

國際掉期及衍生工具協會 2002 年協議系列

淨額結算條款及信用支持文件下的

重要概念及條款

余陳楊律師行

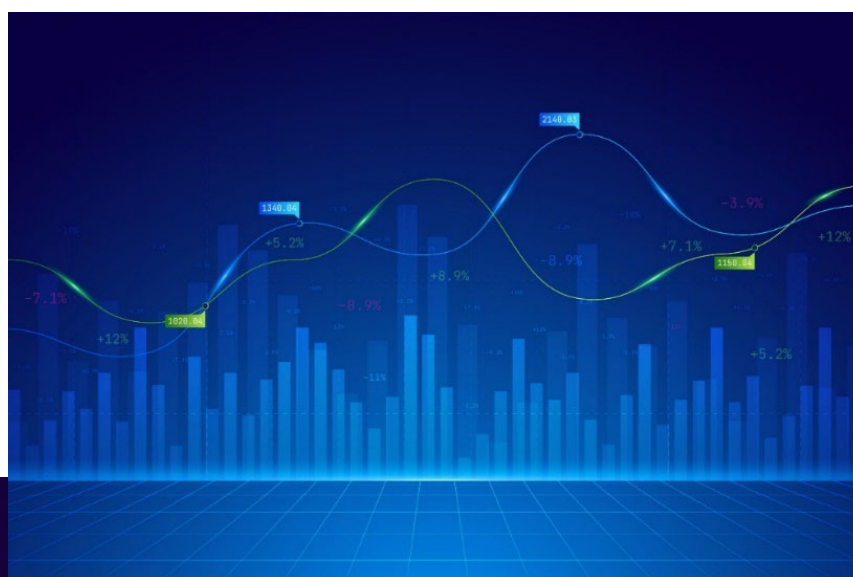
2024 年 9 月 2 日

引言

本國際掉期及衍生工具協會（下稱「ISDA」）2002 年協議系列目的旨在扼要地介紹 ISDA 2002 年協議及信用支持文件項下的淨額結算條款，就有關 ISDA2002 年協議下的非中央結算場外衍生工具交易（下稱「場外衍生工具交易」）交換追加保證金（下稱「追加保證金」）及初始保證金（下稱「初始保證金」）以及其他重要議題。作為 ISDA2002 年協議系列的其中一章節，本解釋說明將重點討論淨額結算條款及信用支持文件項下的重要概念及條款，而這些概念及條款對了解新規管制度下交換追加保證金及初始保證金至為重要。

追加保證金及初始保證金的歷史發展

交換追加保證金及初始保證金的新規管制度源於 2008 年的金融危機。為應對 2008 年金融危機，巴塞爾銀行監管委員會（下稱「BCBS」）以及國際證券事務監察委員會組織（下稱「IOSCO」）聯合發佈了場外衍生工具交易的保證金要求（下稱「BCBS-IOSCO 原則」）。其核心是通過系統性信用風險管理，以維持金融穩定，並特別強調更為嚴格的保證金要求。換言之，追加保證金及初始保證金的交換，作為一種有效措施，是用作激勵各方進行場外衍生工具交易時避免承擔過度風險，及通過確保在交易對手違約的情況下，損失可用抵押品抵銷而限制風險擴散。



ISDA 協議的架構

在開啟討論淨額結算條款及信用支持文件項下的重要概念及條款、追加保證金及初始保證金的交換及其他相關議題之前，擬先對 ISDA 文件的架構作以下概述。

2002 年 ISDA 協議是 ISDA 發佈的市場標準合約模本，以用於訂立全球的場外衍生工具交易。場外衍生工具交易所依據的 ISDA 文件一般包括：

- (i) ISDA2002 年主協議；
- (ii) ISDA2002 年主協議之附約（下稱「該附約」）；
- (iii) 確認書；
- (iv) 信用支持文件¹（如有的話）；及
- (v) 有關上述的任何修訂、增補或重述。



