認⁶⁷⁰。而布魯塞爾條例原本是適用於破產程序以外之歐盟其他民商事件，在國際私法層面上規範其管轄、承認與執行⁶⁷¹。

歐盟破產條例係全部直接適用於歐盟各會員國（除丹麥以外）⁶⁷²；倘歐盟會員國有採取示範法以訂立其國內法，且該國內法與歐盟破產條例有衝突時，歐盟破產條例應優先適用⁶⁷³。此外，歐洲議會於 2015 年 5 月 20 日通過核准歐盟破產條例之修訂版本（Regulation (EU) 2015/848 of the European Parliament and the Council of 20 May 2015 on insolvency proceedings (recast)，以下稱「EIR (Recast)」），並訂於 2017 年 6 月 26 日起施行；2015/848 EIR (Recast) 主要是針對現行歐盟破產條例在實務上顯示的缺陷進行修正，修正內容例如條例之適用範圍擴張

⁶⁶⁶ Council Regulation (EC) No. 1346/2000, Art.18 (3)

⁶⁶⁷ See Goode, *Supra* note 237, at 723.

⁶⁶⁸ See *id.*

⁶⁶⁹ See Fletcher, *Supra* note 270, at 427-429. And, Tomas Arons, Recognition of Debt Restructuring and Resolution Measures under the European Union Regulatory Framework, in: *International Insolvency Review*, vol.23, issue I, 57, 63 (2014, Editor: Professor Ian F. Fletcher), Wiley.; Council Regulation (EC) No 44/2001 of 22 December 2000 on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters, available at :http://www.uncitral.org/uncitral/en/about_us.html (last visited on : 2015/05/30)

⁶⁷⁰ Council Regulation (EC) No. 1346/2000, Art.26.

⁶⁷¹ See Fletcher, *Supra* note 270, at 427-429. And,

Tomas Arons, Recognition of Debt Restructuring and Resolution Measures under the European Union Regulatory Framework, in: *International Insolvency Review*, vol.23, issue I, 63 (2014, Editor: Professor Ian F. Fletcher), Wiley.

⁶⁷² See Wessels, *Supra* note 625, at 39.

⁶⁷³ See Goode, *Supra* note 237, at 706.

及於相關複合程序 (hybird proceedings) 與破產前程序 (pre-insolvency proceedings) 以提升破產程序之效益、加強相關規範使 COMI 的意義更明確以及防免利用遷移 COMI 進行選擇管轄 (forum shopping)、附屬破產程序修訂為不再侷限於清算 (winding-up) 破產程序、若無保護本國債權人之需要法院可拒絕開啟附屬破產程序、將相互交流資訊以及合作之義務規定擴張適用到法院之間以及法院與程序參與者之間、新增有關集團公司 (a group of companies) 之章節規定等⁶⁷⁴。

歐盟破產條例排除信貸機構與保險機構等特定型態機構之適用⁶⁷⁵。對於信貸機構，歐盟另訂立「信貸機構重整與清算指令」(Directive 2001/24/EC of the European Parliament and of the Council of 4 April 2001 on the Reorganization and Winding-up of Credit Institutions, as amended)，上述指令之施行則須會員國各自於其國內完成立法以執行之⁶⁷⁶。「信貸機構重整與清算指令」係採取一般普及原則，給予破產機構設立核准執照之會員國 (home Member State) 主管機關有權決定破產程序之執行且為單一程序，其他會員國無法開啟附屬程序⁶⁷⁷。2014年6月公布的「歐盟銀行重建與清理指令」(the EU Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) 修訂前述「信貸機構重整與清算指令」並將其適用範圍擴張及於投資公司 (investment firms)，惟適用的投資公司並不包含保險事業、為第三人持有證券或資金的投資事業、集合運用投資人資金的投資事業等⁶⁷⁸。

歐盟歷經 2007 年至 2009 年金融危機、2010 年起發生的歐元區主

⁶⁷⁴ Bob Wessels, The European Union Regulation on Insolvency Proceedings (Recast): The First Commentaries, *European Company Law*, vol.13, issue 4, 129, 131-132, and 134 (2016).

⁶⁷⁵ Council Regulation (EC) No. 1346/2000, Art. 1(2)

⁶⁷⁶ See Wessels, *Supra* note 625, at 45.

⁶⁷⁷ See *id.*, at 46.

⁶⁷⁸ Tomas Arons, Recognition of Debt Restructuring and Resolution Measures under the European Union Regulatory Framework, in: *International Insolvency Review*, vol.23, issue 1, 66-67 (2014, Editor: Professor Ian F. Fletcher), Wiley.

權債務與銀行危機後，歐盟會員國與相關機構於 2012 年達成有關成立歐元區銀行聯盟（a Eurozone Banking Union）之共識，該計畫包含對「重要的（significant）」歐元區銀行建立由歐洲中央銀行（European Central Bank, 以下稱「ECB」）進行「單一監理機制」（a Single Supervisory Mechanism, SSM）⁶⁷⁹；以及建構「單一清理機制」（the Single Resolution Mechanism, SRM），集中由單一清理機關（a Single Resolution Authority）進行清理程序，併同在歐盟之下設置「單一銀行清理基金」（a Single Bank Resolution Fund）⁶⁸⁰。單一監理機制（SSM）於 2013 年完成立法⁶⁸¹，歐洲中央銀行（ECB）並自 2014 年 11 月起執行其監理職務⁶⁸²。單一清理機制（SRM）經由 2014 年 7 月 2 日生效的「歐盟銀行重建與清理指令」（Directive 2014/59/EU, the EU Bank Recovery and Resolution Directive ⁶⁸³，以下稱「BRRD」）予以落實，提供統合且有效之銀行清理機制給各會員國，以及加強會員國在銀行跨國破產事件之合作，並由新設立的單一清理理事會（a Single Resolution Board, 以下稱「SRB」）開啟清理程序以及主導重要清理事項之決定，但是歐洲執委會（the European Commission）仍保留最終決定權，歐

⁶⁷⁹ Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe, Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What It Would Take, *Columbia Law Review*, vol.115, no.5, 1303-1304, 1306-1307 (2015).

⁶⁸⁰ See *id.*, at 1303, 1308, 1344.

Regulation (EU) No 806/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 July 2014 establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010.

⁶⁸¹ See *id.*, at 1307, 1343.

Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, AND Regulation (EU) No 1022/2013 of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards the conferral of specific tasks on the European Central Bank pursuant to Council Regulation (EU) No 1024/2013.

⁶⁸² See *id.*

⁶⁸³ Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council Text with EEA relevance.

盟理事會 (the Council) 並得依法於特定情形下反對 SRB 的決定⁶⁸⁴。
SRB 依法指示相關會員國之清理主管機關執行 SRB 的決定⁶⁸⁵。

BRRD 之受規範機構應提出重建計畫 (a recovery plan)⁶⁸⁶，其清理主管機關則應提出清理計畫 (a resolution plan) 以供重建無效時之用⁶⁸⁷。BRRD 給予清理主管機關相當廣泛權限以處理失敗金融機構，例如轉讓資產、暫停 (暫時凍結) 債權人提前終止契約之權利、銷除 (cancel) 或減記 (write down) 失敗金融機構所負債務或是將其債務轉換為股份 (即股東與債權人共同承受損失機制 (bail-in)) 等。歐盟成員國須依 BRRD 制定其本國法並自 2015 年 1 月 1 日起施行，但是有關股東與債權人共同承受損失機制 (bail-in) 之部分，最遲可至 2016 年 1 月 1 日起施行。

BRRD 適用於歐盟之銀行、特定投資機構、金融控股公司、以及非歐盟第三國家金融機構設於歐盟之特定分支機構等⁶⁸⁸，其影響店頭衍生性金融交易契約之相關規定，茲擇要說明如下：

- (一) 清理主管機關有權暫停交易對手之契約終止權⁶⁸⁹以及暫停交易對手執行擔保品的權利⁶⁹⁰，暫停期間係自發出暫停通知時起至次一營業日結束時為止；但是 CCPs 與清算系統、中央銀行等均不受上開暫停措施之限制⁶⁹¹。暫停期間結束時，如果清理主管機關決定將交易契約轉讓與第三人或是決定交易契約適用股東與債權人共同承受損失 (bail-in) 之規定，則交易對手以破產事由為基礎之契約提前終止權就被永久移除⁶⁹²；倘既未轉讓也未適用債權人共同承受損失

⁶⁸⁴ See Gordon and Ringe, *Supra* note 679, at 1308, 1341, 1345-1346.

⁶⁸⁵ See *id.*, at 1346.

⁶⁸⁶ BRRD, Art.5

⁶⁸⁷ BRRD, Art.10

⁶⁸⁸ BRRD, Art.1

⁶⁸⁹ BRRD, Art. 71

⁶⁹⁰ BRRD, Art. 70

⁶⁹¹ BRRD, Art. 71(3), 70(2)

⁶⁹² BRRD, Art. 71(4), 71(5)

機制，交易對手方可依契約約定內容行使以破產事由為基礎之契約提前終止權。於清理主管機關對清理中機構行使轉讓部分資產之處理措施時，BRRD 規定相關會員國應對於淨額結算約定及金融擔保約定等提供適當保護（appropriate protection）⁶⁹³，但是指令本身並沒有對「適當保護」做出定義及標準。上述暫停契約終止權之規定，同時可透過本章第三節所介紹的 ISDA 暫停終止權議定書之簽訂，加強契約雙方對於暫停契約終止權規定的跨境承認。在上開暫停期間內，清理主管機關亦有權決定暫停清理中機構之履行支付義務⁶⁹⁴，此時交易對手於暫停期間內也不須履行義務；清理中機構對 CCPs 與清算系統、中央銀行等之支付義務不受上開暫停措施之限制。

(二) 在清理中機構繼續履行其金融交易契約之前提下，依 BRRD 所採取之處理程序，並不構成交易對手行使終止權之破產事由⁶⁹⁵。

(四) 清理主管機關有權對於清理中機構已簽訂之金融交易契約，解除或修改其契約條款⁶⁹⁶。

(五) 清理主管機關有權依法將衍生性金融交易契約所生之債務（liabilities），適用股東與債權人共同承受損失機制（bail in）⁶⁹⁷，也就是依法減記（write down）債務或是將債務轉換為股權⁶⁹⁸。清理主管機關在適用 bail in 時，須先將該衍生性金融交易契約予以強制終止（terminate and close out）⁶⁹⁹，清理主管機關並依歐洲銀行局（EBA）所定計算方式（appropriate methodologies）按照淨額結算約定將終止交易計算出結算淨額（on a net basis in accordance with the terms of the agreement）⁷⁰⁰。有擔保之債務則不適用 bail in

⁶⁹³ BRRD, Art. 77

⁶⁹⁴ BRRD, Art. 69

⁶⁹⁵ BRRD, Art. 68(3)

⁶⁹⁶ BRRD, Art. 64(f)

⁶⁹⁷ BRRD, Art. 49(1)

⁶⁹⁸ BRRD, Art. 59(2)

⁶⁹⁹ BRRD, Art. 49(2), 43(1), 63(1)(k)

⁷⁰⁰ BRRD, Art. 49(3), 49(4)

⁷⁰¹，因此，超出擔保範圍的結算淨額才會適用 bail in。BRRD 並規定，受規範機構之契約債務如係適用非歐盟之第三國家法律，則該受規範機構所簽署之相關契約中，應增訂約定條款以使契約當事人承認適用受規範機構所屬歐盟會員國制定 bail in 之法令規定⁷⁰²。

(六) 清理主管機關所採取的清理措施，不得致使債權人的債權處理結果劣於其在一般破產程序可得結果⁷⁰³。

四、英國法制

英國法院在處理跨國破產事件時，其法源基礎有歐盟破產條例、跨國破產條例 (The Cross-Border Insolvency Regulations 2006, 以下稱「CBIR」)、破產法 (the Insolvency Act 1986, 以下稱「IA 1986」) 第 426 條、以及普通法 (the common law)⁷⁰⁴。CBIR 採行示範法做為立法基礎，適用於大不列顛 (Great Britain) 區域，外國破產程序代表人依 CBIR 請求英國法院承認外國破產程序時，其須清楚揭示外國破產程序、英國破產程序之細節以及依 IA 1986 提出請求之內容⁷⁰⁵。當案件無法適用歐盟破產條例之規定時，CBIR 提供司法協助之規定以供適用；但是如果歐盟破產條例與 CBIR 兩者規定內容有衝突時，則以歐盟破產條例之效力優先。經當事人請求，英國法院可依 IA 1986 第 426 條對於特定管轄區域 (designated jurisdictions) 以裁量命令進程序協助⁷⁰⁶。在歐盟破產條例、CBIR、IA 1986 第 426 條均無可適用之情形，英國法院則依法院所發展出的普通法原則，與外國破產程序代表人進行合作⁷⁰⁷。

⁷⁰¹ BRRD, Art. 44(2)(b)

⁷⁰² BRRD, Art. 55(1)

⁷⁰³ BRRD, Art. 74

⁷⁰⁴ Ian Johnson, Chapter 9. England & Wales, in: The International Insolvency Review, 119 (October 2013 – editor: Donald S Bernstein), Law Business Research Ltd.

⁷⁰⁵ Look Chan Ho, “England”, in: Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law, 141 (General editor - Look Chan Ho, Third Edition, 2012), Globe Law and Business. CBIR Art. 2(1) and Art. 15.

⁷⁰⁶ See Johnson, *Supra* note 704, at 120.

⁷⁰⁷ See *id.*

五、日本法制

日本於 2000 年公布以示範法做為基礎所制定的「關於外國破產處理程序承認與援助之法律」(「外国倒産処理手続の承認援助に関する法律」, 自 2001 年 4 月 1 日開始施行。以下稱「承認與援助法」)。依承認與援助法第 1 條所示, 其立法目的在於建立適當機制俾使外國破產程序在日本國內得以實現, 以及就債務人之清算與重整, 建立趨向國際標準之程序⁷⁰⁸。承認與援助程序須經日本法院做出決定(並非外國破產程序具一定條件即可自動承認之), 該承認與援助程序係外國破產程序之從屬程序, 且外國破產管理人只能在承認與援助程序或依日本法另提出破產聲請之間選取其一, 不得兩者併行⁷⁰⁹。日本法院承認外國破產程序, 其效力僅在使該外國破產程序具有使日本法院續為援助處分之適格性, 如果欲對於債務人或債權人的權利等進行限制, 仍須由法院另行依職權或依聲請進一步做出援助處分, 例如禁止債務人清償之命令、強制執行程序中中止命令等⁷¹⁰。

此外, 依破產法第 93 條、民事重整法第 38 條、公司重整法第 72 條等規定, 依日本法所開啟的破產程序、民事重整程序、公司重整程序, 對於債務人之海外財產亦生效力。

第二節 金融穩定理事會之相關建議

金融穩定理事會 (Financial Stability Board, 以下稱「FSB」) 成立

⁷⁰⁸ Shin Abe, "Japan", in: Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law, 277-278 (General editor - Look Chan Ho, Third Edition, 2012), Globe Law and Business.

⁷⁰⁹ 陳逸竹, 論國際破產—以日本法為出發點, 萬國法律雜誌第 151 期, 第 27 頁 (2007 年 2 月)。

⁷¹⁰ 陳逸竹, 同前註, 第 28 頁。

於 2009 年 4 月，是一個檢視國際金融系統並提出相關建議的國際組織，其會員包含全球主要國家、歐盟、國際金融機構（例如 BIS、IMF）、以及其他國際組織（例如 IOSCO、CPMI）。FSB 為加強國際金融之穩定，透過與各國主管機關、以提出金融監理國際標準為任務之其他國際組織等之合作，經由其會員共同促進各轄區執行有關強化國際金融市場的策略⁷¹¹。

FSB 於 2013 年提出「防止“大到不能倒”之進展」報告(Progress and Next Steps Towards “Ending Too-Big-To-Fail” (TBTF), Report of the Financial Stability Board to the G-20)⁷¹²中，表示之後將進一步就跨國清理程序之有效性及法律明確性提出相關建議。嗣後，FSB 於 2014 年 9 月 29 日提出有關「清理處置措施之跨境承認」(Cross-border Recognition of Resolution Action)之徵詢文件(Consultative Document)⁷¹³，文中 FSB 對於金融機構之清理處置措施，應如何促進其法律明確性及執行有效性提出相關建議，其主要是在跨境承認之法令制定與契約約定方式等兩層面闡述意見。相關重點摘要如下：

一、法令制定之層面

FSB 建議各國在其本國債權人受到公平對待(domestic creditors are treated equitably)之前提下，應以本國法令制定清楚(transparent)且無阻礙(expedited)之程序，使外國清理主管機關(a foreign resolution authority)所採行之清理措施(resolution measures)得於本國境內有效執行。其重要方向擇要介紹如下⁷¹⁴：

(一) 母國清理措施(home resolution measures)需得以對破產主體

⁷¹¹ 參閱金融穩定理事會(FSB)網站，About the FSB，available at : http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130902.pdf?page_moved=1 (last visted on : 2015/05/30)

⁷¹² FSB, Progress and Next Steps Towards “Ending Too-Big-To-Fail” (TBTF), Report of the Financial Stability Board to the G-20, available at : http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130902.pdf?page_moved=1 (last visted on : 2015/05/30)

⁷¹³ FSB, Cross-border Recognition of Resolution Action, Consultative Document, available at: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/c_140929.pdf (last visted on : 2015/05/30)

⁷¹⁴ See *id.*, at 4-5.

