

我國開放比特幣現貨 ETF 之 可行性探討 ——參考美國、香港立法例

吳許黃捷*

要 目

- | | |
|-------------------------|---------------------------------------|
| 壹、前言及問題說明 | 三、美國 SEC 核准比特幣期貨 ETF |
| 貳、比特幣的法律性質 | 四、Grayscale Investments, LLC v. SEC 案 |
| 一、比特幣是否為銀行法之「款項」或「資金」 | 五、美國 SEC 委員的不同意見書 |
| 二、比特幣是否為期貨或選擇權標的 | 六、未來面臨的問題 |
| 三、比特幣是否為證券交易法有價證券 | 伍、香港比特幣 ETF 之發展 |
| 四、小結 | 一、「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」 |
| 參、我國 ETF 概況 | 二、「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」 |
| 一、我國 ETF 之定義 | 陸、將來我國如開放比特幣現貨 ETF 相關法令修正問題 |
| 二、證券投資信託 ETF | 一、比特幣現貨 ETF 是否屬於證券交易法有價證券 |
| 三、境外 ETF | 二、增訂臺灣證券交易所與比特幣相關市場監控共享協定 |
| 四、期貨信託 ETF | |
| 肆、美國比特幣 ETF 之發展 | |
| 一、美國 ETF 之定義 | |
| 二、美國 SEC Winklevoss 的命令 | |

投稿日期：113 年 8 月 26 日；接受刊登日期：113 年 11 月 20 日

* 中原大學財經法律學系助理教授，輔仁大學法學博士。本文感謝審查委員的寶貴意見。

- | | |
|-----------------------|------------------|
| 三、增訂針對比特幣交易所的相關規定 | 六、增訂妥善保管客戶資產相關規定 |
| 四、增訂證券投資信託事業及專業人員相關規定 | 七、增訂風險預告及評估客戶狀況 |
| 五、增訂投資策略及交易方式 | 八、其他相關問題 |
| 柒、結語 | |

關鍵字：比特幣、比特幣現貨 ETF、比特幣期貨 ETF、證券投資信託 ETF、ETF、證券投資信託基金、虛擬資產

中原財經法學

壹、前言及問題說明

2024 年的 1 月，美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC) (以下簡稱美國 SEC)，核准 11 家公司比特幣現貨 Exchange Traded Fund (以下簡稱 ETF¹)，包括貝萊德 (BlackRock)、富達投資 (Fidelity Investments) 和富蘭克林坦伯頓 (Franklin Templeton) 等²。2024 年的 7 月，於比特幣現貨 ETF 上市半年後，以太坊現貨 ETF 也獲得美國 SEC 核准上市³。而在香港，香港證券及期貨事務監察委員會 (以下簡稱香港證監會) 於 2023 年 12 月 22 日發布「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」(Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual

¹ 我國的指數股票型基金 (ETF)，依證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 1 項及第 2 項規定：「指數股票型基金指以追蹤、模擬或複製標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之基金。前項標的指數之成分證券包括股票、債券及其他經本會核准之有價證券。標的指數成分證券同時包括股票及債券者，指數編製規則應明定各類成分證券配置比例，並於指數名稱標明平衡字樣。」

² 樂羽嘉，美國批准比特幣現貨 ETF，投資人該知道哪些事？，天下雜誌，2024 年 1 月 11 日，<https://www.cw.com.tw/article/5128935> (2024/07/30，造訪)。

Kyle Torpey, *Spot Bitcoin ETFs Are Approved by SEC, Cleared To Start Trading Thursday*, Investopedia (Jan.10, 2024), <https://www.investopedia.com/spot-bitcoin-etfs-are-approved-by-sec-cleared-to-start-trading-thursday-8357670> (last visited Jul. 30, 2024).

³ 黃偉柏，以太幣現貨 ETF 來了！首批 5 檔今日掛牌交易，Newtalk 新聞，2024 年 7 月 23 日，<https://newtalk.tw/news/view/2024-07-23/929238> (2024/07/23，造訪)。

assets) ⁴，及「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」⁵。

我國金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）是否也要跟進核准比特幣現貨 ETF？是當前重要的課題，這會涉及到比特幣現貨 ETF 相關問題的討論，我國若開放比特幣現貨 ETF，相關法令可能也要進行增訂或修正。此等問題包括：比特幣的法律性質為何？比特幣現貨 ETF 是否屬於證券交易法的有價證券？參考國外立法例（美國及香港）的制度 ⁶，是否有我國可以參考的地方？比特幣相關市場能否向證券交易所提供監控的資訊及正確的數據？雙方是否要簽訂相關契約？目前我國證券投資信託事業是否具備專業人才以進行發行管理比特幣現貨 ETF，相關的法令是否要增訂或修正？目前 ETF 的保管機構是否有能力安全地保管比特幣？銷售機構除了風險告知外，是否要評估投資人的比特幣知識，以及評估客戶的風險承受能力等問題，都值得去探討。

貳、比特幣的法律性質

2008 年全球金融海嘯後，人們對於大型金融業者的金融中介體制產生質疑，一名稱之「中本聰」(Satoshi Nakamoto) 者，提出一種基於區塊鏈的電子支付系統，可匿名、不受任何中心化機構控制且無須透過中介機構，即可實現點對點的交易，跳脫傳統金

⁴ 有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函，香港證監會，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=23EC65>（2023/12/22，最後更新日）。

⁵ 有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函，香港證監會，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=23EC67>（2023/12/22，最後更新日）。

⁶ 因美國 SEC 的相關命令及判決有針對開放比特幣現貨 ETF 之議題作討論，香港針對此議題的規範相當的完整，因此，本文將參考美國及香港的立法例。

融中介的框架，所創造的虛擬資產⁷。是以電磁紀錄之形式存在於網際網路上的區塊鏈（blockchain），即所謂「分散式記帳技術」（Distributed Ledger Technology, DLT），是一種依密碼學（cryptography）與密碼（code）的原理運作的「記帳」新技術⁸。

比特幣目前並非法定貨幣，所謂的「貨幣」，依據中央銀行法第 13 條的規定⁹，有學者認為該規定在界定中央銀行發行的貨幣為「國幣」，以及其法律效力，然未精確定義何謂「貨幣」，而條文中「對境內一切支付具有法償效力」，應係指債務人得以「國幣」清償境內所生之一切金錢債務¹⁰。中央銀行與金管會於 2013 年 12 月，表示比特幣不是貨幣，而屬於高度投機之數位「虛擬商品」¹¹，而其否定比特幣「貨幣」性質的理由，包括不具真正通貨（real currency）特性，非任何國家政府機關所發行¹²。2021 年中央銀

⁷ 比特幣的過去及現貨 ETF 推出後的最新發展，中央銀行研究報告，頁 114，<https://knowledge.cbc.gov.tw/uploads/20240321/29463410-f165-429f-95bf-6cd54baeb55b.pdf>（2024/07/23，造訪）。

Rebecca M. Bratspies, *Cryptocurrency and the Myth of the Trustless Transaction*, 25 MICH. TECH. L. REV. 1, 14 (2018).

