

行政院及所屬各機關出國報告

出國類別：其他（出席國際會議）、考察

出席2015年美國商品期貨交易委員會 (CFTC)國際監理官會議及美國期貨業協 會(FIA)年會並考察紐約國際業務報告

服務機關：金融監督管理委員會

出國人員：證券期貨局王副局長詠心

駐紐約代表辦事處陳主任銘賢

證券期貨局 詹科長淑貞

派赴國家：美國波卡雷登、紐約

出國期間：104年3月8日至104年3月15日

報告日期：104年5月25日

目 次

第一章 前言	1
第二章 美國商品期貨交易委員會及期貨業協會簡介 ...	2
第三章 「CFTC 國際監理官會議」內容重點	4
第四章 「第 40 屆美國期貨業協會年會」內容重點 ...	24
第五章 紐約拜會及考察行程重點	43
第六章 參與會議心得與建議	55
附件一 CFTC 國際監理官會議及 FIA 年會議程 ...	63
附件二 CFTC 國際監理官會議出席人員名單	67
附件三 會議資料	71

第一章 前言

2015年美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）國際監理官會議及第40屆美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）年會於2015年3月9日至13日假美國佛羅里達州波卡雷登（Boca Raton）舉行，計有來自全球超過1,000位代表與會。本次活動內容包括主管機關會議、專題演講、座談會、交易所資訊交換及期貨業展覽等。

本年度會議本會係由證券期貨局王副局長詠心、詹科長淑貞、駐紐約代表辦事處陳主任銘賢等3位代表出席。本次會議議題包括網路安全(Cybersecurity)、基準指標(Benchmarks)及對集中交易對手之財務及流動性支援(Providing Financial and Liquidity Resources for Central Counter Parties (CCPs)、2015年之結算等事項。

另本會證券期貨局王副局長詠心於上開會議後赴美國紐約，由本會駐紐約辦事處陳主任銘賢、楊秘書斐堯等人陪同，拜會紐約美國群眾募資中介機構監理策進協會(CFIRA)及Wales Capital 總裁Ms. Kim Wales、美國紐約證券交易所 Marc Iyeki (Managing Director, International Listing)、Colin Clark (SVP, Technology)、Steven Poser (VP, Technology)及本會駐紐約辦事處。

第二章 美國商品期貨交易委員會及期貨業協會簡介

第一節 美國商品期貨交易委員會

美國商品期貨交易委員會（U.S. Commodity Futures Trading Commission，簡稱CFTC）於1974年成立，為一個獨立之政府機構，負責監管美國商品期貨和期權相關事宜，當時期貨交易主要係以農產品為主，但隨著時間的經過，期貨商品種類日趨多樣化，已包括大量高度複雜性的金融期貨及選擇權合約，為加強市場之監理，2000年通過商品期貨現代化法案，大幅強化CFTC之功能與職責，另鑒於2008年金融風暴的發生，2010年7月通過The Dodd-Frank Act (DFA)法案，授權CFTC針對店頭衍生性商品之監理訂定相關規範。

CFTC之總部位在華盛頓，其於芝加哥、紐約及堪薩斯另設有地區辦公室。CFTC經費並非來自業者繳納之監理年費，而係由政府編列預算支應。

CFTC之委員會有5位委員，並由其中一人擔任主席，委員由總統提名參議院同意後任命，任期5年，來自同一政黨的委員不得超過3人。目前CFTC主席為Timothy G. Massad，另有Mark P. Wetjen、Sharon Y. Bowen 及 J. Christopher Giancarlo 等3名委員。CFTC下設置結算風險管理部（Division of Clearing and Risk，簡稱DCR）、法令執行部（Division of Enforcement，簡稱DOE）、市場監理部（Division of Market Oversight，簡稱DMO）及店頭衍生性商品相關機構管理部（Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight，簡稱DSIO）等4個主要部門，另設有經濟分析、資訊技術、國際事務及公共事務等單位。

第二節 美國期貨業協會

美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）前身係1955年成立於紐約之商品交易商協會（Association of Commodity Exchange Firms）。其成立宗旨係為提供紐約商品交易商、交易所合作與溝通的橋樑，以及推廣教育與維護投資人權益。1973年起該協會的成員進一步納入芝加哥的期貨經紀商（FCMs），嗣後於1978年將總部由紐約搬遷至華盛頓並更名為今日的FIA，成為全國性的期貨業協會。FIA近年來的影響力已漸漸超出了美國本土，而成為一個國際性的期貨業協會組織。它吸引了來自國內外期貨市場眾多參與者，有多達250個以上會員公司（Corporate Member），代表數以千計之期貨業從業人員。其會員包括正式會員（Regular Members）及聯合會員（Associate Members）。

FIA董事會共有34位董事（Directors），其中2位董事為公益董事（Public Directors），其餘董事則由會員代表組成。FIA設有研究討論區部（Divisions），成員在紐約、芝加哥、倫敦及日本等地，各分部有其宗旨及負責之研究議題，並分別於不同區域、時間召開會議，每年都舉辦各種類型的大型會議或活動，為期貨業提供討論業內焦點問題和發展機遇的機會和場所。上述FIA區部共計5個，分別為：

- (一) 芝加哥研究討論區部(FIA Chicago)
- (二) 期貨服務研究討論區部(Futures Services)
- (三) 資訊研究討論區部(Information Technology)
- (四) 日本分部(Japan Chapter)
- (五) 法務暨稽核研究討論區部(Law & Compliance)

第三章 「CFTC國際監理官會議」內容重點

CFTC每年舉辦之「國際監理官會議」(International Regulators meeting)，係針對各國衍生性商品市場之主管機關定期舉辦的會議，其目的為提供各國監理機關最新衍生性商品市場管理知識與經驗交流之機會。

本次會議計有十四國之證券期貨主管機關約三十餘人參加，會議內容主要以座談會形式討論(1)網路安全(Cybersecurity) (2) 基準指標(Benchmarks)及(3)對集中交易對手之財務及流動性支援(Providing Financial and Liquidity Resources for Central Counter Parties (CCPs)等三大議題。會議重點如下：

議題一：網路安全(Cybersecurity)

主持人：CFTC 市場監理處處長 Mr.Vince McGonagle 主持

與談人：美國證券集中保管結算所(DTCC)資訊安全主任 Mr.Mark Clancy、

CME 營運長 Ms. Julie Holzrichter

ICE 營運長 Mr. Chuck Vice

壹、背景說明：

2014年6月及7月IOSCO AMCC委員會對IOSCO AMCC的60個會員進行問卷調查，這個調查的重點在了解各會員遭受網路威脅(cyber-threats)的狀況，以及會員因應這些事件所採取的措施。問卷的結果顯示，證券市場遭遇許多網路攻擊事件的挑戰，同時也顯示金融產業遭受網路威脅的嚴重性並提出數個值得關切的議題，如：

一、證券市場及其參與者面臨多重網路威脅，有些甚至無法被完全確

認；超過三分之一的受訪機構表示其每月遭受 5 次以上的網路攻擊事件，其餘多數受訪者甚至指出無法偵測出是否遭受到類似攻擊。

二、雖然多數受訪機構認知到網路攻擊的風險，然而其所採取的預防措施卻不足夠。該報告指出需要努力的幾個主要領域，其中包含教育訓練、網路攻擊危機意識的建立、資訊收集及分享、與第 3 方共同合作打擊網路攻擊及行動服務的使用。

三、就金融產業而言，目前所有關於網路攻擊的資料皆關注在美國市場，而在美國所發生的網路攻擊行為似乎較其他已開發及發展中國家所遭遇到的攻擊更為先進。本次調查突顯了美國以外地區關於網路攻擊行為的趨勢及發展概況，同時也顯示更大規模的國際合作及不同國家監理機構之間資訊分享的重要性。

四、IOSCO 建議在總體(macro)及個體(micro)層次上須考慮的一些努力方向(公私部門合作、立法及業界標準建立、監視、紀錄及資訊分享等)。這些方向會因為新型態威脅的產生以及解決辦法的出現而快速變化。公部門及私部門的合作就總體網路安全的強化扮演至關重要的角色，另外相關資訊的分享也是重要一環。此外，除了強化自身網路安全，市場基礎建設之外，自律機構及業界組織在提升網路安全意識及促進執行上亦扮演重要角色。

本議題主要係就網路攻擊對市場、中介機構的影響及主管機關之監理等議題進行探討。

貳、會議紀要：

一、ICE 營運長 Mr. Chuck Vice 表示，現今網路交易環境一直演進，我們必須與網路安全議題持續共存。值得注意的是，現今網路駭客攻擊網路之目的不再只是竊取個人私密資訊以從中獲利，許多是為了其他目的攻擊系統，打算造成系統的崩解或

毀壞。

- 二、DTCC 資訊安全主任 Mr. Mark Clancy 也說明，過去資訊安全強調在實體系統的安全性(physical resilience)，例如為了防止水災、地震的損害，大家多採用異地備援系統以儲存複製另一套資料，但現今如何確保這些複製資料的安全也成了一個問題。
- 三、CME 營運長 Ms. Julie Holzrichter 則表示資訊安全絕對不只是資訊管理部門的責任，而必須是從公司高層定調重視(set up tone at the top)。以 CME 的作法而言，從公司董事會就充分重視網路安全議題，CME 設置了一個屬於董事會層級，專門處理網路安全議題的風險委員會。
- 四、引言人 Mr. Vince McGonagle 詢問與談人組織內網路安全議題之責任歸屬，CME Ms. Julie Holzrichter 說明在 CME 是由一單獨設置的次委員會(subcommittee)負責。ICE 營運長 Mr. Chuck Vice 則說明在 ICE 之董事會中特別延攬了具有電腦網路專業的董事會成員，也有成立功能性委員會處理網路安全議題，並定期於董事會議中報告網路安全議題。DTCC 資訊安全主任 Mr. Mark Clancy 則補充說明，除了於董事會層級設置專屬風險委員會處理網路安全議題外，也應對董事會成員加強教育，讓董事會成員瞭解並重視網路安全之重要性；與會各與談人均表示認同。
- 五、引言人 Mr. Vince McGonagle 詢及各與談人所屬組織如何有效辨認並處理網路風險？DTCC 資訊安全主任 Mr. Mark Clancy 說明為了要辨認網路風險控管程序有無盲點(Blind Spot)，DTCC 之作法包括運用外部第三人之專業服務，對 DTCC 之系統進行探針測試(Probe Test)及滲透測試(Penetration Test)，瞭解網路安全系統設計有無缺陷。另外，Mr. Mark Clancy 認

為對公司網管系統最瞭解的就是公司自己的員工，所以 DTCC 也經常自己進行各項測試。Mr. Mark Clancy 認為同時並用外部及內部的測試，是很有效的方法。ICE 營運長 Mr. Chuck Vice 也說明 ICE 發現運用外部第三者提供的測試服務是很有效辨認網路控管弱點的方法。CME Ms. Julie Holzrichter 補充說明對於網路風險的預防(Prevention)絕對很重要，但同樣重要的是在網路入侵事件發生時，如何很快的發現(Recognize)並減輕(Mitigate)其可能造成的損害。CME 也採用演習的方式，模擬網路入侵事件，讓員工預先準備如何快速處理網路安全事件。DTCC 資訊安全主任 Mr. Mark Clancy 表示認同，也說明 DTCC 常採行預警及無預警的演習測試，幫助員工熟悉處理程序，另也模擬網路當機無法提供服務(Denial of Service Test)情況，事先準備如何繼續維持組織運作。

六、引言人 Mr. Vince McGonagle 接續 Mr. Mark Clancy 提及對公司網管系統最瞭解的就是公司自己的員工，如何避免公司自己的員工造成網路安全事件？ICE 營運長 Mr. Chuck Vice 認同有很多情況是公司自己員工的入侵事件，ICE 的作法是加強員工之教育訓練，讓員工瞭解相關的法律責任。另外也採行了網路釣魚測試(phishing test，類似我國社交工程)，訓練員工避免點擊與業務無關的網站或開啟可能是惡意的程式。依 ICE 的經驗，即使經常性的訓練，公司內部同仁還是會有二位數以上的比例會誤點擊或開啟相關程式。有一看法是如果將公司內部網路安全測試的結果與員工個人之績效獎金連結，例如績效獎金的 3% 將視是否通過公司內部網路安全測試結果而定，將會大幅減少員工誤觸陷阱的可能性。CME Ms. Julie Holzrichter 則分享 CME 的作法，包括編製員工工作守則、安全守則等列入員工訓練內容中，另外，針對公司內部所有網

路資訊，採用加上標記(Tag)的方式，區分資料的重要性及敏感程度，限制特定員工才可以接觸特定等級的資料。

- 七、英國 FCA 代表 Mr. David Lawton 提及有關 IOSCO 開始重視網路安全議題，打算針對各國證券市場之交易所、證券商之網路安全訂定規範準則，並詢問各與談人之看法，ICE 營運長 Mr. Chuck Vice 表示期待有一個國際認同的網路管理標準；CME Ms. Julie Holzrichter 則表示建議該標準是一個風險基礎 (Risk-Based) 的原則性規範，而不是一個指令性的硬性規定 (prescriptive)，例如使用一堆檢查表 (check-box) 的項目規範。以 CME 的經驗，如果使用 checkbox 的規範方式，當受監管機構沒辦法符合其中幾個項目，一定要花費大量時間去跟監管單位解釋為什麼沒辦法符合及提出相關說明，結果受監管機構最後只著重在符合檢查表所列出的項目，反而沒辦法針對真正風險所在之處整體管理。
- 八、芝加哥聯邦銀行 Mr. John McPartland 詢及網路入侵事件的背後動機，與會人士表示現今網路攻擊事件已非單純以獲取財務上之利益為目的，許多網路攻擊事件目的在使系統癱瘓，其背後具有政治、經濟上的陰謀破壞動機，其破壞性遠超過傳統之財務利益動機。
- 九、Mr. Vince McGonagle 詢及如何處理資訊外包服務所產生之風險，CME Ms. Julie Holzrichter 回應說明要求外包廠商建立危害減低措施，瞭解其對系統安全性、作業持續性的作法及信心程度相當重要。
- 十、CFTC 委員 Mr. Mark Wejen 詢問對於網路安全議題，主管機關如何能提供協助？DTCC Mr. Mark Clancy 表示希望主管機關能夠提供對各單位檢查報告中，有關網路安全的回饋事項，ICE 營運長 Mr. Chuck Vice 則表示，有關網路安全事項，資訊