¹ 信用支持文件的釋義，請見 ISDA2002 年主協議第 14 條之定義，及包括「信用支持文件附件」及「信用支持文件契據」。

以下將討論 ISDA 文件，並將提供其中一些重要概念及條款的簡介。

ISDA2002 年主協議：ISDA2002 年主協議脫胎自 ISDA1992 年主協議，並在亞洲貨幣危機、俄羅斯債務違約及長期資本管理問題後發佈的。除針對此等金融事件作出的修改及闡釋之外，ISDA1992 年主協議其中一個重大修訂為第 5 條及第 6 條，其中強調了(i)違約事件及終止事件；及(ii)主協議項下擬進行的場外衍生工具交易的提前終止（不論全部或部分的）。

該附約：該附約構成 ISDA 2002 年主協議的一部分。在該附約中，各方可選擇是否保留或取替，及如何保留或取替 ISDA2002 年主協議的選擇性條款。作為解說例子，各方可選定下列條款是否適用 ISDA2002 年主協議的一方或雙方。

- (i) ISDA2002 年主協議項下第 2(c)條的「付款淨額結算」規定；或
- (ii) ISDA2002 年主協議項下第 6(e)條的「淨額結算」條款(下稱「淨額結算條款」)。

簡單而言，各方應通過指定、增添或刪減該附約中的相應條款，修訂 ISDA2002 年主協議的規定。

確認書：確認書構成 ISDA2002 年主協議不可分割的一部分，各方應相互提供以證明及確認各自於 ISDA2002 年主協議項下進行的場外衍生工具交易。倘若確認書與 ISDA2002 年主協議、該附約不一致，則應以確認書為準。

抵押契據：ISDA 已公佈以獨立的抵押品協議形式或作為 ISDA2002 年主協議的附件形式之信用支持文件。如有關信用支持文件名為「**契據**」，則其為一份單獨的抵押文件，並獨立於 ISDA2002 年主協議之外，其有效性主要依賴於抵押契據項下轉移的抵押品上設定的抵押權益。

附件：與此相反的是，倘若該信用支持文件名為「**附件**」，則其構成 ISDA2002 年主協議的一部分並受限於其作為附件所附的 ISDA2002 年主協議的條文。附件的有效性主要取決於淨額結算條款。此類附件並非於交出及收取的抵押品上設定任何抵押權益。相反，抵押品的全部法律及實益所有權已轉移予受讓人（亦指「**抵押品接受者**」）。簡而言之，轉讓人（亦指「**抵押品提供者**」）對抵押品本身不保留任何擁有權及權益。

信用支持文件的最新版本：以英國法而言，作為有關追加保證金及初始保證金的抵押品的信用支持文件的最新版本為：(i) ISDA2016 年追加保證金的信用支持附件（雙方版本—轉讓）（註：ISDA 協議受英國法約束）（下稱「**2016 年 VM CSA**」）；及(ii) ISDA2018 年初始保證金的信用支持契據（抵押權益—英國法律）。本解釋性說明將集中討論 2016 年追加保證金的信用支持附件。



淨額結算條款及 2016 年 VM CSA 的重要概念及條款

為闡釋追加保證金及初始保證金的交換制度，本章節將列明及解釋淨額結算條款及 2016 年追加保證金的信用支持附件項下的重要概念及條款。

「提前終止款項」：根據 ISDA2002 年主協議第 6(e)條，提前終止款項可視為由以下三部分組成，即：(i) 於提前終止日²前尚未支付的應付或可交付之付款義務；(ii) 倘若付款或交付的所有條件均已滿足，或倘若尚未指定提前終止日，則指本應在提前終止日前應付或可交付的應付或可交付之付款義務；及(iii) 已終止交易³之未來價值的付款。根據 ISDA2002 年主協議第 6(a)條，除非自動提前終止⁴適用，否則非違約方有權在違約事件發生及持續時為所有未完成的交易指定提前終止日。倘若適用自動提前終止，並發生了某些無力償付事件，則提前終止日將自動適用於所有未完成的交易。就定義上而言，提前終止款項等於下列款項之和：(1) 非違約方（即：決定方⁵）截至提前終止日所決定的結算款項；及(2) (a)結欠非違約方的未付款項（請見 2002 年主協議第 14 條（定義）之釋義），減去(b) 結欠違約方的未付款項的所得。因此，提前終止款項代表結算款項及淨未付款項的總額。此外，根據 ISDA2002 年主協議第 6(f)條（抵銷），提前終止款項可通過抵銷（下稱「抵銷」）減少。因此，結算款項及抵銷是釐定提前終止款項的關鍵因素。