⁸ 陳榮傳，約定貨幣：問比特幣為何物？，月旦民商法雜誌，第 67 期，頁 6（2020）。

⁹ 中央銀行法第 13 條規定：「中華民國貨幣，由本行發行之。本行發行之貨幣為國幣，對於中華民國境內之一切支付，具有法償效力。貨幣之印製及鑄造，由本行設廠專營並管理之。」

¹⁰ 廖崇宏，論支付服務程序瑕疵對金錢之債清償效力的影響——以匯款業務為例，中原財經法學，第 47 期，頁 128-129（2021）。

¹¹ 文獻及判決中 useful 「虛擬商品」、「虛擬通貨」、「虛擬貨幣」、「虛擬資產」稱之，本文基於尊重文獻作者用詞，不作更改。

¹² 比特幣並非貨幣接受者務請注意風險承擔問題，中央銀行、金融監督管理委員會，頁 2，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201312300002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&toolsflag=Y&dtable=News（2013/12/30，最後更新日）。

行的報告中，認為由於「虛擬通貨」具有匿名性、易於跨境流通，採去中心化方式運作等特性，易被不法人士用作洗錢工具，屬於無穩固信任基礎，實屬高風險的投機商品¹³。

文獻中有從經濟學之觀點進行探討，有認為如符合交易媒介、計價單位、價值儲存、延期支付等 4 大性質，並得以作為支付財貨與服務或債務償還之標的，若具「普遍性」，比特幣屬於經濟學上之「貨幣」，然並非法律規定國家所發行，不具法償效力，並非法定貨幣¹⁴。目前多數認為，認為比特幣不具有法定通用效力，並非法定貨幣¹⁵。我們國家承認的合法貨幣有 2 類，一為中央銀行法第 13 條的中華民國國幣，一為中央銀行法第 18 條之 2 的外國貨幣，比特幣並非「合法的貨幣」¹⁶。此外，學說有認為比特幣無發行準備及兌償保證，自然不可視為貨幣，然具有稀少性與社會承認之交換價值，可作為交易之媒介，可視為於市場自由流通的金融工具¹⁷。

民法學者對於物的定義：「即物者，指除人之身體外，凡能為

¹³ 虛擬資產近期發展及國際監管概況，中央銀行，頁 71-74，<https://knowledge.cbc.gov.tw/uploads/20210318/9492045f-683f-418f-9ff6-32005b28a25a.pdf>（2024/07/31，造訪）。

¹⁴ 江宇程，比特幣法律上之定性——以各國立場、法規為借鏡，司法新聲，第 125 期，頁 16-17（2018）。

¹⁵ 陳榮傳，論比特幣與比特幣之債，軍法專刊，第 65 卷第 6 期，頁 8-9（2019）；沈易，淺論比特幣在民事法律上之定性，司法新聲，第 129 期，頁 17-18（2019）；蔡英欣，試論虛擬貨幣之監理與法律定位——以日本法為中心，管理評論，第 37 卷第 4 期，頁 63（2018）；楊岳平，論虛擬通貨之法律定性——以民法與金融法為中心，月旦法學雜誌，第 301 期，頁 57（2020）。

¹⁶ 戴銘昇，從比特幣談收受存款之標的，台灣法學雜誌，第 407 期，頁 29（2021）。

¹⁷ 宋皇志、吳婕華，虛擬貨幣之法律性質與監理規範，臺北大學法學論叢，第 117 期，頁 158-159（2021）。

人力所支配，獨立滿足人類生活需要的有體物及自然力（包括電力、太陽能）而言¹⁸」。有學者認為「虛擬貨幣」，不構成民法所稱之「物」，依目前社會通念，並不具有法律上之強制通用效力，難謂符合貨幣要件，因此，將「虛擬貨幣」界定為「當事人可將他人承認之持有單位數向其他參加者移轉之權利」，且該持有單位數僅在「他人承認」下才具有正當性，此種權利並不具對世效，為債權法上之權利¹⁹。另有學者認為「『虛擬通貨』本身屬特別電磁紀錄，縱暫將其定性為動產，亦宜藉習慣法為其創設特殊物權內容及公示公信原則；至於其表彰內容的民事法定性則須視個案情形以定。²⁰」

有學者認為比特幣只是網路系統上的紀錄區塊，其交易的相關資料都以電子檔的形式，被永久記錄在網路系統中，與傳統法律的有體物不相同，且受限於物權法定主義的規定，無法以法律行為創設新類型的物權，也不宜類推適用²¹。其認為比特幣是財產或數位資產，不是民法上的物，也不是動產或代替物，比特幣不是法定貨幣，然在民法上可以作為約定貨幣，屬於廣義的「金錢²²」，如適用強制執行法關於金錢請求權執行的規定，較為合理，關於其債之關係的調整，可以考慮適用或類推適用外國貨幣的規定（民法第 202 條）²³。

¹⁸ 王澤鑑，民法總則，頁 269，自版，增補新版（2024）。

¹⁹ 蔡英欣，前揭註 15，頁 63-64。

²⁰ 楊岳平，前揭註 15，頁 63。

²¹ 陳榮傳，前揭註 8，頁 20。

²² 所謂貨幣之債是指：「以給付一定數額之貨幣為標之債也，貨幣亦即金錢，故貨幣之債亦稱金錢之債。」參邱聰智、姚志明，新訂民法債編通則（上），頁 316，自版，新訂 2 版（2013）。

²³ 陳榮傳，前揭註 8，頁 27。

一、比特幣是否為銀行法之「款項」或「資金」

銀行法第 5 條之 1 規定：「本法稱收受存款，謂向不特定多數人收受款項或吸收資金，並約定返還本金或給付相當或高於本金之行為。」銀行法第 29 條第 1 項規定：「除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。²⁴」同法第 29 條之 1 規定：「以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。」

臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號刑事判決，法院認為比特幣係具有經濟價值之「虛擬商品」，並非貨幣，銀行等金融機構不得參與或提供比特幣之相關服務，比特幣無法適用銀行法第 5 條之 1、第 29 條之 1 所稱之「款項」或「資金」規定，不符合銀行法第 29 條之 1「收受存款」要件，收受比特幣不構成銀行法上的違法收受存款罪，上述規範的客體「款項」或「資金」，是以銀行法上的銀行業務為限。