之共享非常重要，例如由跨國金融機構組成之 International Financial Institutions 就有彼此分享資訊之機制。各機構網路主管人員如果能夠及時知道其他機構發生之網路安全事件，有助於及時防範惡意攻擊。

十一、 Mr. Vince McGonagle 詢及各與談人對於發生網路安全事件時的建議事項：DTCC Mr. Mark Clancy 認為一些網路入侵案件可能會潛伏長達數月才會被發現，著重在及時發現異常事件、及網路安全事件發生時如何迅速恢復運作非常重要。CME Ms. Julie Holzrichter 則強調危機管理(Crisis Management)的重要性，ICE 營運長 Mr. Chuck Vice 則說明網路事件發生時必須要協同內部人員及外部顧問一起及時處理。

議題二：基準指標(Benchmarks)

背景說明：

1980 年代倫敦逐漸形成歐洲美元市場，為簡化各種聯貸利率及金融工具的定價，英國銀行家協會（BBA）於 1986 年公布倫敦銀行同業拆借利率（London Interbank Offered Rate，簡稱 LIBOR）俾作為業者定價時的參考，報價銀行必須是在倫敦金融市場從事與其報價貨幣有關之重大交易，始具備報價銀行資格，各幣別的報價銀行家數由 6 家至 18 家不等，包括匯豐銀行、巴克萊銀行、花旗、美國、摩根大通等大型銀行。

BBA 要求各報價銀行報出「在倫敦時間 11 點前，倘拆入相當數量之資金」所願意支付的利率，故報價銀行並非依據實際交易利率報價，而是以其主觀臆測之利率報價，其後路透社將各報價納入統計表格並剔除最高和最低之 25% 後，計算出各幣別及期限之簡單平均數，於倫敦當地時間上午 11 時透過該公司電子系統發布 LIBOR。LIBOR

一直是全世界超過 3 兆美元金融商品之指標，此利率決定各種型態商品之利率，從房屋抵押貸款、學生貸款，乃至各種型態之衍生性金融商品均包括在內。惟 2012 年 6 月 LIBOR 操縱案爆發後，歐美大型銀行(Citibank、HSBC、JP Morgan Chase、The Royal Bank of Scotland 及 UBS 等)成為弊案主角，各界對此基準利率信心盡失，暴露出全球金融體系潛藏巨大之監管漏洞，改革已勢在必行，英國金融服務管理局(FSA)體認主管當局介入之必要，針對 LIBOR 體制提出改革方案，包含加強管理機構監督功能、要求報價應有實際交易佐證、增加獨立機構進行外部審核及建立懲處機制，杜絕銀行再存僥倖心理，期望重拾大眾對 LIBOR 作為短期利率指標之信心，本議題分為二部分，第一部分係由美國、加拿大、歐盟、英國、新加坡及香港等監理機關說明各國對基準金融指標之監理現況；第二部分則由主要業者討論對基準金融指標的監理建議。

第一部分：由各國監理機關說明各國對於基準金融指標之監理現況

主持人：CFTC 國際處副處長 Mr. Robert Rosenfeld

與談人：歐盟經濟及金融處法務專家 Mr. Sven Gentner

加拿大魁北克省金融廳處長 Ms. Elaine Lanouette

英國金融行為監理總署(FCA)處長 Mr. David Lawton

新加坡金融局(MAS)市場政策及基礎設施部門主管 Mr. Ng

Yao Loong

香港證券暨期貨委員會主管 Mr. Keith Liu

會議紀要：

一、CFTC Mr. Robert Rosenfeld 說明美國對於基準金融指標的管

理架構如下：

- (一)經調查發現，2006至2008年間Barclays銀行交易員與銀行利率指標報送單位(submitter)間電子郵件顯示，有明顯之操縱利率指標LIBOR行為，其後各國主管機關展開調查，包括CFTC，英國FSA，瑞士FINMA及日本FSA等。各國國際組織也開始研議基準金融指標遭受操縱的解決方案。在IOSCO部分，於2012年9月成立一個基準金融指標工作小組(Task Force on Financial Benchmarks)，並由CFTC及英國FSA擔任共同主席，開始研議合理規範基準金融指標，於2013年7月發布基準金融指標原則(Principles for Financial Benchmarks)，該原則也經G20成立之金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)認可採行。
- (二)另外G20也瞭解指標報導機構(Price Reporting Agencies, PRA)之重要性，在2011年要求IOSCO與國際能源相關組織包括International Energy Agency, International Energy Forum, Organization of Petroleum Exporting Countries(OPEC)等合作研究加強國際基準指標的功能及監督。其後於2012年10月發布「基準指標報導機構原則」(PRA Principles)。這二份原則基本上是屬於供基準指標管理機構(administrator)自願參考之管理架構，用以加強基準指標之正確性及可靠性。其主要強調：
1. 治理及控制(Governance and Control):包括基準指標管理職責、利益衝突之處理、控制架構等。
 2. 基準指標品質(Quality of the benchmark):包括基準指標之設計、採用公開市場資料的優先順序、資料報送之品質控制等。

3. 可歸責性(Accountability):包括申訴處理程序、稽核程序及與監理機關之合作等。

(三)IOSCO並不期望可以有一個放諸四海皆準之基準指標管理架構，強調可以依照基準指標本身的規模及風險，就各原則採取適當的管理強度。例如如果某一金融基準指標基本上是源自於受監理市場之強制盤後公開交易資訊，其管理強度就可以適當減少。

(四)另外，IOSCO對於各國主管機關是否對於基準指標採取監理行動，認為各國可視其監理環境、主管機關對於基準指標之責任、投資人使用基準指標之情況、基準指標對經濟及金融穩定的影響、各種有價證券或衍生性商品採用基準指標的規定，而決定對於基準指標之監理政策。

(五)以CFTC而言，其規定著重在確保衍生性工具在引用各項基準指標時之誠實公正(Integrity)，其主要之規範包括：

1. 期貨商品交易法(CEA)中對於期貨交易所及Swap交易平台(Swap Execution Facility, SEF)上市商品之基本原則，其規範「上市的商品契約必須不受操縱」(shall list only contracts that are not susceptible to manipulation)。
2. 在評估一些現金結算契約是否容易被操縱時，其核心原則規定交易所必須考量期貨商品契約所引用現貨市場標的的規模及流動性，如同實物交割時必須考量能夠用來交割商品之供給量，亦即交易基礎原則(“anchored in transactions” Concept)。如果現貨市場之交易量太少或參與者太少，其本身就容易被操縱。
3. 如果由一獨立之第三人計算現金結算價時，交易所必須確認這個獨立第三人所採行之控制程序能夠讓操縱現金結算價之機會或動機降到最少。例如採行發布前之保密封鎖

(lock-downs)、禁止員工參與相關衍生性商品交易、對外公開所引用資訊來源及其所報送之價格資訊等。交易所如果可行的話，也可以與提供基準指標的第三者簽署資訊分享協議，讓交易所或指定交易平台更能夠偵測及避免操縱行為。

4. CFTC對於市場的誠實公正(Integrity)也採行多重措施，包括要求交易所執行監視措施、CFTC自己獨立的監視計畫等，用來偵測金融商品交易的異常或可疑交易、CFTC也可以透過特別指令(Special Call)直接要求交易人提供交易資料、移送執法單位、對衍生性商品交易、交換、實體商品交易之操縱或濫用行為進行調查及起訴等。

二、歐盟經濟及金融處法務專家 Mr. Sven Gentner 簡單說明歐盟發布各項法令(Directive)之立法程序，包括由歐盟執行委員會(The European Commission)提出法律案，提至歐洲理事會(The European Council)及歐洲議會(The European Parliament)通過完成立法。鑑於發生 LIBOR 遭受操縱事件，歐盟執行委員會於 2012 年提出防制操縱基準金融指標立法草案(Regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts)，對外徵詢意見，並於 2013 年 9 月將草案¹送交歐洲理事會(The European Council)。歐洲理事會已發表支持該項立法聲明，並將與歐洲議會(The European Parliament)協商，預計於 2015 年夏季完成立法。

三、Mr. Sven Gentner 提及該草案重點在於規範管理基準金融指標的相關單位必須經過事先的核准並受到持續性的監督；並應加強其治理、防範利益衝突，並增加透明度。對於關鍵基

¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0641&from=EN>

準金融指標(critical benchmarks),例如 Euribor/Libor 等,其影響世界各國的市場參與者、對於市場的 Integrity 甚至金融穩定都有重大影響,必須確保其受到適當的監理。

四、CFTC 主席 Mr. Timothy Massad 詢問歐盟所擬防制操縱基準金融指標草案中要求非歐盟地區國家所編製的基準指標如果要在歐盟地區使用,必須符合多項條件,其中一項條件是該基準指標的管理者(Administrator)所在母國必須經過歐盟執委會認定該第三國對於基準指標的法律架構及監理實務與歐盟相當(adopted an equivalent decision)。以 IOSCO 2013 年 7 月發布的基準金融指標原則(Principles for Financial Benchmarks)而言,其係建議指標管理者自願採行,並沒有強制要求各國監理機關對指標管理者採取直接監理作為,因此歐洲市場相關金融工具在引用美國基準指標管理者所編製的基準指標資訊,例如美國的 S&P500 指數要在歐盟國家使用時,就可能面臨基準指標監理架構相當性(equivalency)的問題,請教 Mr. Sven Gentner 之看法。Mr. Sven Gentner 表示瞭解美國及其他國家都有這方面的疑慮,歐洲議會議員已有提出修正建議,打算改為規範「任何非在歐盟區域產生的基準指標,如果要在歐盟區域使用,該指標的管理者必須事先經過核准」,這可以避免掉由歐盟執委會認定其他國家法律管理架構及實務與歐盟相當的冗長程序,另歐洲理事會亦有提出修正建議²,對於第三地國家之基準指標在原有之由歐盟執委會「認定相當」(Equivalence)機制外,另外增加由歐盟會員國主管機關同意之「承可模式」(Recognition)及「背書支持模式」(Endorsement),惟目前這些提議都還在協商之

² <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=ST%205921%202015%20INIT>, Article 21a&21b

中。所謂「認可模式」(Recognition)及「背書支持模式」(Endorsement)分述如下：³

(一)「認可模式」(Recognition):係指非歐盟國家的基準指標管理者，其所編製指標如果要在歐盟地區使用，可以事先向主要使用該基準指標(例如交易所所在地)的歐盟會員國主管機關申請「認可」(Recognition)。其條件除了要符合歐盟對於基準指標管理的大部分規定外，還要在歐盟地區指定代表人(legal representative)，這個代表人可以是在歐盟地區居住的自然人或是辦公處所註冊在歐盟地區的法人。另外，歐盟會員國主管機關也要跟這個第三地基準指標管理者的母國監理機關簽訂合作協定(Cooperation Arrangement)，以便資訊交換及歐盟會員國主管機關對該基準指標管理者進行監理行為。

(二)「背書支持模式」(Endorsement):在此模式下，係指歐盟地區的基準指標管理者可以為其在第三地國家的聯屬公司(Affiliate)背書支持，向歐盟會員國主管機關申請允許使用該聯屬公司編製之基準指標。在「背書支持模式」下，第三地國家聯屬公司編製之基準指標視同背書支持者編製

³ 依歐盟執委會(European Commission)於2013年9月提出的草案版本，當時對於第三國基準指標擬在歐盟地區使用的處理，係規範必須經由歐盟執委會決定該第三國對基準指標的管理理架構與與歐盟相當(article 20&21)(The Commission has adopted an equivalence decision)，惟遭到美國及其他國家反對。其後歐洲理事會(European Council)於2014年下半年開始提出 endorsement 及 recognition 等建議。2015年2月歐洲理事會提出修正草案版本中修正說明(34),(34a)及(34b)(p14&15)提及為了保護投資人，確保第三地的監理機制與歐盟相當有其必要性；但為避免原先使用的第三地基準指標在本法規實行之後，突然無法適用，特別增加 Endorsement 及 Recognition 二種處理模式。其中 Endorsement 模式只能適用到法規發布後5年之內(Article 21b 1)，5年之後，如果該第三國沒有被認為是 equivalence，則不能繼續用(但法規發布時已使用第三國指標之金融商品或合約除外)(article 21b 6a& Article 39 (5))；另 Recognition 模式(Article 21a)則規範在第三地被認為是 Equivalence 之前，可以申請 Recognition 的方式處理，但須符合在歐盟區指派代表人、主管機關間必須簽署 Cooperation Arrangement 等條件。綜上，目前歐盟規範草案對於第三地基準指標要在歐盟區繼續使用的管道有三：

1. Equivalence：由歐盟執委會決定，為歐盟執委會原先提出之方案；
2. Endorsement：由歐盟區基準指標管理者(administrator)為其位在第三地之集團聯屬企業背書支持，向歐盟會員國主管機關申請，其有5年適用期間限制；
3. Recognition：由第三地 administrator 向歐盟會員國主管機關申請，須在歐盟區指派代表人，主管機關間並須簽署 Cooperation Arrangement。

