

台北外匯市場發展基金會委託計畫

歐盟證券交割及集保條例(CSDR) 之交割紀律制度(SDR)簡介

研究人員*：林惠敏

2022 年 3 月

*中央銀行外匯局研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，
本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘要

2014 年公布之歐盟證券交割及集保條例(The Central Securities Depository Regulation, CSDR)影響證券交易週期中之所有參與者，從投資者到證券集中保管機構(Central Securities Depository, CSD)無一倖免，尤其以本(2022)年2月1日生效之交割紀律制度(Settlement Discipline Regime, SDR)最具影響力。CSDR 的主要目標之一是透過確保買賣雙方可按預定時間收到證券和現金款項(特別是跨境交易)，以提高證券交割之安全性與效率。為實現這個目標，SDR 統一區域內證券交割作業之時程與規則，提出一套預防及解決交割失敗的措施，包括 CSD 應採取之監控與報告、現金罰款(cash penalties)及強制補購(mandatory buy-in)等。

本文將以下列 CSDR 交割紀律制度(SDR)之相關法規及作業規範為依據，對該制度進行說明：

一、CSDR 第三章有關 SDR 之規定，以及規範 SDR 措施具體細節之「SDR 施行細則」(2018 年公布)。

這些法規旨在透過以下四個關鍵支柱來提高交割效率，並為歐盟實施 SDR 措施規範一致性執行標準：

(一)支柱一：預防交割失敗之措施

- 交易之額度分配(allocation)及確認(confirmation)；
- CSD 自動化、連續且即時之交割指示處理流程；
- 交割指示配對之必要欄位；
- CSD 有關預防交割失敗之措施，如交割指示之雙邊取消、暫停(hold)及恢復(release)機制，以及部分交割等。

(二)支柱二：監控及報告交割失敗之要求

- CSD 應監控並分析交割失敗原因及其參與者之交割效率；
- CSD 應定期將交割效率/交割失敗等資訊，報告主管機關及集中結算機構(Central Counterparty, CCP)、交易所(Trading Venues)等相關單位。

(三) 支柱三：交割失敗之現金罰款要求

- 針對未能在預定交割日(intended settlement date, ISD)完成交割之交易，CSD 應每(營業)日計算罰款，罰款應(至少)每月收取及分配，並應提供參與者每項交割失敗指示之罰款計算等相關資訊。

(四) 支柱四：交割失敗之強制補購措施

- 針對未能於 ISD 完成交割之交易，交易買方必須在 ISD 後的特定期限(延長期)屆滿後，啟動強制補購流程。
- 若補購失敗，則交易買方可選擇接受現金補償(cash compensation)，或是將補購推遲至稍後較適當的期限(遞延期)內再執行。若遞延期結束時補購仍失敗，則交易賣方應對交易買方支付現金補償。

二、歐洲證券集保機構協會(ESDA)發布之「CSDR 現金罰款操作指南」(ESDA CSDR Penalties Framework)。

ESDA 為確保區域內 CSD 實施交割失敗現金罰款機制之一致性，爰以歐盟相關法規為基礎，建構一套符合市場慣例的作業程序，提供區域內 CSD 作為執行現金罰款措施之參考依據。

本文首先簡介 CSDR 及其重要里程碑；接著闡述 SDR 之框架、影響及適用範圍；再來說明 SDR 措施之實施要點，以及 SDR 實施後之新交割週期；最後進行總結。

目錄

壹、 前言	1
一、 CSDR 概述	1
二、 CSDR 重要里程碑	5
貳、 交割紀律制度(SDR).....	7
一、 SDR 框架	7
二、 SDR 影響	8
三、 SDR 適用範圍	8
參、 SDR 措施之實施要點	9
一、 預防交割失敗-交易額度分配及確認之要求	9
二、 預防交割失敗-交割指示配對及交割處理之要求	11
三、 解決交割失敗-監控與報告之要求	12
四、 解決交割失敗-現金罰款	13
五、 解決交割失敗-強制補購	21
肆、 SDR 實施後之新交割週期	24
伍、 總結	28
參考文獻.....	30

圖表目錄

圖 1－ 歐盟金融市場監理架構.....	2
圖 2－ CSDR 三大主題	4
圖 3－ CSDR 重要里程碑	5
圖 4－ SDR 核心措施	8
表 1－ 現金罰款費率	15
表 2－ 現金罰款計算公式	16
圖 5－ 配對延遲罰款(LMFP)天數計算.....	17
圖 6－ 現金罰款日曆	19
表 3－ 補購作業時程	22
表 4－ SDR 實施後之新交割週期	25

壹、前言

2014 年公布之歐盟證券交割及集保條例(CSDR)影響證券交易週期中自投資者到證券集中保管機構(CSD)¹之所有參與者，尤其以本(2022)年 2 月 1 日生效之交割紀律制度(SDR)最具影響力。鑒於 SDR 對於證券交割作業之時程與規則，以及交割失敗之預防與解決措施皆訂有統一標準與規範，勢將全面影響歐盟證券交易之現行所有參與者，茲概要介紹 SDR 之相關背景與規定，以提供市場參與者參考。

一、CSDR 概述

自 2008 年金融危機以來，歐盟持續對金融市場執行監管措施，以確保金融體系能安全且高效的運行，同時強化對投資人權益的保護。

「CSDR – CSD 監管法規」是歐盟金融市場監理架構的最後一部分，與「歐洲市場基礎設施管理條例(EMIR²) – 集中結算機構(CCP)監管法規」及「金融工具市場指令(MiFID³) – 交易場所(Trading Venues)監管法規」，構成歐盟金融市場完整監理架構(如圖 1)。

CSDR，即歐盟第 909/2014 號條例⁴，於 2014 年 7 月 23 日經歐洲議會正式公布，係歐盟證券市場後台機制與 CSD 之重要法規，其主要目標為提高歐盟證券交割及交割基礎設施之安全性和效率，降低歐洲跨境交易障礙，以求建立單一歐洲金融市場，並鼓勵 CSD 自由競爭。