然而，臺灣臺北地方法院 108 年度金重訴字第 26 號刑事判決，被告雖辯稱比特幣並非貨幣，而係高度投機之虛擬商品，非銀行法所規範之業務項目或支付工具，非屬銀行法所欲規範之範圍，法院則以銀行法第 125 條於 2019 年 4 月 17 日修正公布，以其修正理由為基礎，認為立法者無意將以「虛擬貨幣」作為投資

²⁴ 銀行法第 125 條規定：「違反第二十九條第一項規定者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。其因犯罪獲取之財物或財產上利益達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。經營金融機構間資金移轉帳務清算之金融資訊服務事業，未經主管機關許可，而擅自營業者，依前項規定處罰。法人犯前二項之罪者，處罰其行為負責人。」

名義，或以之作為資金、利潤給付方式之吸金行為，排除在銀行法的規制範疇之外。

銀行本來就無法從事受收比特幣²⁵，惟若無法解釋為符合條文中的「款項」或「資金」，犯罪行為人可能無法用銀行法第 125 條刑事處罰，然而近期最高法院 111 年度台上字第 5556 號刑事判決認為：「(略)。銀行法第 125 條第 1 項非法吸金罪之立法目的，乃以金融服務業務之運作攸關國家金融市場秩序及全體國民之權益，(略)，並嚴懲地下金融行為，而同法第 29 條之 1『以收受存款論』之規定，屬於立法上之補充解釋，乃在禁止行為人另立名目規避同法第 29 條不得收受存款之禁止規定，而製造與收受存款相同之風險。又違法吸金案件，係以訴求高額獲利，或以虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣等，或以高利息與辦講座為名，或以保本保息、保證獲利、投資穩賺不賠等話術，推銷受益契約，隨吸金規模越大，影響社會金融秩序就越重大，故均為該條所欲規範處罰之對象。故此犯罪之收受『款項』或吸收『資金』，或約定『返還本金或給付相當或高於本金』，該款項、資金、本金之流動、付還，並非以實體現金幣別直接交付方式為必要，吸金犯罪手法上介入虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣等間接資金流動模式，亦足當之。(略)」從上開判決中，最高法院認為比特幣仍會構成銀行法上的違法收受存款罪²⁶。

²⁵ 戴銘昇，前揭註 16，頁 33。

²⁶ 類似見解參最高法院 112 年度台上字第 317 號刑事判決：「(略) 銀行法第 29 條第 1 項規定之所謂『收受存款』，依同法第 5 條之 1 規定，係指向不特定多數人收受款項或吸收資金，並約定返還本金或給付相當或高於本金之行為。又同法第 29 條之 1 規定，以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。此所謂違法『吸收資金』，

二、比特幣是否為期貨或選擇權標的

美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）（以下簡稱美國 CFTC）於 2015 年 9 月將比特幣和其他虛擬資產認定屬於美國商品交易法（Commodity Exchange Act, CEA）的商品（commodity）²⁷。2017 年 12 月美國 CFTC 核准芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）及芝加哥選擇權交易所（Chicago Board Options Exchange, CBOE）辦理比特幣期貨交易²⁸。芝加哥商品交易所（CME）並於 2020 年 1 月依商品交易法及美國 CFTC 的相關規定，推出以比特幣期貨為標的之選擇權契約²⁹。臺灣期貨交易所目前並未有以比

在避免非銀行業者任意違法吸收、聚集大量資金，而影響金融秩序。此吸收資金之方法，得為借款、收受投資、使加入為股東或『其他名義』。所指其他名義，解釋上包括以投資虛擬貨幣之方式在內。雖虛擬貨幣如比特幣並非法定通貨，然在市場上既得以金錢購買，具有一定支付功能及交換價值，以之作為吸收資金之對象、工具，其影響金融秩序之程度，與使用通貨或一般資金之情形，並無不同。以此方法吸收『資金』，而約定『返還本金或給付相當或高於本金』，等同於資金之聚集、流動。故吸收資金犯罪手法上以虛擬貨幣等間接資金流動模式為之，不影響違法吸收資金犯行之成立。（略）」

²⁷ Release Number 7231-15, CFTC Orders Bitcoin Options Trading Platform Operator and its CEO to Cease Illegally Offering Bitcoin Options and to Cease Operating a Facility for Trading or Processing of Swaps without Registering, Commodity Futures Trading Commission, <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7231-15> (last visited Aug. 17, 2024).

²⁸ Release Number 7654-17, CFTC Statement on Self-Certification of Bitcoin Products by CME, CFE and Cantor Exchange, Commodity Futures Trading Commission, <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7654-17> (last visited Jul. 30, 2024).

²⁹ 李福慶，計劃推出比特幣期貨選擇權，臺灣期貨雙月刊，第 54 期，頁 38（2019）。

特幣為期貨標的之商品，亦無以比特幣為選擇權標的之商品³⁰。

三、比特幣是否為證券交易法有價證券

證券交易法第 6 條第 1 項規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。」而所稱「經主管機關核定之其他有價證券」，經主管機關核定包括：「(一)在我國境內募集、發行、買賣或從事投資服務之外國股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之外國有價證券。(二)證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證。(三)非由標的證券發行公司所發行之認購(售)權證。(四)公司所發行之公司債券分割後之息票。(五)期貨信託事業為募集期貨投資信託基金所發行之受益憑證。(六)證券商發行之指數投資證券。(七)具證券性質之虛擬通貨。³¹」

依據金管會的函釋，核定具「證券性質之虛擬通貨」為證券交易法所稱之有價證券，係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且具流通性及下列投資性質者：①出資人出資。②出資於一共同事業或計畫。③出資人有獲取利潤之期待。④利潤主要取決於發行人或第三人之努力³²。因此，比特幣要符合上述的 **Howey Test** 要件³³情形下，才有可能成為證券交易法上之有價證券，因此，並非每

³⁰ 臺灣期貨交易所，<https://www.taifex.com.tw/cht/2/products> (2024/07/30，造訪)。

³¹ 金管會(108)金管證發字第10803211643號令。

³² 金管會(108)金管證發字第1080321164號令。

³³ *Securities & Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298-99 (1946)乙案，美國聯邦最高法院認為投資契約應具備 4 項要件：第一，金錢的投資，金錢不以現金或貨幣為限，包括可作為換取投資契約之對價者；第二，投資於共同企業，不論獲利或虧損，由發起人與投資人共同享受或承擔；第三，投資人的獲利期待，指從事投資行為使得投入之資本增值，並參與獲利分配；第

個案都能符合，例如：投資人僅是單純持有比特幣，並非「出資於一共同事業或計畫」，也可能並非「利潤主要取決於發行人或第三人之努力」在此情況下，是否能算是「證券性質之虛擬通貨」恐怕是有疑問的。