整體 (whole legal entity) 均產生效力，包括境外分公司，惟 (其他轄區) 本國立法同時需考量保護本國債權人及本國金融穩定。

(二) 母國清理措施需在境外資產負債所在地得以執行，而境外其他轄區 (host jurisdictions) 需允許破產主體當地子公司之股權轉讓、或是允許當地子公司持續對其母公司或其他關係企業提供必要之服務。

(三) 各轄區之本國立法，使外國清理措施 (foreign resolution measures) 得於其本國境內產生效力之立法方式有⁷¹⁵：

1. 當外國清理主管機關要求承認其清理程序時，本國需於國內承認該已開啟之外國清理程序，並使本國主管機關 (包括行政機關或司法機關) 有權力於國內執行該外國清理程序之相關措施、或是依該外國清理措施在國內做出相關程序處分 (grant other forms of domestic relief)。
2. 或是，於本國清理程序中，本國清理主管機關得依本國法採行與外國清理程序具有一致性的本國清理措施，以協助執行與支持外國清理主管機關 (foreign home resolution authority) 所採取之清理措施，且不受限於國內體制所訂既有程序。
3. 或是，結合上述第 1 點與第 2 點的方式。

二、契約約定方式之層面⁷¹⁶

由於上開法令制定層面之工作實為複雜且需要長時間進行，所以 FSB 同意另一方面也採行契約約定方式達成跨境承認 (Contractual approaches to cross-border recognition)，以促進具有秩序的清理程序。以契約條款約定跨境承認之清理措施，主要在於下列兩方面：

- (一) 暫時限制或暫時凍結金融交易契約之提前終止權利。
- (二) 依清理程序予以減記 (write-down)、銷除或轉換為股權之債務

⁷¹⁵ See *id.*, at 5-6.

⁷¹⁶ See *id.*, at 11.

(debt instruments) (也就是股東與債權人共同承受損失機制, “bail-in”), 縱使該債務之準據法轄區並非債務人之清理主管機關轄區, 上述將債務予以減記 (write-down)、銷除或轉換為股權之清理措施, 仍可於境外轄區被承認有效與執行。

不過須特別說明的是, 上開契約約定方式 (contractual approaches) 並不能取代法令制定架構 (statutory regimes), 而且契約約定方式可能會受到各轄區法院檢視之挑戰 (例如法院依該國公共秩序進行檢視)。

2014年10月15日FSB再提出2014年版之「金融機構有效清理程序之主要特質」(Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions) (以下簡稱「2014 Key Attributes」)⁷¹⁷, 除了對2011年版之「金融機構有效清理程序之主要特質」(以下簡稱「2011 Key Attributes」)增補部分內容做為2014 Key Attributes之附件, 實際上2014 Key Attributes並未修改2011 Key Attributes之主軸內容 (亦即12點必要特質)⁷¹⁸。2014 Key Attributes文中第4點說明了下列事項⁷¹⁹:

- (一) 有關抵銷權、金融契約淨額結算約定、擔保約定、以及客戶資產區隔制度之法律規範應清楚與明確, 並得於金融危機或清理程序事件中具有執行力。上述法律規範同時不得妨礙清理措施的有效執行。
- (二) 在繼續履行契約義務之前提下, 清理程序的開始或清理權限之行使, 其本身不應構成交易當事人行使加速到期或提前終止交易之事由。
- (三) 清理主管機關應有權限暫時凍結交易契約之加速到期或提前終

⁷¹⁷ FSB, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, available at: http://www.financialstabilityboard.org/2014/10/r_141015/ (last visited on: 2015/05/30)

⁷¹⁸ 參閱FSB網站之說明, available at: <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/effective-resolution-regimes-and-policies/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions/> (last visited on: 2015/05/30)

⁷¹⁹ See FSB, *Supra* note 717, at 10-11.

止交易等權利，以及：

1. 暫時凍結期間應嚴格限定（例如不超過 2 個營業日）；
2. 對於善意金融契約應提供適度保護，並對於交易對手賦予程序明確性；
3. 因其他與清理程序無關之違約事由（例如未履行支付義務）所啟動的提前終止交易權利，仍不受限制。

（四）清理主管機關之暫時凍結措施不得影響交易所與金融市場基礎組織（FMIs）的安全與秩序運作。

第三節 提前終止與淨額結算條款之近期國際實務發展

相較於近期國際實務發展，過往聯合國國際貿易法委員會為促進有效公司破產制度，曾於 2004 年提出「破產法立法指南」（UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law），其認為金融交易契約（financial contracts）所訂定的「提前終止與淨額結算條款」，在破產事件中具有減少金融市場潛在系統性風險之功能，並建議各國破產法應承認「提前終止與淨額結算條款」之效力，各國破產法於破產程序開始時對於契約提前終止權、抵銷權設有限制（limits）或凍結（stays）之規定者，則應給予「提前終止與淨額結算條款」例外之規定，使「提前終止與淨額結算條款」可有效執行，且不論該金融交易契約之一方是否為金融機構（whether or not one of the counterparties is a financial institution）⁷²⁰。

對應上述「破產法立法指南」之立場，本節以下將進一步介紹提前

⁷²⁰ UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law* (2004), P.158-P.159, Recommendations 101-107. Available at: http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf (last visited on : 2015/06/08)

終止與淨額結算條款之近期國際實務發展情形。

第一項 UNIDROIT 「提前終止與淨額結算條款之運作原則」

國際統一私法協會(The International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT)，以下稱「UNIDROIT」)參酌相關國際組織之看法，認為提前終止與淨額結算條款有助於金融穩定及降低交易對手信用風險⁷²¹，於2013年5月通過採行「提前終止與淨額結算條款之運作原則」(「PRINCIPLES ON THE OPERATION OF CLOSE-OUT NETTING PROVISIONS」)，其目的是為了向承認提前終止與淨額結算條款國家之立法者及決策者，提供較為妥善的商法與破產法之條文立法政策做為參考基礎，以促進提前終止與淨額結算條款之有效執行⁷²²。前揭原則僅限適用於雙邊淨額結算(bilateral netting)契約約定條款，而不包含多邊淨額結算(multilateral netting)或是強行規定之淨額結算類型⁷²³。「提前終止與淨額結算條款之運作原則」亦呼應FSB 2011 Key Attributes之內容，其第8點原則建議，提前終止與淨額結算條款在金融機構之清理程序中仍應具有效力，惟其不可妨礙清理程序相關機制，在給予債權人適度保護之前提下，金融機構之清理程序主管機關應有權限暫時凍結交易契約之加速到期或提前終止等權利，以維護清理程序之秩序⁷²⁴。

第二項 BCBS 報告與建議

國際清算銀行(BIS)巴賽爾銀行監督委員會(BCBS)之跨國銀行

⁷²¹ UNIDROIT Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions - Overview, available at: <http://www.unidroit.org/overview-netting> (last visited on: 2015/05/30)

⁷²² UNIDROIT, Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions, paragraph 16, available at: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/netting> (last visited on: 2015/05/30)

⁷²³ See *id.*, at paragraph 18.

⁷²⁴ See *id.*, at paragraph 149-151.

清理工作團隊 (The Cross-border Bank Resolution Group (CBRG))，於 2010 年 3 月對於跨國金融危機中之金融機構清理程序提出相關建議報告⁷²⁵。報告中以雷曼集團為例，其認為對於大型國際性金融機構之有效清理而言，事前提出清理計畫將會對於主管機關有相當助益；主管機關之監督、破產架構之作用、跨國破產管理人間之資訊交流等亦屬重要因素⁷²⁶。報告第 2 點建議在各國破產法規彼此間存在差異之情形下，各國應加強國家間之合作以達成秩序清算以及金融市場持續運作⁷²⁷；報告第 4 點建議各國主管機關建立相互承認 (mutual recognition) 危機處理與清理程序之相關機制，以加強國家間之合作⁷²⁸。報告第 8 點建議，各國應強化相關減緩風險機制 (risk mitigation techniques)，包含可有效執行的淨額結算契約、徵提擔保品機制、客戶交易部位之區隔、使衍生性金融交易契約更標準化、平台交易、集中清算、店頭衍生行金融交易之申報等，同時也強調相關減緩風險機制不可妨礙清理措施之有效性⁷²⁹。報告第 9 點建議，各國應修法使清理程序主管機關有權暫時凍結交易契約之提前終止約定條款，以使主管機關得決定是否轉讓資產；惟主管機關行使相關權限時不得影響交易所、集中清算機構、相關市場基礎組織等之健全運作秩序⁷³⁰。

第三項 ISDA 發布有關特殊清理程序之議定書

一、有關暫時停止 (暫時凍結) 權利之議定書

2007 年-2009 年金融危機後，各國金融監理機關紛紛推動對於具系統重要性金融機構 (SIFIs) 之特殊清理架構 (special resolution regime,

⁷²⁵ Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf> (last visited on : 2015/05/30)

⁷²⁶ See *id.*, at p.14 - p.15.

⁷²⁷ See *id.*, at p.26 - p.27

⁷²⁸ See *id.*, at p.28.

⁷²⁹ See *id.*, at p.39.

⁷³⁰ See *id.*, at p.42.

以下亦稱「SRR」)，以試圖解決過去所遭遇金融機構「大到不能倒」之困境，其中規定清理主管機關對店頭衍生性金融交易契約具有暫停或改變提前終止權條款之權限，往往是前述特殊清理架構之一環，以降低市場紊亂干擾之可能性⁷³¹。為回應美國聯邦存款保險公司與德國、英國、瑞士、日本等多國監理機關之共同請求，ISDA 於 2014 年提出有關暫停行使或改變提前終止與淨額結算權利之議定書（ISDA 2014 Resolution Stay Protocol）⁷³²，事前即首先獲得 18 家主要國際性銀行及其關係企業⁷³³同意加入，此 18 家主要國際性銀行及其關係企業之議定書係於 2015 年 1 月 1 日生效⁷³⁴。該議定書為簽署後多邊生效之契約機制，使簽署議定書者透過此種契約約定之方式（a contractual approach），增補修訂 ISDA 契約及其信用擔保附約之內容，相互約定為跨國（跨境）承認（cross-border recognition）適用各管轄區域有關特殊清理架構（the special resolution regime (SRR)）法規所訂暫時凍結或改變提前終止權利及主張交叉違約的終止權利等相關規定，以確保金融機構之清理機關可有效執行其清理權限，且不受 ISDA 契約原約定準據法之影響⁷³⁵。此議定書目的是在於使清理機關有秩序地處理問題金融機構⁷³⁶，避免在欠缺市場穩定之情形下任由交易對手同時終止衍生性金融交易契約所導致

⁷³¹ David Geen, Seth Grosshandler, Katherine Hughes, Igor Kleyman, Knox L. Mcilwain, Samantha Riley, and M. Benjamin Snodgrass, A Step Closer to Ending Too-Big-To-Fail: The ISDA 2014 Resolution Stay Protocol and Contractual Recognition of Cross-border Resolution, *Futures & Derivatives Law Report*, Volume 35, Issue 3, p.1, p.3. (April 2015), Thomson Reuters.

⁷³² ISDA 網站公開資料，ISDA 2014 Resolution Stay Protocol，available at : <https://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/20> (last visited on : 2015/04/10)

⁷³³ ISDA Latest News (October 11, 2014), Major Banks Agree to Sign ISDA Resolution Stay Protocol, available at : <http://www2.isda.org/news/major-banks-agree-to-sign-isda.org/news/major-banks-agree-to-sign-isda-resolution-stay-protocol> (last visited on : 2015/04/10) , 18 大主要國際性銀行包含 Bank of America Merrill Lynch, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Mizuho Financial Group, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, Sumitomo Mitsui Financial Group and UBS 等及其部分關係企業。

⁷³⁴ ISDA Latest News (November 12, 2014), ISDA Publishes 2014 Resolution Stay Protocol, available at : <http://www2.isda.org/news/isda-publishes-2014-resolution-stay-protocol> (last visited on : 2015/04/10)

⁷³⁵ ISDA 2014 Resolution Stay Protocol, FAQs, available at : <https://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/faq/20/> (last visited on : 2015/04/10)

⁷³⁶ See *id.*

的市場劇幅變動及衝擊。上開議定書之制定，亦呼應第二節所介紹 FSB 有關採行契約約定方式以促進具有秩序的清理程序之建議。

上述 ISDA 2014 Resolution Stay Protocol 附屬文件 (ATTACHMENT)⁷³⁷ 第 1 條約定任一方當事人均同意受到另一方及其關聯主體 (related entity) 所適用 SRR 相關規定之拘束，ISDA 契約中因他方違約以及因他方之關係企業交叉違約所產生的提前終止權，依他方或其關聯主體所適用之 SRR 規定，予以暫時凍結或改變⁷³⁸；第 2 條則約定如任一方當事人之關係企業進入美國法下之一般破產程序 (例如美國聯邦破產法或 FDIA 下之破產程序，非屬 SRR 程序⁷³⁹) 時，另一方不得對其主張源於該破產事件所生之交叉違約事由 (cross-default rights) 而要求提前終止契約與執行擔保品；第 6 條名詞定義中則約定暫停期間 (Stay Period) 不超過 2 個營業日⁷⁴⁰。特殊清理架構包含美國、法國、德國、日本、瑞士、英國，其特殊清理架構之增補或差異內容則分別依國別再約定於其後附表 (Annexes) 中，至於未在議定書中載明之 FSB 會員國轄區，其特殊清理架構如符合一定之債權人保護要件 (例如暫停期間不超過 2 個營業日、保障淨額結算權利等)，則仍可增列於議定書中以適用之⁷⁴¹。

ISDA 於 2015 年 11 月續行發布其與 FSB 合作研議的 ISDA 2015 Universal Resolution Stay Protocol (以下稱「2015 Stay Protocol」)，其條款大致類同於 ISDA 2014 Resolution Stay Protocol，惟 ISDA 經與 the International Capital Market Association (ICMA)、International Securities Lending Association (ISLA)、Securities Industry and

⁷³⁷ ISDA 2014 RESOLUTION STAY PROTOCOL, available at: <http://assets.isda.org/media/f253b540-25/958e4aed.pdf/> (last visited on : 2015/4/10)

⁷³⁸ See ISDA, *Supra* note 735.

⁷³⁹ See *id.*

⁷⁴⁰ See ISDA, *Supra* note 737.

⁷⁴¹ See ISDA, *Supra* note 735.