的指標，背書支持者要負完全責任。FCA處長Mr. David Lawton補充解釋這種「背書支持模式」類似使用信用評等公司集團在不同地區所出具的信用評等資訊。

- 五、本會王副局長復向 Mr. Sven Gentner 確認，在歐洲國家市場上市之金融商品，可能會使用到我國機構編製之股價指數等基準指標，則該基準指標要經過之核准或認可程序為何，向誰申請？Mr. Sven Gentner 表示，應視該商品之上市國而定，如果是在盧森堡上市，就跟盧森堡之主管機關申請核准或認可，如果是德國，就跟德國主管機關申請(the competent authority of the member state)。
- 六、加拿大魁北克省金融廳處長 Ms. Elaine Lanouette 表示加拿大目前並沒有針對基準金融指標立法管理，但是加拿大重要利率指標(Canadian Dollar Offer Rate, CDOR 及 Canadian Overnight Repo Rate, CORRA)之參與申報銀行(submitting banks)共同發布自願性質之行為準則(Code of Conduct)，以規範其申報作業。2014 年 12 月，加拿大銀行公會(Canadian Bankers Association)選定 Thomson Reuters Benchmark Services Limited (TR) 為 CDOR 及 CORRA 之管理機構(administrator)。
- 七、英國金融行為監理總署(FCA)處長 Mr. David Lawton 說明英國 FCA 發布 General Guidance on Benchmark Submission and Administration，對於基準指標的申報者(submitter)及管理者(administrator)進行規範，其中對於基準指標的管理者(administrator)要求要建立基準指標的治理架構、辨認可能的利益衝突、監控可能的操縱行為、並要求如果有發現意圖操縱指標的勾結行為時，必須立即通知 FCA；對於基準指標的申報者(submitter)而言，則要求包括建立及維持組織治理架

構，對於所申報的指標資料必須擬定申報方法、辨認及管理可能之利益衝突、通知 FCA 可疑之操縱行為、對於是否符合 FCA 規定，定期請會計師出具報告等，目前該原則僅針對 LIBOR 資料之申報及管理者予以規範，近期打算增加將 7 個基準指標納入規範，包括：

- (一) Sterling Overnight Index Average (SONIA)
- (二) Repurchase Overnight Index Average (RONIA)
- (三) ISDAFIX (soon to be renamed the ICE Swap Rate)
- (四) WM/Reuters (WMR) London 4pm Closing Spot Rate
- (五) London Gold Fixing (soon to be replaced by the LBMA Gold Price)
- (六) LBMA Silver Price
- (七) ICE Brent Index

八、英國金融行為監理總署認為英國參與基準指標形成的相關組織已逐漸專業化(in the process of professionalization)。芝加哥聯邦銀行官員 Mr. John McPartland 詢問英國對於基準指標資料申報者之加強監理，會不會使申報者(submitter)退出，不願自願申報？Mr. David Lawton 表示 FCA 有權力強制要求 submitter 報送資料。

九、新加坡金融局(MAS)市場政策及基礎設施部門主管 Mr. Ng Yao Loong 說明新加坡 MAS 亦已發布金融指標之監理架構草案，對外徵詢意見。其中規範如果違法操縱金融指標，將同時負有民事及刑事責任。

十、香港證券暨期貨委員會主管 Mr. Keith Liu 說明香港於 2013 年 5 月發布有關指標監理之法定原則(Statutory Guideline)，包括香港金融管理局發布之「基準報價機構操守準則」(Code of Conduct for Benchmark Submitters)及香港財資公會

(Treasury Markets Association)之香港銀行同業拆息報價銀行的操守準則(Code of Conduct for Reference Banks for HKAB' s Interest Settlement Rate)，主要是針對香港銀行間拆款利率(HIBOR)之形成予以規範，目前還沒有包括其他衍生性商品之指標。

第二部分：由主要業者討論對基準金融指標之監理建議

主持人：Latham & Watkins 律師事務所法律專家 Mr. Peter Malyshev

與談人：McGraw Hill Financial副法務長 Mr. Pierre Davis

ICE策略長 Mr.David Goone

OPIS石油能源資訊處長 Mr. Robert Gough

Markit金融資訊公司執行長 Mr. Armins Ruis

CME產品研發資深處長Ms. Julie Winkler

會議紀要：

- 一、 McGraw Hill Financial 副法務長 Mr. Pierre Davis 說明 McGraw Hill Financial 為一基準指數之管理者 (Administrator)，其所負責編製之指數包括道瓊工業指數、S&P 500 等全球投資人普遍使用之指數。芝加哥聯邦銀行 Mr. John McPartland 詢問 Mr. Pierre Davis 當 McGraw Hill Financial 針對某基準指數打算改變其成分股時，例如 McGraw Hill Financial 打算將道瓊工業指數中之 AT& T 成分股改為 APPLE 電腦公司時，其採行之程序為何？Mr. Pierre Davis 回復該公司對於所有指數之維護均有可信賴及透明之治理架構，對於各種指數也都會對外公開其定義及計算方法文件，對於任何指數成分的調整都會在指數委員會

(Index Committee) 監督下進行，並確定其資訊之保密。

- 二、 與會人員詢及各項基準指標之資料報送來源，McGraw Hill Financial 表示如果是於權益證券之基準指標，通常是採用相關證券之實際交易價格；如果是固定收益證券之基準指標，則大部分是採用評估價格(evaluated prices)，由第三人採自願報送方式提供資訊。資料如果是實際成交資料為第一級資料，如果是買賣報價，則是第二級別資料，如果是採用其他市場資訊或是使用專業判斷，則為第三級資料。如果有第一級別資料，就會優先採用第一級資料，如果要用第二級別或是要用到專業判斷時，就會先確認資料來源的客觀性。
- 三、 與會人員討論重要的基準指標的管理機制包括基準指標的過渡轉換(transition)，當基準指標的形成有困難時，如何以其他方式替代，以確保使用者及相關交易能夠持續進行，惟以目前 LIBOR 而言，仍無法有替代之基準指標。另外審慎處理指標使用者之申訴及回饋意見，以增進指標的透明度，也都是重要的管理機制。
- 四、 與會者討論有效之基準指標之管理機制維持系統的誠實公正(system integrity)，IOSCO 所發布之原則性規定是否足夠？OPIS 石油能源資訊處長 Mr. Robert Gough 說明以 OPIS 為例，其定期委託外部審計人員對治理架構進行評估，OPIS 必須聲明(assertions)各項管理控制機制，也要向外部審計人員說明針對各項目標準所執行之管理程序等，例如如何確認資料報送的公平性、如何處理利益衝突等，其可以協助管理者確實採行有效的治理架構並有效執行。CME Ms. Julie Winkler 及 ICE Mr. David Goone 則分別表示其在推出任何一項商品合約時，即必須相關文件說明各項基準指標之使用及管理設計，各個環節必須持續執行管理程序。IOSCO

的原則性規範(principle base)與歐盟擬採行的詳細規則 (prescriptive)不同,但指標管理者相當重視其聲譽風險, IOSCO 公布監理架構原則, 指標管理者即會遵循。

議題三：對集中交易對手之財務及流動性支援(Providing Financial and Liquidity Resources for Central Counter Parties (CCPs))

主持人：Mr. Ronald Filler 紐約法律學院 (New York Law School) 教授

與談人：Citadel 公司 Mr. Stephen Berger

瑞士信貸證券執行董事 Ms. Maria Chiodi

CME 全球營運及技術總裁 Mr. Kim Taylor

LCH Clearnet CEO Mr. David Weisbrod

壹、背景說明：

在2008年全球金融危機之後，國際金融組織為預防系統性風險及建構一個能確保投資人交易及交割安全之金融體系，要求店頭衍生性商品納入集中結算機構的集中結算，CPSS-IOSCO於2012年公布「金融市場基礎設施準則(The Principles for financial market infrastructures, PFMI)」，目的在作為今後各國中央銀行、市場管理者及相關主管機關在設計與評估該國重要金融基礎設施的主要依據。PFMI已列為IMF-WB金融部門評鑑計畫(FSAP)執行之項目，也成為G20-FSB全球金融穩定治理的重要標準，在G20以身作則(lead by example)及同儕審查(peer review)帶動下，其他各國將被要求在未來6-7年內達到完全遵循PFMI之程度。日前IOSCO公布其對日本、美國與歐盟之查核報告，認為三經濟體於集中結算機構及資料存託制度(trade repositories)之實施與安排方面，已獲致長足進展，且主要原則及相關作法皆已納入其

監管準則中。

在PFMI中，CPSS-IOSCO關注的是金融市場基礎設施，而非交易平台或後台作業系統。金融市場基礎設施在組織型態、功能及設計上因性質不同而存有極大差異，其可能由中央銀行或民間部門擁有及營運。根據組織型態之不同，而受不同法規架構所規範。由於交易資訊揭露在衍生性商品市場中極為重要，因此PFMI增列交易資料保管機構(TD)類型。並將金融市場基礎設施分為以下五大類型：

- 一、支付系統(PSs)：係指參加者間用以移轉資金的一套工具、作業程序及規約；該系統參加者及營運者依據兩者間事先協議之作業程序及共同的作業平台執行資金移轉。支付系統一般可區分為大額及零售支付系統。
- 二、證券清算系統(SSSs)：為使證券得以帳簿登錄劃撥方式進行交易移轉、結算及清算之多邊協定架構與設施。
- 三、CCPs：係指在證券交割過程中，居中介於原始交易對手兩造間，成為所有賣方的買方，及所有買方的賣方，以確保交易契約履行之實體。CCP 可藉由要求參加者提列擔保品以覆蓋潛在的曝險，或設立違約基金以共同分攤某些風險，不僅可降低個別參加者面臨的風險，也可有效控制該市場的系統性風險。
- 四、證券集中保管機構(CSD)：提供證券過戶、集中保管、資產管理等服務，並在確保證券發行完整性(亦即杜絕證券偽造、毀損或竄改)方面，扮演重要的角色。CSD可採實體型式(但不移動化)或無實體型式(帳簿登錄)持有證券。一般而言，CSD專責證券帳戶保管服務，但在某些國家中，其CSD也兼營清算服務。實際上，CSD的營業活動會因司法管轄區與市場實務不同而有所差異。
- 五、交易資料保管機構(TR)：專責集中管理交易資料之電子化紀錄，以便對相關主管機關及社會大眾提供交易資訊，並協助偵測、預防市場資訊濫用行為(market abuse)，以促進金融穩定。近年該機

構之重要性逐漸受到重視，由於其所保管的資料可能提供眾多利害關係人使用，因此該等資料的持續可用性、可靠性及正確性甚為重要。

本座談會即係探討集中交易對手(CCPs)本身之風險，避免一家發生風險而影響金融體系，邀請Citadel公司、瑞士信貸證券、CME 及 LCH Clearnet 之高層主管對衍生性商品採集中交易對手結算之財務及流動性支援進行座談。

貳、會議紀要：

- 一、 與會人員表示，自美國金融風暴發生之後的金融改革，其中一個重點是強制許多衍生性商品交易必須由集中交易對手(CCPs)進行結算，由 CCP 分別擔任原始交易買賣方的交易對手。這雖然可以降低交易對手風險，並控制在某一交易人違約時，其風險不會擴散出去，但是如果發生整體市場的重大變動，集中交易對手本身也可能發生流動性問題。2012 年美國金融穩定監督委員會(FSOC)依照 Dodd Frank 法指定數家 CCP 為系統性重要之金融市場設施(Systemically Important Financial Market Utility)，對於 CCP 之監理方式著重限制 CCP 處置客戶保證金的方式、並規範應自行保持流動性並擬定復原計畫等，但一直不願意公開說明同意讓 CCP 使用聯準會的貼現窗口。因此在發生系統性事件時，CCP 本身的風險成為各界關心之議題。
- 二、 在討論有效的 CCP 設計時，與談人表示 CCP 本身的功能不應是將風險帶至金融系統中，而是要管理風險。因此整個集中結算制度設計中，很重要的二件事是 CCP 本身承擔風險的設計 (Skin in the Game)，及最終損失的分配 (Loss Allocation at the end of the waterfall)。CCP 承擔風險是係指 CCP 本身可能必須像銀行一樣保持一定的資本比率，共同承擔風險，最終損失的分配則是指當原始保證金、變動保證金、交割結算基金、CCP

其他財務資源等皆不足以支應損失時，如何讓所有參與人共同承擔損失，以維持系統運作。

- 三、 LCH Clearnet CEO Mr. David Weisbrod 建議必須注意盤中 (intraday) 曝險。另外其也建議應該允許 CCP 將資金存放至中央銀行，因為各主要銀行通常也是 CCP 之交割結算會員，如果 CCP 又將客戶資金存放至各該銀行中，當這些銀行本身發生流動性風險時，還是會影響到 CCP，這是 CCP 一直無法避免的風險，如果能允許 CCP 將資金存放至中央銀行，可以消除此一風險。

第四章 「第 40 屆美國期貨業協會年會」內容重點

FIA 為使其會員吸收及分享業界新知、觀點，進而增進期貨界之健全發展，於每年春季舉辦年會，各國期貨業界均踴躍參與探討業界發展議題與最新動態。

本次年會除邀請美國 CFTC 主席 Timothy G. Massad 就目前 CFTC 刻正推動新的衍生性商品相關改革方案發表專題演講外，並就全球衍生性商品相關的熱門議題，包括衍生性商品之集中交易對手風險(CCP Risk)、2015 年之結算(Clearing 2015)、法規議題等，邀請各國主管機關、交易所與業界專家代表擔任與談人進行探討，另並邀請 SGX、CME、HKEx、Eurex、ICE 等交易所領導人座談(Global Exchange Leaders)。本次年會重點如下：

第一節 美國 CFTC 主席 Timothy G. Massad 專題演講

CFTC 主席 Timothy G. Massad 於 3 月 11 日應邀於美國期貨業協會(FIA)年會發表演講，內容包括 CFTC 已完成及將完成之法規規範，持續關注電子化交易、網路安全等議題，並加強對結算機構的監理措施，確保結算機構的強度和穩定性等事項。相關重點摘錄如下：

- 一、 Mr. Timothy Massad 說明其於 2014 年上任後，CFTC 已經完成大部分對 SWAP 加強監管之新法規架構，近期施政重點將放在執行各項新的法規，也將對各項法規進一步調整，讓企業能夠更有效地使用 SWAP 市場設施進行避險。
- 二、 另外，CFTC 也將繼續完成 Dodd Frank 法要求 CFTC 訂定之其他規範，包括對未集中結算 Swap 的保證金規定，CFTC 正在與銀行的監管單位協商訂定其規範，並且會豁免商業最終使用者