目前規範「證券型虛擬通貨」之虛擬通貨管理辦法係由證券櫃檯買賣中心所訂定，對於證券型虛擬通貨之規範，僅限於「分潤型」及「債務型」，而表彰類似股東權利義務的「股權型」並未納入管理，學者認為「股權型虛擬通貨」在性質上為一種無實體發行之股票，依公司法第 161 條之 2 第 2 項規定，未印製股票之公司，應洽證券集中保管事業機構登錄其發行之股份，並依該機構之規定辦理，然該機構似無規劃保管此類無實體股票，「股權型虛擬通貨」實際運作上，可能無從發行³⁴。

四、小結

比特幣並非法定貨幣，但有可能成為民法上約定貨幣之債（金錢之債），具有為債權法上之權利。如從傳統民法物之定義來看，比特幣可能不符合「物³⁵」，除非民法上物的定義有改變見解，才有可能包括比特幣，就算把比特幣解釋為物，物權方面又要如何適用？都會產生疑問³⁶。銀行本來就無法從事接收比特幣之行為，

四，獲利完全來自於發起人或第三人之努力。林盟翔、賴建宇，從國際間之監理發展探索我國虛擬資產及央行數位貨幣之發展動向，交大法學評論，第 12 期，頁 17（2023）。

³⁴ 郭大維，證券型虛擬通貨是否為證券交易法上之有價證券，月旦法學教室，第 229 期，頁 29（2021）。

³⁵ 民法第 66 條規定：「稱不動產者，謂土地及其定著物。不動產之出產物，尚未分離者，為該不動產之部分。」；民法第 67 條規定：「稱動產者，為前條所稱不動產以外之物。」

³⁶ 比特幣能否適用民法物權相關規定？如何認定交付？占有？等規定。而在無實體股票的轉讓，依公司法第 161 條之 2 第 2 項及第 3 項規定：「依前項規定未印製股票之公司，應洽證券集中保管事

惟若無法解釋符合銀行法中的「款項」或「資金」，犯罪行為人可能無法用銀行法第 125 條刑事處罰，然近期最高法院 112 年度台上字第 317 號刑事判決見解認為，所謂違法「吸收資金」，是在避免非銀行業者任意違法吸收資金，影響金融秩序，吸收資金的方法，得為借款、收受投資、使加入為股東或是「其他名義」，解釋上包括以投資虛擬貨幣之方式在內。比特幣在別的國家成為期貨及選擇權之標的，目前臺灣期貨交易所並無比特幣為標的之商品。比特幣若要成為，「具證券性質之虛擬通貨」要符合前述的 *Howey Test* 要件的情形下，才有可能成為證券交易法上之有價證券，並非每個案都能符合。

參、我國ETF概況

一、我國 ETF 之定義

ETF 是一種共同基金 (mutual fund)，如同投資者購買了一籃子的股票 (a large basket of stocks)。然而，ETF 的籃子 (basket) 也可能持有證券、交換契約 (swaps)、商品期貨契約 (commodity futures contracts) 等，ETF 可以在證券交易所進行買賣，以市場確定的價格進行交易³⁷。而我國現行上市 ETF 依據法令架構，可以分為 3 大類型，包括證券投資信託 ETF、期貨信託 ETF 及跨境上市 ETF。ETF 的定義，依據證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 1 項規定文義，稱為「指數股票型基金」，指以追蹤、模擬或複製

業機構登錄其發行之股份，並依該機構之規定辦理。經證券集中保管事業機構登錄之股份，其轉讓及設質，應向公司辦理或以帳簿劃撥方式為之，不適用第 164 條及民法第 908 條之規定。」

³⁷ Marion A. Brown, *Cryptocurrency and Financial Regulation: The SEC's Rejection of Bitcoin -based ETP*, 23 N.C. BANKING INST. 139, 143 (2019).

標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之基金。需要再說明的是，ETF 兼有股票及開放式基金之特色，上市後可在初級市場進行申購或買回，也可於次級市場盤中交易時間向證券商下單買賣³⁸。

我國 ETF 主要的法令有證券投資信託及顧問法、期貨交易法，相關子法有證券投資信託基金管理辦法³⁹、期貨信託基金管理辦法⁴⁰及境外基金管理辦法⁴¹，證券投資信託事業管理規則⁴²、證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則⁴³等。此外，臺灣證券交易所的相關規範，關於上市申請，例如：臺灣證券交易所股份有限公司營業細則、臺灣證券交易所股份有限公司認可指數股票型基金之發行人及標的指數資格應行注意事項、臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則等。關於帳簿劃撥及保管，另依臺灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法。

證券投資信託及顧問法第 3 條第 1 項規定：「本法所稱證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。」同法

³⁸ 指數股票型基金（ETF）簡介，證券交易所，<https://www.twse.com.tw/zh/products/securities/etf/overview/introduction.html>（2024/07/23，造訪）。

³⁹ 本辦法依證券投資信託及顧問法第 11 條第 4 項、第 14 條第 1 項、第 17 條第 3 項、第 18 條第 1 項、第 19 條、第 22 條第 4 項、第 25 條第 2 項及第 46 條規定訂定。

⁴⁰ 本辦法依期貨交易法第 85 條第 2 項規定訂定之。

⁴¹ 本辦法依證券投資信託及顧問法第 16 條第 3 項及第 4 項規定訂定。

⁴² 本規則依證券投資信託及顧問法第 20 條、第 70 條、第 72 條、第 81 條第 2 項及第 95 條規定訂定之。

⁴³ 本規則依證券投資信託及顧問法第 69 條及第 77 條第 3 項規定訂定之。

第 5 條第 4 款規定：「證券投資信託基金：指證券投資信託契約之信託財產，包括因受益憑證募集或私募所取得之申購價款、所生孳息及以之購入之各項資產。」期貨信託基金管理辦法第 2 條第 1 項規定：「本辦法所稱期貨信託基金，指期貨信託契約之信託財產，包括因募集發行受益憑證所取得之申購價款、所生孳息及以之購入之各項資產。」ETF 屬於證券投資信託基金或期貨信託基金的一種，不同於其他類型的證券投資信託基金、期貨信託基金，ETF 可以在證券交易所進行交易。

二、證券投資信託 ETF

證券投資信託 ETF 依據證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 1 項至第 3 項規定：「指數股票型基金指以追蹤、模擬或複製標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之基金。前項標的指數之成分證券包括股票、債券及其他經本會核准之有價證券。標的指數成分證券同時包括股票及債券者，指數編製規則應明定各類成分證券配置比例，並於指數名稱標明平衡字樣。第一項標的指數，應符合第三十二條第二項規定之條件。」依據同辦法第 32 條第 2 項規定：「前項標的指數，應符合下列條件：一、指數編製者應具有編製指數之專業能力及經驗。二、指數應對所界定之市場具有代表性。三、指數成分證券應具備分散性及流通性。四、指數資訊應充分揭露並易於取得。五、無違反其他法令規定之情事。」