Financial Markets Association (SIFMA)等國際機構商議，以增補附件（an annex）之方式，使 2015 Stay Protocol 也擴張適用至特定的證券融資交易主契約⁷⁴²。又為回應多國監理機關之要求，2015 Stay Protocol 擴大其適用範圍，包括將所適用特殊清理程序轄區擴張至國際組織所定義全球具系統重要性銀行（G-SIB）總公司所在之轄區，以及 FSB 會員國轄區⁷⁴³；而簽署 2015 Stay Protocol 者，同時也同意適用其他所有加入 2015 Stay Protocol 者所屬特殊清理程序暫停終止權之規定；以上所述擴張適用轄區之前提，均須該轄區之特殊清理程序符合所訂之適格架構（Protocol-eligible Regime）⁷⁴⁴。市場參與者可選擇是否簽署，如為簽署 2015 Stay Protocol，則 2015 Stay Protocol 會取代原簽署 2014 Resolution Stay Protocol；倘未簽署，則原簽署 2014 Resolution Stay Protocol 仍繼續適用⁷⁴⁵。ISDA 於 2016 年 5 月再發布 Resolution Stay Jurisdictional Modular Protocol（以下稱「2016 Stay Modular Protocol」），對於不同轄區之特定規範要求，分別訂定更明確之議定書條款⁷⁴⁶，以資適用。2016 Stay Modular Protocol 可適用於所有的市場參與者⁷⁴⁷，並期望簽署 2015 Stay Protocol 者、其他市場參與者（例如買方端機構（buy-side institutions））簽署 2016 Stay Protocol。2016 Stay Modular Protocol 是與 2014/2015 Stay Protocol 區別之獨立議定書（Protocol）⁷⁴⁸。

二、有關股東與債權人共同承受損失機制之議定書

此外，有關 BRRD 的股東與債權人共同承受損失機制（bail in），

⁷⁴² ISDA 2015 Universal Resolution Stay Protocol, available at: <https://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/22> (last visited on : 2015/12/30)

⁷⁴³ ISDA 2015 Universal Resolution Stay Protocol, FAQs, available at: <http://assets.isda.org/media/f253b540-88/b5d497ff-pdf/> (last visited on : 2015/12/30)

⁷⁴⁴ See *id.*

⁷⁴⁵ See *id.*

⁷⁴⁶ ISDA Latest News (May 5, 2016), ISDA Launches Resolution Stay Jurisdictional Modular Protocol, available at: <http://www2.isda.org/news/isda-launches-resolution-stay-jurisdictional-modular-protocol> (last visited on : 2016/06/30)

⁷⁴⁷ See *id.*

⁷⁴⁸ See ISDA, *Supra* note 743.

ISDA 先就已制定 bail in 法令的特定轄區（荷蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、西班牙以及英國），於 2016 年 7 月發布 ISDA 2016 Bail-in Art 55 BRRD Protocol⁷⁴⁹，提供市場參與者簽署，藉此增修其與交易對手間的主契約條款，以遵循 BRRD 之要求（也就是 BRRD 受規範機構之契約債務如係適用非歐盟之第三國家法律，則該受規範機構應於契約中增訂條款以使契約當事人承認適用受規範機構所屬歐盟會員國制定之 bail in 法令規定）。

第四節 立法論與處理方式之綜結

本章（第六章）說明跨國破產事件處理方式之程序面議題，如前述各節之內容。本節則係綜結第四章至第六章之內容，按跨國破產事件之實體問題層面與程序問題層面，對於涉及店頭衍生性金融交易之跨國破產事件，針對立法論或處理合作模式所採取之立場進行說明。

本文雖於第四章中已說明有關破產法對店頭衍生性金融交易給予特殊處遇之疑慮，但是各國實體破產法未來是否（或如何）修訂仍待正反意見雙方論證以及立法者是否採行。然而，由本章第一節至第三節所介紹之內容，可觀察到目前國際立法與金融實務之趨勢至少有兩個重點，一是對於跨國破產事件採取修正式普及原則的處理模式⁷⁵⁰，並在具系統重要性金融機構之清理程序中，更加傾向普及原則。一是仍然承認店頭衍生性金融交易契約之提前終止與淨額結算條款的效力⁷⁵¹，但是基

⁷⁴⁹ ISDA 2016 Bail-in Art 55 BRRD Protocol (Dutch/French/German/Irish/Italian/Luxembourg/Spanish/UK entity-in-resolution version), available at: <http://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/28> (last visited on: 2016/07/30)

⁷⁵⁰ 學者王曉琮於其著作中也說明，「目前，無論大陸法系國家還是英美法系國家，都在立法或判例上逐漸傾向於普及主義，有條件地承認外國破產管理人或破產程序的效力。」，參閱王曉琮，*跨境破產中的法律沖突問題研究*，頁 139，北京大學出版社，2008 年 1 月。

⁷⁵¹ 學者 Ole Böger 也說明，金融產業代表與銀行業監理機關大致係支持提前終止與淨額結算

於系統性風險考量，其權利行使在主管機關對特定金融機構的清理程序中係受到一定限制甚或權利變更。因此，對於涉及店頭衍生性金融交易之跨國破產事件有關立法論與實務處理方式等問題，茲總結與說明本文採行立場如下：

(一) 實體問題層面：

1. 破產法之實體法規範層面：

此部分已於本文第四章第七項「三、小結」中已有詳細說明，此再為摘要如下：

(1) 在短中期的時程觀點上：

至少宜先以處理高度系統性風險為問題核心範圍。因此需在金融機構或大型投資公司之清理程序立法中，對店頭衍生性金融交易契約之提前終止與淨額結算權利，訂立妥適的暫時停止（暫時凍結）期間，並賦予主管機關在此暫時停止（暫時凍結）期間內，具有轉讓同一交易對手之主契約下全部交易予第三機構的權利；或是主管機關具有提前終止與淨額結算同一交易對手之主契約下全部交易的權利，以及同時建立股東與債權人共同承受損失機制（bail in）。在清理機構繼續履行其金融交易契約之情形（前提）下，清理程序措施將不構成交易對手行使終止權之破產事由。對於我國有關金融機構之清理法制，亦建議循此方向制定規範。

(2) 在長期的時程觀點上：

對店頭衍生性金融交易契約之提前終止與淨額結算權利，訂立妥適的暫時停止（暫時凍結）期間之規定，應整體落實到一般破產法制之處理原則。在立法上需規定以合理的暫時停止（暫時凍結）權利期間，並使破產管理人在此期間內可以執行其職

條款之效力，參閱 Ole Böger, Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (Part I), *Uniform Law Review*, Volume 18, issue 2, page 4 (2013).

務權限以進行秩序性破產程序，例如具有決定將同一交易對手之主契約下全部交易予以終止與淨額結算、或是將其轉讓予第三人續行履約等權限；如果破產管理人為上開決定，則未違約方不得以該次破產事件為由再做其他主張；如果破產管理人未為上開決定，則於暫時停止（暫時凍結）期間經過（結束）後，未違約方可以依主契約主張執行（或不執行）提前終止與淨額結算條款。

2. 國際私法之法律適用規則（選法規則）：

對於跨國破產事件，目前普及原則與屬地原則討論內容多著重於法院管轄之單一或是複數、以及破產程序是否具有域外效力等。不過，有關跨國破產事件問題之解決，同時也會涉及如何選擇適用某一特定法律之問題，學者 Ian F. Fleccher 表示在欠缺特殊國際條約可茲適用之情形下，處理跨國破產事件的務實模式中，應包含各國合作建構可適用於現實跨國商業活動的國際私法原則（rules of private international law），以供各國法院或相關機構適用於具體案件⁷⁵²，其意見亦值做為解決問題之基礎。

目前國際私法領域對於「提前終止與淨額結算條款」之選法規則並無一致性處理原則。UNIDROIT「提前終止與淨額結算條款之運作原則」原有草擬第 9 點原則以處理國際私法相關問題，但是後來為各國破產立法政策預留空間的考量又予以刪除⁷⁵³。在此問題點上，本文認為可採取學者 Philipp Paech 所傾向支持的立法方式，也就是為期兼顧尊重國家破產立法政策以及法律適用之明確性，在破產程序中對於「提前終止與淨額結算條款」，將有關適格主體與

⁷⁵² See Fletcher, *Supra* note 270, at 15.

⁷⁵³ Philipp Paech, Close-out Netting, Insolvency Law and Conflict-of-Laws, LSE Law, Society and Economy Working Papers 14/2014, page 2, 30. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2414400> (last visited on : 2015/05/30). 以及參閱 Adoption of the Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions (memorandum prepared by the Secretariat), available at : <http://www.unidroit.org/english/governments/council/documents/2013session/cd92-06a-e.pdf> (last visited on : 2015/05/30).

適格契約 (eligibility of the relevant parties and contracts) 的認定問題適用破產程序之法庭地法 (the forum law)，以維護國家的破產立法政策及債權人平等原則；有關破產程序中的撤銷事由 (the relevant insolvency avoidance rules) 則適用雙方約定的契約準據法，以維護契約當事人之可預見性⁷⁵⁴。本文認為上述學者 Philipp Paech 所傾向支持的選法規則也較為趨向修正式普及原則。至於分割適用法律之方式，學者王晓琼對於跨國破產案件中有關實體問題之法律適用，曾表示「應根據跨境破產的不同環節、不同方面，採取分割制予以確定。」⁷⁵⁵，茲併為參酌。

(二) 程序問題層面：

1. 採取修正式普及原則或普及原則之處理方式：

參酌學者 Philipp Paech 之觀點，為期降低法律適用之不明確性，在立法論上，採取修正式普及原則或普及原則之處理方式，限制開啟破產程序之法庭數量⁷⁵⁶。歐盟「信貸機構重整與清算指令」將信貸機構與其分支機構視為單一主體，由信貸機構之監理機關母國統合進行破產程序⁷⁵⁷，即屬上述立法方式。

2. 對於具系統重要性金融機構建置特殊清理程序：

對於具系統重要性金融機構建立或承認特殊清理程序，以處理其跨國破產事件對金融市場可能造成之特殊問題或系統性風險，其中包含對於店頭衍生性金融交易契約之處理方式。同時建立股東與債權人共同承受損失機制 (bail in)，以期減緩系統性風險⁷⁵⁸並

⁷⁵⁴ Philipp Paech, Close-out Netting, Insolvency Law and Conflict-of-Laws, LSE Law, Society and Economy Working Papers 14/2014, page 31-33. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2414400> (last visited on : 2015/05/30).

⁷⁵⁵ 王晓琼，跨境破产中的法律冲突问题研究，頁 71，北京大学出版社，2008 年 1 月。

⁷⁵⁶ See Paech, *Supra* note 754, at 30-31.

⁷⁵⁷ Georgina Peters, Developments in the EU, in: Cross-Border Bank Insolvency, 136-140 (Rosa M. Lastra ed., 2011), Oxford University Press.

⁷⁵⁸ See Sommer, *Supra* note 655, at 222.

維護具系統重要性金融機構之價值⁷⁵⁹。同時，在跨國破產事件中，應加強不同國家（或不同法域）間對於特殊清理程序之相互承認與合作，以促進特殊清理程序之有效性。

3. 個案評估採行跨國破產議定書模式：

在沒有特殊清理程序規範或沒有統合性跨國破產法規可資適用之情形下，除依各國現行法律進行破產程序以及對破產程序之國際間相互承認與協助之外，在個案中建議可評估採行「跨國破產議定書」之處理方式。

司法合作（judicial cooperation）之目的，是在不同破產程序間建立合作、分享資訊、相互調整程序之方式，以利於處理跨國破產事件所衍生之複數程序（parallel proceedings）時，降低成本與提升效率，而跨國破產議定書（protocols，以下譯稱「跨國破產議定書」）模式，係上述司法合作方式之一種⁷⁶⁰。跨國破產議定書模式，是由各破產程序所屬法院直接進行相互聯繫，彼此間就特定法律問題及事實障礙等之處理方式做出約定（agreements）⁷⁶¹。跨國破產議定書可依跨國破產事件之個案情形（on a case by case basis）對於特定問題提供解決方法⁷⁶²。跨國破產議定書之實務運作機制，個案經由法院間之司法合作與架構共同目的，可以具有協調合作、促進效率及公平、資訊透明之優點⁷⁶³。在實務運作上，不同破產程序（不同法域）之間所成立的跨國破產議定書，

⁷⁵⁹ See *id.*

⁷⁶⁰ Christoph Paulus, *Judicial Cooperation in Cross-Border Insolvencies - An outline of some relevant issues and literature*, p.1, available at: http://siteresources.worldbank.org/GILD/Resources/GJF2006JudicialCooperationinInsolvency_PaulusEN.pdf (last visited on : 2015/05/30).

⁷⁶¹ See *id.*

⁷⁶² See MOHAN, *Supra* note 624, at 224.

⁷⁶³ 參考 Keith D. Yamauchi, *Should reciprocity be a part of the UNCITRAL Model Cross-Border Insolvency Law ?*. *International Insolvency Review*, Volume 16, Issue 3, 166 (2007).

需提交請求各相關法院之核准⁷⁶⁴。

聯合國國際貿易法委員會（UNCITRAL）於 2009 年通過的「跨國破產合作實務指引」則使用「跨國破產約定（cross-border insolvency agreements）」之用語，係指為了促進各法院之間、法院與破產程序代表人之間、各破產程序代表人之間、以及與部分案關當事人等之合作，也為了加強各破產程序之相互協調，所共同訂立之約定⁷⁶⁵。上述「跨國破產約定（cross-border insolvency agreements）」，在國際實務上時常稱為跨國破產議定書（a “protocol”）⁷⁶⁶。跨國破產議定書內容中，有關該議定書之性質與範圍，建議其內容需包含下列最基本的要求：不改變各國法院之獨立性、主權及管轄權；各國法院應基於其管轄權與職權妥適處理本案破產事件之相關事項以及當事人請求；跨國破產議定書內容，與其所採行國際指引之間存有差異時，處理方式為何⁷⁶⁷。

過去國際間亦有多數跨國破產案件採行跨國破產議定書模式⁷⁶⁸。例如雷曼金控公司跨國破產事件中，有採用「示範法」所定法院、程序代表人等之合作機制為基礎⁷⁶⁹所訂立之跨國破產議定書⁷⁷⁰，由德國、澳洲、香港、新加坡、荷蘭、及美國等之監督人

⁷⁶⁴ See Goode, *Supra* note 237, at 834.

⁷⁶⁵ Bob Wessels, CROSS-BORDER INSOLVENCY AGREEMENTS: WHAT ARE THEY AND ARE THEY HERE TO STAY? (Provided to INSOL International Fellow course 2012 by Bob Wessels), p.1, available at : <https://www.insol.org/Fellowship%202012/Literature/Module%20A/Session%201/Additional%20Reading/2011-05%20Wessels%20-%20Cross%20border%20agreements.pdf> (last visited on : 2015/05/30).

⁷⁶⁶ See *id.*, at p.3.

⁷⁶⁷ See *id.*, at p.5.

⁷⁶⁸ 可參閱 TRI-Leiden 網站 (Insolvency Protocols Project, available at : http://www.tri-leiden.eu/project/categories/insolvency-protocols-project/#_ftn2, last visited on : 2015/12/30), 其議定書資料庫 (Database of Protocols) 置有採行跨國破產議定書模式之案件, available at : <https://www.dropbox.com/sh/qp71ufpr0g4lpbr/AADm7SOBWoRmTm364iJKzI7Ua?dl=0> (last visited on : 2015/12/30).

⁷⁶⁹ UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, Art. 25-27.

⁷⁷⁰ See MOHAN, *Supra* note 624, at 225.

或破產管理人共同簽署跨國破產議定書⁷⁷¹，簽署者也涵蓋了未實行示範法的國家；上述雷曼公司破產事件之跨國破產議定書並獲美國法院核准，但是英國、法國、日本並未簽署加入⁷⁷²。其他跨國破產議定書模式案件，另有採用國際律師協會（International Bar Association, IBA）制定的「跨國破產協議原則」（Cross-Border Insolvency Concordat, 1995）、或採用美國法律協會（the American Law Institute, 以下稱「ALI」）所訂「跨國破產案件之法院聯繫指引」（The Guidelines Applicable to Court-to-Court Communications in Cross-Border Cases, 2001）等做為合作方式之基礎⁷⁷³。跨國破產議定書係透過溝通聯繫與協調（communication and coordination）之方式以達成法院之間與當事人之間的程序統合處理⁷⁷⁴，而前揭「跨國破產合作實務指引」、「跨國破產協議原則」、「跨國破產案件之法院聯繫指引」、「示範法」第 25 條至第 27 條（在尚未採訂為國內法之情形下則無強制力）等，可就不同破產程序（不同法域）之間提供有關溝通聯繫、合作及協議程序之參考架構與方式，該等國際機構所訂立之指引為不具有強制拘束力之軟性規範（“soft law”）⁷⁷⁵。此外，ALI 與國際破產協會（the International Insolvency Institute, III）委託學者，以 ALI 既有原則為基礎，進一步於 2013 年發布「跨國破產案件之國際合作原則（Global Principles for Cooperation in International Insolvency Cases）」，為跨國破產事件之處理程序，提出全球性適用之參考原則，並以協助法官與實務參與者為目標

⁷⁷¹ Leah Barteld, Cross-Border Bankruptcy and the Cooperative Solution, 9 *BYU Int'l L. & Mgmt. R.* 40 (2012).