(commercial end-user)適用該保證金規定。CFTC 也會繼續致力與國際監管單位的調和及更有效地蒐集及運用市場資訊等。CFTC 也針對日漸增加的自動化交易、網路安全議題持續關注；對於操縱市場基準指標、詐騙行為進行徹底執法。

- 三、 Mr. Timothy Massad 特別針對集中結算機構之規範，說明在 2007 年時，大概只有 15% 之 swap 交易有進行集中結算，至今已有 75% 之 Swap 交易採用集中結算。但是當集中結算機構在全球金融體系變得更重要時，它的風險也更要注意。CFTC 原本就有針對結算機構的規範，其後更依據 Dodd-Frank 法增修各項原則以降低結算機構風險及增加透明度，在 2013 年對系統性重要的結算機構加強規範，其已與 CPMI 與 IOSCO 於 2012 年發布之 Principles for Financial Market Infrastructure (PFMIs)一致，CFTC 並加強對結算機構的監理措施，包括每日風險監控、保證金模式分析、壓力測試、回溯測試、並進行深入的法律遵循檢查等。除了對結算機構本身的監理之外，CFTC 也注意結算機構之結算會員、甚至交易人本身的風險，包括每日進行壓力測試，確認可能對結算會員造成風險的交易人，及結算會員是否對結算機構造成風險。CFTC 也主動公開相關資訊，交易人可以從網站上看到個別期貨商的資本要求、其所維持的資本及為客戶分離持有的資產。除了這些個別結算機構的監理外，CFTC 也整體去看結算機構的風險，要求結算機構要依據其營業特性、商品組合，決定最小的變現期間 (liquidation period)；結算機構必須要求結算會員對其客戶收取 100% 以上結算機構所要求的原始保證金；對於系統性重要的結算機構要求必須維持足夠的財務資源，必須足以應付二個主要結算會員違約情況 (Cover 2)，另外也必須維持有足夠的資本可以支應營運成本一年以上。

- 四、 CFTC 也正在審核結算機構所提的復原計畫(Recovery Plan)，必須確保這些計畫是可行的，一方面要讓結算機構恢復營運的機會最大化，另一方面也要降低將風險傳染至金融體系其他部分的機會。
- 五、 在設計 CCP 的加強監理機制時，要考慮到許多問題，包括如何使其資本要求之設計能夠讓結算機構與其會員的利益一致，讓他們自己有動機妥適管理其風險。還有在結算機構面臨違約事件時，在復原計畫中要考量那些人的利益、如果結算機構所有的財務資源都不夠時該怎麼辦、由誰來作決定、如何確保有時間作成決定等。
- 六、 Mr. Timothy Massad 表示集中結算機構是整個金融市場健康活躍的關鍵。CFTC 將會致力與國際合作，共同關注結算機構的風險、抵抗力、復原能力及清理能力(Risk, Resiliency, Recovery and Resolution)。

第二節 專訪新加坡政府投資公司(GIC)全球投資長黃國松

專訪人：Walt Lukken, President & Chief Executive Officer, FIA

受訪人：Ng Kok Song, Advisor & Chair of Global Investments, GIC
Private Limited

一、請談談 30 年前成立新加坡國際金融交易所(SIMEX)的契機

1981 年正值黃金價格高點，全球市場上有許多炒短線的投機客，而當時新加坡政府推出多項法令，禁止投機客在實體黃金店鋪買賣交易，因此激發了我們想成立一個黃金的交易平臺以滿足市場上交易黃金的需求，而最後我們更將此平臺定位為含蓋衍生性商品之交易，也就是 SIMEX 當初成立的契機。而成立之初，SIMEX 和 CME 間的合作案 CME-SIMEX Link 是真正促使 SIMEX 能成功發展的關鍵；因為新加坡金融市場規模還是太小，我們必須著眼於全球的衍生性商品市場，而同時 CME 也希望能藉此機會打進亞洲金融市場。金融期貨之父 Leo Melamed 曾說 CME-SIMEX Link 成功地使新加坡成為亞洲重要的期貨市場，也擴展了歐美市場的期貨商品。

二、對於滬港通有什麼看法？

兩個金融市場要相互連結合作除了許多技術問題需要克服外，人的因素也非常重要，就像當初 CME 在選擇亞洲的合作夥伴時，日本、香港及新加坡同時都被列入考量，但因為新加坡政府和業界間的緊密結合及打造期貨市場的企圖心，最後才能贏得 CME 的青睞。此外，現在是亞洲的衍生性商品市場發展之關鍵時刻，因為 30 年前中國金融市場尚未開放，而現今中國的經濟地位在全球舉足輕重，中國的崛起也造成全球資產管理及風險管理上的改變，因為它的規模相當龐大，經濟的基本面因素也較為

不同，而這也使得納入中國的風險性資產能增加投資組合風險分散的效果。

三、滬港通之後，要如何定位新加坡扮演的角色？

許多媒體總喜歡把新加坡和香港拿來比較或視為互相競爭的對手，但競爭是好事；如同這 40 年來，任何香港帶給新加坡或新加坡帶給香港的競爭，都促進兩地正向的發展。而新加坡和香港也可以把握現在這個機會扮演協助中國和全球金融市場相互連結的關鍵角色。而滬港通之後，對新加坡也會帶來好處，因為滬港通讓全球更多的投資人可以投資中國市場，而 SGX 目前掛牌的中國 A50 指數期貨是一個好的避險工具，我相信該商品的交易量會大幅提昇。

四、印度也是一個很有潛力的市場，新加坡如何利用較佳的地緣優勢？

新加坡位處中國和印度的中間，擁有絕佳的地緣優勢，而中國和印度分別扮演新加坡的一雙翅膀，能幫助新加坡的經濟展翅高飛。因為擁有此項優勢，新加坡有非常多的機會和潛力發展金融市場，這也是為何我遲遲不願離開金融市場的原因之一。

五、現在全市場焦點都放在中國大陸和香港，日本的前景為何？有辦法再取回亞洲金融中心的地位嗎？

日本經濟在亞洲確實扮演非常重要的角色，在 1970 至 1980 年代，日圓對美元升值及日本製造業的成功發展，帶動東亞國家，如南韓、台灣、香港及新加坡的經濟起飛，沒有那時的日本恐怕就沒有後來所謂的亞洲四小龍。而日本人擁有極高財富，這意味著在日本有非常多資產需要投資及管理，因此低估日本在亞洲的經濟影響是嚴重的錯誤。此外，我想強調除了中國、印度及日本之外，印尼也是不能忽略的國家，新加坡也將利用地緣優勢，積極把握印尼市場的發展機會，加速其資本市場發展。

六、2008 年金融海嘯後，金融機構所扮演的責任為何？

金融海嘯後，歐美紛紛訂定新的市場規範，希望可以重拾市場信心。我們必須承認，金融從業人員所得到的薪資待遇相較其他產業都來的好，但我們做了什麼？貪婪、權力及冒險，市場對於華爾街已經失去信心，也難怪會有許多抗議的聲浪。因此我們必將渡過一段痛苦的期間，以重新取回市場對我們的信任，因為現在很多新的法規都間接對資本市場的交易量造成負面影響。但為了重新取得市場的信任，採行這些規範以及高道德標準是必要的，而且市場的領導者或大型金融機構也必須率先做出榜樣。

七、是什麼動力驅使你在金融業不斷前進？

成長，不斷追求成長是一輩子的課題，我不會刻意追求忙碌，我只在意做的事情有沒有意義。過去我剛好有機會參與新加坡金融市場的發展，未來我希望能隨時保持身心的健康，並繼續貢獻自己的專業。

第三節 美國眾議員 Michael Conaway 專題演講

自 Dodd-Frank 法案施行以來，CFTC 已完成大部分法規制定，並面臨了施行的階段。在法令制定的過程中，國會與 CFTC 難免會產生錯誤，因此現階段的要務，是檢視相關法規是否符合市場需求與 Dodd-Frank 之要求，並進行修正。

目前國會希望 CFTC 之運作符合 3 項原則：衍生性商品市場應滿足避險者之需求、監理負擔 (regulatory burden) 之最小化與合理化；監理機構應提供市場更多之法令確定性，說明如下：

一、 衍生性商品市場應隨避險者之需求而逐步成長

CFTC 於制定法令時，應以市場最終使用者，如農夫、畜牧業者等之需求為主要考量，同時避免法規過於複雜，應採原則性立法，避免制定太細節的法規，造成市場難以遵循，增加成本，而影響最終使用者之參與意願。

二、 監理負擔之最小化與合理化

為確保監理負擔之最小化與合理化，CFTC 應注重制定法律前所作的成本效益分析。透過成本效益分析，CFTC 可了解新法規對整體市場造成之法令遵循成本、預計可達成的效益，以及是否有更具效益的替代方案等。雖進行成本效益分析評估之成本很高，但可以降低法令對市場帶來非預期性影響之機率，因此仍為立法過程中非常重要的一環。此外，因預算問題 CFTC 所能分配到的資源有限，成本效益分析可以幫助 CFTC 進行更有效的資源配置。

三、 監理機構應提供市場更多之法令確定性

金融市場中有各式風險，如價格風險、信用風險等，但目前法令之不確定性也成為了市場參與者需承受的風險，CFTC 在制定法令後，有許多如 No-Action letter 或其他由 CFTC 職員發布

的法令解釋工具，造成市場參與者法令遵循成本之上升，以及需承擔法令不確定性的風險。最終使用者並非造成金融海嘯的元兇，因此 CFTC 必須保障其使用交換交易(swap)或各式期貨進行避險之權利，並降低法令不確定性。

CFTC 自成立開始，其權責每五年需要被重新授權(reauthorization)一次，授權法案是由國會通過立法後，交由總統簽署後公布，重新授權 CFTC 的法案會在五年後到期，屆時就需要重新授權，CFTC 上次獲得重新授權是在 2008 年，由當時的”The Food, Conservation, and Energy Act”對 CFTC 進行為期 5 年的授權，該授權於 2013 年 9 月 30 日到期。新的授權法案為”Customer Protection and End-User Relief Act”，惟因經歷美國財政懸崖以及新法案將修正部分 Dodd-Frank 法案所造成之爭議，使新法案一直還在國會立法階段，尚未通過。新法案除授權 CFTC 外，亦將增加 CFTC 之營運效率，並增進 CFTC 對消費者之保護，以避免如 MF Global 或 Peregrine 的事件再次發生。

未來 CFTC 尚需完成部位限制、跨境交易規範以及資訊申報之立法或修法程序。Michael Conaway 特別表示，資訊申報對整體金融市場之監理非常重要，因整體市場資訊之蒐集，能幫助 CFTC 更了解市場交易狀況，並依現況制定最適宜的規範。因此資訊申報雖會造成市場參與者成本之上升，但整體而言仍是利大於弊。

第四節 專題座談會

壹、交易所領導人座談(Global Exchange Leaders)

主持人：Betty Liu, Anchor & Editor-at-Large, Bloomberg Television

與談人：Magnus Bocker, Chief Executive Officer, Singapore Exchange

Phupinder Gill, Chief Executive Officer, CME Group

Charles Li, Chief Executive, Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

Andreas Preuss, Chief Executive Officer, Eurex

Jeffrey Sprecher, Chairman & Chief Executive Officer, Intercontinental Exchange (洲際交易所)



圖片說明：交易所領導人座談現場一隅，左起分別為 Charles Li (CEO of HKEx)、Andreas Preuss (CEO of Eurex)及 Jeffrey Sprecher (CEO of ICE)

本議題係邀請各交易所執行長進行座談，各與談人針對法規遵循、未來國際市場趨勢、交易所間的整併及網路安全等主題提出獨到的見解。

會議紀要：

一、關於市場之脆弱性(Fragility)

SGX 執行長 Magnus Bocker 認為整體而言，因金融風暴引起市場的脆弱性，業界處理地很好。

CME 執行長 Phupinder Gill 則認為市場之脆弱性在 2008 年被重新定義，然此議題並非 CME 目前最關切者；法規環境之不確定性(uncertainty of regulatory environment)方為 CME 認為真正應關切者。

二、關於法規遵循(Regulations)

ICE 執行長 Jeffrey Sprecher 認為衍生性商品法規並未像其他金融業(如 Basel)般完善，而 IOSCO 相關之法規架構經常為業界所依賴。

HKEx 執行長 Charles Li 表示無論是美國或歐洲法規倘需香港遵循，香港均將依循。而關於滬港通，Charles Li 表示該計畫非僅對兩個市場之投資人搭橋，亦是對兩市場之法規進行連結(connect)；此模式乃雙方監管者僅監管檢視自身市場之流量(traffics)。

Eurex 執行長 Andreas Preuss 認為對監管者而言，市場需要一個統一之法規(a harmonized set of rules)。

SGX 執行長 Magnus Bocker 認為將美國及 EU 之法規直接套用於亞洲市場將可能製造更大風險。

三、關於市場發展

為回應來自其客戶之避險需求，ICE 執行長 Jeffrey Sprecher 表示 ICE 將於新加坡設立交易所及結算機構(交易中國棉花與糖)。

SGX 執行長 Magnus Bocker 認為滬港通模式為未來交易所間之連線合作創造很好的先例。

四、關於未來國際市場趨勢

Eurex 執行長 Andreas Preuss 認為美國仍不會缺席，而未來五年內，上海、印度或亦將引領潮流。

CME 執行長 Phupinder Gill 其集團將有更多來自亞洲市場之收益。

五、有關交易所間之整併(consolidation)

SGX 執行長 Magnus Bocker 認為”連線模式”(connect program) 將成為交易所 M&A 的另一選項(alternative)。

Eurex 執行長 Andreas Preuss 則不認為整併會經常出現。

HKEx 執行長 Charles Li 認為中國六家交易所未來可能基於政策而非市場導向，進行彼此之整併。

六、有關網路安全(cyber security)