² 「提前終止日」指由非違約方指定的作為有效提前終止所有未完成的交易的日期（請見 ISDA2002 年主協議項下第 6(a) 條（違約事件發生後之終止權利）及第 6(b)(iv)條（終止之權利））。

³ 「已終止交易」請見 ISDA2002 年主協議第 14 條（定義）中釋義。

⁴ 「自動提前終止」具有 ISDA2002 年主協議第 6(a)條訂定的涵義。

⁵ 「決定方」指根據 ISDA2002 年主協議第 14 條（定義）決定結算款項的
一方。

「結算款項」⁶：結算款項是反映各方因終止已進行的交易而引致的經濟損失、成本或收益，通常指已終止交易的「取替價值」。此外，決定結算款項的一方應秉承誠信原則行事，並採用合理的商業程序在考慮有關資訊（例如：報價、涵蓋相關市場數據的資訊及其他資訊）的情況下得出商業上合理的結果。

「曝險」：根據 2016 年追加保證金的信用支持附件第 10 段的定義，曝險是指各方之間每筆交易的淨額、中間方、按市價計算的價值，並代表任何一方違約的情況下，交易對手可能遭受的總損失金額的近似值。其計算方式猶如受涵蓋交易⁷於估值時間⁸使用 ISDA2002 年主協議第 6(e)條（提前終止之付款）的方法結算。

「信用支持餘額」：根據 2016 年 VM CSA 第 10 段（定義），信用支持餘額為，除其他外，轉讓人經已交出及受讓人已收取的抵押品，及在指定提前終止日期或視為已發生提前終止日期⁹的情況下，就淨額結算條款而言，應視為未付款項。從本質上而言，信用支持餘額為受讓人在任何時候於 2016 年 VM CSA 項下持有的抵押品的實際金額。

「未付款項」：根據 2002 年主協議第 14 條（定義），其中包括，對於提前終止日而言，指任何一方欠負另一方款項的總和。

⁶ 請見 ISDA2002 年主協議第 14 條（定義）。

⁷ 「受涵蓋交易」指於 2016 年追加保證金的信用支持附件第 10 段定義以及第 11 段（選擇及變更）的場外衍生工具交易涵蓋的交易。

⁸ 「估值時間」指，除非 2016 年追加保證金的信用支持附件第 11 段另有訂定，截至估值中介（定義見 2016 年追加保證金的信用支持附件第 10 段的定義）在日常業務過程中計算衍生工具交易的當日最終之估值的時間（或估值中介可能釐定的其他商業上合理便利的有關時間）。

⁹ 請見 2016 年 VM CSA 第 6 條（違約）。

「交付款項」：交付款項是指，倘若轉讓人（即：抵押品提供者）同意受讓人（即：抵押品接受者）追加抵押品的要求，應交付的抵押品的金額（即：交付追加保證金的金額），前提是交付款項超出轉讓人的最低移轉額（請見下文說明）。從本質而言，交付款項應等於受讓人的曝險超過轉讓人的信用支持餘額的金額。

「交還款項」：交還款項為受讓人退還轉讓人的抵押品金額，原因是該金額為受讓人對轉讓人風險敞口的盈餘，並且其亦高於受讓人的最低移轉額。

「最低移轉額」：為避免需要移轉「沒有必要的」金額作為交付款項或交還款項，各方可以就每一方指定「最低移轉額」。據此，就有關估值日釐定的交付款項或交還款項僅在超過相關最低移轉額時方會轉移。

龍靜怡律師
余陳楊律師行
2024年9月