⁷⁷² See Rodrigo Olivares-Caminal, et al. (Consultant Editors: Look Chan Ho & Nick Segal), *Supra* note 316, at 308.

⁷⁷³ See MOHAN, *Supra* note 624, at 225.

⁷⁷⁴ See *id.*, at 224.

⁷⁷⁵ Bob Wessels, A Global Approach to Cross-Border Insolvency Cases in a Globalizing World, *The Dovenschmidt Quarterly*, 25 (March 2013, No.1), Eleven international.

之一⁷⁷⁶。

不過，另有論著表示，跨國破產議定書模式本質上係以經濟動機（economic incentives）為基礎，屬於經濟方法（economic approach）而非法律方法（legal approach），對於債權人來說，最初與破產方進行訂約時並無法預見跨國破產議定書模式及其內容，所以會面臨法律不明確（legal uncertainty）的問題，而在各方協議之過程中，主權主體（國家）法律國際私法所欲保護的許多利益可能也將無法實現⁷⁷⁷。亦有學者認為，成文法系國家的破產管理人縱使取得法院核准，仍不得簽署違反本國破產法強行規定之跨國破產議定書，並建議成文法系國家應立法制定有關參與跨國破產議定書⁷⁷⁸之規定。以上批評意見一併說明。

對於跨國破產議定書模式雖有持前述批評意見者，但是本文認為跨國破產事件本質上就會面臨一定程度的法律不明確問題，尤其是在沒有特殊清理程序規範或沒有統合性跨國破產法規則可資適用之領域中，以及現況對於店頭衍生性金融交易在國際私法層面上尚無明確的適用法律規則之情形下，相對而言，跨國破產議定書模式可提供較為彈性的合作途徑，且本文認為在此情形下採用跨國破產議定書模式，亦可呼應學者 Ian F. Fletcher 曾表示在處理跨國破產事件的務實模式（a pragmatic approach）中，應強化各國法院或破產程序主持機關之跨國合作，對於破產財團進行國際性運作管理，以達成「事實上普及原則狀態」（de facto universality）之見解⁷⁷⁹。

⁷⁷⁶ See *id.*, at 16, 25.

⁷⁷⁷ See Mason, *Supra* note 263, at 36.

⁷⁷⁸ Eberhard Braun and Annerose Tashiro, Cross-Border Insolvency Protocol Agreements between Insolvency Practitioners and their Effect on the Rights of Creditors, International Insolvency Institute's E-Library, Available at : <http://iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/362/4271.html>

⁷⁷⁹ See Fletcher, *Supra* note 270, at 15-16.

在沒有特殊清理程序規範或沒有統合性跨國破產法規可資適用之情形下，建議採用跨國破產議定書模式的理由，一方面是基於不同國家（不同法律系統）間協調立法制度一致性實有相當困難，而跨國破產議定書模式可於個案中在一定條件下協議承認（禮讓）他國法律，相對之下可能較易達成；同時另一方面亦考量涉及店頭衍生性金融交易之跨國破產事件，其關聯交易之本質具有相當複雜性，且於金融市場中可能涉及多數國家，相對之下需要較有彈性的處理方式。

第五節 對第二章案例之程序面處理模式分析

美國破產法第 15 章承襲示範法之相關規定，因此學者 Roy Goode 表示，Lehman Brothers Special Financing Inc. v. BNY Corporate Trustee Services Limited 案件（即本文第二章案例）之相關交易連結因素（transactional connections）皆指向英國，美國法院可基於國際禮讓（international comity）決定限縮其破產管轄，並進而承認英國判決之執行力，且在美國及英國的過去案例中均曾採取此類處理方式⁷⁸⁰。不過，本文認為，如果考量美國破產法第 15 章推定債務人之註冊所在地為主要利益中心⁷⁸¹，債務人 LBSF 註冊所在地的美國法院即可能主導主要破產程序（main proceedings）；以及美國法院 Peck 法官已表示維護本國法規範利益之立場而不承認英國法院判決，而美國破產法第 15 章規定也賦予美國法院可基於本國公共秩序（public policy）理由，決定不予承認（不予禮讓）外國程序⁷⁸²，以上因素可能會使學者 Roy Goode

⁷⁸⁰ See Goode, *Supra* note 237, at 233-234.

⁷⁸¹ 11 U.S.C. §1516(c)

⁷⁸² 11 U.S.C. §1506

所述意見不易實現。此外，另有著作認為本案英國法院既非破產程序所在地之法院、亦非擔保品所在地之法院，則英國法院在衝突法規則中是否能忽略破產程序所在地之法律（*lex concursus*）及擔保品所在地之法律（*lex situs*），而逕依契約約定準據法（*lex contractus*）援引適用英國法下之破產法原則做為其判決基礎，尚有疑問⁷⁸³。

此外，實務專家 Look Chan Ho 表示，LSBF 破產程序代表人（美國破產程序代表人）雖有參與債券投資人於英國進行的訴訟，並主張序位轉換條款違反英國法而應為無效，但是其程序代表人並未請求英國法院於該案中適用外國法（也就是外國程序代表人指派地之法律，*lex concursus*）。Look Chan Ho 認為 CBIR（The Cross-Border Insolvency Regulations 2006）第 21 條⁷⁸⁴有關協助外國破產程序之英國法院命令，其內容解釋上可以包含英國法院依英國選法規則（English choice of law rules）決定適用外國法律（foreign law）以做成協助外國破產程序之命令，因此美國破產程序代表人或可試行於美國法院判決後，在英國法院訴訟程序中，依 CBIR 請求英國法院承認及協助美國破產程序，並請求英國法院依 CBIR 第 21 條於本案例中直接適用美國破產法做成協助命令⁷⁸⁵，上開 Look Chan Ho 見解亦值參酌；惟美國破產程序代表人於本案例中並未依 CBIR 第 21 條規定向英國法院提出相關請求。

第六節 我國現行法規範及債務清理條例草案

一、破產法

依我國現行破產法第 4 條規定「和解在外國成立或破產在外國宣告

⁷⁸³ See Muñoz, *Supra* note 323, at 391-392.

⁷⁸⁴ Art.21 of Schedule 1 to CBIR.

⁷⁸⁵ Look Chan Ho, Applying Foreign Law under the UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency, page 6-8 (2009). Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, Vol. 24, p.655 (2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1530880> (last visited on : 2015/05/30).

者，對於債務人或破產人在中國之財產，不生效力。」，依上述規定反面解釋，學者通說皆謂係採屬地原則⁷⁸⁶，致使外國破產（狹義）裁判尚難據此於我國獲得承認。不過，我國司法實務上有利用法律解釋方式排除上述屬地原則之限制⁷⁸⁷，例如臺灣高等法院 100 年度重上字第 23 號判決表示「該法條僅在排除外國法院破產宣告對於破產人在我國之財產之效力，即外國破產宣告之效力，不及於破產人在我國之財產，並非完全否定外國法院在破產程序中所為全部行為之效力，尤其未否定外國法院為破產人選任代表人或法定代理人之效力。」，如按照上開判決，可能另會產生一疑問，就是依該判決所述「外國破產宣告之效力，不及於破產人在我國之財產」，經我國承認之外國破產人選任代表人或法定代理人，是否仍無法處理破產人在我國之財產而致無解決破產事件問題之實益？關於此點，我國實務見解藉由公司法第 8 條，認為清算人在執行職務範圍內為公司之負責人，因此經我國承認之外國破產人選任代表人或法定代理人有權處分破產人在我國境內之財產⁷⁸⁸，惟此見解在該涉外案件是否確能適用我國公司法做為準據法以及是否逾越破產法第 4 條文義等問題上，不無疑問⁷⁸⁹。此外，我國實務見解中也有認為屬地主義已不合時宜，應予以修正以貫徹平等原則，並進一步表示依破產法第 4 條之文理解釋，限制其適用範圍，必以外國之債務清理程序，其條件與我國破產法所定和解或破產相當者，始有適用破產法第 4 條之餘地⁷⁹⁰。

至於現行破產法第 4 條是否具有屬地原則之雙面性，亦即，不但外

⁷⁸⁶ 陳計男，破產法論，第 16 頁至第 17 頁，三民書局股份有限公司，2004 年 4 月，修訂三版。

⁷⁸⁷ 財團法人理律文教基金會 2012 超國界法律研討會（網站資料 http://www.leeandli.org.tw/national_20121216.html，最後閱覽日：2015/05/30）：議題三：從超國界法律思維出發論外國債務清理裁判之承認與執行，（研究資料，理律文教基金會，2012 年 7 月），第 4 頁（[http://www.leeandli.org.tw/download/national/2012/議題三-從超國界法律思維出發論外國債務清理裁判之承認與執行\(完\).pdf](http://www.leeandli.org.tw/download/national/2012/議題三-從超國界法律思維出發論外國債務清理裁判之承認與執行(完).pdf)，最後閱覽日：2015/05/30）。

⁷⁸⁸ 財團法人理律文教基金會 2012 超國界法律研討會，同前註，以及參閱臺灣高等法院 99 年度抗字第 1360 號民事裁定。

⁷⁸⁹ 財團法人理律文教基金會 2012 超國界法律研討會，同註 787。

⁷⁹⁰ 最高法院 102 年台上字第 193 號民事判決。

國破產（狹義）裁判無法於我國獲得承認，而且本國破產程序之效力也不及於外國？一般認為，我國破產程序並無域外效力⁷⁹¹，最高法院亦曾表示，基於破產法第 4 條之明文規定，則自國際間平等互惠原則而言，在我國成立破產宣告者，債務人或破產人財產所在地之外國當可否認其效力⁷⁹²。

二、民事訴訟法第 402 條及非訟事件法第 49 條

有關外國破產（狹義）或重整裁判如欲在我國承認及執行，民事訴訟法第 402 條及非訟事件法第 49 條是否適用或如何適用之問題：

民事訴訟法第 402 條規定「(第 1 項)外國法院之確定判決，有下列各款情形之一者，不認其效力：一、依中華民國之法律，外國法院無管轄權者。二、敗訴之被告未應訴者。但開始訴訟之通知或命令已於相當時期在該國合法送達，或依中華民國法律上之協助送達者，不在此限。三、判決之內容或訴訟程序，有背中華民國之公共秩序或善良風俗者。四、無相互之承認者。(第 2 項)前項規定，於外國法院之確定裁定準用之。」；非訟事件法第 49 條規定「外國法院之確定非訟事件之裁判，有下列各款情形之一者，不認其效力：一、依中華民國之法律，外國法院無管轄權者。二、利害關係人為中華民國人，主張關於開始程序之書狀或通知未及時受送達，致不能行使其權利者。三、外國法院之裁判，有背公共秩序或善良風俗者。四、無相互之承認者。但外國法院之裁判，對中華民國人並無不利者，不在此限。」。至於破產事件之性質，學者間有不同之見解，有認為係訴訟事件者，另有認為屬非訟事件者⁷⁹³。

我國實務見解有認為外國破產宣告之裁定非屬我國民事訴訟法第

⁷⁹¹ 沈冠伶，國際債務清理程序之基本問題，臺灣法學雜誌第 144 期，2010 年 1 月 15 日，第 96 頁。

⁷⁹² 最高法院 85 年度台上字第 1592 號民事判決。

⁷⁹³ 陳計男，同註 786，第 11 頁至第 13 頁。

402 條所稱「外國法院確定判決」，故無民事訴訟法第 402 條之適用⁷⁹⁴。但是也有不同見解，認為外國法院所為破產宣告之裁判，須依民事訴訟法第 402 條經我國法院判決承認，其於我國始有效力⁷⁹⁵。另有實務見解並行適用民事訴訟法第 402 條與非訟事件法第 49 條，以認可外國法院選任清算人之裁定^{796 797}。此外，有研究論文認為，民事訴訟法第 402 條第 2 項，應適用於外國法院以訴訟程序所為之外國民事訴訟裁定，如係外國法院依非訟程序作成之外國民事非訟裁判，則適用非訟事件法；並以適用民事訴訟法第 402 條規定為原則，適用非訟事件法第 49 條為例外，以及同時採取累積適用之檢驗方式，也就是：依裁判國法制，該外國民事裁判屬於非訟裁判，再累積適用該事件亦屬我國非訟事件法所例示規範之非訟事件時，始可適用非訟事件法第 49 條之規定；其餘情形則均應回歸適用民事訴訟法第 402 條之原則規定⁷⁹⁸。

三、債務清理法草案

司法院研修之債務清理法草案⁷⁹⁹設有「外國債務清理程序之承認」一章（第六章，第 297 條至第 320 條），未來如經立法通過，將成為我國處理跨國破產事件的依據之一。相較於一般民商事案件，跨國破產事件之外國法院裁判其類型具有特殊性，上述債務清理法草案制定「外國債務清理程序之承認」專章（以下稱「草案專章」），可說明外國破產（狹義）或重整裁判之承認與執行，具有另行單獨立法之必要性⁸⁰⁰。

⁷⁹⁴ 臺灣高等法院 91 年度國貿上字第 5 號民事判決。

⁷⁹⁵ 臺灣臺北地方法院 93 年度重訴字第 31 號民事判決。

⁷⁹⁶ 臺灣臺北地方法院 98 年度審聲字第 514 號民事裁定。

⁷⁹⁷ 相關選取裁判亦參閱：財團法人理律文教基金會 2012 超國界法律研討會，同註 787，議題三研究資料第 6 頁。

⁷⁹⁸ 唐敏寶，外國民事裁判之承認，國立政治大學法律學研究所博士論文，第 216 頁至第 217 頁，2010 年 3 月。

⁷⁹⁹ 債務清理法草案內容詳見司法院網站：破產法（更名為債務清理法）修正草案及條文對照表，<http://jirs.judicial.gov.tw/GNNWS/NNWSS002.asp?id=149921&flag=1®i=1&key=&MuchInfo=&courtid=>，103 年 2 月 14 日公告。

⁸⁰⁰ 財團法人理律文教基金會 2012 超國界法律研討會，同註 787，議題三研究資料第 3 頁至第 4 頁。

草案專章第 297 條規定對於外國法院債務清理程序之承認，專屬臺灣臺北地方法院管轄，該承認之聲請，由外國監督人或管理人為之，其無監督人或管理人者，由債務人為之。草案專章第 304 條第 1 項係明定經承認之外國法院債務清理程序之效力及於債務人或利害關係人在我國境內之財產，改採承認主義，不再採屬地原則，而改採普及原則⁸⁰¹，該條項之修正理由亦表示「至我國債務清理程序之效力及於債務人及利害關係人在外國之財產，乃當然之理，不待明文。」。為貫徹承認主義，草案專章第 304 條第 2 項規定外國法院開始之債務清理程序經我國法院承認者，其程序及效力應依該外國之法律規定；又為兼顧我國債權人利益，於債務人在我國有債務清理程序，或草案專章別有規定（如第 305 條至第 309 條）時，例外排除該外國法院債務清理程序在我國之效力。

為利債務人在我國開始債務清理程序，草案專章第 313 條規定債務人經外國法院開始債務清理程序者，不論其開始債務清理之原因為何，均推定在我國有債務清理程序開始原因之事實，並賦予外國監督人或管理人得聲請中華民國法院裁定債務人開始債務清理程序之權限。草案專章第 314 條第 1 項為保護國內債權人之利益，規定債務人在中華民國法院有債務清理聲請者，於裁定確定前，應以裁定停止外國法院債務清理程序聲請承認之程序，但承認較有利於國內債權人者，不在此限；同條第 3 項規定法院承認外國法院債務清理程序者，得駁回債務清理之聲請，不過須注意，本項修正理由同時表示「法院依第一項但書承認外國法院債務清理程序，得斟酌情形，駁回債務清理之聲請，以避免程序重覆，爰設第三項。但法院如認在我國開啟另一債務清理程序更為妥適，經承認之外國法院債務清理程序，亦不影響該程序之開始或進行（第三百十五條第一項），附此敘明。」。

草案專章第 315 條第 1 項規定經承認之外國法院債務清理程序，不

⁸⁰¹ 陳逸竹，同註 709，第 25 頁。

影響中華民國法院債務清理程序之開始及進行。同條第 2 項規定中華民國法院裁定開始債務清理程序後，得裁定停止經承認外國法院債務清理程序之進行。

為促進多數國家各債務清理程序間之互相協助，草案專章第 317 條第 1 項規定，中華民國法院債務清理程序之監督人或管理人得請求外國監督人或管理人為必要之協助及資訊之提供，並對外國監督人或管理人為必要之協助及資訊之提供。

目前草案專章尚有未決問題，例如對於我國破產程序之域外效力仍未明文訂定於條文中、於承認機制下可否國內外程序併行並未清楚規定、有無主要程序與附隨程序之區別仍有疑義等問題⁸⁰²、以及草案專章亦未就債務清理程序所涉實體問題訂定關於選定準據法之規定⁸⁰³。相關問題，未來均需再加以觀察或另行研議。

⁸⁰² 沈冠伶，同註 791，第 97 頁。

⁸⁰³ 李後政，國際民事訴訟法論，五南圖書出版股份有限公司，2015 年 7 月三版，第 505 頁。

第七章結語

本文雖贊同美國破產法院在該國破產法制下認定 Flip Clause 無效之見解，但本文並不因此認為雷曼集團相關公司在契約法上具備全然之適法性。以第二章案例（BNY case）而言，其交易架構為雷曼集團所設計並提供予投資人，標的債券（即 CDO 債券）並因此取得 triple A 的信用評等並得以銷售給非銀行主體，且雷曼集團為專業投資機構，對於其所參與複雜金融交易係立於專家地位，但是嗣後雷曼集團相關公司卻又主張其所同意的交易約定條款違反美國破產法強制規定而無效。尚不論同一集團之關聯公司於本交易組合中擔任不同角色，對投資人而言是否產生利益衝突之問題，單以擔任安排機構（the arranger）與銷售機構（the seller）之公司而言，其於美國契約法下仍可能構成不實聲明（misrepresentation）⁸⁰⁴、違反誠信原則⁸⁰⁵，或於英國法（第二章案例當事人所約定之準據法）下可能違反禁反言原則⁸⁰⁶等違約行為，公司及

⁸⁰⁴ CDO 債券交易中關於信用品質之不實聲明（Misrepresentations as to credit quality），學者 Simon Clarke 與 Eleanor Lamberton 表示其理論重點在於，安排機構（the arranger）依不同之分券（different CDO tranches）說明信評機構所給予的信用評等，而投資人主張安排機構對於債券之信用品質已做出聲明、或安排機構聲明債券屬於低違約風險且安排機構對該聲明並無相反的認知。參閱 Simon Clarke and Eleanor Lamberton, Collateral damage: a reference pool of CDO claims, 25(7) Journal of International Banking Law and Regulation, 316 (2010).