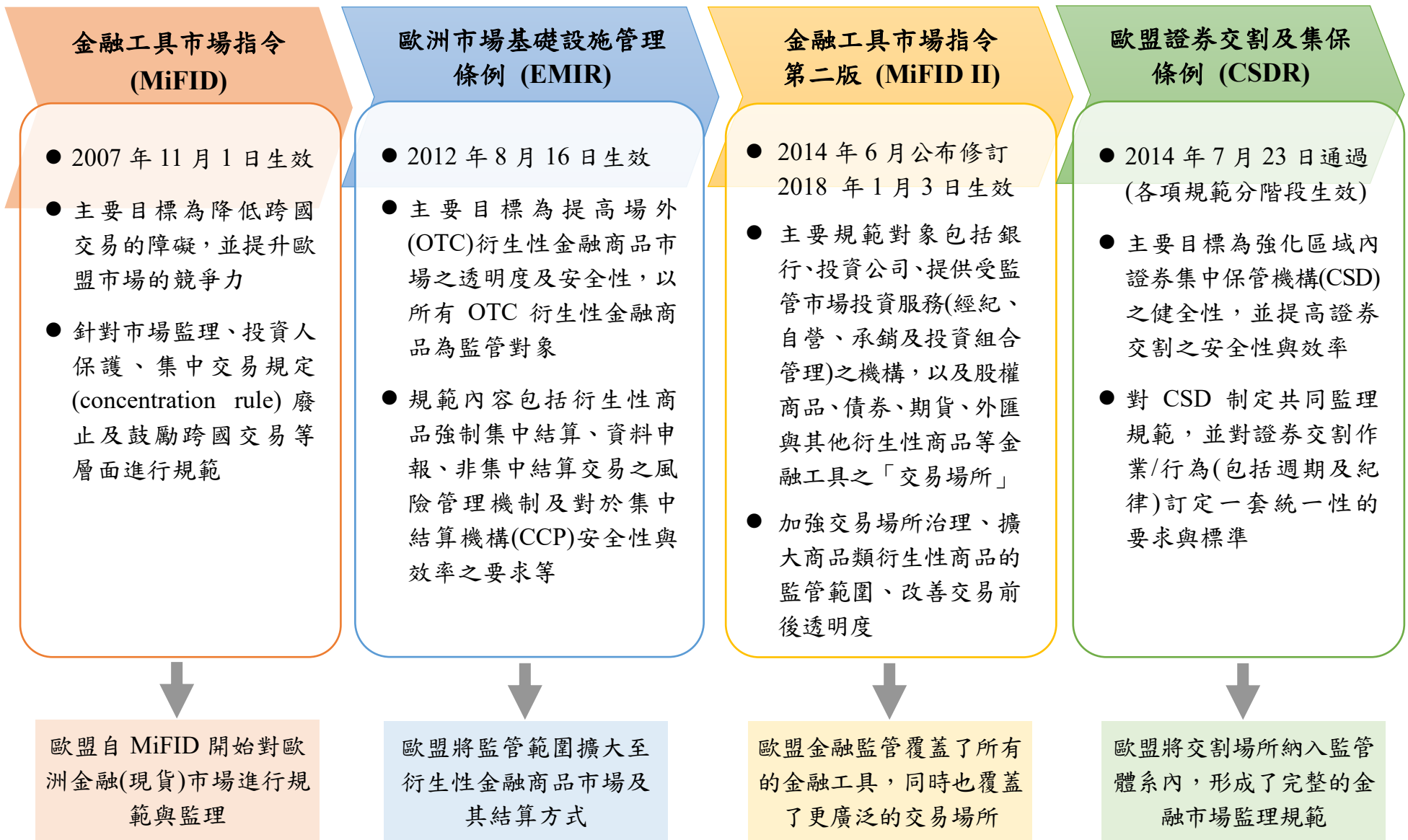
¹ 證券集中保管機構(CSD)係指經營有價證券之保管、帳簿劃撥及無實體有價證券登錄之機構。

² 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 (歐盟第 648/2012 號條例)。全文網址: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02012R0648-20210628>

³ MiFID II : Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (歐盟第 2014/65/EU 號指令)，全文網頁: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014L0065-20211110>。歐盟之「指令(Directives)」不具有直接適用的效力，需要經由各成員國的立法程序引進成為國內法，屬於歐盟法律架構第 2 層位階的法規。

⁴ Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories (歐盟第 909/2014 號條例)，全文網址: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0909-20160701>。歐盟之「條例(Regulation)」具有直接在成員國適用的效力，屬於歐盟法律架構第 2 層位階的法規。

圖 1 - 歐盟金融市場監理架構



CSDR 要求強化區域內所有 CSD 之安全性與健全性，於法規中針對 CSD 之組織、業務行為及審慎行為要求(prudential requirements)訂定嚴格的規範，係歐盟首次針對區域內 CSD 所制定之授權、監督與管理法規；其中 CSD 及市場參與者之重要義務包括：

- 統一縮短歐盟之交割週期為交易日後 2 個營業日(T+2)；
- 要求 CSD 應由各國家主管機關(National Competent Authority, NCA)授權並監督，以提供相關服務；
- 要求 CSD 應依其參與者⁵之需求，提供綜合客戶帳戶(omnibus account)⁶及個別客戶帳戶(segregated account)⁷兩種選擇，並揭露相關風險及成本；
- 要求歐盟內部化交割者(Settlement internalisers)應每季向國家主管機關(NCA)報告其未透過證券交割系統執行交割⁸之所有證券交易資料；
- 引入交割紀律制度(SDR)，要求交易雙方應在預定交割日(ISD)完成交割，否則將採取現金罰款或強制補購措施。

CSDR 並責成歐洲證券及市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)與歐洲中央銀行體系(European System of Central Banks, ESCB)成員合作，就 CSDR 之三大主題(如圖 2)－CSD 之授權與監理、交割內部化報告之要求，以及交割紀律措施之實施等，制定相關管理技術標準(regulatory technical standards, RTS)及實施技術標準(implementing technical standards, ITS)，業經歐盟委員會採納通過，並發布相關施行細則。

⁵ CSD 參與者(CSD participants)係指於 CSD 開設帳戶送存證券並辦理帳簿劃撥之機構等。

⁶ 綜合客戶帳戶(omnibus account)係在一個證券帳戶紀錄該參與者不同客戶資料的證券帳戶。

⁷ 個別客戶帳戶(segregated account)係指參與者得分別保存參與者客戶資料之證券帳戶。

⁸ 內部化交割(Internalised settlement)係指僅在 CSD 參與者之帳戶間執行之證券交割，不會導致跨 CSD 證券移動。

圖 2 - CSDR 三大主題

 CSD 的授權與監理	 內部化交割報告	 交割紀律措施
歐盟所有 CSD 都需取得主管機關核發之新授權許可才能繼續提供服務，並要求 CSD 應提供每日對帳、帳戶隔離，以及揭露風險及成本。 ●CSD 之合約條款應遵循 CSDR 之規範進行修訂。 ●帳戶必須每日對帳。 ●CSD 應依參與者需求，提供綜合客戶帳戶及個別客戶帳戶兩種選擇。 ●CSD 必須揭露每個帳戶相關之風險、成本和保護等級。 2017 年 3 月 30 日生效	內部化交割係指僅在 CSD 參與者之帳戶間執行之證券交割，不會導致跨 CSD 證券移動。 CSDR 要求內部化交割者應向其設立地之國家主管機關報告其所有不在 CSD 交割之證券交易資料。 ●每季提供報告(第一份報告已於 2019 年 7 月 12 日提交)。 ●按金融工具種類、交易類型、客戶類型、發行之 CSD 及失敗交易等類別，報告總交易量及價值(value)。 ●要求需依據全球法人識別編碼(LEI)提供報告。 2019 年 3 月 10 日生效	交割紀律制度之實施對 CSD 及其參與者有極大的影響。SDR 係由許多旨在預防、解決、監控和報告交割失敗的措施組成。 ●預防交割失敗的措施包括交易之證券額度分配及確認。 ●進一步的預防措施係對 CSD 之交割指示處理流程進行要求。 ●解決交割失敗的措施包括實施現金罰款及強制補購。 ●監控和報告措施要求 CSD 應定期通報主管機有關交割失敗交易及持續性交割失敗參與者等資訊。 2022 年 2 月 1 日生效 (強制補購除外)

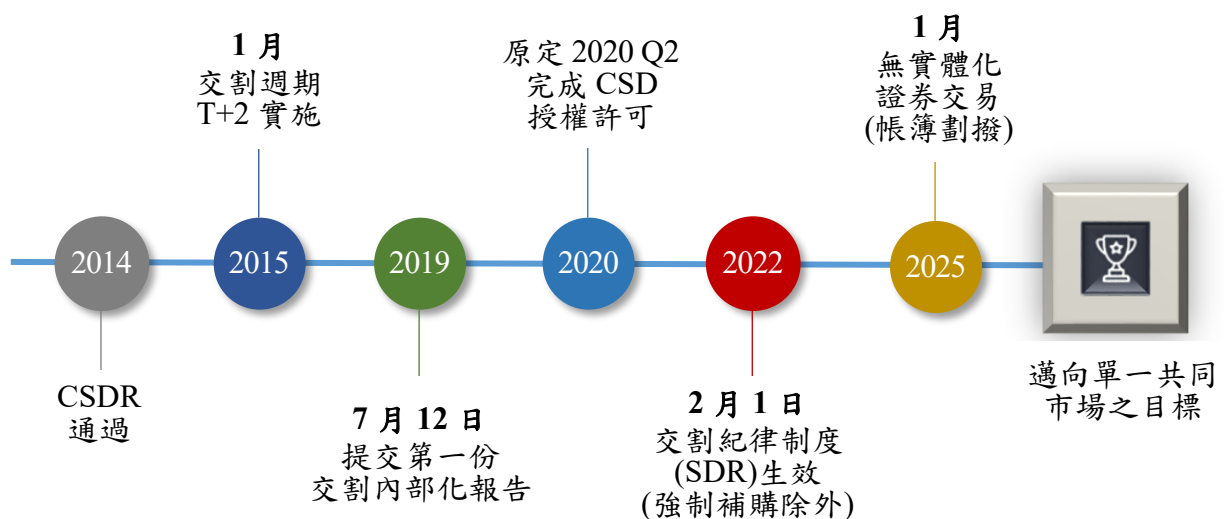
儘管 CSD 之授權許可過程比預期時間來得長⁹，但內部化交割報告已經上線，第一份報告已於 2019 年 7 月 12 日提交給國家主管機關。