證券投資信託 ETF，指國內證券投資信託事業依據證券投資信託基金管理辦法在臺募集發行及上市交易之 ETF，可以分為國內或國外成分股 ETF。「國內成分股 ETF」，該 ETF 之標的指數成分證券全為國內股票，國外成分股 ETF，該 ETF 之標的指數成分

證券含一種以上的國外股票⁴⁴。

「國內成分股 ETF」，例如：「0050 元大台灣 50」、「0051 元大中中型 100」等。以「0050 元大台灣 50」（元大台灣卓越 50 證券投資信託基金）為例，追蹤「富時臺灣證券交易所臺灣 50 指數」，該指數涵蓋臺灣證券市場中市值前 50 大之上市公司⁴⁵。「國外成分股 ETF」，例如：「00645 富邦日本」（富邦日本東證證券投資信託基金），追蹤「代表日本東京交易所上市一部所有股票」⁴⁶。

所謂「連結式 ETF⁴⁷」，是指國內證券投資信託事業將國外的 ETF 再包裝後，來臺上市交易的 ETF。至於「槓桿型及反向型 ETF⁴⁸」，槓桿型 ETF 為每日追蹤、模擬或複製標的指數報酬「正

⁴⁴ 臺灣證券交易所，前揭註 38。

⁴⁵ 商品資訊（元大台灣卓越 50 證券投資信託基金），臺灣證券交易所，<https://www.twse.com.tw/zh/products/securities/etf/products/content.html?0050#table2>（2024/07/23，造訪）。

⁴⁶ 商品資訊（富邦日本東證證券投資信託基金），臺灣證券交易所，<https://www.twse.com.tw/zh/products/securities/etf/products/content.html?00645#foreign>（2024/07/23，造訪）。

⁴⁷ 依據證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 4 項及第 5 項規定：「指數股票型基金得以單一連結符合境外基金管理辦法第二十六條規定條件之境外指數股票型基金為之。前項指數股票型基金單一連結之境外指數股票型基金有境外基金管理辦法第十二條第六項所定情事時，證券投資信託事業應於接獲境外基金機構召開受益人會議通知或其他相關通知後報經本會核准，並於事實發生日起三日內辦理公告。」

⁴⁸ 證券投資信託基金管理辦法第 37 條之 1 規定：「證券投資信託事業募集指數股票型基金以追蹤、模擬或複製標的指數之正向倍數（簡稱槓桿型 ETF）或反向倍數（簡稱反向型 ETF）表現者，除依本辦法及證券投資信託契約之規定辦理外，並應遵守下列規定：一、於基金名稱中明確顯示所追蹤、模擬或複製標的指數之單日正向倍數或反向倍數表現。二、為因應投資策略所需，投資於基金受益憑證之總金額，得不受第十條第一項第十一款本文規定之限制。但不得超過本基金淨資產價值之百分之三十。前項標的指數

向倍數」的 ETF，而反向型 ETF 則是每日追蹤、模擬或複製標的指數報酬「反向倍數」的 ETF。而「債券及固定收益 ETF」，則是指該 ETF 之標的指數成分證券，全為債券或是固定收益⁴⁹。

三、境外 ETF

「境外 ETF」，是指境外基金機構委託國內總代理人，將國外 ETF 直接跨境來臺交易之 ETF，目前證券交易所，尚無任何境外 ETF⁵⁰。依境外基金管理辦法第 2 條第 1 項及第 2 項規定：「任何人非經金融監督管理委員會核准或向本會申報生效後，不得在中華民國境內代理募集及銷售境外基金。前項所稱申請核准，謂本會以總代理人所提出相關書件予以審查，如未發現異常情事即予以核准。」依境外基金管理辦法第 3 條規定，境外基金管理機構或其指定機構應委任單一之總代理人在國內代理其基金之募集及銷售。總代理人在國內代理境外基金之募集及銷售，以 5 家境外基金管理機構為限。

四、期貨信託 ETF

期貨信託 ETF，係指國內的期貨信託事業依據期貨信託基金管理辦法在臺募集發行及上市交易的 ETF⁵¹。依據期貨信託基金管理辦法第 10 條之 1 第 1 項及第 2 項規定：「期貨信託事業得募集發行指數股票型期貨信託基金。前項所稱指數股票型期貨信託基金指以追蹤、模擬或複製標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採現金或依據期貨信託契約規定方式交付之期

成分證券，不得同時包括股票及債券。」

⁴⁹ 臺灣證券交易所，前揭註 38。

⁵⁰ 境外 ETF，臺灣證券交易所，<https://www.twse.com.tw/zh/products/securities/etf/products/offshore.html>（2024/07/23，造訪）。

⁵¹ 臺灣證券交易所，前揭註 38。

貨信託基金⁵²。」期貨信託基金管理辦法第 10 條之 2 規定：「指數股票型期貨信託基金應於基金名稱中明確顯示所追蹤、模擬或複製之指數或指數表現。」

國內期貨信託 ETF 有分為原型期貨 ETF、槓桿型及反向型期貨 ETF。目前有「00635U 期元大 S&P 黃金」、「00642U 期元大 S&P 石油」⁵³。以「00635U 期元大 S&P 黃金」（元大標普高盛黃金 ER 指數股票型期貨信託基金）為例，所追蹤、模擬或複製標的指數表現為標普高盛黃金 ER 指數（S&P GSCI Gold Excess Return Index）。

槓桿型期貨 ETF 目前有「00673R 期元大 S&P 原油反 1」、「00674R 期元大 S&P 黃金反 1」等商品。以「00673R 期元大 S&P 原油反 1」（元大標普油金傘型期貨信託基金之元大標普高盛原油 ER 單日反向 1 倍指數股票型期貨信託基金）為例，即是追蹤、模擬或複製標的指數，標普高盛原油日報酬反向一倍 ER 指數（S&P GSCI Crude Oil 1x Inverse Index ER）⁵⁴。

⁵² 期貨信託基金管理辦法第 10 條之 1 第 3 項規定：「第二項標的指數應符合下列條件：一、指數編製者應具有編製指數之專業能力及經驗。二、指數應對所界定之契約標的市場具有代表性。三、指數成分應具備分散性及流動性。但經主管機關核准者，得不具備分散性。四、指數資訊應充分揭露並易於取得。五、無違反法令規定或不宜列為標的指數之情事。」

⁵³ 原型期貨 ETF，臺灣證券交易所，<https://www.twse.com.tw/zh/products/securities/etf/products/vanilla-futures.html>（2024/07/23，造訪）。

⁵⁴ 槓桿型及反向型期貨 ETF，臺灣證券交易所，<https://www.twse.com.tw/zh/products/securities/etf/products/li-futures.html>（2024/07/26，造訪）。