⁸⁰⁵ 目前美國於普通法及法典均承認誠信原則（good faith），「美國學說認為，誠信原則要求當事人從事協力義務，以確保他方當事人契約上可獲得之期待利益。至於協力義務之決定標準，係基於正直、公平或合理的客觀標準，依共通觀念（common sense）與傳統精神決之。」，本註解內容摘錄自：陳聰富，誠信原則的理論與實踐，政大法學評論，第 104 期，2008 年 8 月，第 34 頁及第 38 頁；轉引 E. Allan Farnsworth, Good Faith in Contract Performance, in J. Beatson and D. Friedmann(eds.), GOOD FAITH AND FAULT IN CONTRACT LAW 155(Oxford:Clarendon Press 1995)；E. Allan Farnsworth, Good Faith Performance and Commercial Reasonableness under the Uniform Commercial Code, 30 U. of CHICAGO L. Rev. 666,672 (1963).

⁸⁰⁶ 「英國法原則上不承認法律上具有誠實信用之重大原則，所有不公平或不公正之法律問題，必須藉由個別的法律原則或法學理論予以處理，而非藉助誠信原則之抽象原則，予以規範。例如，在英國契約法，法院經常藉由「顯不公平契約」（unconscionable contracts）、禁反言原則、延緩清償債務（forbearance）等機制，作為處理當事人間契約不公正之調整方式，而非依賴一般性的誠信原則作為裁判基礎。」，本註解內容摘錄自：陳聰富，誠信原則的理論與實踐，政大法學評論，第 104 期，2008 年 8 月，第 21 頁；轉引 J. F. O'CONNOR, GOOD

相關經營決策層級可能為此負擔損害賠償責任。只是在破產程序已開啟之狀態下，上述債權主張恐難有受償實益。本文於此先為附帶說明。

不論從觀察過去歷史事件，或是基於金融市場競爭與創新的本質，跨區域（跨國）金融危機事件在未來仍無法避免，其發生的原因與型態甚至難以預知，因此嘗試藉由建立合理的市場管理機制以及對於跨國破產事件適度建構跨區域的合作處理模式，使市場參與者與監理單位在面臨市場危機時能有秩序的解決問題，實屬重要。故本文試行探討店頭衍生性金融交易於跨國破產事件中可能涉及的相關問題，先於第二章提出案例式問題、第三章介紹店頭衍生性金融交易常見之交易契約結構，之後第四章說明破產法制對店頭衍生性金融交易給予優惠特殊規定之立法理由以及不同學說意見，再進一步於第五章觀察美國及歐盟金融改革法令對於店頭衍生性金融交易市場所採行的改革措施規範，並說明其與跨國破產事件處理程序之關聯，第六章則探討跨國破產事件之處理模式。

店頭衍生性金融商品的創新性與複雜性本質，在過去成為完整分析破產法特殊規定利弊或正當性的障礙之一⁸⁰⁷，在觀察全球性金融危機事件與展望法規制度之際，實有必要重新審視破產法特殊規定之立論基礎。各國破產法制對於店頭衍生性金融商品交易給予特殊規定者（也就是提前終止與淨額結算條款在其破產法制下可有效執行），雖可降低「非破產方」所面臨的交易對手信用風險，但是對於「破產方」而言，則可能損害其重整之繼續經營價值或清算資產之價值，以及對於整體金融市場的穩定性來說，未必有助益，甚或可能損害清算秩序，更加惡化金融市場之系統性風險。於參酌外國文獻意見後，本文於第四章歸納認為破產法特殊規定宜做適度之調整。

FAITH IN ENGLISH 91-2 (Aldershot: Dartmouth, 1999).

⁸⁰⁷ See Adams, *Supra* note 361, at 10.

第二章案例中，美國破產法院在該國破產法制下認定 Flip Clause 無效之見解，雖然就個案之直觀結果似有利於破產債務人雷曼集團，但如進一步深究，該美國破產法院見解同時也遵守破產法對店頭衍生性金融商品交易特殊規定之立法目的，長遠以觀，將有助於預防破產法特殊規定的不當擴張適用。在破產法特殊規定本身之正當合理性尚有爭議的現況下，以及有學者提醒破產法特殊規定之廣泛用語概念，可能導致經由撰擬契約文件 (documentation) 途徑即可將一般性金融交易納入適用特殊規定⁸⁰⁸之情形下，前揭美國破產法院見解嚴守法律適用範圍之立場更顯重要。又第二章 BNY case 在信用評等層面所產生之影響，除本文於第四章所介紹之影響相關金融商品信用評等要件之變動外，亦可參酌過去曾經擔任穆迪 (Moody's) 信用評等公司法律分析人員 Richard Michalek 先生所陳意見，對資產抵押擔保證券給予 triple A 信用評等時，其如未考量 Flip Clause 效力之不確定性，將構成嚴重缺陷；以及源於破產事件的不確定因子，在信用評等中應直接列為評量基礎之一⁸⁰⁹。

再從另一面向來說，過去不論是外國或本國，對於金融機構屢有基於「大到不能倒」(too big to fail) 理由 (其實也就是避免金融機構倒閉所引發系統性風險之理由)，而致使主管機關挹注大筆公共資金紓困問題金融機構或填補其資產負債缺口 (bail-out)⁸¹⁰，過去此種處理模式可能導致銀行有強烈動機參與過度的風險行為⁸¹¹，故該模式未來亦需於相關法規中進行適度之修正與預防。在延續上開修正與預防的想法之下，對於店頭衍生性金融交易市場來說，誠如 Jesse Hamilton 與 Silla Brush 於其彙整資料與觀察報導⁸¹²中所述，複雜的衍生性金融交易做為金融商

⁸⁰⁸ See Schwarcz, *Supra* note 359, at 719.

⁸⁰⁹ 參閱金融時報網站報導引用 Richard Michalek 先生意見，Madison Marriage, Ex-Moody's staff raise alarm over ABS 'meltdown' (November 10, 2013), available at: <https://www.ft.com/content/6b8cfc2c-4861-11e3-a3ef-00144feabdc0> (last reviewed on : 2015/6/8)

⁸¹⁰ See Jin Cao, *Supra* note 4, at 7-8.

⁸¹¹ See *id.*

⁸¹² Jesse Hamilton and Silla Brush, Ending 'Too Big to Fail' Could Rest on Obscure Contract Language, July 29 2014 Bloomberg news, available at :

品工具，在正常情形下具有抵減或避免其所連結基礎資產之潛在損失的功能，但是在 2007 年-2009 年的全球金融危機中，衍生性金融交易卻也擴張與加深了初始的次級房貸危機，造成全球性的影響，所以應在衍生性金融商品契約約定內容中增訂有關遵守各管轄區域法規所訂暫停提前終止交易條款之規定，以避免大量無秩序的終止交易，並給予主管機關移轉交易之機會，以降低風險蔓延之程度。

涉及各管轄區域法規有關 SIFIs 特殊清理架構所訂暫時凍結提前終止權之規定，以及透過契約方式進行跨境（跨國）承認約定等進展，也是 2007 年-2009 年金融危機後，為改善過去「大到不能倒」所進行的工作之一。過去有學者表示，金融機構以轉移業務經營市場或是進行金融交易創新等方式加強或取得競爭優勢時，也可能因此產生或擴張「大到不能倒」之情形⁸¹³。「大到不能倒」之金融型態，其花費成本不僅在於處理失敗金融機構所支出之紓困資金、失敗金融機構所造成市場失序以及對經濟之衝擊等，其成本同時也存在於弱化組織層面的公司治理與弱化改造動機，以及增加在金融危機中產生失敗的可能性⁸¹⁴。筆者於實際參與國內金融實務及參與處理問題銀行的工作過程中，個人立場也體會宜以「沒有大到不能停業清理的問題金融機構」做為立法制度與監理制度共同趨向的理想目標。金融機構往往持有大量衍生性金融交易部位，對於金融機構應於事前謹慎監理；破產事件發生時，即時有效介入處理以降低風險，所謂即時有效介入之層面其中包含了主管機關依法具有立即與有彈性的處理權限，包含處理契約、處分或轉讓資產之權利⁸¹⁵，以採取較適當處理措施以維護問題金融機構資產極大化，並採取合理損失分攤，亦即股東與債權人共同承受損失機制（bail-in）。本文第四章至第

<http://www.bloomberg.com/news/print/2014-07-29/ending-too-big-to-fail-could-rest-on-obscure-contract-language.html> (last reviewed on : 2015/6/8)

⁸¹³ Mark J. Roe, Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-To-Fail Finance (May 1, 2014). 162 University of Pennsylvania Law Review 1447 (2014).

⁸¹⁴ See *id.*, at 1439, 1444.

⁸¹⁵ See Lane, *Supra* note 428, at 284.

六章所討論的內容即屬上述層面的一部分環節。FSB 於 2013 年向 G20 峰會提出報告時曾表示，「終結（金融機構）大到不能倒形勢之策略雖是極具規模的大工程，但卻是必要的（The policy initiative to end TBTF is ambitious, but necessary.）」⁸¹⁶。金融市場的問題研究環環相扣，整體觀察與規劃有其重要性，而不宜僅單一著眼於交易對手信用風險或是市場價格風險之因素。

由第二章案例出發，其所涉相關層面問題，關於破產法制對於店頭衍生性金融交易的特殊規定，仍存有疑慮，而各國破產法制的修訂以及協調統合，預期在短期內難以達成共識，甚或尚需經過相當的爭論與研討。惟現階段仍應對於店頭衍生性金融交易市場逐步採取相關規制監理，並同時致力於促進各國合作機制，以利於金融市場的穩定以及有秩序地處理跨國破產事件，因此參考相關外國文獻後，本文認為可採取下述規制趨勢與處理方式：

一、加強事前之金融市場監理制度與交易者自律機制：

相較於過去數十年間之低度監理情形，應對於店頭衍生性金融交易市場適度加強監理，例如建立交易資料申報機制以使資訊透明化、透過集中清算機構制度增強市場穩定度、建置交易平台促進價格發現功能及防止市場濫用等，而這些事前加強監理工作，亦有利於跨國破產事件發生時之應變、處理及合作。此外，從市場紀律層面來說，誠如學者 Edwards, Franklin R. 與 Morrison, Edward R. 所言，對於破產連鎖效應（chain reaction of insolvencies）所產生金融失敗之問題，相較於在破產法制中給予特殊規定之優惠，比較好的解決方式是由市場參與者強化對其交易對手的風險管理以及加強遵循市場紀律；同時，對於銀行或其他金融機構等店頭衍生性金融交易市場的主要參與

⁸¹⁶ See FSB, *Supra* note 712.

者，應建立更好的監理機制，促使該等金融機構採行更有效率的交易對手風險管理程序⁸¹⁷。又如學者 Paola Bongini 及 Laura Nieri 也指出，監理制度（supervision）與市場紀律（market discipline）是促使金融（中介）機構（financial intermediaries）採取審慎行為管理風險的最有效方式，而監理制度與市場紀律需要資訊揭露之配合，在目前制度尚未臻完全之現狀下，建議先就重要的項目建立資訊揭露機制，其中包含（但不限於）跨國暴險程度、複雜結構型商品、店頭衍生性金融交易等之資訊；建立資訊揭露機制係有助於取得界定具系統重要性金融機構之資料，以及研議有效率之清理程序⁸¹⁸。監理制度與市場紀律的落實，可以保護存款人，以及基於納稅人公益，使主管機關得適時介入具系統重要性金融機構之破產事件以採取適當處理措施⁸¹⁹。

二、跨國破產事件之實體問題層面：

（一）破產法之實體法規範層面：

1. 在短中期的時程觀點上：

至少宜先以處理高度系統性風險為問題核心範圍。因此需在金融機構或大型投資公司之清理程序立法中，對店頭衍生性金融交易契約之提前終止與淨額結算權利，訂立妥適的暫時停止（暫時凍結）期間，並賦予主管機關在此暫時停止（暫時凍結）期間內，具有轉讓同一交易對手之主契約下全部交易予第三機構的權利；或是主管機關具有提前終止與淨額結算同一交易對手之主契約下全部交易的權利，以及同時建立股東與債權人共同承受損失機制（bail in）。在清理機構繼續履行其金融交易契約之情形（前提）下，清理程序措施將不構成交易對手行使終止權之破產事由。

⁸¹⁷ See Franklin R. Edwards & Edward R. Morrison, *Supra* note 3, at 106.