目前 CSDR 規範已進入最關鍵的階段 – 交割紀律制度(SDR)之正式生效。SDR 的目標是希望交易雙方在完善的配套措施下，如期於 ISD 履行其交易義務，以提高歐盟證券交割流程之效率。然而，因市場運作方式的複雜性，交易及交割鏈中之所有參與者都必須檢視其內部政策和程序，評估 SDR 實施後對日常運營之財務影響，並採行適當的控制架構以遵循 SDR 規範。

二、CSDR 重要里程碑

CSDR 各項規範自 2015 年起已分階段實施，其中交割紀律制度(SDR)於本年 2 月 1 日正式生效。CSDR 幾個重要規範之實施時程表如圖 3 所示。

圖 3 – CSDR 重要里程碑



⁹ 歐洲證券及市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)於 2021 年 12 月 2 日公布(更新)獲得授權許可之 CSD 名冊：
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-11635_csds_register_-_art_21.pdf

◆ 交割紀律制度(SDR)及強制補購措施生效日延期之說明

交割紀律制度(SDR)原訂於 2020 年 9 月 14 日生效。然而，在國際資本市場協會(ICMA)和歐洲金融市場協會(AFME)等金融業及市場協會的強力訴求下，歐盟立法者考量該制度之影響擴及所有市場參與者及主管機關，且新發展(如 IT 系統更改、市場測試及法規遵循調整等)需要更多時間準備，爰將生效日延後至 2021 年 2 月 1 日；後又因 COVID-19 疫情爆發，導致各個市場參與者之 IT 系統調整及法規監管實施等時程因而延遲，歐盟立法者在市場相關參與者之提倡下，同意再次將 SDR 延後至 2022 年 2 月 1 日生效。

另有關強制補購措施之實施，因市場普遍對現行強制補購措施之架構及規則存有重大歧異，除相關金融業及市場協會的極力倡導外，歐洲證券及市場管理局(ESMA)亦於 2021 年 9 月 23 日致函¹⁰歐盟委員會，敦促其考慮延後實施強制補購措施；該建議終於 2021 年 11 月 24 日獲得歐洲議會和理事會通過同意延後實施，惟目前仍不清楚該措施將會延遲多久。

ESMA 函中所述之建議推遲理由為「考量實施強制補購措施之部分關鍵問題仍缺乏明確答案，以及歐盟委員會之立法提案是否納入修訂強制補購規則與修正案範圍之不確定性，將直接影響市場參與者實施該措施之能力，並可能增加其後續更改系統與流程之潛在額外費用，爰支持延後實施強制補購措施」。

¹⁰ 資料來源：https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4963_letter_-_esma_to_ec_on_csd_r_settlement_discipline.pdf

貳、 歐盟交割紀律制度(SDR)

一、SDR 框架

CSDR 有關交割紀律制度(SDR)之規定，規範於第三章。該制度為歐盟之證券交易導入預防¹¹及解決¹²交割失敗的措施。SDR 對 CSD 及相關參與者制定新的統一性義務規範，以確保證券及現金款項均可在 ISD 完成交割，避免不必要的風險。

另歐洲證券及市場管理局(ESMA)就交割紀律措施之實施所制定之相關管理技術標準(RTS)，經歐盟委員會於 2018 年 5 月 25 日通過並發布「第 2018/1229 施行細則¹³」(簡稱 SDR 施行細則)，對各項交割紀律措施規範一致性的執行準則。

SDR 預防及解決交割失敗之核心措施(如圖 4)包括：

- (一)交易額度分配(allocation)及確認(confirmation)要求
- (二)交割指示配對及交割處理要求
- (三)監控與報告要求
- (四)交割失敗之現金罰款(cash penalties)
- (五)強制補購措施(mandatory buy-in)

¹¹ 歐盟 CSDR 第 6 條: Measures to prevent settlement fails

¹² 歐盟 CSDR 第 7 條: Measures to address settlement fails

¹³ Commission Delegated Regulation (EU) 2018/1229 of 25 May 2018 supplementing Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on settlement discipline (歐盟第 2018/1229 號施行細則)，全文網址：<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02018R1229-20210130>。歐盟之「施行細則(Delegated)」係歐盟法律架構的第 3 層位階，用於制定執行前 2 層法規之相關規定。

圖 4 – SDR 核心措施



二、SDR 影響

SDR 將影響所有於歐盟 CSD 辦理證券交割之市場參與者(market participants)，需特別注意的是，交易者的地理位置或國籍不限定於歐洲地區；亦即非歐盟區交易者(non-EU trading parties)在歐盟 CSD 進行交割之證券交易，仍受 SDR 規範。

歐盟證券交易之參與者必須採取相關措施，以確保在 ISD 完成交割，否則將自次一個營業日(ISD+1)起面臨現金罰款處罰，以及隨後的強制補購措施，或於補購不成功時之現金補償(cash compensation)。

三、SDR 適用範圍

(一) 金融工具

適用 SDR 之金融工具，需同時滿足下列三項條件：

1. 金融工具種類

- 可轉讓證券(如股權和債權工具-包括 ETF)

- 貨幣市場工具
- 受歐盟 UCITS¹⁴法規規範之共同基金
- 碳排放額度(emission allowances)

2. 上述金融工具經獲准可於歐盟交易所交易或由歐盟 CCP 進行結算，但主要交易所位於第三國之股票除外。

3. 透過歐盟內之任何一家 CSD¹⁵辦理交割。

(二) 交易類型

上述範圍內之金融工具，所有交易類型(如證券購買或出售、擔保品管理、證券借貸協議¹⁶、附買回協議¹⁷或其他交易等)，均適用現金罰款與強制補購措施；惟倘借貸協議及附買回協議等證券融資交易(Securities Financing Transactions, SFTs)之期限少於30個營業日(第二筆交易之 ISD 設定在第一筆交易之 ISD+30 以內)將不適用強制補購措施。

參、SDR 措施之實施要點

為了達到提高證券交割安全性與效率之目標，特別是跨境交易，SDR 統一歐盟區域內證券交割之時間和框架，本節將詳細說明一套「預防」及「解決」證券交易交割失敗之措施，通常稱之為「SDR 措施」。

一、預防交割失敗-交易額度分配及確認之要求

在 SDR 中納入「交割前」預防措施至關重要，交割前的紀律要求

¹⁴ 歐盟可轉讓證券集合投資計劃(Undertakings for Collective Investment in Transformable Securities)

¹⁵ 包括國際證券集中保管機構(International Central Securities Depository, ICSD)在內，如 Clearstream 及 Euroclear 等。

¹⁶ 證券借貸協議(Securities lending transactions)。

¹⁷ 附買回協議(Repurchase transactions)。

將提升交易預訂(booking)之效率、及時性和準確性。根據 CSDR 第 6 條第 2 項規定，投資公司¹⁸應採取措施限制交割失敗的次數，並應在 ISD 前及時與其專業客戶(professional clients)完成以下程序：