HKEx 執行長 Charles Li 認為網路入侵事件將無法避免，重點在如何對其進行管理。

ICE 執行長 Jeffrey Sprecher 認為未來將減少其對市場參與者開放之連線，而將致力於監管流量(policing traffics)。

七、作為交易所領導人最憂慮的議題

SGX 執行長 Magnus Bocker 表示是確保每日市場正常營運。

CME 執行長 Phupinder Gill 表示是法規及網路安全。

Eurex 執行長 Andreas Preuss 則認為是如何持續創新。

ICE 執行長 Jeffrey Sprecher 認為是如何保持 ICE 創立時之創業精神(entrepreneurship)及招募合適人才並置其於恰當位置。

貳、法規議題(The Regulatory Agenda)

主持人：Jackie Mesa, Executive Director, FIA Global

與談人：Sven Gentner, Counselor for Economic & Financial Affairs,
Delegation of the European Union to the United States

David Lawton, Director of Markets Policy & International,
Financial Conduct Authority

Kay Swinburne, Member, European Parliament

Mark Wetjen, Commissioner, Commodity Futures Trading
Commission

本座談會主要討論美國 (CFTC) 與歐盟執委會 (European Commission, EC) 重大金融改革法規之執行，及未來幾個月可能預見之相關規範。

會議紀要：

CFTC 認為過去數月 EC 內之歐盟 (European Union, EU) 在法規方面取得相當大的進展 (雖然並非總是很明顯)，CFTC 希望 EU 在改革方面最終仍能保持同等之連續性 (consistency and equivalency)。EU 在改革法規方面並未以一對一比較 (line by line comparison) 的方式進行，而是以宏觀架構的角度來處理法規的改革。

會中論及先前 SIFMA AMG¹ 針對 ESMA² 於數項議題回覆不同意見之例，並以之說明美國與歐洲兩方面尚有多處歧異需予以整合。舉例而言，美國方面對 ESMA 於 2014 年 12 月所提之技術諮詢文件 (Technical Advice, TA) 中，准許投資經理公司 (investment manager) 以其客戶之資源 (resources) 來資助其研究 (research) 一事，雖認同其作法，但認為從商業角度 (business perspective) 而言，實務上為不可行。TA 文件要求，投資經理公司於從事上述行為前，須先取得客戶之書面同意以調整其研究預算，且此 TA 文件恐亦無法有效地禁止同時收集先前已各自確定之研究經費和執行付款。

關於前述議題，會中從四個面向來討論。首先，美國交易手續費

¹ Asset Management Group (AMG) of the Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

² European Securities and Markets Authority (ESMA)

(dealing commissions)處理過程的特點是透明度和健全的委託義務(fiduciary duty)，以客戶的最佳利益為出發點；於相關過程中，法規要求資訊揭露，並提供投資者進一步提出問題之選擇。其次，美方並無調整交易手續費之需求；儘管客觀上要求金融服務業的額外監管乃屬慣例，然目前市場並無跡象顯示有任何改變美國的交易手續費系統的監管結構之需求。第三，欲調整美國交易手續費系統的唯一方式乃是經由國會之程序；任何有關交易手續費系統之重大改變，均需國會透過立法(legislation)程序方得以完成，而無法由其他法規機構(regulatory agency)以快速方式進行。最後也是最重要的，若 EU 欲採其 TA 文件中所提方式改變交易手續費，將使 EU 之金融市場及投資人、客戶處於不利地位，因其除恐將危害 EU 內研究之品質外，亦可能有害於中、小型研究公司及投資人，並迫使 EU 金融服務業向外發展。

與會人士認為，作為全球最主要的兩個衍生性商品交易市場之監管者，CFTC 及 EC 雖然仍在許多法規之面向上仍無法達成共識，但雙方均期望能盡快尋得解決方式以消弭歧見，使雙方市場共榮，方對投資人有益。

參、2015年之結算(Clearing 2015)

主持人：Christopher Perkins, Global Head of Derivatives Clearing,
Citigroup Global Markets

與談人：Thomas Book, Chief Executive Officer, Eurex Clearing

Sunil Cutinho, President, CME Clearing, CME Group

Michael Davie, Chief Operating Officer, LCH.Clearnet Group

John Fennell, Executive Vice President, Financial Risk
Management, OCC

Thomas Hammond, President & Chief Operating Officer, ICE
Clear U.S.

Murray Pozmanter, Managing Director & Head of Clearing
Agency Services, DTCC

在美國 Dodd-Frank 法案施行後，許多標準化的店頭市場交易，被要求要透過結算所(CCP)進行集中結算，以降低金融市場之整體信用風險，結算所也開始扮演更重要的角色，但同時，也造成結算所成為大到不能倒的機構。

為了避免結算會員之違約連帶造成結算所倒閉之風險，本場座談邀請到了美國、歐盟以及英國等結算機構或結算部門之高階主管擔任與談人，討論 2015 年結算制度的相關議題，包括 Basel III 對結算會員的影響、結算所對違約準備金的貢獻、因應結算會員成本增加所採取的對策等議題。

會議紀要：

一、Basel III 對結算會員的影響

Basel III 提高了結算會員之擔保品成本，以及資產負債表之成本，並大幅增加銀行之資產負債作為因應，結算所業推出能壓縮結算會員部位、增加資產使用效率的新商品，以降低結算會員之成本壓力。

Eurex Clearing 之 CEO Thomas Book 表示，Basel III 對結算所與結算會員之商業模式造成了不可逆的改變，未來市場參與者直接連結結算所(Direct access)的模式也將被迫改變。CCP 可透過

新商品與新服務降低 Basel III 的影響，但相關法規與結算所規則方面，仍需更多努力，以吸引市場參與者透過結算所進行結算。

另有部分與談人表示，Basel III 迫使市場參與者離開市場，也降低了銀行之結算能力，但目前政府未有修改的跡象。目前結算所僅能提供增加資本使用效率的工具，以吸引更多參與者使用結算服務。

二、結算所對違約準備金之貢獻(Skin in the game)

首先主持人將 Skin in the game 定義為結算所貢獻至違約準備金(waterfall)之金額，主持人表示，避險基金之經理人會將自有資產投入他們操盤的基金，以此作為例子詢問與會各結算所是否也應貢獻部分金額至違約防火牆中。

部分與談人對此表達不同看法，認為兩者之性質不同，避險基金經理人投入的資金，會隨著整體基金的績效增加或減少，但結算所投入違約準備金的資金，卻將成為結算會員違約的第一道防線。

Eurex Clearing 之 CEO Thomas Book 表示，從歐洲的角度來說，Skin in the game 之規則早已開始施行，歐盟目前規範結算所應提撥資本之 25% 作為違約基金。

CME Clearing 則表示，CME 為美國第一間提撥自有資金至違約準備金之結算所，目前在各違約基金中，CME 最少提撥所有結算會員應繳交違約保證金之平均值。但 CME 仍認為從保證金的角度來說，其亦為違約準備金之一部份，結算會員因持有自營或客戶的部位，理所當然應繳納保證金作為履約保證，但結算所並未持有部位，若強制繳納一定資金至違約防火牆中，恐將產生道德危機，降低結算會員施行嚴格風險管理之意願。

違約準備金之貢獻高低不應成為結算所間之競爭要素，而應基於風險控管、降低結算會員違約時對市場之影響力作為收取標準。雖各與談人對是否強制結算所提撥部分資金，作為違約準備金之一部分仍有不同意見，但也同時表示願意與主管機關以及各結算所共同研議相關細節。

三、新商品

目前因應結算會員成本之上升，結算所已推出多項新商品，如附買回交易、借券、交換交易選擇權等商品，主要目的在壓縮結算會員之部位、利用風險互抵降低結算保證金，以有效降低結算會員成本。此外，部分結算所亦表示因應產品之多元化，並考量各結算會員之資金使用效率，正研議修改保證金之計收方式。

目前亦有多家結算所打算推出整戶保證金計算(portfolio margining)，並將波動率指數衍生性商品納入，使結算會員可有效與其所持有的股價指數商品進行風險互抵。

四、法規不一致之問題

與會結算所大部分表示歐美的法規不一致並不是太大問題，因各結算所目前係遵循歐、美之法規中較嚴格的標準，因此不會受到法令不一致之影響。但仍希望主管機關能提供較具一致性的法規，以降低法令遵循成本。

肆、集中交易對手風險(CCP Risk)

主持人：Patrick Parkinson, Managing Director, Promontory Financial Group

與談人：Sharon Bowen, Commissioner, Commodity Futures Trading

Commission

Sunil Cutinho, President, CME Clearing, CME Group

Kevin McPartland, Principal, Market Structure & Technology
advisory, Greenwich Associates

Marnie Rosenberg, Executive Director, Global Head of
Clearinghouse Risk, J.P. Morgan

David Weisbrod, Chief Executive Officer, LCH.Clearnet

本場座談邀請 CFTC、CME、J.P. Morgan 及 LCH.Clearnet 之高階主管討論集中交易對手風險(CCP Risk)，在美國 Dodd-Frank 法案施行後，許多標準化的店頭市場交易，被要求要透過結算所(CCP)進行集中結算，以降低金融市場之整體信用風險，結算所也開始扮演更重要的角色，但同時，也造成結算所成為大到不能倒的機構。

為了避免結算會員之違約連帶造成結算所倒閉之風險，現行法令要求結算所需維持一定的違約準備金(default waterfall)規模，準備金之動用順序為：優先使用該違約結算會員之原始及變動保證金彌補其違約金額，接著為該結算會員繳納之違約基金、結算所對違約基金之貢獻(skin in the game)，最後則為其他結算會員繳納之違約基金等。目前市場上仍對違約準備金之規模、結算所應貢獻違約準備金之比重等議題有許多討論，在本場論壇中亦成為討論的重點。

會議紀要：

一、目前 CCP 之違約基金規模

美國目前規定結算所(CCP)之總違約準備金金額，係要求在極端且預期可能發生之情況下進行壓力測試(如雷曼兄弟事件、1997 年亞洲金融風暴等)，該金額需超過該結算所最大的 2 個結

算會員之總損失金額(指損失超過保證金的部分)，惟市場參與者仍對相關細節有許多不同意見。

CFTC 委員 Sharon Bowen 表示，現行對結算所違約準備金的規範洽當，且應可涵蓋大部分的極端情況。

但結算所認為，結算所為一中立機構，不持有部位承擔風險，主要職能在於降低市場信用風險。目前結算所已有許多風險控管機制，結算所並被要求要符合各項最嚴格的壓力測試條件。以過去發生的危機來說，結算所成功的克服挑戰，持續於危機時擔任重要的中介角色，因此認為主管機關不應對結算所設立過於嚴格的標準。

但結算所對此提出了不同的意見，表示雷曼兄弟事件時，結算所也沒有發生問題，結算所本來就有適當的風險控管措施，不需額外進行規範。應將各結算會員違約之相關性納入考量，不應以絕對金額規定。

二、結算所之壓力測試

與會者提出許多對現行標準性壓力測試之建議，認為各結算機構來自不同國家、結算不同商品，若要求各結算機構施行同一套壓力測試標準，並非理想做法。

此外，與會者也建議，因結算所僅占整體市場之一小部分，壓力測試應擴大至所有結算會員與期貨商，主管機關才能掌握市場全貌。

此外，若流動性較低的商品部位過大，在壓力時無法及時變現，亦是很大的問題，壓力測試無法呈現此問題。

三、結算所對違約準備金之貢獻(skin in the game)

在這個議題上，JP Morgan 與 CME 之代表持不同意見，JP Morgan 之代表認為，結算所為一營利機構，但風險卻全部由結算會員承擔，且許多規則係由結算所制訂，例如結算會員資格、

原始保證金之多寡、提供何種商品之結算服務，以及接受何種擔保品等，因此結算所應從自有資金中，至少提撥違約準備金之10%，至違約準備金資金池中。

對此 CME 代表有不同看法，CME 認為其已提撥所有結算會員應繳交違約保證金之平均值，進入違約準備金資金池中，某種程度上避免了結算會員違約風險擴散的問題，且結算所投入過多資金將提供誘因，使結算會員降低嚴格風控之意願。

目前結算會員需繳納原始保證金，變動保證金，某比例的違約基金，以及結算所依風險考量額外收取的金額(assessment)。此外結算所亦會貢獻某比例之基金，降低重大風險時間之影響。

現行結算會員應繳納違約基金金額的標準為資本(capital)，未考量風險，尚有改善空間。

與會者亦認為，不同結算所有不同的風控機制，也要求結算會員繳納不同的違約基金，但風險控管模型並不透明，應增加透明度，使市場有更多資訊。

四、結算會員違約時，結算所能採用之工具

- 原始與變動保證金
- 結算會員繳納之違約基金
- 結算所貢獻之違約基金
- 其他結算會員繳納之違約基金
- 結算所依風險額外向會員收取之金額(assessment)

第五章 紐約拜會及考察行程重點

第一節 拜會美國群眾募資中介機構監理策進協會(CFIRA) 及 Wales Capital 總裁 Ms. Kim Wales

本會證券期貨局王副局長詠心會見美國群眾募資中介機構監理策進協會(CFIRA)，並由 Wales Capital 總裁 Ms. Kim Wales 接見，會談重點臚列如下：

- 一、本會王副局長首先表達感謝 Ms. Kim Wales 撥冗與本會討論美國群眾募資發展現況，王副局長亦說明我國為鼓勵新創企業，本會及櫃檯買賣中心已建立中小企業群眾募資制度於 2014 年初開始上線提供服務，並簡要說明相關發行人募資額度限制及投資人投資金額限制。王副局長並請 Ms. Kim Wales 就其參與美國證管會(SEC)群眾募資立法過程、及實際對美國群眾募資相關業者提供顧問服務之經驗，與我方分享一個完善群眾募資制度應具備的要素為何。Ms. Kim Walse 表示一個群眾募資制度要能夠成功運作，除了媒合資金需求者與提供者之群眾募資平台(Funding Portals)業者外，還必須要有周邊的相關行業配合，才能形成一個良好的群眾募資生態體系(Crowdfunding Ecosystem)。這些周邊的行業包括法令遵循服務者(Financial & Compliance Infrastructure)，例如 Jobs Act 所規範美國群眾募資制度，亦有每人每年不得投資超過 2000 美元或資產一定比例之額度上限，必須有專業服務機構確認投資人所投資額度是否未超過上限；另外美國目前有所謂對合格投資者之群眾募資(Accredited Crowdfunding)市場，係指依據 Regulation D 之 Rule 506(c)豁免規定，針對合格投資者公開招攬之私募案件(publicly advertised private offerings)，其實也是一種群眾募資，也必須要有服務公