⁸¹⁸ Bongini, Paola and Nieri, Laura, Identifying and Regulating Systemically Important Financial Institutions, 18-19 (July 26, 2013). Economic Notes, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2331238> (last visited on : 2015/06/10)

⁸¹⁹ See *id.*

2.在長期的時程觀點上：

暫時停止（暫時凍結）期間之規定應整體落實到一般破產法制之處理原則。對店頭衍生性金融交易契約之提前終止與淨額結算權利，訂立妥適的暫時停止（暫時凍結）期間之規定，應整體落實到一般破產法制之處理原則。在立法上需規定以合理的暫時停止（暫時凍結）權利期間，並使破產管理人在此期間內可以執行其職務權限以進行秩序性破產程序，例如具有決定將同一交易對手之主契約下全部交易予以終止與淨額結算、或是將其轉讓予第三人續行履約等權限；如果破產管理人為上開決定，則未違約方不得以該次破產事件為由再做其他主張；如果破產管理人未為上開決定，則於暫時停止（暫時凍結）期間經過（結束）後，未違約方可以依主契約主張執行（或不執行）提前終止與淨額結算條款。

（二）國際私法之法律適用規則（選法規則）：

可採取學者 Philipp Paech 所傾向支持的立法方式，在破產程序中對於店頭衍生性金融交易契約之「提前終止與淨額結算條款」，將有關適格主體與適格契約的認定問題適用破產程序之法庭地法；有關破產程序中的撤銷事由則適用雙方約定的契約準據法。

三、跨國破產事件之程序問題層面：

（一）採取修正式普及原則或普及原則處理跨國破產事件。

（二）對於具系統重要性金融機構應建置或承認特殊清理程序，以處理其跨國破產事件對金融市場可能造成之特殊問題或系統性風險，其中包含對於店頭衍生性金融交易契約之處理方式。同時建立股東與債權人共同承受損失機制（bail in），以期減緩系統性風險並維護具系統重要性金融機構之價值。同時，在跨國破產事件中，應加強不同國家（或不同法域）間對於特殊清理程序之相互承認與合作，以促進特殊清理程序之有效性。

(三) 在沒有特殊清理程序規範或沒有統合性跨國破產法規可資適用之情形下，除依各國現行法律進行破產程序以及對破產程序之國際間相互承認與協助之外，在個案中建議可評估採行「跨國破產議定書」之處理方式。

以上所探討之方向，亦可做為觀察或研議我國未來立法及司法實務發展之基礎或出發點。

與國際金融市場相較，我國店頭衍生性金融交易市場之參與者多數尚未達造市者（market maker）規模，因此一定程度上不論是在交易內容創新需求或是交易規模合作需求等仍依賴與外國大型金融機構之往來交易，因此也會受到外國金融市場相關規範制度之影響，而面對外國金融市場改革法令之趨勢，對我國市場參與者之建議如下：

1. 應提升資訊系統化管理

於跨國交易中面對外國法規之變革以及跨域法規差異性之問題，需以資訊系統加強對交易之歸類控管與記錄，整體而言將較有效率，並能降低作業風險，以及有利於檢視交易之法令遵循情形。

2. 落實市場紀律

除業務單位之自律及規制，相關信用審核單位、風險管理單位、作業單位、法務單位、稽核單位等均應對市場交易實務有相當瞭解，各自發揮其應有功能，並以合理薪酬與責任制度規制相關人員。對於店頭衍生性金融交易業務，應審慎評估交易對手本身之信用能力，以落實市場紀律；在此觀念之下，對於外國交易對手於其契約置入有關當事人須承認特殊清理程序法規之約定條款時，我國市場參與者宜採取正面肯定之立場，並於簽署契約前謹慎踐行徵信審核交易對手本身信用能力之程序（而非僅依賴提前終止與淨額結算之約定條款或擔保品機制），此立場有助於維持業務往來，同時亦協力落實市場紀律。

3. 將交易對手所適用之特殊清理程序規範列為風險評估基礎之一

在衡量交易對手之信用風險時，除了須確認在交易對手註冊地之破產法制下雙方約定之提前終止與淨額結算約款是否能有效執行，同時也應檢視交易對手是否適用特殊清理程序規範以致於影響契約條款之有效執行、甚或結算結果是否可能歸入股東與債權人共同承受損失機制（bail in）。面對規範不明確之領域，宜輔以徵取外部獨立第三人之專家獨立意見。

4. 檢視交易對手註冊地有關金融交易法規之域外效力規定，以及同時檢閱我國主管機關對於他國域外效力規定之遵循見解。面對規範不明確之領域，宜輔以徵取外部獨立第三人之專家獨立意見。以上係為更加周全適用法規之確實檢核（due diligence）工作，落實法令遵循程序，避免交易或債權之法律效力瑕疵。

學者 Mark J. Roe 與 Frederick Tung 曾由政經觀點（political economic）對破產制度進行分析，將破產制度中有關權利地位優劣規則的發展內容，視為各方利害關係人（如債權人、律師、專家學者、利益遊說者等）尋求更大利益（rent-seeking）之動態過程，而不僅止於靜態明文規定，所以權利地位優劣規則實際上會變動，這種變動也是持續性與多面向的，其變動的來源可以是立法過程、法院見解以及交易架構創新等⁸²⁰，其同時指出過去相關產業遊說美國國會所訂立衍生性金融商品之破產法特殊規定，於 2007 年至 2009 年間之金融危機中加深惡化 AIG, Bear Stearns, 及 Lehman Brothers 的財務失敗⁸²¹。本文認為 Mark J. Roe 與 Frederick Tung 的觀察方式相當貼近店頭衍生性金融商品所涉破產法規範之實務發展情形，在其分析模式之下，可以推測未來部分投資人或許會避免與美國交易對手承作本文第二章案例之金融交易，以免投資

⁸²⁰ Mark J. Roe & Frederick Tung, Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking upends the Creditors' Bargain, *Virginia Law Review*, Volume 99, 1237-1239, 1247-1248 (2013).

⁸²¹ See *id.*, at 1264-1265, 1267-1269.

人需投入防禦優勢地位變動（即序位轉換條款被認定為無效）之交易成本，且由此觀察方式我們也可以推導出，基於前述對衍生性金融商品之破產法特殊規定的評論意見，以及各國法院對於涉及衍生性金融商品破產事件之分歧看法⁸²²，未來破產法制仍可能繼續產生變動，在此過程中則仍應審慎衡酌其利益產生與歸屬之正當性以及相對可能引發不利益風險之評估。本文引用上開外國學者觀點做為結語，期望相關立法政策，不論是破產法實質規定或是跨國合作機制之規範，在各方利害關係主體（stakeholders）共同研議與審慎評估之下，能達到相對適度與合理範圍的期待。



⁸²² 不僅如本文第二章案例所顯示不同國家法院對同一事件之分歧意見，縱使在同一國家之內，以美國為例，不同法院彼此間在實務上亦迭有歧異見解之情形產生。

【參考文獻】

一、中文部分

(一) 書籍

1. 尹正友、張興祥，中美破產法律制度比較研究，法律出版社，2009年6月。
2. 王曉琮，跨境破產中的法律沖突問題研究，北京大學出版社，2008年1月。
3. 朱浩民，衍生性金融商品，智勝文化事業有限公司，2001年2月。
4. 李後政，國際民事訴訟法論，五南圖書出版股份有限公司，2015年7月三版。
5. 孫森焱，民法債編總論（下冊），2014年9月訂正版。
6. 孫森焱，民法債編總論（上冊），2014年10月修訂版。
7. 陳計男，破產法論，三民書局股份有限公司，2004年4月，修訂三版。
8. 許耀明，國際私法新議題與歐盟國際私法，2009年4月初版。
9. 黃立，民法債編總論，2006年。
10. 儲蓉，信用衍生性金融商品，財團法人台灣金融研訓院，2008年3月。

(二) 學位論文

1. 徐千惠，衍生性商品相關契約法律關係之比較研究—以 ISDA 契約為例，東吳大學法學院法律學系法律專業碩士班碩士論文，2008年1月。
2. 郝月葵，論破產程序中「進行中雙務契約」之處理—以智慧財產權授權契約為中心，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文，2005年7月。
3. 唐敏寶，外國民事裁判之承認，國立政治大學法律學研究所博士論文，2010年3月。

(三) 期刊論文/專書論文

1. 王文宇，從衍生性金融商品論現代契約法之新議題，法令月刊第 53 卷第 8 期，頁 33-44，2002 年 8 月。
2. 沈冠伶，國際債務清理程序之基本問題，臺灣法學雜誌第 144 期，頁 93-118，2010 年 1 月。

3. 陳國樑，論破產法上之抵銷權，強制執行法破產法論文選輯（楊建華主編），五南圖書出版公司，頁 498-511，1984 年 7 月。
4. 陳逸竹，論國際破產—以日本法為出發點，萬國法律雜誌第 151 期，頁 24-34，2007 年 2 月。
5. 陳聰富，誠信原則的理論與實踐，政大法學評論，第 104 期，頁 1-60，2008 年 8 月。
6. 鄭有為，從日本「民事再生法」的誕生看燦爛輝煌的二十一世紀破產法學，載：破產法學的美麗新世界，2012 年 9 月 3 版。

（四）研究報告/研討會資料

1. 馮震宇（計劃主持人）、黃立坪、黃筱文、黃嘉敏，歐盟金融工具市場指令(MiFID)對衍生性金融商品影響之研究，2008 年 7 月（臺灣期貨交易所股份有限公司委外研究報告）
2. 財團法人理律文教基金會 2012 超國界法律研討會（網站 http://www.leeandli.org.tw/national_20121216.html，最後閱覽日：2015/05/30）：議題三：從超國界法律思維出發論外國債務清理裁判之承認與執行（研究資料，理律文教基金會，2012 年 7 月），第 1 頁至第 19 頁（[http://www.leeandli.org.tw/download/national/2012/議題三-從超國界法律思維出發論外國債務清理裁判之承認與執行\(完\).pdf](http://www.leeandli.org.tw/download/national/2012/議題三-從超國界法律思維出發論外國債務清理裁判之承認與執行(完).pdf)，最後閱覽日：2015/05/30）。

（五）參考網站

<http://www.ardf.org.tw>

<http://www.leeandli.org.tw>

<http://www.tpex.org.tw>

<http://www.twse.com.tw>

<http://jirs.judicial.gov.tw>

二、英文部分

（一）書籍

1. Acharya Viral V., Cooley Thomas F., Richardson Matthew and Walter Ingo, *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance* (2011), John Wiley & Sons, Inc.
2. Aicher, Robert D. (Editor), *Derivatives: Legal, Practices and Strategies* (2010), Aspen Publishers.
3. Allen, William A. *International Liquidity and the Financial Crisis* (2013), Cambridge University Press.

4. Bender, Seth P., Negotiating skills for the ISDA Master Agreement: The Essential Playbook for Over-The-Counter Derivatives (2011), Pearson Education.
5. Beatty, Jeffrey F. and Samuelson, Susan S., Essentials of Business Law (2008), Thomson Learning.
6. Blum, Brian A., Bankruptcy and Debtor/Creditor (2006), Aspen.
7. Bush, Derek M., Eitel, Mitchell S., and Makow, Lawrence S. (Co-Chairs), A Guide to Financial Institutions 2011: Navigating the New Landscape (2011) , Practising Law Institute.
8. Cao, Jin, Banking Regulation and the Financial Crisis (2012), Routledge.
9. Castagnino, John-Peter, Derivatives-The Key Principles (3rd edition, 2009), Oxford University Press.
10. CCH Attorney-Editor Publication, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Law, Explanation and Analysis (2010), Wolters Kluwer.
11. Dalhuisen, Jan, Dalhuisen on Transnational Comparative, Commercial, Financial and Trade Law (Vol.3) : Financial products, financial services and financial regulation (Oxford and Portland, Hart, 4th edn, 2010)
12. Das, Satyajit, Credit Derivatives-CDOs and Structured Credit Products (3rd., 2005)
13. Epstein, David G. and Nickles, Steve H., 2009-2010 BANKRUPTCY CODE AND RELATED MATERIALS FOR LAW STUDENTS (2009), WEST.
14. Frey, Martin A., Frey, Phyllis Hurley & Swinson, Sidney K., An Introduction to Bankruptcy Law (5TH ed., 2007), Thomson/Delmar Learning.
15. Fletcher, Ian F., Insolvency in Private International Law – National and International Approaches (2nd. Edition, 2005), Oxford University Press.
16. Garner, Bryan A. (Editor in Chief), Black's Law Dictionary (Ninth Edition, 2009), Thomson Reuters.
17. Gifis, Steven H., Law Dictionary (1996) , Barron's Educational Series.
18. Gooch, Anthony C. & Klein, Linda B., Documentation for Derivatives (1993) , Euromoney Publications.
19. Goode, Roy, Principles of Corporate Insolvency Law (fourth

- edition, 2011), Sweet & Maxwell.
20. Greene, Edward F. / Beller, Alan L. / Rosen, Edward J. / Silverman, Leslie N. / Braverman, Daniel A. / Sperber, Sebastian R., U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, Volume 2 (2009) , Wolters Kluwer.
 21. Gregory, Jon, Counterparty credit risk—The new challenge for global financial markets (2010) , Wiley.
 22. Harding, Paul, Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002) : a practical guide for negotiation (3rd ed., 2010) , FT Press.
 23. Harding Paul and Johnson Christian A., Mastering the ISDA Collateral Documents-A practical guide for negotiators (2nd edition, 2012) , FT Press.
 24. Ho, Look Chan (General Editor) , Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law (Third Edition, 2012), Globe Law and Business.
 25. Jan Job de Vries Robbe', Securitization Law and Practice-In the Face of the Credit Crunch (2008) , Wolters Kluwer.
 26. Jan Job de Vries Robbe', Structured Finance-On from the Credit Crunch-The Road to Recovery (2009), Kluwer Law International.
 27. Jorion Philippe, Financial Risk Manager Handbook (2009) , Wiley.
 28. Lastra, Rosa M. (Editor), Cross-Border Bank Insolvency (2011), Oxford University Press.
 29. Lynch, Aidan B. (Editor), Derivatives Reform and Regulation (2011), Nova Science Publishers, Inc.
 30. McCracken, Sheelagh, The Banker's Remedy of Set-off (2010), Bloomsbury Professional.
 31. McDonald, Robert L., Fundamentals of Derivatives Markets (2009), Northwestern University.
 32. Muñoz, David Ramos & Consultant editor: Ingram, Kevin, The law of transnational securitization (2010), Oxford University Press.
 33. Olivares-Caminal Rodrigo, Douglas John, Guynn Randall, Kornberg Alan, Paterson Sarah, Singh Dalvinder, Stonefrost Hilary, and Consultant Editors: Ho, Look Chan & Segal Nick, Debt Restructuring (2011), Oxford University Press.
 34. Omar, Paul J. (Editor) , International Insolvency Law (2008 reprinted 2010), Ashgate.
 35. Schwartz, Robert J. and Smith, Clifford W. Jr. (editors) , Derivatives Handbook—Risk Management and Control (1997),

John Wiley & Sons, Inc.

36. Wessels, Bob, *Cross-Border Insolvency Law -International Instruments and Commentary* (2007), Kluwer Law International..
37. Wilson, Gregory P., *Managing to the New Regulatory Reality-Doing Business under the Dodd-Frank Act* (2011) , Wiley Finance.
38. Wood, Philip R, *Principles of International Insolvency* (1995), Sweet & Maxwell.

(二) 期刊論文/專書論文

1. Abe, Shin, "Japan", in: *Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law*, 277-288 (General editor - Look Chan Ho, Third Edition, 2012), Globe Law and Business.
2. Adams, Stephen D., *Derivatives Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank: A Structural Analysis*, 1-29 (April 30, 2013), Harvard University's DASH repository, available at :<https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/10985175/AdamsSafe%20Harbors.pdf?sequence=3> (last visited on : 2015/04/08)
3. Aicher, Robert D., *Chapter 14 DERIVATIVES AND BANKRUPTCY*, in: *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, from 14-1 to 14-195 (Robert D. Aicher ed., 2010) , Aspen Publishers.
4. Allen, Julia Lees, *Derivatives Clearinghouses and Systemic Risk: A Bankruptcy and Dodd-Frank Analysis*, *Stanford Law Review*, Vol. 64, p.1079-1108 (2012)
5. Arons, Tomas, *Recognition of Debt Restructuring and Resolution Measures under the European Union Regulatory Framework*, in: *International Insolvency Review*, vol.23, issue I, 57-72 (2014, Editor: Professor Ian F. Fletcher), Wiley.
6. Awrey, Dan, *Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets*, 2:2 *Harvard Business Law Review*, 235 - 294 (2012)
7. Ayotte, Kenneth M. and Skeel, David A. Jr., *Bankruptcy Law as a Liquidity Provider*, *University of Chicago Law Review*, Vol. 80, No.4, 1557-1624 (2013)
8. Barteld, Leah, *Cross-Border Bankruptcy and the Cooperative*

- Solution, 9 BYU Int'l L. & Mgmt. R. 27-51 (2012).
9. Bartowski, Michat, "Poland", in: Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law (General editor-Look Chan Ho, Third Edition, 2012), Globe Law and Business.
 10. Bernstein Donald S, Graulich Timothy, Meyer Damon P and Stewart Robert, Chapter 1 Recognition and Comity in Cross-Border Insolvency Proceedings, in: The International Insolvency Review, 1-14 (October 2013 – editor: Donald S Bernstein), Law Business Research Ltd.
 11. Bhide Amar, An Accident Waiting to Happen: Securities Regulation and Financial Deregulation, in What Caused the Financial Crisis (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press.
 12. Bliss, Robert R., Bankruptcy Law and Large Complex Financial Organizations: A Primer., vol.27, Economic Perspectives, 48-58, Federal Reserve Bank of Chicago (First Quarter/2003).
 13. Böger, Ole, Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (Part II), Uniform Law Review, Volume 18, issue 4, p.532-p.563 (2013).
 14. Böger, Ole, Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (Part I), Uniform Law Review, Volume 18, issue 2, p.232-p.261 (2013) .
 15. Bolton, Patrick and Oehmke, Martin, Should Derivatives Be Privileged in Bankruptcy? (March 5, 2014). Journal of Finance (2015), 70(6), 2352-2394.
 16. Bongini, Paola and Nieri, Laura, Identifying and Regulating Systemically Important Financial Institutions, 1-28 (July 26, 2013). Economic Notes, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2331238>
 17. Clarke Simon and Lamberton Eleanor, Collateral damage: a reference pool of CDO claims, 25(7) Journal of International Banking Law and Regulation, 315-329 (2010).
 18. Dallara, Charles H., Containing extraterritoriality to promote financial stability, Banque de France , Financial Stability Review, No. 17, 47-59 (April 2013)
 19. Duffie, Darrell and Skeel, David A. Jr., A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements, 1-25 (2012). Open access by Penn Law: Legal Scholarship Repository, Faculty Scholarship, Paper 386. http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/386 (last visited

on : 2015/04/08)