(一) 就雙方所交易之證券額度分配¹⁹進行即時溝通

(二) 對該證券之額度分配進行確認

(三) 對相關交易條件接受與否進行確認

另 SDR 施行細則第 2 條並規定上述投資公司的專業客戶得以電子方式發送書面之交易確認通知，通知之時限為交易日當天(T+0)或最遲於次一個營業日(T+1)歐洲中部時間(CET)中午 12 點前；而投資公司在收到客戶之書面通知後兩小時內，亦應發送其書面確認通知予客戶。其中書面交易確認通知的內容應包括(但不限於)：

- 交易類型²⁰之 ISO code
- 金融工具之國際證券識別碼(ISIN)
- 金融工具或現金之交付或接收
- 債務工具之面額，或其他金融工具之數量
- 金融工具之交易價格
- 交割幣別及交割金額
- 交易日期及預定交割日(ISD)
- 接收/交付金融工具或現金之參與者代碼(如 SWIFT code)

儘管法規中未訂定任何罰則或其他獎勵措施來敦促相關參與者遵守上述交易額度分配及確認之要求，然而交割前的確認動作將為證券交易能夠在 ISD 如期交割奠定基礎，進而降低面臨現金罰款

¹⁸ 指依據 MiFID II 授權之投資公司。

¹⁹ 在證券數量有限之情況下，即證券數量不足以滿足所有客戶之原始購買或出售需求時，通常需要進行額度分配(allocation)。

²⁰ 包括證券購買或出售、擔保品管理、證券借貸協議、附買回協議或其他交易等。

處罰與強制補購之機率。

二、預防交割失敗-交割指示配對及交割處理之要求

CSD 應建立一套程序，用以促進金融工具依約定於 ISD 完成交割，同時降低其參與者所面臨之交易對手風險及流動性風險，並減少交割失敗機率。

根據 SDR 施行細則第 5 至 10 條規定，要求 CSD 就交割指示配對及處理所應採取確保交易及時交割之措施如下：

- 即時配對：CSD 應為參與者提供全天候自動化、連續且即時之交割指示配對處理。
- 配對必要欄位要求：CSD 應要求參與者在其交割指示中提供配對必要欄位資訊，包括(但不限於)交割指示類型²¹、交易類型²²、交易日期、ISD、金融工具之 ISIN、金融工具之面額或數量、交易價格、交割幣別、交割金額，以及接收/交付金融工具或現金之參與者代碼等。
- 交割金額容忍誤差：對於不超過等值 10 萬歐元之交割金額，CSD 應將交割配對容忍誤差設定為 2 歐元；對於超過等值 10 萬歐元之交割金額，則應設定配對容忍誤差為 25 歐元。
- 取消機制：CSD 應設立雙邊取消機制，所有已配對交割指示，須交易雙方均發送取消指示後才可撤銷。
- 暫停(hold)及恢復(release)機制：CSD 應允許參與者將交割指示設定為暫停狀態，並可再設定為恢復狀態以允許交割。
- 自動循環(recycle)：CSD 應自動循環交割失敗之交割指示，直

²¹ 包括無款交割指示(free of payment)/同步付款交割指示(versus payment)/貨到付款交割指示(with payment)/付款交割指示(payment free of delivery)等。

²² 包括購買或出售證券、擔保品管理、證券借貸、附買回或其他交易等。

至該指示已交割或是雙邊取消為止。

- **部分交割**：CSD 應允許交割指示之部分交割，以提高交割效率。

三、交割失敗-監控與報告之要求

CSD 應監控並向其主管機關報告交割失敗交易之相關訊息，包括持續性交割失敗(consistently and systematically fail)參與者之資訊在內。

CSDR 第 7 條第 1 項規定，**CSD 應建立交割失敗監控系統**，並定期向主管機關及相關單位提供報告，說明交割失敗交易之數量與細節，以及包括 CSD 及其參與者所採取改善交割效率措施在內之相關資訊。CSD 每年應彙總報告，以不公開參與者之方式對外公告。而各主管機關亦應與歐洲證券及市場管理局(ESMA)分享交割失敗交易之資訊。

另根據 SDR 施行細則第 13 條規定，CSD 所建置之交割失敗監控系統應針對每項交割失敗交易，收集以下資訊：

- 在 CSD 可獲得之資訊基礎下，該交易交割失敗的原因；
- 任何致使金融工具或現金款項無法完成交割之交割限制，如金融工具或現金款項之保留或凍結等；
- 交割失敗之金融工具種類²³、交易類型²⁴，以及交割指示類型²⁵；
- 交割失敗金融工具之交易地點和結算地點；
- 交割失敗交易係屬 CSD 內部交割指示，或是跨 CSD 交割指示；
- 交割失敗交易之證券帳戶類型，係為參與者自有帳戶、參與

²³ 包括可轉帳證券(如股權和債權工具-包括 ETF)、貨幣市場工具、碳排放額度(emission allowances)等。

²⁴ 包括證券購買或出售、擔保品管理、證券借貸協議、附買回協議或其他交易等。

²⁵ 包括無款交割指示(free of payment)/同步付款交割指示(versus payment)/貨到付款交割指示(with payment)/付款交割指示(payment free of delivery)等。

者個別客戶帳戶，或是參與者綜合客戶帳戶；

- 交割失敗指示所使用之幣別。

CSD 應以「月」為基礎(次月第 5 個營業日前)向主管機關提交「交割失敗報告」，內容除上述交割失敗資訊外，亦包括交割失敗率²⁶最高的十個參與者資訊；或依主管機關之要求不定時提供有關交割失敗交易之補充資料。

另關於「持續性交割失敗參與者²⁷」，CSDR 規定對於參與者持續發生未能於 ISD 完成交割之情況時，得給予其說明的機會，屬情節重大者，得處以暫停交易之處分。CSD、CCP 和交易所應就該參與者無法於 ISD 完成交割之事件對外公告，惟不得涉及參與者資料，且亦應立即通知所屬主管機關；而主管機關於收到通知後，亦應通知相關單位。

四、解決交割失敗-現金罰款

CSDR 第 7 條第 2 項規定，所有在 ISD 之後仍未能交割之交易，自 ISD 起至強制補購流程結束止(但不超過實際完成交割日)，應每(營業)日計算現金罰款。

(一) 現金罰款種類可分為以下二種：

- 配對延遲罰款(Late Matching Fail Penalty, LMFP)：
適用於在 ISD 之後始配對之交割指示。
- 交割延遲罰款(Settlement Fail Penalty, SEFP)：
適用於已達 ISD 而未能交割(包括暫停狀態)之已配對交割指示。

²⁶ 交割失敗率之計算公式將以 CSD 參與者之法人機構識別碼(Legal Entity Identifier, LEI)為基礎，將未能在 ISD 交割(包括延遲配對指示)之所有已配對指示之數量(或金額)加總，除以已交割指示之總數(或總金額)。

²⁷ 當 CSD 參與者之交割效率(至少)低於該證券交割系統設定之交割效率之 15%時，將被視為持續性交割失敗。

(二) 現金罰款計算方式

現金罰款應由進行交割之 CSD 計算，並依據金融工具種類、流動性及交易市場之不同而採用不同的計算費率。歐洲證券及市場管理局(ESMA)公告之現金罰款費率如表 1，另歐洲證券集保機構協會(ECSDA)就各類型交割指示所適用之現金罰款計算公式彙整如表 2。

配對延遲罰款(LMFP)與交割延遲罰款(SEFP)皆遵循相同的計算公式，唯一的區別是應支付配對延遲罰款(LMFP)之交易失敗方(failing trading party)為最晚提出交割指示者；而應支付交割延遲罰款(SEFP)之交易失敗方則係未能如期交付證券和/或現金款項者。

配對延遲罰款(LMFP)金額係自 ISD 起算至完成配對當日止，每個營業日逐日累計²⁸；而交割延遲罰款(SEFP)金額應自 ISD 或完成配對日²⁹起算至該交割指示完成交割或取消當日止，每個營業日逐日計算³⁰。