司確認投資者是不是合格投資人 (Accredited Investor Verification, AIV)。一個完整的群眾募資生態體系可能包括下列服務提供者：

- (一)盡職調查及評等服務者(Due Diligence & Rating Services)：這些服務公司幫助投資人瞭解投資標的的團隊、信譽、市場性、及標的合理價格評估(Guidance of Valuation)，供投資人參考。
- (二)專案企劃服務者(Campaign Products & Services):協助創業者撰寫企業營運計畫(Business Plan)及網路宣傳內容，以吸引投資人之注意及興趣。平台業者應該建議適當之專案宣傳服務者，並避免發行人誤提供不適宜之資訊。
- (三)籌資資料分析業者(Data & Analytics):協助提供市場上所有募資案件之統計及比較資訊，例如提供市場對於年收入 50 萬元以下新興餐廳的投資價格資訊，可供資金需求者與提供者瞭解市場行情資料，作為判斷投資價格之參考。
- (四)媒體宣傳及服務業者: 舉辦研討會、提供群眾募資資訊，倡導群眾募資制度等。
- (五)新創企業交易所(Venture Exchange)：美國證管會正在考慮是否推動成立專為新創事業設置的新創事業交易所，以進一步提高投資人投資新創事業的意願。

二、 Ms. Kim Wales 說明雖然目前美國證管會尚未依據 Jobs Act Title III 發布群眾募資的最終規定，但是已經有十幾個州立法允許在個別州內進行群眾募資(intrastate crowdfunding)。這是因為美國 1933 年證券法(Securities Act of 1933)豁免在個別州境內發行之證券可以不受聯邦證券法規範¹。另美國證管會發布 Rule 147 安全港規定，規範符合發行人在該州註冊成立、發行主要營業

¹ Securities Act of 1933 §3(a)(11): Any security which is a part of an issue offered and sold only to persons resident within a single State or Territory, where the issuer of such security is a person resident and doing business within or, if a corporation, incorporated by and doing business within, such State or Territory.

活動皆在該州(判斷標準包括 80%以上營收在該州境內、80%以上資產在該州境內、所募得資金 80%用於該州境內、主要營業場所在該州境內)、只能對該州居民銷售證券等條件，即可適用前開豁免規定。因此，很多州的群眾募資規定都訂有類似條件，也有投資人投資額度上限規定。但雖然很多州已經訂有群眾募資規定，但據其所知真正在單獨州境內完成群眾募資的案件不多。主要原因可能是線上交易環境很難做到只針對某一州的人進行銷售；另外投資人投資額度的控管也是問題。未來在全國性的群眾募資也會有同樣的問題。以 FINRA 的規範而言，其注重募資平台業者的資格條件、檢查是否遵法等事宜，如何確認投資人的資格、投資額度的控管，平台業者必須自行處理。理想的狀況是有一個服務機構可以協助確認投資人身份、投資額度限制、並可跨平台彙整控管其投資額度。王副局長則說明我國目前係由櫃檯買賣中心控管每一發行人跨平台之募資金額。

三、王副局長請 Ms. Kim Wales 說明所述美國對合格投資者之群眾募資制度為何，Ms. Kim Wales 說明在 1933 年證券法(Securities Act of 1933)規範下，公司如果要對不特定投資大眾募集資金，就必須依證券法向美國 SEC 辦理申報，或依據 Rule 506 of Regulation D 豁免規定，向合格投資人(Accredited Investor)或至多 35 個非合格投資人(non-accredited investors)募集資金，金額不限，惟不得作一般性的公開招募(general solicitation)或刊登廣告(general advertising)。2012 年美國國會通過 Jobs Act 後，美國證管會依據 Jobs Act Section 201(a)(1)規定，於 2013 年 8 月發布修正之 Rule 506²，規範如果發行人可採取合理措施確保證券銷

² Rule 506(c)，為依據 Jobs Act 201(a)新增之規定，其規範只要能夠確保所有認股人都是合格投資者(Accredited Investors)，而且發行人已經採取合理的措施去確認投資人是合格投資者(Accredited Investors)的身份。則該「私募」案件仍可以刊登廣告對外公開進行招募(General Solicitation)。不過，這時投資人取得的股票仍是限制轉讓股票(restricted securities)。目前美國已有出現多家針對 Accredited Investor 之群眾募資平台，例如 AngelList, CircleUp 等。

售對象僅止於合格投資人(Accredited Investor)的話，仍可以作一般性的公開招募或刊登廣告。故即使美國證管會至今還未依據 Jobs Act Title III 發布群眾募資的最終規定，事實上美國網路上已經出現很多個群眾募資平台，係專門針對合格投資人進行 Rule 506 的募資活動。

- 四、 Ms. Kim Wales 亦說明美國證管會近期將依據 Jobs Act Title IV- 小企業之資本形成(Small Company Capital Formation)，發布 Regulation A 之修正規定，一般稱之為 Regulation A+。Regulation A 惟針對一定規模以下之小規模募資案件可不用依美國證券法 (Securities Act of 1933)向美國證管會辦理申報之豁免規定。在修正之前，Regulation A 規定每年募資金額在 5 百萬美元以下之公開募資案件，不用依一般複雜之公開發行申報程序，也可以用公開募集(public offering)的方式對不特定投資大眾募集資金。但 Regulation A 自 1992 年發布以來，至今已經超過 20 年，卻鮮少有人引用該項規定。依據美國聯邦政府審計局(GAO)發布之報告指出，該項規定未被普遍使用之原因主要是該規定並沒同時排除各州政府 Blue Sky laws(即各州證券法)之適用。也就是說，即使該小額募資案件不用受聯邦政府層級證管會的嚴格規範，但還是要向各州政府申報，並經各州政府證券管理單位的審查(Review)，其所花費之律師、會計師費用，以 5 百萬美元以下的募資規模而言，仍不具成本效益。相較而言，Regulation D 中之 Rule 506(b)私募規範，雖然不能公開廣告招覽募資案件，但可只要確定非合格投資人(non-accredited investors)不要超過 35 人(合格投資者人數則沒有限制)，其因排除了各州證券法之適用，且沒有募資上限，反而較被廣泛使用。
- 五、 王副局長說明依其瞭解，英國的群眾募資制度起步較早，發展也相當成功，請 Ms. Kim Wales 分享其認為英國 Crowdfunding

能夠蓬勃發展的原因；Ms. Kim Wales 說明英國政府認同個人或企業以群眾募資方式募集資金之需求，並最早將其合法化。其認為成功的原因可能包括下列三項：

- (一)英國政府利用許多不同支持新創、中小企業之投資計畫，透過群眾募資平台針對新創事業提供「搭配投資」(match funding)。例如英國政府利用 Business Finance Partnership(BFP)計畫中的 3 千萬英鎊資金，直接支持網路小額貸款(Peer to Peer lending, P2P Lending)平台(Funding Circle 及 Zopa)上的募資案件，只要該案件能夠募集到 80%的資金，Business Finance Partnership 即搭配注資其餘的 20% 資金。
 - (二)另外英國政府也對於投資人投資於一定資格條件的新創事業提供高額的租稅誘因，包括實施企業投資抵減計畫(Enterprise Investment Scheme, EIS)及種子企業投資抵減計畫(Seed Enterprise Investment Scheme,SEIS)，在這些投資抵減計畫中，投資新創事業的投資者最高可將投資金額之 50%抵減應納稅款。
 - (三)英國財政大臣 George Osborne 於 2014 年 8 月宣佈要求銀行如果拒絕中小企業之貸款申請案件，必須詢問這些遭拒絕的中小企業是否願意將其資訊公開於網站上，並轉介給其他的資金提供機構，包括群眾募資業者。這項措施除了可以幫助中小企業利用銀行以外的融資管道，也幫助了群眾募資機構接觸具有資金需求的中小企業，協助群眾募資發揮提供資金之功能。
- 六、王副局長表示各國監理機關對群眾募資最大的疑慮就是如何防範或處理群眾募資產生舞弊或詐欺(Fraud)的情事，請問 Ms. Kim Wales 的看法；Ms. Kim Wales 說明美國 SEC 前任主任委員 Mary Schapiro 在 Jobs Act 的立法過程中，對於群眾募資有極大疑慮，主要原因就是很多人認為群眾募資本身很容易發生舞弊

或詐欺事件(Invitation to Fraud)，美國證管會無法確保其核心任務「保護投資人」能夠在群眾募資的機制中順利運作，因此極力反對群眾募資制度，即使在 Jobs Act 通過之後，美國證管會仍遲未能順利訂出相關子法，其如何防範發生蓄意詐欺的案件也是主要原因之一。但 Ms. Kim Wales 表示網路的社群網絡中，投資人透過與企業經營者的直接討論、投資人社群之間的交換訊息，更能夠傳遞有關發行人的資訊及營運的狀況，本身就能發揮很好的監督作用，反而不容易發生詐欺案件，一般稱之為「群眾的智慧」(wisdom of the crowd)，群眾募資平台中讓投資者與企業經營者、投資者與投資者之間之有效、密切互動，增加投資人之信心，為群眾募資平台(funding portal)成功之關鍵。

七、王副局長詢及美國對群眾募資之額度限制有無可能調整？Ms. Kim Wales 說明美國證管會於發布最終規定時，有可能會依據 Jobs Act 中規範美國證管會視物價指數調整提高每年得募資之上限，依其觀察，可能由每年 1 百萬美元額度調整至 3 百萬美元。

八、Ms. Kim Wales 並表示未來樂意協助提供美國群眾募資相關資訊供本會參考。

第二節 拜會紐約證券交易所(NYSE)

Marc Iyeki, Managing Director, International Listing

Colin Clark, SVP, Technology

Steven Poser, VP, Technology

紐約證券交易所是全球規模最大、最具流動性的證券交易所，2006年6月和泛歐證券交易所合併，組成紐約泛歐證券交易所，為來自世界各地的上市公司提供無與倫比的上市及交易平臺。

王副局長此行拜會紐約證券交易所，係由國際上市部門執行董事

Mr. Marc Iyeki、資深副總 Mr. Colin Clark 及 Steven Poser代表接見，雙方並就漲跌幅限制、放空限制等重要議題進行意見交換。會談重點臚列如下：

- 一、美國紐約證券交易所國際上市部門執行董事 Mr. Marc Iyeki 首先說明近期美國紐約證券交易所辦理初次上市公開發行(IPO)市場狀況，NYSE 於 2014 年總共有 129 個初次上市公開發行案件(IPOs)，募集超過 700 億美元的資金。另外，已上市企業辦理現金增資等之後續募資(follow-on financing)也將近達 1200 億美元。其中比較值得一提的是，過去比較刻板的印象是高科技業者會優先選擇 NASDAQ 等交易所上市，過去的確如此，多年以前不到 10%的科技業者會選擇在 NYSE 上市；但近年已有所轉變。2008 年，40%的科技業選擇在 NYSE 辦理 IPO，到 2014 年，所有科技業的初次上市公開發行案件，有近 60%選擇到 NYSE。這最主要是 NYSE 近年來除了傳統及大型產業外，也著重在科技業之服務，NYSE 也在矽谷設置辦公室。
- 二、NYSE 資深副總 Mr. Colin Clark 補充說明，在 NYSE 將近 2500 家上市公司中，有 5 百多家外國企業，佔了近 20%。其中又以加拿大企業最多，有近 150 家，很多為 NYSE 與加拿大交易所雙掛牌(Dual-Listing)之公司。除了初次上市公開發行案件(IPO)案件回溫之外，近來指數股票型基金(ETF)及類似產品(ETP, Exchange Traded Product)在美國也大受歡迎，目前 NYSE ARCA 交易所已有有超過 1400 檔 ETP 掛牌，以 NYSE 而言，每日成交量前十大的商品有一半是 ETF 商品。ETP 交易量(股數)佔整體美國證券交易所合計數(Consolidated Tape Volume)之 15%至 20%，成交值則佔 30%。ETP 大受歡迎的原因主要跟低成本跟稅負優勢有關。稅負部分，以一般之共同基金而言，其必須經常調整持股，所得之資本利得必須繳稅，在 ETF 則不需經常調

整持股。投資人是於出售 ETF 時，方需就其實現之資本利得 (Capital Gain) 依持股期間長短繳交稅負。

三、王副局長亦分享我國證券市場投資人類別概況，台灣證券交易所過去散戶投資人之比例曾經高達 70% 至 80%，近年來法人機構投資人交易比重增加，以去年(2014)而言，散戶佔台灣證券交易所成交金額比例已降到 58%，但在櫃檯買賣中心之散戶成交金額比例還是在 80% 以上。Mr. Colin Clark 則表示 NYSE 之個人投資人成交比重約在 15% 至 20% 之間；以投資型態而言，有 15% 之投資人是買進持有(long only)為主，有 20% 之交易是來自對沖基金(hedge fund)之經常交易，另有 30% 左右係來自造市交易(market maker)。

四、王副局長說明我國將於近期調整股市漲跌幅限制，由 7% 放寬至 10%，我國正在進行修正各項配套措施，請 NYSE 亦與我方分享其處理證券市場波動性的經驗。NYSE 資深副總 Mr. Colin Clark 說明 NYSE 在 1987 年及 1989 年連續發生市場崩跌情事，為了在異常狀況下減少股市之波動性及穩定投資人信心，NYSE 實施了市場暫停交易機制(market-wide circuit breaker)，在市場劇烈波動的時候暫停市場交易，讓投資人有時間消化市場訊息，幫助作成理性的投資決策。2010 年 5 月，NYSE 再次發生閃崩 (Flash Crash) 事件，這次閃崩事件有許多個股股價劇烈變動，但卻尚未達到觸發 market-wide circuit breaker 的程度。因此在 2010 年 6 月，美國證管會實施一項針對個股之暫停交易(Single-Stock Circuit Breaker)制度，規範個股如果在 5 分鐘的交易時間內發生劇烈波動的話，將暫停交易 5 分鐘。但是後來發生一些個股之錯帳交易(erroneous trades)引發了個股暫停交易，反而讓市場更為混亂。後來美國證管會在 2012 年 6 月 1 日通過美金融業監理機構 (FINRA) 及全國性證券交易所 (National Securities