肆、美國比特幣ETF之發展

一、美國 ETF 之定義

所謂交易所交易之商品 (Exchange-Traded Products, ETP) (以下簡稱 ETP) 乃追蹤標的證券、指數或其他金融商品，與股票類似可以在交易所進行交易。交易所交易的商品 (ETP) 有各種類型包括：交易所交易之基金 (ETF)、交易所交易之證券 (Exchange-Traded Notes, ETN) 和交易所交易之商品 (Exchange-Traded Commodities, ETCs)⁵⁵。比特幣 ETF 有 2 種型式，一種是持有比特幣衍生性商品，一種實際持有現貨比特幣。上述二種，都要經過美國 SEC 的核准才能進行交易⁵⁶。美國文獻中 useful ETP 文義，因本文主要針對 ETF，以下將統一以 ETF 的文義行文。

ETF 有 6 大特點，對投資人具有吸引力，這些特點包括：容易進行交易，具有流動性，可以快速接觸不同的資產；價格透明，ETF 的交易價格往往接近其基礎證券的市場價值；ETF 提供稅務效率 (tax efficiency)，因為只有一部分的 ETF 會分配到資本利得 (capital gains)⁵⁷；ETF 提供了一種接觸特定市場或資產類別的

⁵⁵ James Chen, *Exchange-Traded Product (ETP): Definition, Types, and Example*, (Feb. 11, 2024), <https://www.investopedia.com/terms/e/exchange-traded-products-etp.asp> (last visited Aug. 9, 2024).

⁵⁶ Brown, *supra* note 37, at 143.

⁵⁷ 美國有課徵資本利得稅，如果 ETF 所持有的股票賣出有賺取差價，實現資本利得，就會課徵資本利得稅。一般被動型的 ETF，因股票週轉率較低，就不易課徵到資本利得稅。美國共同基金的股東（投資人）每一年從基金獲得之配息 (dividends) 和資本利得 (capital gains)，係應課稅的。John C. Coates IV, *Reforming The Taxation And Regulation of Mutual Funds: A Comparative Legal And Economic Analysis*, 1 J. LEGAL ANALYSIS 591, 597 (2009).

方式；投資人對連結指數的需求旺盛；理財顧問可以透過 ETF，以管理客戶的資產⁵⁸。

美國 SEC 依據 1940 年投資公司法（the Investment Company Act of 1940）管理 ETF，一般適用共同基金（mutual funds）和單位投資信託（Unit Investment Trusts, UITs）的規定⁵⁹。此外，ETF 也適用 1934 年證券交易法（the Securities Exchange Act of 1934）的規定。依據 1940 投資公司法，ETF 須符合「投資公司」的資格，必須在美國 SEC 進行註冊⁶⁰。但是如果屬於期貨基金的 ETF（Commodity Pool ETF），則依據商品交易法而非 1940 年投資公司法⁶¹。

ETF 在美國已有 20 多年，第一檔的美國 ETF 為追蹤標普 500 指數，於 1993 年發行。對當時而言為新創的商品，所以不完全符合既存的證券或投資公司的法定計畫（statutory schemes），或是既存的上市標準（listing standards）。因此，在該 ETF 在證券交易所上市之前，必須獲得美國 SEC 的豁免⁶²。自 1992 年以來，美國 SEC 已發布 300 多項豁免令，在美國有超過 1,900 檔的 ETF，幾乎佔投資公司總資產的 15%⁶³。1934 年證券交易法第 19（b）條

⁵⁸ Investment Company Institute, *Understanding the Regulation of Exchange-Traded Funds Under the Securities Exchange Act of 1934*, 2 (2017), https://www.ici.org/system/files/attachments/ppr_17_etf_listing_standards.pdf (last visited Jul. 28, 2024).

⁵⁹ *Id.* at 2.

⁶⁰ Brown, *supra* note 37, at 144-45.

⁶¹ 7 U.S.C. § 1 (2018).

Henry T. C. Hu & John D. Morley, *The SEC and Regulation of Exchange-Traded Funds: A Commendable Start and A Welcome Invitation*, 92 S. CAL. L. REV. 1155, 1165 (2019).

⁶² Investment Company Institute, *supra* note 58, at 5.

⁶³ Brown, *supra* note 37, at 145.

規定要求申請的交易所，需獲得 SEC 個別的核准，透過規則申請案（rule filing）進行 ETF 上市和交易，因為它不屬於既存的上市標準⁶⁴。當證券交易所提出的申請案（filing）⁶⁵，美國 SEC 決定此申請案是否符合證券交易法⁶⁶的要件⁶⁷。

二、美國 SEC Winklevoss 的命令

美國虛擬資產 Gemini 交易所的創辦人 Winklevoss⁶⁸擬推出比特幣現貨 ETF，追蹤在 Gemini 虛擬資產交易所的比特幣價格，並將在 Bats BZX 證券交易所上市⁶⁹。因此，Bats BZX 證券交易所向美國 SEC 申請 Winklevoss 比特幣現貨 ETF 上市，2017 年 3 月美國 SEC 的命令，強調 ETF 基礎資產有關的重要市場需要和證券交易所之間要有監控共享協定（surveillance-sharing agreement），以阻止詐欺及操縱行為，以保護投資人及公眾利益⁷⁰。依據 1934 年證券交易法第 6 條第 b 項第 5 款之規定⁷¹：「旨在防止詐欺與操縱行為，促進公正與公平的交易，促進與從事證券交易管理、清算、結算、處理和便利交易者之合作與協調，消除妨

⁶⁴ Investment Company Institute, *supra* note 58, at 5.

⁶⁵ Under Section 19(b)(1) of the Exchange Act, 15 U.S.C. 78s(b)(1), and Exchange Act Rule 19b-4, 17 CFR 240.19b-4.

⁶⁶ Exchange Act Section 19(b)(2)(C), 15 U.S.C. 78s(b)(2)(C).

⁶⁷ SEC Order (Release No. 34-80206; File No. SR-BatsBZX-2016-30), at 1 (Mar. 10, 2017), <https://www.sec.gov/files/rules/sro/batsbzx/2017/34-80206.pdf> (last visited Aug. 15, 2024).

⁶⁸ 關於 Gemini, CoinMarketCap, <https://coinmarketcap.com/zh-tw/exchanges/gemini/> (2024/08/17, 造訪)。

⁶⁹ 郭大維，論美國 SEC 開放比特幣 ETF 對我國之啟示，當代法律，第 29 期，頁 74-75 (2024)。Brown, *supra* note 37, at 146.

⁷⁰ SEC Order, *supra* note 67, at 1, 37.

⁷¹ Securities Exchange Act of 1934 § 6(b)(5), 15 U.S.C. § 78f(b)(5) (2012).