至於完成配對當日是否列入配對延遲罰款(LMFP)計算，則視當日交割指示完成配對之時點是否仍可進行交割(如圖 5)而定：

- 若當日完成配對之時點仍可進行交割(即在交割截止時間前完成配對)，則該日不列入配對延遲罰款(LMFP)計算，但計入交割延遲罰款(SEFP)中³¹；
- 若完成配對時點已超過當日交割截止時間而無法進行交割時，該日則列入配對延遲罰款(LMFP)計算。

²⁸ CSD 僅在完成配對後次一個營業日發送 1 筆 LMFP 報告(金額依天數計算累計)。

²⁹ 適用於交割指示未能於 ISD 前完成配對之情況。

³⁰ CSD 將於起算日之次一個營業日發送 SEFP 報告；交割延遲 N 天，將發送 N 筆 SEFP 報告。

³¹ 若交割指示未在完成配對當日交割(即該交割指示是在截止時間前完成配對，有可能於當日完成交割)，則必須再額外計算 SEFP 罰款。

表 1 – 現金罰款費率

交割失敗類型	費率
1. 因 缺乏 具有歐盟第 600/2014 號條例(MiFIR) ³² 第 2(1)(17)條第(b)項所指的 流動性市場交易之股票 (不包括第 3 點所指之股票)而導致之交割失敗。	→ 1.0 basis point ³³
2. 因 缺乏不具 有歐盟第 600/2014 號條例(MiFIR)第 2(1)(17)條第(b)項所指的 流動性市場交易之股票 (不包括第 3 點所指之股票)而導致之交割失敗。	→ 0.5 basis point
3. 因 缺乏在中小企業(SME)成長型市場交易之金融工具 (不包括第 6 點所指之債務工具)而導致之交割失敗。	→ 0.25 basis point
4. 因 缺乏 由下列機構發行或擔保之 債務工具 而導致之交割失敗： (1) 歐盟第 2014/65/EU 指令(MiFID II)第 4(1)(60)條定義之主權發行人 (2) 第三國主權發行人 (3) 地方政府機關 (4) 中央銀行 (5) 歐盟第 575/2013 號條例 ³⁴ 第 117(1)條第二款和第 117(2)條中提及之任何多邊開發銀行 (6) 歐洲金融穩定基金(European Financial Stability Facility)或歐洲穩定機制(European Stability Mechanism)	→ 0.10 basis point
5. 因 缺乏 第 4 點和第 6 點以外之 其他債務工具 而導致之交割失敗。	→ 0.2 basis point
6. 因 缺乏在中小企業(SME)成長型市場 ³⁵ 交易之債務工具 而導致之交割失敗。	→ 0.15 basis point
7. 因 缺乏 第 1 點至第 6 點未涵蓋之 其他所有金融工具 而導致之交割失敗。	→ 0.5 basis point
8. 因 缺乏現金款項 而導致之交割失敗。	→ 各幣別中央銀行官方公告之隔夜拆款利率，下限為 0。

備註：1. 資料來源：歐盟第 2017/389 號施行細則³⁶之附錄。

2. 本適用費率將由 ESMA 更新並發布。

³² 歐盟金融市場法規(MiFIR), Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 (歐盟第 600/2014 號條例)。

全文網址: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0600-20210626#B-9>

³³ 1 basis point = 0.01%。

³⁴ Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and amending Regulation (EU) No 648/2012 (歐盟第 575/2013 號條例)。

全文網頁: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02013R0575-20210930>

³⁵ 目前已獲授權之中小企業(SME)成長型市場清單，可於 ESMA 網站查詢：

https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg

³⁶ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/389 of 11 November 2016 supplementing Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council as regards the parameters for the calculation of cash penalties for settlement fails and the operations of CSDs in host Member States.

全文網址: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0389>

表 2 – 現金罰款計算公式

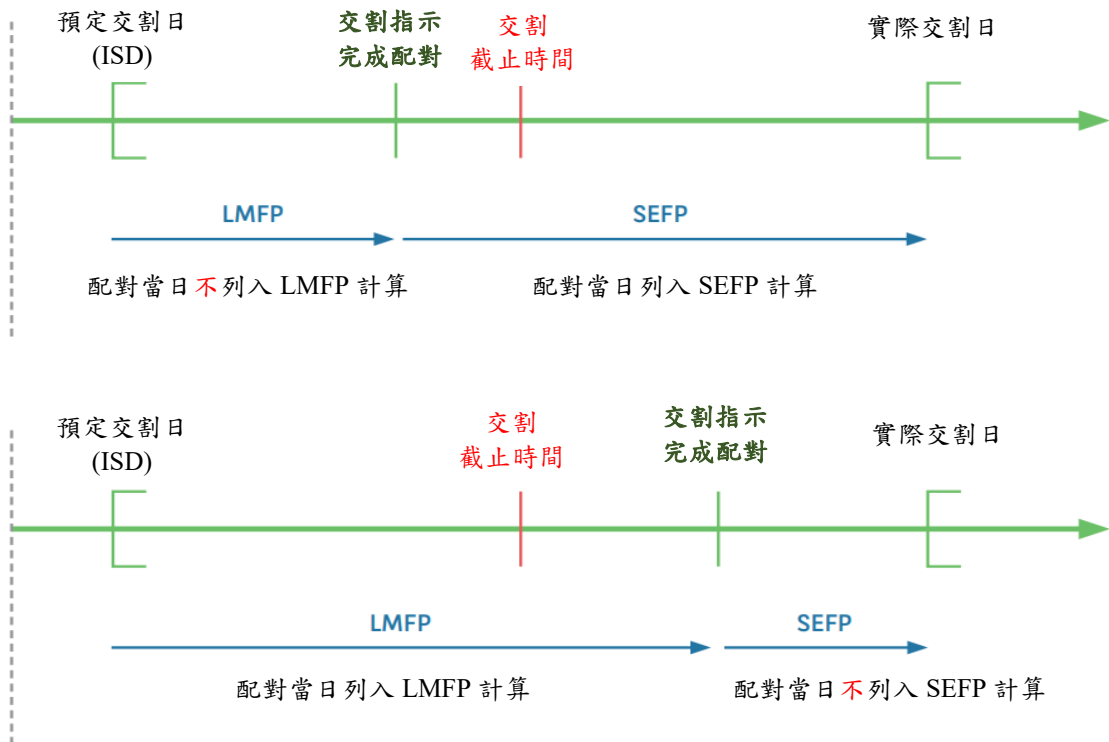
交割指示類型	原因	SEFP 計算公式	罰款支付
Delivering versus Payment (DVP) Delivering Free of Payment (DFP) Receiving Free of Payment (RFP)	缺券	根據未能交割之證券數量及相關資產類型之證券罰款費率進行計算 = 證券罰款費率×參考價格×數量	由證券交付方支付
Receiving versus Payment (RVP)	缺款	根據未能交割之證券數量和相關貨幣之貼現率進行計算 = (貨幣貼現率/360)×參考價格×數量	由款項交付方支付
Debiting Payment Free of Delivery (DPFOD) Crediting Payment Free of Delivery (CPFOD)	缺款	根據未能交付之現金款項金額及相關貨幣之貼現率進行計算 = (貨幣貼現率/360)×金額	由款項交付方支付
Delivering with Payment (DWP) Receiving with Payment (RWP)	缺券 + 缺款	罰款金額為下列 2 項之加總： 1. 根據未能交割之證券數量及相關資產類型之證券罰款費率進行計算之罰款 2. 根據未能交付之現金款項金額及相關貨幣之貼現率進行計算之罰款 = 證券罰款費率×參考價格×數量 + (貨幣貼現率/360)×金額	雙方都將被處以 SEFP 罰款（即證券交付方支付”缺券”罰款，而款項交付方支付”缺款”罰款）