Exchanges)所提報之「股價波動區間限制(Limit Up-Limit Down)」及新的「市場全面暫停交易機制(Market-Wide Circuit Breakers)」。

Mr. Collin Clark 說明該二股市穩定機制如下：

(一)股價波動區間限制(Limit Up-Limit Down)：

價格波動區間限制目的係防止單一股票價格變動超過股價漲跌限制區間，並用以取代 FINRA 及各交易所於閃崩事件後所採行之個股暫停交易機制(single-stock circuit breaker)，其主要規定包括：

1. 股價波動限制區間(Price Band)：波動限制區間之計算為參考股價(reference price)乘以波動比率(percentage parameter)，在波動限制區間外之買(賣)單不得成交。
2. 個股參考股價為個股於前五分鐘內之平均成交價格。
3. 開盤後與收盤前之特別規定：於上午 9 時 30 分至 45 分(15 分鐘)之開盤時間及下午 3 時 35 分至 4 時(25 分鐘)之收盤時間，個股波動限制比率為前述波動比率之 2 倍。
4. 個股暫停交易機制(Stock Halt)：承襲 FINRA 及各交易所於閃崩事件後所採行之個股暫停交易機制(Single-Stock Circuit Breaker)，個股交易如發生下列情形，則應暫停交易 5 分鐘：
 - (1) Limit State：全國最佳賣價(買價)達到前開波動限制區間之下限(上限)時，如無法在 15 秒內於波動限制區間內形成交易(無相對之買價(賣價)可供成交)，則該股票之上市交易所應宣布該個股暫停交易 5 分鐘。
 - (2) Straddle State：全國最佳賣價(買價)超過波動限制區間之下限(上限)，且第一上市交易所認為該個股交易已違常態而有必要暫停交易以避免價格異常波動，則亦可宣布該個股暫停交易 5 分鐘。
5. 對於交易中心(trading centers)之要求：各交易所、自動化交易

場所及證券商應制定內部制度與程序，以執行此機制之各項規定及避免交易價格落於限制區間外。

6.階段性實施：SEC 規定各交易所及 FINRA 應於 2013 年 2 月 4 日以前執行此機制，第一階段係針對第一批適用對象開始採用，第一階段實施六個月後，再行全面採用至第二批適用對象。

7.Mr. Collin Clark 表示，依目前實施 Limit Up Limit Down 結果，每天有數以百計的股價報價會有機會達到 Limit State，但平均每天針對實施之 Stock Halt(個股)之機會不到 1 次，大部分之股票之交易都可在波動限制區間內形成交易。

(二)市場全面暫停交易機制(Market-Wide Circuit Breakers)：

市場全面暫停交易機制係於 1988 年採行，過去僅於 1997 年啟動過一次，且於 2010 年 5 月 6 日股市閃崩事件(Flash Crash)並無發生作用，所以 FINRA 與全國證券交易所向 SEC 提出修訂該機制，並自 2013 年 2 月 4 日開始實施新的市場全面暫停交易機制。其主要修正內容主係考量目前高頻與電子交易之盛行，爰縮短暫停交易時間並降低暫停交易之啟動標準，並將原參考指標由道瓊工業指數改為 S&P500 指數，並將啟動標準分為三個級距，分別為 7%，13%及 20%，當市場大幅度下跌達全面暫停交易跌幅標準時，主要證券交易市場應宣布暫停交易，FINRA 應要求證券商會員暫停全國證券市場系統(NMS, National Market System)證券及 OTC 權益證券之報價與交易，直至主要證券交易市場恢復交易為止。

五、 Mr. Collin Clark 亦說明美國新的限制放空規定，2010 年 2 月開始，SEC 發布了新的限制放空規定(Rule 201 of Regulation SHO)，取代舊的 Uptick Rule，並自 2011 年 2 月底開始適用。該規定規範如果一證券的成交價格較前一天的收盤價下跌 10%以上時，等於或低於全國最佳買價(National Best Bid, NBB)的放空賣單

(short sale order)將不得成交，也就是說，一但觸及 10% 下跌幅度，放空賣單之報價就必須要比當時全國最佳買價高才有可能成交，故又稱為 Alternative Uptick Rule。而且當一觸及 10% 下跌幅度後，至當天收盤為止及次一交易日整日，所有放空賣單都要受這個 Alternative Uptick Rule 的限制。

- 六、王副局長詢及美國並非僅有單一集中交易市場，同一證券可能在其上市掛牌的主要市場(Primary Market)交易，也可能在其他交易所、ATS、甚至在黑池市場(Dark Pool)交易，美國交易所要如何執行該限制放空規定？Mr. Collin Clark 回復表示美國有一整合即時報價系統 SIP (Securities Information Processor)，以 NYSE 之上市股票而言，其為 CTA (Consolidated Tape Association) 所管理的整合交易資訊系統(Consolidated Tape System, CTS) 及整合報價資訊系統(Consolidated Quotation System, CQS)，各交易所、ECN、ATS 均要將其成交價格及報價資訊及時傳送到該系統，SIP 也將資訊彙整後傳輸到各交易所或 Market Center，並收取費用。CTS 及 CQS 之實體資訊設備目前是由 NYSE 及 NYSE MKT(前身為 American Stock Exchange)負責運作。故證券的主要市場負責執行 Short Sale Restriction 時，可以透過 SIP 資訊系統，將受 Short Sale Restriction 限制之證券予以標記，並傳送至各交易市場。
- 七、王副局長詢及 NYSE 實施 Kill Switch 的情形，Mr. Collin Clark 表示 2012 年 8 月騎士資本集團 Knight Capital Group 案例中，騎士資本集團的程式高頻交易系統(High Frequency Trading)錯誤輸入巨額錯單，導致產生 4 億多美元之損失。之後美國證管會主任委員 Mary Jo White 倡議要各交易所研議對其客戶明顯錯誤或超過風險承受度之交易執行取消交易或停止其交易權限。NYSE 也提出其建議，包括可以讓交易人自行設定相關風險參

數自動過濾有問題之交易。Mr. Collin Clark 認為 Kill Switch 是協助交易所會員內部風險管理的一個補充措施(Backstop)，但交易所本身只能看到特定交易人在特定交易市場之交易及部位狀況，看不到交易人其他證券部位及曝險狀況，DTCC(美國證券集中保管結算公司)可以看到交易人大部分的證券部位，是比較適當作整體風險控管的地方。

第六章 心得與建議

本次2015年美國商品期貨交易委員會(CFTC)國際監理官會議及美國期貨業協會(FIA)年會會議，涵蓋議題十分廣泛，就監理面而言，主要係以網路安全、基準金融指標、結算制度、集中交易對手監理及風險等4個面向為主軸進行討論。以下分別就此4個議題提出本次參與會議之心得與建議：

一、網路安全

(一)隨著資訊科技之發展，從傳統專屬主機、封閉式網路，進入到開放式的網際網路E時代，隨著網際網路熱潮激盪，上網人數快速成長，帶動了整個網際網路的商業活動，也改變了金融市場的交易行為。隨著網際網路使用頻率的升高，使得資訊系統面臨各種安全上的威脅與挑戰，諸如駭客入侵、資料被破壞、竄改、刪除、未經授權的系統存取、電腦病毒、網路上冒名傳送、網路監聽等，亦衍生了許多技術、管理、法律、倫理等層面的問題，這些儲存或傳遞的資料可能涉及商業、個人資料等機密訊息，因此，如何維護資訊系統安全已成為不容忽視且最迫切的課題。

(二)本議題探討網際網路交易之安全，彰顯各國對網路安全的重視程度越來越高，身為主管機關亦有責任督導或協助業者注重測試了解網路系統安全、對人員進行訓練或內部安全網路測試、資料傳輸加密等預防措施以避免內部員工或駭客利用電腦或電信技術在網路空間從事犯罪行為，並應建立機制能儘快發現網路入侵事件並減輕其所造成的損害。

(三)國內現狀與建議：

- 1.目前我國期貨市場以電子方式進行交易之比重約為85%，為維護期貨商及交易人之交易安全，已於期貨商內部控制制度標

準規範訂定期貨商有關電腦作業與資訊提供之作業，最少應做到之項目為：

- (1)風險評鑑與管理
- (2)資訊安全政策、安全組織及人員安全
- (3)資訊資產分類與控制
- (4)實體及環境安全
- (5)通訊與作業管理(含電腦系統及作業安全管理及網路安全管理[適用網際網路下單期貨商、使用競價終端設備連結公眾網路之期貨商])
- (6)系統開發、維護及營運持續管理

2.另本會證券期貨局為提昇證券期貨市場資通安全防衛能力，已成立「資通安全處理小組」，處理小組召集人由證券期貨局主任秘書擔任，資訊室主任擔任總幹事，負責證券期貨局及相關周邊單位有關資通安全作業事宜。另為掌握證券期貨周邊單位資通安全辦理狀況，並提昇其資通安全能量，證券期貨局並每半年召開證券暨期貨周邊單位資通安全會議，督導各周邊單位資通安全業務辦理情形，及就相關資通安全議題(如網路攻擊、可攜式媒體之安全防護管理機制及無線網路安全措施等)進行探討，以隨時掌握網路安全脈動。

3.按我國已要求期貨商及相關周邊單位執行電腦備援措施、災害復原之營運持續性及資訊網路安全等事項，擬再將各交易所之因應措施提供臺灣期貨交易所相關業務部門參考，並請其持續追蹤國外網路安全議題之發展或新措施，俾利參考。

二、基準金融指標

(一)基準金融指標的監理受到重視係起因於LIBOR受到大型銀行操控，導致使用該利率作為訂價依據的商品受到全面性的影

響，其中當然亦包含與利率有關之衍生性商品。2012年9月英國FSA即對基準利率指標機制提出相關改革建議，包括應就基準利率指標之編製程序建置監督管理機制，相關報價應以成交資訊為依據，並對基準利率指標之操縱作價行為課予刑事責任。而國際證券管理機構組織(IOSCO)亦同時成立一個基準金融指標工作小組，由FSA及CFTC擔任共同主席，研議發布基準利率指標改革建議，其中包括基準利率指標之計算與制定程序應透明公開，參考交易資訊內容應屬可靠，且賦予主管機關適當之監管責任，並建置可信賴之管理架構等。顯示具有決定性基準之金融指標都應納入改革考量。

(二)改革基準指標是為加強指標的正確性及可靠性，其監理原則依IOSCO於2013年7月發布基準金融指標原則，係由指標管理者自願採行，並未強制要求各國監理機關對指標管理者採取直接監理作為，強調各監理機關可視其監理環境、對於基準指標之責任、投資人使用基準指標之情況、基準指標對經濟及金融穩定的影響、各種有價證券或衍生性商品採用基準指標的規定，而決定對於基準指標之監理政策。

(三)國內現狀與建議：

1. 基準金融指標範圍廣泛，其中會影響商品定價(fixing)或會影響金融消費者權益的指標，均應有納入管理之必要，如利率、匯率、股價指數等，其中有關利率部分，我國已建立臺灣短期票券報價利率指標(Taiwan Bills Index Rate，簡稱TAIBIR)及臺北金融業拆款定盤利率(Taipei Interbank Offered Rate，簡稱TAIBOR)之作業規範，並分別委由臺灣集中保管結算所編製TAIBIR指標(於2009年10月上線啟用)及中華民國銀行商業同業公會全國聯合會(金融業拆款中心)編製TAIBOR指標；而匯率之比價匯率係以外匯市場成交價為依據，與利率係由

金融機構報價產生不同，故較不亦發生操縱之情事(例如：美元對新台幣係以台北時間11:00AM之外匯市場成交價為依據計算所得)；相同的，股價指數亦採各股成交價格再透過加權方式計算所得，再者其成分股家數眾多非特定人有足夠能力所能影響，故亦不容易發生操縱之情事；惟為因應國際化商品雙邊掛牌等需求，我國應隨時注意國外規範，俾利與國際接軌。

- 2.另為協助金融機構降低新台幣利率交換(IRS)交易風險，且提前因應路透短票利率指標可能停止定盤的潛在危機，本會證券期貨局已責成櫃買中心於(103)年11月10日推出IRS提前了結作業系統，藉由提前了結作業讓金融機構的投資組合中多餘的契約提前結束，以使金融機構的投資組合之契約數量及契約名目本金大幅下降，達到大幅降低交易對手風險之目的；復為將國內金融機構外流至海外的交易引導回流國內撮和交易，於103年12月1日推動新臺幣利率交換交易平台正式上線交易，平台提供連結TAIBIR及TAIBOR等二種浮動利率指標之1年、2年、3年、4年、5年、7年、10年、15年及20年期的新台幣利率交換契約，目前已有35家金融機構參與該平台交易。
- 3.現行歐盟研議防制操縱基準金融指標規範，尚屬草案階段，歐盟將要求非歐盟地區國家所編製的基準指標如擬在歐盟地區使用，必須符合一定條件或事先核准等規定，將使以我國指數於歐盟發行或掛牌之商品如基金、台股期貨或臺指選擇權等受到影響，爰擬將本座談會相關資料提供予相關組及周邊單位參考並持續追蹤後續發展對我國可能產生之影響，以預為因應。

三、集中交易對手監理及風險

(一)有關2015年之結算制度議題：

1.國際清算銀行下的巴塞爾銀行監理委員會在2010年9月12日宣布第三版新巴塞爾資本協定（Basel III），協議中規定將提高銀行的資本要求，但給予長達8年的時間讓銀行進行調整。因為國外期貨結算會員大都為銀行，故因需遵循Basel III而提高結算會員的成本；另歐盟及CME為控管風險，降低結算會員違約時對市場的影響力，均要求提撥違約準備金，歐盟目前規範結算所應提撥資本之25%作為違約基金；CME則最少提撥所有結算會員應繳交違約保證金之平均值。