20. Edwards, Franklin R. & Morrison, Edward R., Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment? 22 Yale Journal on Regulation, 91-122 (2005).
21. Eidenmüller, Horst, *Lex Mercatoria, the ISDA Master Agreement, and Ius Cogens*, in: St. Grundmann, F. Möslin, K. Riesenhuber (eds.), "Contract Governance", 407 – 412 (Oxford: Oxford University Press, 2015).
22. Farnsworth, E. Allan, Good Faith in Contract Performance, in J. Beatson and D. Friedmann(eds.), GOOD FAITH AND FAULT IN CONTRACT LAW 155(Oxford:Clarendon Press 1995).
23. Farnsworth, E. Allan Good Faith Performance and Commercial Reasonableness under the Uniform Commercial Code, 30 U. of CHICAGO L. Rev. 666,672 (1963).
24. Ferrarini, Guido and Saguato, Paolo, Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR, Journal of Corporate Law Studies 13(2), 319-359 (October 2013).
25. Friedman Jeffrey, Capitalism and the Crisis: Bankers, Bonuses, Ideology, and Ignorance, *in* What Caused the Financial Crisis (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press.
26. Fleming, Michael & Sarkar, Asani The Failure Resolution of Lehman Brother, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Vol. 20, No. 2, 175-206 (March 2014).
27. Geen David, Grosshandler Seth, Hughes Katherine, Kleyman Igor, Mcilwain Knox L., Riley Samantha, and Snodgrass M. Benjamin, A Step Closer to Ending Too-Big-To-Fail: The ISDA 2014 Resolution Stay Protocol and Contractual Recognition of Cross-border Resolution, Futures & Derivatives Law Report, Volume 35, Issue 3, p.1-p.17.(April 2015), Thomson Reuters.
28. Gooch, Anthony C. and Klein, Linda B., "United States Case Law" of CHAPTER 4 : A REVIEW OF CASE LAW AFFECTING SWAPS AND RELATED DERIVATIVES INSTRUMENTS, in : Derivatives Handbook–Risk Management and Control (Edited by Robert J. Schwartz and Clifford W. Smith, Jr., ed.1997) , John Wiley & Sons, Inc.
29. Gordon, Jeffrey N. and Ringe, Wolf-Georg, Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What It Would Take, Columbia Law Review, vol.115, no.5, 1297-1370

- (2015).
30. Greene, Edward F. and Potiha Ilona, "Issues in the extraterritorial application of Dodd-Frank's derivatives and clearing rules, the impact on global markets and the inevitability of cross-border and US domestic coordination", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 8, Issue 4, 338-394 (October 2013)
 31. Greenberg, Mark I., *Chapter 4 THE ISDA MASTER AGREEMENT*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, from 4-1 to 4-52 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.
 32. Greenberg, Mark I., *Chapter 5 COLLATERAL: CREDIT SUPPORT ANNEXES AND CREDIT SUPPORT PROVIDER*, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, from 5-1 to 5-24 (Robert D. Aicher ed., 2010), Aspen Publishers.
 33. Griffith, Sean J., *Governing Systemic Risk: Towards a Governance Structure for Derivatives Clearinghouses*, *Emory Law Journal*, Vol. 61, No. 5, p.1153-1240 (2012)
 34. Grohsgal, Bruce, *Case in Brief Against "Chapter 14"*, *ABI Journal*, Vol. 33, p.44 and p.113 (2014).
 35. Ho, Look Chan, "England", in: *Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law*, 141-244 (General editor - Look Chan Ho, Third Edition, 2012), *Globe Law and Business*.
 36. Ho, Look Chan, *The Financial Collateral Directive's Practice in England*, page 1-60. *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 151, 2011. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1789701> (last visited on : 2015/04/08)
 37. Ho, Look Chan, *the Principle against Divestiture and the Pari Passu Fallacy*, page 1-17 (January 23, 2010). *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol. 25, No. 1, p. 3, 2010. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1541203> (last visited on : 2015/04/08).
 38. Ho, Look Chan, *Applying Foreign Law under the UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency*, page 1-15 (2009). *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol. 24, p.655 (2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1530880> (last visited on : 2015/05/30).
 39. Jackson, Thomas H. and Skeel, David A. Jr., *Dynamic Resolution of Large Financial Institutions*, *Harvard Business Law Review*, Vol.

- 2, p.435-460 (2012).
40. Jickling, Mark and Ruane, Kathleen Ann, Chapter 4 - The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title VII, Derivatives, in: Derivatives Reform and Regulation, 99-119 (Editor: Aidan B. Lynch, 2011), Nova Science Publishers, Inc.
 41. Johnson, Christian, "Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implications of US Global OTC Derivative Regulation," Nevada Law Journal: Vol. 14, Issue 2, Article 14, p.542-619 (2014).
 42. Johnson, Ian, Chapter 9. England & Wales, in: The International Insolvency Review, 106-135 (October 2013 – editor Donald S Bernstein), Law Business Research Ltd.
 43. Lane, John, Global Crisis Management, in : Globalization And Systemic Risk(edited by Douglas D Evanoff, David S Hoelscher, and George G Kaufman, 2009), World Scientific.
 44. Lastra, Rosa M., International Law Principles Applicable to Cross-Border Bank Insolvency, in: Cross-Border Bank Insolvency, 161-184 (Rosa M. Lastra ed., 2011), Oxford University Press.
 45. Leifer, Simon J., European Perspective of “Legal issues relating to the ISDA Master Agreement from the European and US Perspectives”, in: Paul Harding, Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002) : a practical guide for negotiation (Paul Harding as the Author, 3rd ed., 2010) , FT Press.
 46. Lipsky, John, Through the Looking Glass: The Links between Financial Globalization And Systemic Risk, in Globalization And Systemic Risk (edited by Douglas D Evanoff, David S Hoelscher, and George G Kaufman, 2009), World Scientific.
 47. LoPucki, Lynn M., Cooperate in International Bankruptcy: A Post-Universalist Approach, Cornell Law Review, vol. 84, 696-762 (1999).
 48. Lubben, Stephen J., the Bankruptcy Code without Safe Harbors, American Bankruptcy Law Journal, Vol. 84, 123 (2010).
 49. Lubben, Stephen J., Repeal the Safe Harbors, American Bankruptcy Institute Law Review, Vol. 18, 319 (2010).
 50. Lubben, Stephen J., Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment, U. Pa. J. Bus. Law, Vol. 12, No. 1, pp. 61 (2009).

51. Mason, Rosalind, Cross-Border Insolvency Law: Where Private International Law and Insolvency Law Meet, in: International Insolvency Law, 27-60 (Paul J. Omar ed., 2008 reprinted 2010), Ashgate.
52. Melnik, Selinda A, "United States", in: Cross-Border Insolvency: A Commentary on the UNCITRAL Model Law, 437-544 (General editor - Look Chan Ho, Third Edition, 2012), Globe Law and Business.
53. Mengle, David L., Close-out Netting and Risk Management in Over-the-Counter Derivatives, 1-23, published by International Swaps and Derivatives Association and Fordham University (June 1, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1619480>(last visited on : 2015/03/20).
54. MOHAN, S. Chandra., Cross-border Insolvency Problems: Is the UNCITRAL Model Law the Answer ?, International Insolvency Review, vol. 21, issue 3, 199-223 (2012). Research Collection School of Law.
55. O'CONNOR, J. F., GOOD FAITH IN ENGLISH 91-2 (Aldershot: Dartmouth, 1999).
56. Omar Paul J. (editor), in International Insolvency Law (2008 reprinted 2010) , Ashgate.
57. Peters, Georgina, Developments in the EU, in: Cross-Border Bank Insolvency, 128-160 (Rosa M. Lastra ed., 2011), Oxford University Press.
58. Posner, Richard A. The Causes of the Financial Crisis, *in* What Caused the Financial Crisis (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press.
59. Rajak Harry, *The Culture of Bankruptcy*, *in* Paul J. Omar ed., International Insolvency Law, 3-25 (2008, reprinted 2010), Ashgate.
60. Roe, Mark J., Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-To-Fail Finance (May 1, 2014). 162 University of Pennsylvania Law Review 1419-1464 (2014).
61. Roe, Mark J., Derivatives Markets in Bankruptcy, Comparative Economic Studies, Vol. 55, Issue 3, 519-534 (2013).
62. Roe, Mark J. & Tung, Frederick, Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking upends the Creditors' Bargain, Virginia Law Review, Volume 99, 1235-1290 (2013).
63. Roe, Mark J., The Derivatives Market's Payment Priorities as

- Financial Crisis Accelerator, *Stanford Law Review* volume 63, issue 3, 539-590 (March, 2011)
64. Russo, Daniela, CPSS- IOSCO Principles for financial market infrastructures: vectors of international convergence, *Banque de France, Financial Stability Review*, No. 17, 69-78 (April 2013)
 65. Skeel, David A. Jr. and Jackson, Thomas H., Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy (February 22, 2012), *Columbia Law Review*, Vol. 112, 152-202 (2012).
 66. Sommer, Joseph H., Why Bail-In? And How!, *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 20, No. 2, 207-228 (December 2014).
 67. Sullivan & Cromwell LLP, Basel III Capital and Liquidity Framework, in: Derek M. Bush, Mitchell S. Eitel and Lawrence S. Makow (Co-Chairs), *A Guide to Financial Institutions 2011: Navigating the New Landscape*, 347-354 (2011) , Practising Law Institute.
 68. Sullivan, Timothy P.W., Swapped Disincentives: Will Clearinghouses Mitigate the Unintended Effects of the Bankruptcy Code's Swap Exemptions?, *Fordham L. Review*, Volume 80, issue 3, P.1491-1524 (2011).
 69. Sackheim, Michael S., Chapter 3 COMMODITIES REGULATION AND DERIVATIVES, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies*, from 3-1 to 3-21 (Robert D. Aicher ed., 2010) , Aspen Publishers.
 70. Schwarcz, Steven L. Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk, *University of Illinois Law Review*, Vol. 2015, No. 2, 699-720 (2015).
 71. Schwarcz, Steven L. and Sharon, Ori, The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path Dependence Analysis, *71 Wash. & Lee L. Rev.*, 1715-1755 (2014).
 72. Schwarcz, Steven L., Systemic Risk. *Duke Law School Legal Studies Paper No. 163; Vol. 97, No. 1, Georgetown Law Journal*, 193-249 (2008).
 73. Stout, Lynn A., Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis (June, 29 2011), *Harvard Business Law Review*, Vol. 1, pp. 1-38, 2011.
 74. Tondel, Lawrence C., Chapter 1 INTRODUCTION TO DERIVATIVES, in *Derivatives: Legal, Practices and Strategies* from from 1-1 to 1-61 (Robert D. Aicher ed., 2010) , Aspen Publishers.

75. Vasser, Shmuel, Derivatives in Banruptcy, *The Business Lawyer*, Volume 60, No.4, 1507-1546 (August 2005) .
76. Venokur, Sherri, and Marchetti, Peter, *Metavante vs. Section 2 (a)(iii)(1) of the ISDA Master Agreement: The Context Is Everything*, *Futures & Derivatives Law Report*, Vol.31, Issue 4, 19-33 (April, 2011) .
77. Vo, Lily D., *Substituted Compliance: An Alternative to National Treatment for Cross- Border Transactions and International Financial Entities*, *Georgetown Journal of Law & Public Policy*, Vol. 13, p.85-128 (2015).
78. Wallison, Peter J., *Housing Initiatives and Other Policy Factors*, in *What Caused the Financial Crisis* (Jeffrey Friedman ed., 2011), University of Pennsylvania Press.
79. Wessels, Bob, *The European Union Regulation on Insolvency Proceedings (Recast): The First Commentaries*, *European Company Law*, vol.13, issue 4, 129–135 (2016).
80. Wessels, Bob, *A Global Approach to Cross-Border Insolvency Cases in a Globalizing World*, *The Dovenschmidt Quarterly*, 16-25 (March 2013, No.1), Eleven international.
81. Wilmarth, Arthur E., *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*, Vol. 41, No. 4, *Connecticut Law Review*, 963-1050(2009).
82. Worthington, Sarah, *Insolvency Deprivation, Public Policy and Priority Flip Clauses*, *International Corporate Rescue*, Volume 7, Issue 1, 28-39 (2010).
83. Yamauchi, Keith D., *Should reciprocity be a part of the UNCITRAL Model Cross-Border Insolvency Law?*. *International Insolvency Review*, Volume 16, Issue 3, 145-179 (2007).

(三) 研究報告/工作報告

1. BCBS & IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives* (March 2015), available at : <http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf> (last visited on : 2015/06/30).
2. Bliss, Robert R. and Kaufman, George G., *Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral, and Closeout*, 1-24 (May 10, 2005). FRB of Chicago Working Paper No. 2005-03. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=730648> (last visited on : 2015/04/08).

3. CPMI-IOSCO – Recovery of financial market infrastructures (October 2014) , available at : <http://www.bis.org/cpmi/publ/d121.pdf> (last visited on : 2015/05/01).
4. European Financial Market Lawyers Group (EFMLG), Protection for Bilateral Insolvency Set-Off and Netting Agreement under EC Law, paragraph 57-58, 73-111, pp.21, 26-37 (OCTOBER 2004). Available at: <http://www.efmlg.org/Docs/Documents/2004%20October%20EFMLG%20report%20-%20Protection%20for%20Bilateral%20Insolvency%20Set-Off%20and%20Netting%20Agreements%20under%20EC%20Law.pdf> (last visited on : 2015/04/08).
5. ESMA, Final Report - Review of the Regulatory and Implementing Technical Standards on reporting under Article 9 of EMIR, available at : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1645_-_final_report_emir_article_9_rts_its.pdf(last visited on : 2015/12/01).
6. ESMA, Discussion Paper-The trading obligation for derivatives under MiFIR(20 September 2016), ESMA/2016/1389, available at : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1389_dp_trading_obligation_for_derivatives_mifir.pdf (last visited on : 2016/10/30).
7. Ferrarini, Guido and Saguato, Paolo (2014) Regulating Financial Market Infrastructures, ECGI Working Paper Series in Law, 259/2014. Available at : <http://eprints.lse.ac.uk/59683/> (last visited on : 2015/05/01).
8. Financial Conduct Authority, Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Consultation Paper I (2 December 2015), CP15/43, available at : <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp15-43.pdf> (last visited on : 2015/12/30).
9. FSB, Cross-border Recognition of Resolution Action, available at : http://www.financialstabilityboard.org/2014/09/pr_140929/ (last visited on : 2015/05/30) .
10. FSB, Improving Financial Regulation_Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, Available at : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_090925b.pdf?page_moved=1 (last visited on : 2015/05/01).
11. FSB, Jurisdictions' ability to defer to each other's OTC derivatives market regulatory regimes, FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (18 September 2014), ,available at :