礙和健全自由與開放市場和全國性交易市場的機制，以及保護投資人與公眾利益，並避免客戶、發行人、經紀商或自營商間的不公平歧視，或憑藉本法授權來監管與本法目的或交易所管理無關的事項⁷²」。本案由於證券交易所尚未和屬於重要（significant）且受監理（Regulated）的比特幣相關市場簽訂監控共享協定，這個申請案不符合證券交易法而拒絕⁷³。

2018 年 7 月美國 SEC 的命令，規定監控共享協定應提供的資訊包括：「市場交易活動（market trading activity）；清算活動（clearing activity）；客戶身分（customer identity）。同時，監控共享協定各方亦應具備獲取和提供所要求資訊的合理能力，以及無妨礙協定一方自另一方獲取或向另一方提供資訊之規定⁷⁴」。

（一）Gemini 交易所是否屬受監管的市場（Regulated Market）

Gemini 交易所是受到紐約州政府金融部門（Department of Financial Services）監管，例如：受到資本市場、反洗錢、法令遵循、消費者保護和網路安全等要求，然而，美國 SEC 認為要符合前述 1934 年證券交易法第 6 條第 b 項第 5 款之規定的要求，紐約州政府金融部門對 Gemini 交易所的監督仍未符合⁷⁵。

（二）Gemini交易所是否屬重要市場（Significant Market）

美國 SEC 要確認是否為重要市場，第一點，「一個市場或好

⁷² 郭大維，前揭註 69，頁 75。

⁷³ SEC Order, *supra* note 67, at 37-38.

⁷⁴ 郭大維，前揭註 69，頁 75。Brown, *supra* note 37, at 147. SEC Order (Release No. 34-83723; File No. SR-BatsBZX-2016-30), at 49-51 (Jul. 26, 2018), <https://www.sec.gov/files/rules/other/2018/34-83723.pdf> (last visited Aug. 15, 2024).

⁷⁵ Brown, *supra* note 37, at 149. SEC Order, *supra* note 74, at 64-65.

幾個市場，其中有合理的可能性，有人試圖操縱 ETF，也會在該市場交易，成功操縱 ETF，因有監控共享的協定會協助 ETF 上市的交易市場，發現和阻止不當行為」；第二點，「ETF 的交易不太可能對該市場價格產生主要影響⁷⁶。」美國 SEC 在決定 Gemini 交易所不是重要市場時，指出比特幣交易市場未集中化，要取得比特幣全球各地數據資料，以及呈現交易資料變得困難，美國 SEC 若無法獲得有關監控共享市場上的明確資訊，則較難防止試圖想要操縱 ETF 之人進行交易影響市場價格⁷⁷。

2018 年 7 月美國 SEC 的命令，關鍵因素同樣在於是否符合 1934 年證券交易法第 6 條第 b 項第 5 款之規定。儘管 Bats BZX 證券交易所辯稱其申請案可以滿足這些要求。然而，美國 SEC 認為 Bats BZX 證券交易所需與受監管、屬於重要市場的比特幣相關市場簽訂監控共享協定，Bats BZX 證券交易所的提案並未符合上述規定而拒絕⁷⁸。

三、美國 SEC 核准比特幣期貨 ETF

美國資產管理公司 Pro-Shares Trust 於 2021 年 10 月推出的比

⁷⁶ Brown, *supra* note 37, at 150. SEC Order, *supra* note 74, at 53-54. “[S]ignificant market” as: a market (or group of markets) as to which (a) there is a reasonable likelihood that a person attempting to manipulate the ETP would also have to trade on that market to successfully manipulate the ETP, so that a surveillance-sharing agreement would assist the ETP listing market in detecting and deterring misconduct, and (b) it is unlikely that trading in the ETP would be the predominant influence on prices in that market’.

⁷⁷ Brown, *supra* note 37, at 150-151. SEC Order, *supra* note 74, at 53-54.

⁷⁸ SEC Order, *supra* note 74, at 90-91. Shaun T. Weber, *Regulation Over Refusal: How Bitcoin Backed ETFs Can Usher the SEC into The Modern Era*, 18 J. INT’L BUS. & L. 283, 284 (2019).

特幣期貨 ETF 終於獲得美國 SEC 核准⁷⁹，於紐約證券交易所(New York Stock Exchange, NYSE) 掛牌上市⁸⁰。此 ETF 持有比特幣期貨契約⁸¹。2022 年 4 月美國 SEC 核准紐約證券交易所(NYSE) 的提案，上市 Teucrium 比特幣期貨 ETF，2022 年 5 月美國 SEC 同意納斯達克(Nasdaq) 證券交易所的提案 Valkyrie 比特幣期貨 ETF。這二檔比特幣期貨 ETF，上市的證券交易所和芝加哥商品交易所(CME) 有監控共享協定，美國 SEC 認為符合重要市場測試⁸²。

在華盛頓特區巡迴法院(Grayscale Investments, LLC v. SEC) 案中為了評估 Grayscale 的請求，法院認為首先必須考慮 Grayscale 是否能證明其投資商品在相關監管因素上，與美國 SEC 核准的 Teucrium 和 Valkyrie 比特幣期貨 ETF 相似。如果我們發現 Grayscale 在相關監管因素上，與比特幣期貨 ETF 相似，我們必須確定美國 SEC 核准這兩個比特幣期貨 ETF，否決 Grayscale 的比特幣期貨 ETF，是否提供充分的解釋⁸³。

⁷⁹ Robert A. Barron, *Some Comments on the Regulation of Crypto Assets*, 52(1) SEC. REG. L.J. 1, 6 (2024).

⁸⁰ Nathan Reiff, *Bitcoin Futures ETF: Definition, How It Works, and How to Invest* (Oct. 10, 2024), <https://www.investopedia.com/investing/bitcoin-etfs-explained/> (last visited Aug. 5, 2024).

⁸¹ What is a Bitcoin Futures ETF?, Commodity Futures Trading Commission, <https://www.cftc.gov/LearnAndProtect/AdvisoriesAndArticles/BitcoinFuturesETF.html> (last visited Aug. 10, 2024).

⁸² Grayscale Investments, LLC v. SEC, No. 22-1142 (D.C. Cir. 2023), at 6.

⁸³ Grayscale, No. 22-1142 at 8.