備註：1. 資料來源：ECSDA CSDR Penalties Framework

2. 若因交割指示”暫停”而導致交割失敗，該暫停指示亦視為失敗指示，適用上述公式。

3. 參考價格(Reference price): 金融工具於交割失敗當日之市場價格(優先考慮與該金融工具最相關/流動性最相似市場之收盤價)。

圖 5 - 配對延遲罰款(LMFP)天數計算



◆ 現金罰款計算範例 (LMFP 與 SEFP 皆遵循相同的計算公式)

1. Failing DVP or DFP settlement instruction (SEFP) – 缺券

交易「SME 成長型市場」之流動性(或非流動性)股票 5,000 股，賣方因缺券而遲至 ISD+2 始完成交割。參考價格 Day 1 = 25 EUR、Day 2 = 27 EUR。

SEFP = 證券罰款費率 × 參考價格 × 數量

Fail Day 1: $0.25 \text{ basis points} * 25 * 5,000$
 $= 0.0025\% * 125,000 \text{ EUR}$
 $= 3.13 \text{ EUR}$

Fail Day 2: $0.25 \text{ basis points} * 27 * 5,000$
 $= 0.0025\% * 135,000 \text{ EUR}$
 $= 3.38 \text{ EUR}$

SEFP總額 = $3.13 \text{ EUR} + 3.38 \text{ EUR}$
 $= 6.51 \text{ EUR}$ (應由證券交付方支付)

2. Failing RVP settlement instruction (SEFP) – 缺款

交易流動性(或非流動性)股票5,000股，買方因缺款而遲至ISD+2始完成交割。參考價格Day 1 = 25 EUR、Day 2 = 27 EUR；ECB公告之EUR隔夜拆款利率(marginal lending facility rate) = 0.25%。

SEFP=(貨幣貼現率/360)×參考價格×數量

Fail Day 1: $(0.25\% / 360) * 25 * 5,000$
 $= 0.0006944444 \% * 125,000 \text{ EUR}$
 $= 0.87 \text{ EUR}$

Fail Day 2: $(0.25\% / 360) * 27 * 5,000$
 $= 0.0006944444 \% * 135,000 \text{ EUR}$
 $= 0.94 \text{ EUR}$

SEFP總額 = 0.87 EUR + 0.94 EUR
 $= 1.81 \text{ EUR (應由款項交付方支付)}$

(三) 現金罰款日曆及報告

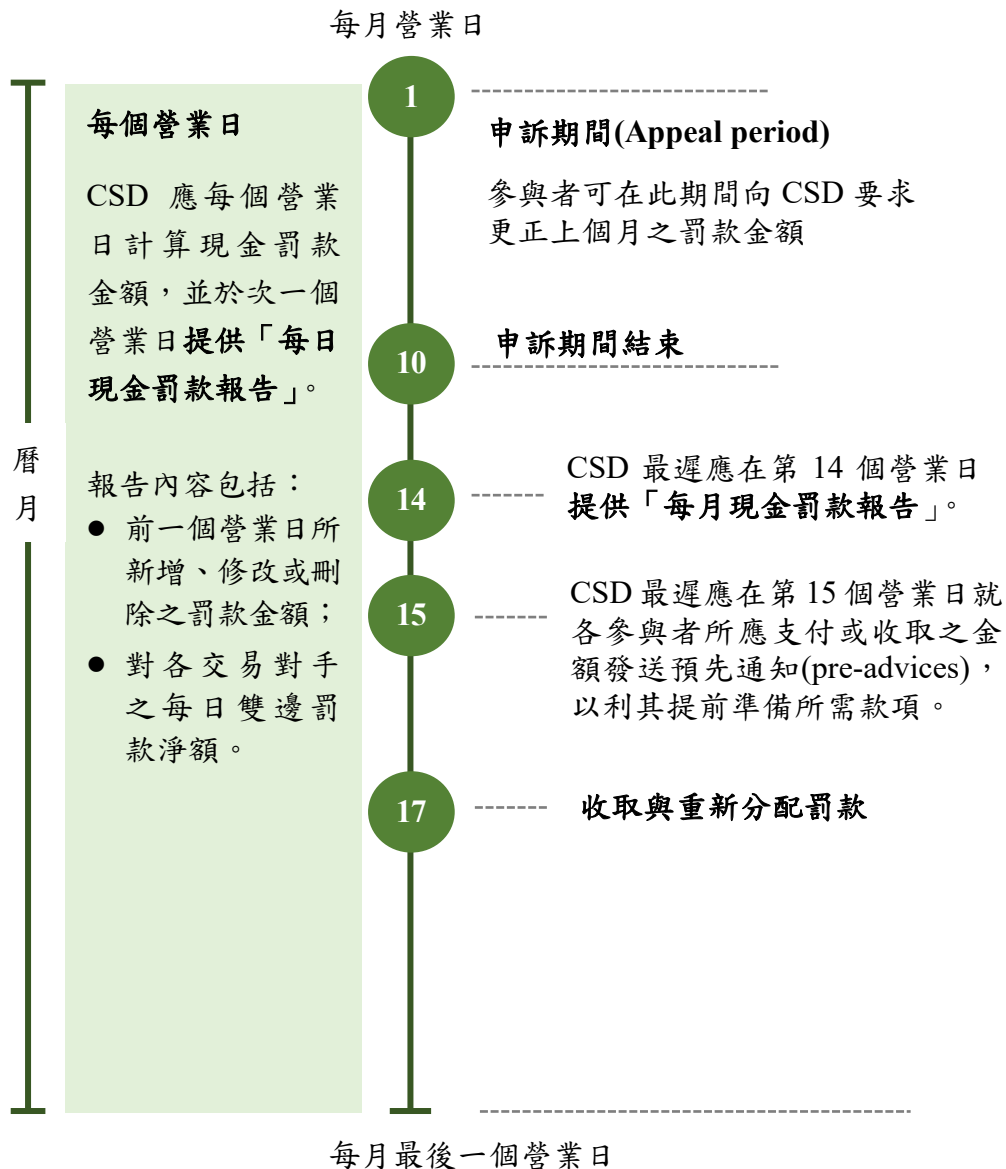
現金罰款金額由進行交割之CSD逐日計算，並以「月」為基礎收取並重新分配現金罰款。CSD亦應提供「現金罰款報告」通知各參與者。

圖6為歐洲證券集保機構協會(ECSDA)於「CSDR 現金罰款操作指南」所建議之「現金罰款日曆」，提供市場參與者作為了解各時點所應採取相關行動與步驟之參考。

1. 現金罰款報告

CSD應提供每日現金罰款報告(Daily penalties report)及每月現金罰款報告(Monthly penalties report)通知各參與者。

圖 6 - 現金罰款日曆



每日現金罰款報告為每個營業日提供，內容包括(1)前一個營業日所新增、修改或刪除之罰款金額；(2)對各交易對手之每日雙邊罰款淨額(daily bilateral net amounts)。其中，交割延遲罰款(SEFP)報告將自罰款起算日的次一個營業日起，至交割指示完成交割或取消止，每個營業日逐日提供；而配對延遲罰款(LMFP)報告僅在交割指示完成配對後的次一個營業日發送 1 次，金額將依天數計算累計。

每月現金罰款報告最遲應在次月第 14 個營業日提供，內容包括(1)參與者上個月罰款總額(即上個月各營業日之累計罰款金額)；(2)按各幣別及各交易對手分別統計參與者所應支付或收取之雙邊罰款淨額，以及(3)參與者當月所應支付或收取之款項淨額(global net amount)³⁷。

另為促進日常現金罰款報告發送與使用之便利性，SWIFT 於 2019 年 11 月對現行 ISO15022 電文之 MT537 (Statement of transactions)和 MT548 (Securities Settlement Status Advice)進行改編，透過新增一個特定的"PENA"序列(sequence)來涵蓋與罰款報告有關的資訊³⁸。

2. 申訴期間

CSD 應為其參與者提供一個專門的申訴期間。參與者對各項現金罰款金額計算之疑慮，可在當月的任何營業日提出申訴，直至(包括)次月第 10 個營業日止。當 CSD 接受申訴並對現金罰款金額進行變更時，應在次一個營業日發送更正報告。