- http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140918.pdf?page_moved=1 (last visited on : 2015/05/01).
12. FSB, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, available at : http://www.financialstabilityboard.org/2014/10/r_141015/ (last visted on : 2015/05/30) .
 13. FSB, Progress and Next Steps Towards “Ending Too-Big-To-Fail” (TBTF), Report of the Financial Stability Board to the G-20, available at : http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130902.pdf?page_moved=1 (last visted on : 2015/05/30) .
 14. FSB, Cross-border Recognition of Resolution Action, Consultative Document, available at: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/c_140929.pdf (last visted on : 2015/05/30) .
 15. Gordon, Jeffrey N. and Ringe, Wolf-Georg, Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take, 1-49, Columbia Law Review (August 20, 2014), Forthcoming; Columbia Law and Economics Working Paper No. 465; Oxford Legal Studies Research Paper No. 18/2014. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2361347> (last visted on : 2015/5/30) .
 16. Paech, Philipp, Close-out Netting, Insolvency Law and Conflict-of-Laws, LSE Law, Society and Economy Working Papers 14/2014, page 1-33. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2414400> (last visited on : 2015/05/30).
 17. Pirrong, Craig, The Economics of Central Clearing: Theory and Practices, ISDA Discussion Papers Series Number One – May 2011, Available at: http://www2.isda.org/attachment/MzE0NA==/ISDAdiscussion_CCP_Pirrong.pdf (last visited on : 2015/03/20).
 18. Report of the Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System: Insolvency Arrangements and Contract Enforceability (September 2002), available at: <http://www.bis.org/publ/gten06.htm> (last visited on : 2015/05/30).
 19. UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law (2004), Available at:http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Book.pdf (last visted on : 2015/06/08)

(四) 其他網站資料

About UNCITRAL, available at:<http://www.uncitral.org/uncitral/en/>

about_us.html (last visited on : 2015/05/30)

Agreement on new European rules to regulate Financial Derivatives (EMIR), Available at: http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm (last visited on : 2015/03/20)

Authority and Swiss Financial Market Supervisory Authority Call for Uniform Derivatives Contracts Language, available at : <https://www.fdic.gov/news/news/press/2013/pr13099.html> (last visited on : 2015/04/08)

Banking Act 2009, available at: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2009/1/pdfs/ukpga_20090001_en.pdf (last visited on : 2015/04/08)

Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version, available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf> (last visited on : 2015/03/20)

Basel Committee on Banking Supervision , Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf> (last visited on : 2015/05/30)

Bloomberg Business-David McLaughlin, Lehman to Settle 'Saphir' Derivatives Dispute With Perpetual (November 20, 2010), Available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2010-11-20/lehman-reaches-accord-with-perpetual-in-saphir-derivatives-court-battle> (last reviewed on : 2015/02/12)

Braun, Eberhard and Tashiro, Annerose, Cross-Border Insolvency Protocol Agreements between Insolvency Practitioners and their Effect on the Rights of Creditors, International Insolvency Institute's E-Library, Available at : <http://iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/362/4271.html>

Brief of Amicus Curiae by International Swap Derivatives Association (August 20,2012), Available at: www2.isda.org/attachment/NDcyNA

==/ISDA Amicus Brief_Filed.pdf (last visited on : 2015/03/20)

Brief of Amicus Curiae by International Swaps and Derivatives Association, Inc. (November 1, 2010), available at: <http://www2.isda.org/functional-areas/legal-and-documentation/amicus-briefs/page/1>(last visited on : 2015/02/16)

Brief of Amicus Curiae by Securities Industry and Financial Markets Association (November 1, 2010), available at: <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=21961> (last visited on : 2015/04/08)

CFTC, General Press Releases 7384-16, “CFTC Signs MOU with the European Securities and Markets Authority Related to Recognized Central Counterparties” , available at: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressRoom/PressReleases/pr7384-16> (last visited on : 2016/06/30).

Chadbourne & Parke LLP -Alastair Goldrein, US “Ipso Facto” and UK “Anti Deprivation” : the Lehman “Flip” Clause(August 18 2010), available at: <http://www.lexology.com/librarydetail.aspx?g=da26f4d6-4408-4d7f-b7eb-a5df039bbcdb> (last reviewed on : 2015/02/12)

Clifford Chance Client Briefing, Development of CCP in Japan – Interest Rate Swap Clearing, Available at: http://www.cliffordchance.com/briefings/2012/04/development_of_ccpinjapaninterestrateswa0.html (27 April 2012) (last visited on : 2015/03/20)

Clifford Chance Client Briefing, New Japanese Regulations on Central Clearing, Trade Information Storage and Reporting in relation to OTC Derivatives Transactions, Available at: http://www.cliffordchance.com/briefings/2012/10/new_japanese_regulationsoncentralclearing.html (2 November 2012) (last visited on : 2015/03/20)

Clifford Chance Client Briefing, Recent developments in OTC derivatives regulations in Japan (23 October 2014), Available at: http://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent_developmentsinotcderivative.html (last visited on : 2015/03/20)

Collins, Hugh, Flipping Wreck: Lex Mercatoria on the Shoals of Ius

Cogens, Available at <http://www.lse.ac.uk/collections/law/projects/tlp/conference.htm>(last visited on : 2015/04/20)

DLA Piper, FINANCIAL SERVICES REGULATION, Exchange – International Newsletter, Issue 25, p.28 (February 2015) , available at: <http://hb.betterregulation.com/external/Exchange%20-%20International%20Newsletter%20-%20Issue%2025.pdf> (last visited on : 2015/05/01).

Eberhard Braun and Annerose Tashiro, Cross-Border Insolvency Protocol Agreements between Insolvency Practitioners and their Effect on the Rights of Creditors, International Insolvency Institute's E-Library, Available at : <http://iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/362/4271.html>

European Commission, Information about Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments including date of entry into force and links to summary and consolidated version, available at : https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directives_en-2014-65-eu/law-detail (last visited on : 2016/4/30).

European Commission, EU rules on derivatives contracts, available at: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:32012R0648> (last visited on : 2015/05/01).

European Commission, Implementing measures for Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments, available at : https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directive-2014-65-eu/implementation/implementation-eu-visited-on-countries_en (last visited on : 2016/4/30).

European Commission, First 'equivalence' decisions for central counterparty regulatory regimes adopted today (30 October 2014), available at: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1228_en.htm (last visited on : 2015/05/01).

European Commission, Information about the Directive 2014/59/EU on bank recovery and resolution including date of entry into force and

links to summary and consolidated version., available at :
https://ec.europa.eu/info/law/bank-recovery-and-resolution-directive-2014-59-eu/law-details_en

European Commission, EMIR: Frequently Asked Questions (10 July 2014), available at : https://ec.europa.eu/info/files/emir-frequently-asked-questions_en (last visited on : 2015/05/01)

European Commission, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions(15 April 2014), available at : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_en.htm (last visited on : 2015/05/01).

ESMA, Press Release, “ESMA readies MiFID II, MAR, and CSDR” (25 September 2015), ESMA/2015/1466, available at : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1466_press_release_-_final_mifid_ii_mar_csdr_0.pdf (last visited on : 2015/12/30).

EXPLANATORY MEMORANDUM TO THE BANKING ACT 2009 (MANDATORY COMPENSATION ARRANGEMENTS FOLLOWING BAIL-IN) REGULATIONS 2014, paragraph 7.2-7.3 (2014 No. 3330), available at: http://www.betterregulation.com/external/uksiem_20143330_en.pdf (last visited on : 2015/04/08)

FDIC press releases (November 5, 2013), Federal Deposit Insurance Corporation, Bank of England, German Federal Financial Supervisory Authority and Swiss Financial Market Supervisory Authority Call for Uniform Derivatives Contracts Language, available at : <https://www.fdic.gov/news/news/press/2013/pr13099.html> (last visited on : 2015/04/08)

FDIC, The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act, FDIC Quarterly, early release for the upcoming 2011, Volume 5, No.2, available at : https://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2011_vol5_2/lehman.pdf (last visited on : 2015/05/01)

“Fitch Amends Counterparty Criteria for Derivative Issues Following

Lehman Court Settlement” (14 Mar 2011), available at :
http://www.fitchratings.com.tw/rws/press-release.html?report_id=692261 (last visited on : 2015/04/20)

G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit (September 24-25, 2009, Pittsburgh), Available at : <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html#system> (last visited on : 2015/05/01)

Hamilton, Jesse, and Brush, Silla, Ending ‘Too Big to Fail’ Could Rest on Obscure Contract Language, July 29 2014 Bloomberg news, available at : <http://www.bloomberg.com/news/print/2014-07-29/ending-too-big-to-fail-could-rest-on-obscure-contract-language.html> (last reviewed on : 2015/6/8)

Harrington, Bill, ANALYSIS: US margin rule for swaps obliges securitization issuers to overhaul structures, add resources, and rethink capital structures (04 November, 2015), available at : <http://www.debtwire.com/info/2015/11/04/analysis-us-margin-rule-swaps-obliges-securitization-issuers-overhaul-structures-add-resources-rethink-capital-structures/> (last visited on : 2015/12/01)

IFXCO, International Foreign Exchange and Currency Option Master Agreement Published as of June 1, 2005, available at: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/microsites/fxc/files/ifxco_booklet.pdf(last visited on : 2015/03/20)

ISDA 2016 Bail-in Art 55 BRRD Protocol (Dutch/French/German/Irish/Italian/Luxembourg/Spanish/UK entity-in-resolution version) , available at: <http://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/28> (last visited on : 2016/07/30)

ISDA Latest News (May 5, 2016), ISDA Launches Resolution Stay Jurisdictional Modular Protocol, available at: <http://www2.isda.org/news/isda-launches-resolution-stay-jurisdictional-modular-protocol> (last visited on : 2016/06/30)

ISDA 2015 Universal Resolution Stay Protocol, available at: <https://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/>

22 (last visited on : 2015/12/30)

ISDA 2015 Universal Resolution Stay Protocol, FAQs, available at: <http://assets.isda.org/media/f253b540-88/b5d497ff-pdf/> (last visited on : 2015/12/30)

ISDA 2014 Resolution Stay Protocol , available at : <https://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/20> (last visited on : 2015/04/10)

ISDA 2014 Resolution Stay Protocol, FAQs, available at: <https://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/faq/20/> (last visited on : 2015/04/10)

ISDA 2014 RESOLUTION STAY PROTOCOL, available at: <http://assets.isda.org/media/f253b540-25/958e4aed.pdf/> (last visited on : 2015/04/10)

ISDA Latest News (November 12, 2014), ISDA Publishes 2014 Resolution Stay Protocol, available at: <http://www2.isda.org/news/isda-publishes-2014-resolution-stay-protocol/> (last visited on : 2015/04/10)

ISDA Latest News (October 11, 2014), Major Banks Agree to Sign ISDA Resolution Stay Protocol, available at : <http://www2.isda.org/news/major-banks-agree-to-sign-isda.org/news/major-banks-agree-to-sign-isda-resolution-stay-protocol/> (last visited on : 2015/04/10)

ISDA, Press Release (February 21st, 2014), ISDA Publishes ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions, <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/9> (last visited on : 2015/03/20)

ISDA, Press Release (July 11, 2011), ISDA Publishes 2011 Equity Derivatives Definitions, <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/21> DEFINITIONS (last visited on : 2015/03/20), 無法由官方網站查閱定義書內容。

ISDA, Guidance Note on the form of Amendment to ISDA Master Agreement for use in relation to Section 2 (a)(iii), Available at: http://www.isda.org/publications/pdf/Guidance_Note_amendment_agreement.pdf (last visited on : 2015/3/12)

ISDA News Release dated October 25, 2010, available at <http://www.isda.org/media/press/2010/press102510.html>. (last visited on : 2015/03/20)

Letter to ISDA, authored jointly by The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), together with the Bank of England, the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), and the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA), available at : <https://www.fdic.gov/news/news/press/2013/pr13099a.pdf> (last visited on : 2015/04/08)

Making derivatives markets in Europe safer and more transparent, European Commission Press Release(Brussels, 15 September 2010), Available at: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-1125_en.htm (last visited on : 2015/03/20)

Marriage, Madison, Ex-Moody's staff raise alarm over ABS 'meltdown' (November 10, 2013), available at: <https://www.ft.com/content/6b8cfc2c-4861-11e3-a3ef-00144feabdc0> (last reviewed on : 2015/6/8)

Michihiro Mori, Japan finalizes insolvency law reform, The IFLR Guide to Japan 2006, 29,31 (January, 2006), Available at: http://www.jurists.co.jp/en/publication/tractate/docs/r_060111.pdf (last reviewed on : 2015/01/10)

OTC derivatives statistics at end-December 2014, available at: http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm (last visited on : 2015/03/20)

Paulus, Christoph, Judicial Cooperation in Cross-Border Insolvencies - An outline of some relevant issues and literature, available at: <http://siteresources.worldbank.org/GILD/Resources/GJF2006JudicialCooperationinIns>

olvency_PaulusEN.pdf(last visited on : 2015/05/30).

Presentation to Rule Writing Teams from the CFTC, FCA, FDIC, FHFA, FRB, and OCC by William J. Harrington, P.7, *in*: Conference Call Between Staff of the Prudential Regulators (Farm Credit Administration, Federal Deposit Insurance Corporation, Federal Housing Finance Agency, Federal Reserve Board, and the Office of the Comptroller of the Currency) and the U.S. Commodity Futures Trading Commission, William Harrington and Richard Michalek (May 12, 2015), available at : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/rr-commpublic/harrington-michalek-call-20150512.pdf> (last visited on : 2015/06/30)

Press Release (July 11, 2011) by ISDA, ISDA Publishes 2011 Equity Derivatives Definitions, <http://www2.isda.org/newsroom//press-releases/page/21> DEFINITIONS (last visited on : 2015/03/20)

Press Release (February 21st, 2014) by ISDA, ISDA Publishes ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions, <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/9> (last visited on : 2015/03/20)

Rochelle, Bill, "Lehman, Spansion, Six Flags, Spheris: Bankruptcy", available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2010-04-16/lehman-brothers-smurfit-parking-madoff-ptc-fleetwood-bankruptcy> (last reviewed on : 2015/3/12)

The Sydney Morning Herald-Elisabeth Sexton, Perpetual allowed to keep Lehman Brothers settlement secret (March 25, 2011), available at: <http://www.smh.com.au/business/perpetual-allowed-to-keep-lehman-brothers-settlement-secret-20110324-1c8js.html#ixzz3u5ynwhos> (last reviewed on : 2015/02/12)

The Wall Street Journal-Joseph Checkler, Banks Say Lehman Seeks Unfair Edge in 'Flip Clause' Fight (April 15, 2014), available at:<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304572204579503641563916368> (last reviewed on : 2015/02/12)

Transposition of the Bank Recovery and Resolution Directive, by HM Treasury (July 2014). Available at:

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/335755/PU1678_final__1_.pdf(last visited on : 2015/04/08)

TRI-Leiden, Insolvency Protocols Project, available at :
http://www.tri-leiden.eu/project/categories/insolvency-protocols-project/#_ftn2 (last visited on : 2015/12/30)

TRI-Leiden, Database of Protocols, available at :
<https://www.dropbox.com/sh/qp71ufpr0g4lpbr/AADm7SOBWoRmTm364iJKzl7Ua?dl=0> (last visited on : 2015/12/30).

UNIDROIT Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions - Overview, available at:<http://www.unidroit.org/overview-netting> (last visited on : 2015/05/30)

UNIDROIT, Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions, available at: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/netting> (last visited on : 2015/05/30)

UNIDROIT, Adoption of the Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions (memorandum prepared by the Secretariat), available at: <http://www.unidroit.org/english/governments/councildocuments/2013session/cd92-06a-e.pdf> (last visited on : 2015/05/30).

Wessels, Bob, CROSS-BORDER INSOLVENCY AGREEMENTS: WHAT ARE THEY AND ARE THEY HERE TO STAY? (Provided to INSOL International Fellow course 2012 by Bob Wessels), p.1-p.19, available at : <https://www.insol.org/Fellowship%202012/Literature/Module%20A/Session%201/Additional%20Reading/2011-05%20Wessels%20-%20Cross%20border%20agreements.pdf> (last visited on : 2015/05/30).

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方，
<http://www.fsa.go.jp/news/25/20140305-1/01.pdf> (last visited on : 2015/04/08).

(五) 参考網站

<http://www.bis.org>
<http://www.bloomberg.com>
<http://www.betterregulation.com>
<http://www.cftc.gov>
<http://www.debtwire.com>
<http://www.fca.org.uk>
<https://www.federalreserve.gov>
<http://www.financialstabilityboard.org>
<http://www.fitchratings.com.tw>
<http://www.fsb.org>
<http://www.fsa.go.jp/>
<http://www.ft.com>
<https://www.gov.uk>
<http://www.isda.org>
<http://www.legislation.gov.uk>
<http://www.lse.ac.uk>
<https://www.newyorkfed.org>
<http://www.sec.gov>
<http://www.tpex.org.tw>
<http://www.uncitral.org>
<http://www.unidroit.org>
<http://ec.europa.eu>
<http://eur-lex.europa.eu>
<http://iiiglobal.org>
<http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxsearch.cgi>
<http://ssrn.com>