2.國內現狀與建議：

(1)我國期貨商係以期貨商之業主權益不得低於最低實收資本額百分之六十或調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之二十作為財務衡量標準，故財務面尚不受Basel III之影響。

(2)我國為支應期貨市場未平倉部位發生違約之風險，於市場成立之初，即建立完整的結算會員制度，由結算會員與期貨交易所擔負交割履約之責任，資金的來源則包括結算保證金、違約結算會員依規定所繳交之交割結算基金、臺灣期貨交易所提存之賠償準備金(計提存新臺幣10億元)，最後則由結算會員共同分擔金額。我國交割結算基金總額由臺灣期貨交易所每年視市場規模至少計算檢討一次，另將視市場波動或特殊狀況，予以機動評估交割結算基金總額之適足性，累積至104年3月底，除未分配孳息7,920,126元外，全體結算會員繳存之交割結算基金（定額及續繳）合計為2,553,006,224元。

(3)我國結算制度堪稱完備，惟為臻完善，建議持續注意國外結算制度發展。

(二)有關店頭衍生性商品採集中結算議題：

1.集中交易對手在歐洲許多國家的金融資本市場扮演了重要的角色，強化了結算、交割的效率，並在市場參與者間重新分配風險，因2008年9月美國金融機構從事店頭衍生性商品交易引發金融危機，導致全球陷入金融風暴後，促使各國開始正視店頭衍生性商品市場監理之重要性，為強化店頭衍生性商品市場之監理，G20 於2009年9月匹茲堡會議決議，在2012年底符合一定條件的店頭衍生性商品應於適當的交易所或電子平台交易，並採集中結算，本次會議更進一步的要求，為避免結算會員之違約連帶造成結算所倒閉之風險，要求結算所需維持一定的違約準備金(default waterfall)。惟各界對違約準備金之規模、結算所應貢獻違約準備金之比重等議題未有定論。

2.國內現狀與建議：

(1)目前我國店頭衍生性商品市場係以匯率類及利率類商品為主，信用違約交換(CDS)等較複雜之商品實務上較為少見，且國內店頭衍生性商品市場尚未發生重大違約情事。為加強對店頭衍生性商品之監理，本會已督導證券櫃檯買賣中心建置「店頭衍生性金融商品交易資訊儲存庫」，並分階段推行，第一階段自2012年4月起實施，申報的商品包含利率交換、外匯交換、無本金交割遠期外匯及台股相關衍生性金融商品交易；第二階段自2012年12月底起增加申報之商品為外匯選擇權及遠期外匯交易；第三階段自2013年6月底起，其他所有的店頭衍生性金融商品交易資料均須辦理申報。

(2)次按集中結算主要係為降低交易對手風險及市場系統風險，而變動保證金 (variation margin) 之支付與收取乃是相關風險管理之關鍵，目前我國店頭衍生性商品市場係以銀行所承

作之利率及外匯相關契約為主，九成以上均是銀行業所從事匯率相關契約，本會尚未就店頭衍生性商品集中結算及繳存保證金訂定相關規範，惟仍持續強化金融機構之風險管理制度。

(3)我國現行尚未推動店頭衍生性商品進行集中結算，以槓桿交易商為例，依槓桿交易商管理規則第18條第3項規定，槓桿交易商進行避險操作或於計算商品損益、解約或到期結算時，不得損及市場公正價格之形成或客戶之權益，顯示仍由雙方自行辦理結算。未來我國如欲推動店頭衍生性商品集中結算，似可考量比照先以利率交換契約（IRS）為主，爰本節建議持續追蹤各國實施情形，以進一步評估我國採行店頭衍生性商品集中結算之可行性，未來將依相關單位評估結果進一步研議。

附件

- 一、 CFTC國際監理官會議及FIA年會議程
- 二、 CFTC國際監理官會議出席人員名單
- 三、 會議資料

附件一

CFTC國際監理官會議及FIA年會議程



CFTC INTERNATIONAL REGULATORS MEETING

Boca Raton Resort, Addison Ballroom

Boca Raton, Florida

10 March 2015

8:45 Registration and Continental Breakfast

9:00 Welcoming Remarks: CFTC Chairman Massad
Introduction of the CFTC Commissioners and Other Participants

9:15 Topic One: Cybersecurity

Electronic markets and intermediaries are an attractive target for cyber attacks. Panelists will identify the largest threats to market infrastructure and discuss current best practices that markets, intermediaries and regulators should take to address these threats.

Moderator Vince McGonagle, Director, Division of Market Oversight, CFTC

Panelists Mark Clancy, Managing Director, Chief Information Security Officer,
Technology Risk Management, DTCC

Julie Holzrichter, Chief Operating Officer, CME Group

Chuck Vice, President and Chief Operations Officer,
Intercontinental Exchange, Inc. (ICE)

10:30 Coffee break

10:45 Topic Two: Benchmarks Part I - Regional Regulatory Updates

The global response to interest rate manipulations has included the development of global principles by IOSCO as well as regulatory proposals to address various aspects of benchmark administration and data submissions. Panelists will discuss the latest regulatory benchmark developments in their jurisdictions.

Moderator Robert Rosenfeld, Deputy Director, OIA, CFTC

Panelists Sven Gentner, Counselor, Economic and Finance Section,
European Commission

Elaine Lanouette, Director, Exchanges and SROs,
Autorité des marchés financiers, Quebec, Canada

David Lawton, Director, Markets Policy and International Division,
Financial Conduct Authority, United Kingdom

Ng Yao Loong, Executive Director and Head, Markets Policy and
Infrastructure Department, Monetary Authority of Singapore;

Keith Lui, Executive Director, Supervision of Markets,
Securities and Futures Commission, Hong Kong

12:15 Luncheon on the Veranda

1:45 Topic Two (Continued): Benchmarks Part II - An Industry Perspective

The various regulatory responses to benchmark regulation will affect not only benchmark administrators but also financial markets, asset managers and other users of benchmarks. This session will allow industry representatives to share their views on the various benchmark regulatory proposals.

Moderator Peter Malyshev, Counsel, Latham & Watkins

Panelists Pierre Davis, Associate General Counsel
McGraw Hill Financial, Inc.

David Goone, Board Member, ICE Benchmark Administration; and
Chief Strategy Officer, ICE

Robert Gough, Director of Content,
OPIS - the Oil Price Information Service

Armins Rusic, Managing Director and
Co-Head, Information Division, Markit

Julie Winkler, Senior Managing Director, Research and
Product Development, CME Group

3:00 Coffee Break

3:15 Topic Three: Providing Financial and Liquidity Resources for Central Counter Parties (CCPs)

CCPs play a critical and expanding role in the financial system. While international standards, in particular the PFMIs, establish rigorous requirements for CCPs' credit and liquidity resources, concerns have been raised regarding the implementation of these standards. These include whether the design of waterfalls creates appropriate risk management incentives, whether there is an appropriate balance between "defaulter pays" and "survivors pay," and whether CCPs have adequate sources of liquidity to meet their obligations promptly. Panelists will discuss these issues.

Moderator Ronald Filler, Professor of Law
Director, Center on Financial Services Law
New York Law School

Panelists Stephen Berger, Director, Government & Regulatory Policy
Citadel LLC

Maria Chiodi, Managing Director and Counsel
Credit Suisse Securities (USA) LLC

Kim Taylor, President, Global Operations,
Technology & Risk CME Group

David Weisbrod, CEO, LCH.Clearnet LLC

4:30 Closing Comments

FIA 議程

	時間	活動
3/10 (二)	8:00-9:00	交易所董事長及總經理早餐會
	8:30	CFTC 國際監理官會議
	9:00	報到註冊
	9:00	會場開放
	12:00	FIA 董事會會議
	12:00	DTCC 歡迎午餐(Buffet Lunch)
	12:30	交易所簡報交流：CBOE
	13:25	交易所簡報交流：Eurex
	14:20	交易所簡報交流：ICE
	15:15	交易所簡報交流：CME Group
	16:00	第 40 屆 Boca 大會歡迎致詞
	16:30	開幕座談會：The Clearing Ecosystem
	17:30	會場雞尾酒會(Exhibit Hall Cocktail Hour)
	18:30	會場關閉
	18:30	開幕招待會(Opening Reception)
	21:00	夜間活動(SunGard Makes a Splash!)
3/11 (三)	7:30	報到註冊
	8:00-9:00	ICE 活力早餐(ICE Energy Breakfast)
	9:00	Eurex 咖啡開始供應(Eurex Café Opens)
	9:00	會場開放
	9:30	CFTC 主席 Timothy Massad 專題演講
	10:00	一對一專訪：黃國松先生(Ng Kok Song)
	10:30	茶點交流 (Networking Break)
	11:00	交易所領導人座談(Global Exchange Leaders)
	12:30	與專題演講者(Sir Ken Robinson)午餐會
	14:00	座談會：法規議題(The Regulatory Agenda) 座談會：自動化交易之標準(Automated Trading Standatds) (同時段有兩場同時進行)
	15:00	茶點交流 (Networking Break)
	15:30	座談會：資金之考慮因素(Capital Considerations) 座談會：害怕交易(Afraid to Trade?) (同時段有兩場同時進行)
	16:30	座談會：後金融危機之互換交易(Trading Swaps in the Post Financial Reform Era)
	16:30	會場關閉
	18:30-21:00	晚餐接待會(Boca Bayou Dinner Reception)
	20:45-23:00	現場樂團表演(Boca Funk Live!)

3/12 (四)	7:00	晨跑(Fun Run)
	7:30	報到註冊
	8:00-10:00	交流早餐會(Networking Breakfast)
	9:00	Eurex 咖啡開始供應(Eurex Café Opens)
	9:00	專題演講：Michael Conaway
	9:00	會場開放
	9:30	座談會：2015 年之結算(Clearing 2015)
	10:45	茶點交流 (Networking Break)
	11:15	座談會：集中交易對手風險(CCP Risk) 座談會：新商機:比特幣、中國及權力(New Business Opportunities: Hope or Reality - Bitcoin, China and Power) (同時段有兩場同時進行)
	12:30-13:30	國際交易所交流午餐會(International Exchanges Networking Lunch)
	13:30	座談會：新警長進城了嗎?(Is There a New Sheriff in Town?)
	14:30	茶點交流 (Networking Break)
	15:00	CFTC 簡史(The History of the CFTC Abridged)
	15:15	會場關閉
17:00-19:00	閉幕招待會(Closing Reception)	
3/13 (五)	7:30	慈善高爾夫球敘

附件二：CFTC 國際監理官會議出席人員名單

CANADA

The Manitoba Securities Commission

Douglas Brown, Legal & Enforcement Counsel

Ontario Securities Commission

Aaron Unterman, Legal Counsel

Quebec Autorité des marchés financiers

Elaine Lanouette, Director, Exchanges and SROs

Claude Gatien, Director, Clearing Houses

Jean-Philip Vileneuve, Derivatives Analyst

EUROPEAN UNION

European Commission

Peter Kerstens, First Counselor, Economics and Finance

FRANCE

Autorité des marchés financiers

Edouard Viellefond, Managing Director, Regulation Policy & International Affairs

GERMANY

Federal Financial Supervisory Authority

Christian Pawlik, Head, Legislative and Legal Section (Securities)

INDIA

Forward Markets Commission

Ramesh Abhishek, Chairman

Prem Nath Tiwari, Director

Challapati Rao Pittala, Deputy Director

Ministry of Consumer Affairs, Food and Public Distribution

Pankaj Agrawala, Secretary to the Government of India

Department of Consumer Affairs

JAPAN

Financial Services Authority

Kenji Hoki, Deputy Director, International Affairs

Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries

Tetsuo Morioka, Deputy Director

Commodity Trade Division Food Industry Affairs Bureau

Ministry of Economy, Trade and Industry

Kentaro Kubo, Deputy Director

Commerce and Consumer Affairs Policy Division

Futures Industry Association of Japan

Keizo Goto, Senior Managing Director

MEXICO

National Banking and Securities Commission

Carlos Quevedo, Vice-President for Securities Markets Supervision

RUSSIA

Federal Financial Markets Service

Kiril Astapov, Head Division of Financial Markets Participants and Instruments

SAUDI ARABIA

Capital Market Authority

Abdulrahman Al-Barrak, Commissioner, Board of Commissioners

SPAIN

Comision Nacional Del Mercado De Valores

Noemi Crespo Fresno, Analyst

TAIWAN

Financial Supervisory Commission

Yi-Hong Hsieh, Commissioner

Financial Supervisory Commission New York Office

Ming-Hsien Chen, Director

Yen-Hsin Hung, Officer

Securities and Futures Bureau

Cheng-Ning Liao, Senior Secretary

TURKEY

Capital Markets Board

Ismail Ozkan, Expert, Intermediaries Department

UNITED KINGDOM

Financial Services Authority

David Lawton, Director of Markets

Gavin Hill, Manager, Derivatives Markets, Markets Division

UNITED STATES

Federal Reserve Bank of Chicago

John McPartland, Senior Policy Advisor, Financial Markets Group

John Haworth, Senior Professional, Financial Markets Group

Rajeev Ranjen, Policy Specialist, Financial Markets Group

Federal Reserve Bank of New York

Janine Tramontana, Counsel and Assistant Vice President

Nancy Schnabel, Attorney

Securities and Exchange Commission

Heather Seidel, Associate Director, Division of Trading and Markets

National Futures Association

Daniel Roth, President

Karen Wuertz, Senior Vice President, Planning and Development

Commodity Futures Trading Commission

Gary Gensler, Chairman

Bart Chilton, Commissioner

Mark Wetjen, Commissioner

Jill Sommers, Commissioner

Scott O'Malia, Commissioner

Jacqueline Mesa, Director, Office of International Affairs

Myra Silberstein, Head, Technical Assistance Programs, Office of International Affairs

附件三：會議資料