3. 每月收取及重新分配

CSD 應至少以「月」為基礎向造成交割失敗之交易失敗方收取現金罰款，以便分配給受交割失敗影響之交易接收方(Receiving trading party)。現金罰款不得做為 CSD 的收入來源之一。

CSD 應在第 15 個營業日(最晚不可晚於第 17 個營業日)就各參與者所應支付或收取之金額發送預先通知(pre-advice)，以利其提前準備所需款項。

³⁷ 該款項淨額(global net amount)可於每月現金罰款報告中提供予參與者，或另以發送預先通知(pre-advice)方式通知參與者。

³⁸ 惟 MT548 僅可用於報告每日罰款，而不能用於每月彙總報告。

在次月第 17 個營業日，CSD(及其參與者)將執行現金罰款之收付款流程，收取並在參與者之間重新分配現金罰款。

◆ 由 CCP 結算交易之現金罰款收取與分配

根據 SDR 施行細則第 19 條規定，對於由 CCP 結算之交易，其現金罰款之收取及分配將由 CCP 辦理；惟 CSD 仍應就 CCP 所提供之未完成交割指示計算現金罰款，並提供計算結果予 CCP，以利 CCP 執行收款及重分配作業。另 CCP 亦應每月將其收取及重新分配現金罰款之情形通知 CSD。

五、解決交割失敗-強制補購

CSDR 第 7 條第 3 至 5 項規定，若證券交易之賣方未於 ISD 後的特定期限(稱為延長期，Extension period)內將金融工具交付予證券交易之買方，將啟動強制補購流程。不同金融工具之延長期限定義如下：

- 流動性市場之股票，延長期為 4 個營業日；
- 流動性市場之非股票金融工具，延長期為 7 個營業日；
- 中小企業(SEM)成長型市場之金融工具，延長期應為 15 個營業日，除非該等 SME 成長型市場決定採用較短的期限。

例外情形：對於由多筆交易(如證券借貸或附買回協議)組成之操作，若操作時限太短(第二筆交易之 ISD 設定在第一筆交易之 ISD+30 以內)致使補購流程效力不彰，則不適用補購流程。

強制補購流程將由交易買方啟動與管理(由 CCP 結算的交易，則由 CCP 擔任交易買方之角色，由其啟動並管理補購流程)；在啟動補購流程前應先確認該交易符合下列 3 項條件：

- 交割指示需在 CSD 或 ICSD 完成配對；

- 交割失敗原因為缺券和/或交割指示設於”暫停”狀態；
- 評估補購之可能性：(1)金融工具仍然存在並且有資格進行交易，以及(2)交易賣方不得進入破產程序。

(一) 經評估不適用補購程序之交易

當失敗交易不適用補購程序時，交易買方應將評估結果通知交易賣方，交易賣方則應對交易買方支付現金補償(由 CCP 結算的交易，應由 CCP 將評估結果通知其買賣雙方會員，並由 CCP 負責收取並分配現金補償)。

現金補償之支付時間不得晚於延長期限結束後的第 2 個營業日。當現金補償支付完成後，原始失敗交易則應取消。

(二) 經評估適用補購程序之交易

適用補購程序之交易，應依表 3 所列之時程辦理補購作業。交易買方需在延長期限屆滿後的次一個營業日指定補購代理機構(buy-in agent)啟動補購流程，並應通知交易賣方。

表 3 - 補購作業時程

金融工具/ 金融市場	交割期限	延長期	補購期	遞延期
流動性市場之 股票	T+2	ISD 後 4 個營業日	延長期後 4 個營業日	補購期後 4 個營業日
流動性市場之 非股票金融工具	T+2	ISD 後 7 個營業日	延長期後 7 個營業日	補購期後 7 個營業日
SME 成長型市 場之金融工具	T+2	ISD 後 15 個營業日	延長期後 7 個營業日	補購期後 7 個營業日

交易賣方在收到補購通知後，應確保原始交割失敗之交易已設定為”暫停”狀態；並只有在事先取得 buy-in agent 同意的情況下，

才能將金融工具交付給 buy-in agent³⁹。

補購成功時，buy-in agent 應通知交易買方，並提供所補購金融工具之數量及價格等資訊，而交易買方亦應接受並支付所補購之金融工具。在 buy-in agent 對交易買方交付所補購金融工具當日，交易雙方應(1)取消原始交割失敗之交割指示；(2)對未交割之金融工具發送新的交割指示(當補購僅部分成功時)。

關於補購結果，交易買方最遲應在補購期限的最後一個營業日將補購結果通知交易賣方與相關 CSD。不同金融工具之補購期限(金融工具之交付時限)定義如下：

- 流動性市場之股票，延長期後 4 個營業日；
- 流動性市場之非股票金融工具，延長期後 7 個營業日；
- 中小企業(SEM)成長型市場之金融工具，延長期後 7 個營業日。

此外，依據歐盟 CSDR 第 7 條第 7 項規定，如果補購失敗，交易買方可選擇接受現金補償，或是將補購推遲至遞延期再執行，但以遞延一次為限。不同金融工具之遞延期限與上述補購期限相同。

當補購延後至遞延期再執行時，交易買方最遲應在遞延期的最後一個營業日將延期補購之結果通知交易賣方與相關 CSD。

當補購/延期補購失敗或僅部分成功時，交易賣方應就交易失敗部分對交易買方支付現金補償。現金補償之支付時間不得晚於補購流程或遞延期限結束後的第 2 個營業日。當現金補償支付完成後，原始失敗交易則應取消。

³⁹ 在收到補購通知之前，交易賣方仍可直接交付金融工具予交易買方。

(三) 現金補償及補購費用

1. 現金補償

根據 SDR 施行細則第 32 條規定，現金補償計算方式如下：

- 對於付款交割指示(settlement instructions against payment)：
「支付現金補償的前一個營業日相關金融工具之市場價值 (market value)⁴⁰」減「交割失敗指示中之交割金額」之差額。
- 對於無款交割指示(settlement instructions free of payment)：
「支付現金補償的前一個營業日相關金融工具之市場價值」減「該等金融工具在交易當天之市場價值」之差額。

2. 補購價差

若金融工具之補購價格高於交易約定價格，則交易賣方應對交易買方支付該將價差。若金融工具之補購價格低於交易約定價格，交易買方將無須另外退款予交易賣方。價差支付時間不得晚於該等金融工具完成補購交付後的第 2 個營業日。

肆、SDR 實施後之新交割週期

對於許多參與者來說，為了滿足 SDR 的要求，相關營運、交易及風險管理流程皆需重新檢視及加強；尤其是證券部門，每個營業日之工作內容可能因而改變。本節將以新交割週期時間表(如表 4)就各參與者在 SDR 實施後應採配合措施，進行重點說明如下。

⁴⁰ 優先考慮與該金融工具最相關/流動性最相似市場之收盤價。

表 4 - SDR 實施後之新交割週期

	T	交易日(T) 投資公司及其客戶必須遵守 CSDR 第 6 條關於交易額度分配及確認之規定。
	T+1	交易日後至預定交割日(ISD) 1. 交割指示應確保即時配對。 2. 交割指示內容應包含 CSD 執行 SDR 措施所要求之所有要項(必要欄位)。 3. 積極主動的庫存管理，包括跨帳戶與跨 CSD 之重新整合，是提高交割效率的關鍵。
預定交割日(ISD) 1. 在 ISD 之後始完成配對之交易 2. 已達 ISD 而未能完成交割(包括暫停狀態)之已配對交易將適用現金罰款規定。	ISD	
延長期定義為： ● 流動性市場之股票 - 4 個營業日 ● 流動性市場之非股票金融工具 - 7 個營業日 ● 中小企業(SEM)成長型市場之金融工具 - 15 個營業日，除非該等 SME 成長市場決定採用較短的期限。	延長期	交割失敗現金罰款開始適用 1. 在此期間，任何交割失敗的交易將持續計算每日現金罰款。 2. 在延長期的最後 1 個營業日，交易買方必須接受部分交割。 3. 部分交割是降低全額補購風險的關鍵。
補購期限(金融工具交付的時限)定義為： ● 流動性市場之股票 - 延長期後 4 個營業日 ● 流動性市場之非股票金融工具 - 延長期後 7 個營業日 ● 在中小企業(SEM)成長型市場上交易之金融工具 - 延長期後 7 個營業日	補購期	強制補購開始適用 1. 在延長期結束時，交易買方必須評估補購之可能性。 2. 若補購無法執行，交易買方應要求交易賣方支付現金補償。若適用補購程序，交易買方需在延長期屆滿後的次一個營業日，透過指定 buy-in agent 來啟動補購流程。 3. 關於補購結果，交易買方應通知交易賣方及相關 CSD。 4. 若補購不成功或僅部分成功，則交易買方應決定是否將補購推遲至遞延期再執行或是接受現金補償。
現金補償(在補購期限後) 不同金融工具之遞延期限天數與上述補購期限之說明相同	遞延期	遞延期(Deferral Period)(自由選擇) 若補購不成功或僅部分成功，交易買方可以決定將補購期限延後至 4 至 7 個營業日(取決於金融工具種類)。
現金補償(在遞延期限後)	遞延期+2	

一、交易日起至預期交割日(ISD)

- 交易額度分配之確認應在交易日(T+0)或次一個營業日(T+1)中午 12 點(CET)前發送，內容應包括交易類型、金融工具數量/價格等交易資訊。而投資公司之確認通知則應在收到客戶書面通知後兩小時內發出。
- CSD 應確保交割指示即時配對；必要欄位之預先配對，將有助於提升如期交割之機率。
- 交易雙方積極主動的庫存管理，包括跨境部位之確認與重新調整，以及短缺部位之調度安排，是提高交割效率的重要步驟。

二、預定交割日(ISD)起至延長期(Extension Period)

交割失敗現金罰款開始適用

- 所有已配對(在 ISD 之前、當日或之後)且未能在 ISD 當日或之後完成交割(包括暫停狀態)之交割指示，將受到現金罰款處罰。
- 交易交付方應密切監控其交割失敗的交易，在此階段應積極進行借貸或辦理部分交割等作業。
- 中後台團隊應該與其交易部門聯繫，提供相關協助及評估交易證券補購之可能性。
- 在延長期的最後一個營業日，應盡一切努力在收盤前解決交割失敗問題，因為任何未交割交易將於次日啟動強制補購流程。

三、補購期(Buy-in Period)起至交易結束(完成交割或現金補償)

評估補購可能性及指定 buy-in agent

- 交易買方應確認交易之金融工具是否仍然存在，以及交易賣方是否受到破產程序之影響，以評估是否可以進行補購流程(對於

由 CCP 結算之交易，將由 CCP 評估補購可能性)。

- 若補購無法執行，將透過現金補償解決交割失敗。
- 若適用補購程序，交易買方需在延長期屆滿後的次一個營業日指定 buy-in agent 進行補購作業，並應通知交易賣方(由 CCP 結算之交易，則由 CCP 發起競價拍賣(auction)或指定 buy-in agent 辦理補購作業)。
- 交易賣方在收到補購通知後，應確保原始交割失敗之交易已設定為”暫停”狀態。

補購執行結果

- 交易買方應在補購限期的最後一個營業日將補購結果通知交易賣方及相關 CSD，不得無故拖延。
- 對於由 CCP 結算之交易，CCP 應在補購限期的最後一個營業日將補購結果通知其交易雙方會員與相關 CSD。
- 補購交易成功交割後，應取消其原始失敗交割指示。
- 若補購失敗或僅部分成功，交易買方可以決定是否延期補購或獲得現金補償。
- 當補購延後至遞延期再執行時，交易買方應在遞延期的最後一個營業日將延期補購之結果通知交易賣方及相關 CSD。

現金補償

- 發生於補購無法執行，以及補購失敗或部份成功時。
- 交易賣方支付交易買方之現金補償時間，不得晚於延長期限/補購期限/遞延期限結束後的第 2 個營業日。由 CCP 結算之交易，現金補償將由 CCP 負責收取並分配。

- 當現金補償支付完成後，原始失敗交易之交割指示應取消。

伍、總結

CSDR 係歐盟當前金融業之重要法規，它重塑歐洲證券交割規則，並對 CSD 建立了包括授權許可、風險控管及帳簿架構(如帳戶隔離)等嚴格之監理制度。此外，該法規還推出新的 SDR 制度，要求所有證券交易均需有預防和解決交割失敗的措施，同時制定了交割失敗監控、交割失敗現金罰款和強制補購流程的標準。

SDR 同時考量證券交易及交易後之交割作業，不良的表現(performance)和不佳的紀律，無論是自上而下還是自下而上，都可能對組織造成昂貴的代價。雖然 SDR 執行起來很複雜，但目標卻非常簡單，期望交易雙方在完善的配套措施下，可於 ISD 及時完成交割；若交割表現不佳，則有現金罰款處罰和交易層面的強制補購。從交易預訂(booking)開始到及時準確的交易額度分配、確認、交割及庫存管理，前台、中台和後台都將受到影響。為避免受到交割失敗現金罰款處罰，以及其後的強制補購，預防措施將至關重要。

儘管強制補購措施仍有較大爭議，在金融業和市場協會的倡導及歐洲證券及市場管理局(ESMA)的建議下，歐盟立法者同意延後實施，惟 SDR 其他措施已如期於本年 2 月 1 日正式生效。該制度生效後，市場關注的焦點將落在交割失敗現金罰款之監控、報告、收取與分配上；其中第 1 份「交割失敗報告」預計於本年 3 月 7 日提交予主管機關，而第 1 筆現金罰款將於本年 3 月 23 日收取並分配。由於該制度相關執行細節係委由歐洲證券及市場管理局(ESMA)訂定，其實施後市場各參與者之反饋意見，以及實施後對市場之具體影響，將值得繼續關注。

此外，關於強制補購措施，目前市場上對現行強制補購措施之適用範圍與流程仍存重大歧異，一般認為該措施之設計架構存在許多關鍵的缺陷，將對歐盟固定收益證券市場的流動性和運作造成嚴重損害，增加證券發行人及投資者的成本，並使歐盟金融機構處於競爭劣勢。因此市場參與者及市場相關協會長期反對在固定收益證券市場實施強制補購措施，並主張將補購措施修改為交易買方可自由選擇之權利，而非強制性義務。

儘管市場專家預測強制補購措施可能會推遲 2 至 3 年實施，但交易買方仍應就該措施之實施做好準備；市場參與者亦建議未來 CSDR 之審查應從根本上重新思考強制補購機制，以為歐洲資本市場建立一個更適當的制度，預期這將會是另一個漫長的過程，後續情況發展仍需觀察。

參考文獻

1. BNP PARIBAS (2020), “2nd edition CSDR handbook – Settlement Discipline”
2. Deutsche Bank (2019), “CSDR: Settlement discipline regime client toolkit”
3. ECSDA (2021), “ECSDA CSDR Settlement Fails Penalties Framework”
4. HSBC (2020), “Central Securities Depositories Regulation - Impacts on the buy-side ”
5. Standard Chartered (2020), “CENTRAL SECURITIES DEPOSITORIES REGULATION - THE SETTLEMENT DISCIPLINE REGIME”
6. VP SECURITIES (2021), “CSDR Settlement Discipline - A guide to the implementation and impact on market participants”
7. REGULATION (EU) No 909/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories
8. COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2018/1229 of 25 May 2018 supplementing Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on settlement discipline
9. 臺灣集中保管結算所 (2016), “歐盟集保法制改革對集保結算所的機會與挑戰”
10. 集保雙月刊第 220 期 (2015), “歐盟證券交割及集保條例(CSDR)概要”