四、Grayscale Investments, LLC v. SEC 案

Grayscale 現貨 ETF 由紐約證券交易所（NYSE）向美國 SEC 提案⁸⁴，美國 SEC 拒絕後，Grayscale 向法院提起訴訟（Grayscale Investments, LLC v. SEC）。該判決中提到本案涉及 2 種商品，一種持有比特幣現貨，一種是持有比特幣期貨。Grayscale 的主要主張是認為美國 SEC 類似的案件未能相同對待，美國 SEC 核准 Teucrium 和 Valkyrie 這兩個比特幣期貨 ETF，卻拒絕 Grayscale 申請比特幣現貨 ETF 上市⁸⁵。

Grayscale 提供重要的證據，證明比特幣現貨 ETF 與比特幣期貨 ETF 類似，因此應該受到相同的監督管理。Grayscale 所提的比特幣現貨 ETF 和已核准的比特幣期貨 ETF 都是追蹤比特幣市場價格，即現貨市場價格（the spot market price），儘管有這些相似之處，美國 SEC 還是拒絕 Grayscale 提出的比特幣現貨 ETF⁸⁶。判決中質疑美國 SEC 沒有進一步解釋，有關比特幣的現貨市場與芝加哥商品交易所（CME）期貨契約價格間存有 99.9% 的相關性⁸⁷。

美國 SEC 認為 Grayscale 的現貨 ETF 案未能符合重要市場的 2 個要件，相反地，認為 Teucrium 案和 Valkyrie 案的期貨 ETF 有符合⁸⁸。美國 SEC 核准比特幣期貨 ETF，理由在於比特幣期貨 ETF 無須透過第一個要件之審查，因其持有的資產，是受監管的芝加哥商品交易所（CME）的期貨⁸⁹。儘管比特幣現貨 ETF 其持有的標的資產不在芝加哥商品交易所（CME）交易，Grayscale 還是認為其應該受到與比特幣期貨 ETF 相同的對待。在重大市場

⁸⁴ Grayscale, No. 22-1142 at 7.

⁸⁵ Grayscale, No. 22-1142 at 3-4.

⁸⁶ Grayscale, No. 22-1142 at 9, 11.

⁸⁷ 郭大維，前揭註 69，頁 77。Grayscale, No. 22-1142 at 14.

⁸⁸ Grayscale, No. 22-1142 at 12.

⁸⁹ 郭大維，前揭註 69，頁 77。Grayscale, No. 22-1142 at 13.

測試的第一個要件，法院認為美國 SEC 將類似商品做不一致處理，未能提供合理的解釋⁹⁰。

在重要市場第二個要件中，美國 SEC 亦認為 Grayscale 申請案未能符合，理由在於 Grayscale 持有大量比特幣，若通過 ETF 可能對芝加哥商品交易所（CME）比特幣期貨市場的價格產生影響⁹¹。美國 SEC 認為 Teucrium 和 Valkyrie 比特幣期貨 ETF 持有芝加哥商品交易所交易的比特幣期貨契約，不會對芝加哥商品交易所（CME）期貨市場產生價格影響，強調市場的穩健性及流動性，這樣的理由未適用在 Grayscale 申請案。法院認為美國 SEC 核准 Teucrium 和 Valkyrie 期貨 ETF 的理由，似乎應同樣適用於 Grayscale 案，但 Grayscale 的上市被拒絕，美國 SEC 缺乏合理及連貫性的解釋⁹²。判決 GrayScale 勝訴，因此，美國 SEC 改變看法，核准 Grayscale 現貨比特幣 ETF⁹³。

有些疑義的地方，比特幣現貨 ETF 與比特幣期貨 ETF 能否當作類似商品，一個是持有現貨，一個持有期貨。比特幣現貨 ETF 需實際持有比特幣，比特幣期貨 ETF 的期貨是根據比特幣現貨價格進行計算，並無實際持有比特幣。

⁹⁰ *Grayscale*, No. 22-1142 at 13.

⁹¹ 郭大維，前揭註 69，頁 77。 *Grayscale*, No. 22-1142 at 17.

⁹² *Grayscale*, No. 22-1142 at 20-21.

⁹³ Brian Jones, *SEC Approves Spot Bitcoin Exchange-Traded Products*, January 2024 in Brief: Internet Law & Cyber-Security (Jan. 2024), ABA Business Law Section, https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2024-january/january-2024-brief-internet-law-cybersecurity/ (last visited Aug. 15, 2024).

五、美國 SEC 委員的不同意見書

美國 SEC 委員的不同意見書⁹⁴，認為比特幣期貨 ETF 與比特幣現貨 ETF 並非相同商品，美國 SEC 先前核准比特幣期貨 ETF，但並非持有「現貨」(spot)、「實物」(physical)。這二種商品有重要的差異，持有比特幣期貨，是以現金結算的金融契約，依據未來的比特幣價格，契約雙方都在美國註冊，是在受監管的交易所進行交易。由於我們今天核准的命令(比特幣現貨 ETF)，交易的商品是持有「實物」或「現貨」的比特幣，而不是比特幣期貨契約。與期貨市場的商品不同，比特幣現貨市場並沒有主要的監督管理機構，具有分散性、持續交易性、全球性。即使這個市場有一個主要監管機構，其中大部分也可能超出美國監督管理的範圍。因此，即使美國 SEC 或證券交易所發現具體的詐欺和操縱行為時，要如何保護投資者。華盛頓特區巡迴法院的說法基本上是正確的，類似的商品應同樣的對待，然而，這二類商品，並不類似⁹⁵。

再者，今核准的命令並沒有考慮到更廣泛的公共利益(1934年證券交易法第6條第b項第5款規定)。例如，許多犯罪者利用比特幣用以逃避美國的金融制裁，許多勒索軟體攻擊要求用比特幣來付款，而這些付款最終可能會為地緣政治競爭對手提供資金。而比特幣現貨市場流動性的增加，是否會讓犯罪者和恐怖分子更容易快速的轉移資金？交易量的增加是否會讓政府其他部門的工作人員更難追蹤這些資金之流向？如果今天核准的其中一檔基金(ETF)之交易與犯罪分子或恐怖分子有關，投資者受到損害時，

⁹⁴ Commissioner Caroline A. Crenshaw, *Statement Dissenting from Approval of Proposed Rule Changes to List and Trade Spot Bitcoin Exchange-Traded Products* (Jan. 10, 2024), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/crenshaw-statement-spot-bitcoin-011023> (last visited Aug. 15, 2024).

⁹⁵ *Id.*

犯罪分子會受到制裁嗎⁹⁶？美國 SEC 委員的不同意見書也值得去醒思的。

六、未來面臨的問題

將來可能面臨的問題，例如，當市場持續給壓力要實體（in-kind）申購及贖回時，其流程要如何保管（比特幣）？比特幣歷來容易波動，持有比特幣的 ETF 也會跟著波動，如果比特幣現貨 ETF 的價格變動，導致證券交易所因漲跌停機制而進入暫停交易，會發生什麼情況？在這種情況下，標的資產比特幣不會受到證券交易所暫停所影響，相反的，比特幣將繼續在世界各地的交易所進行交易。標的資產比特幣的價格與現貨比特幣 ETF 證券交易市場價格進一步偏離，是否會導致投資者受到損害？這些是我們未來可能會遇到的問題⁹⁷。

另外，美國投資公司法和投資顧問法（the Investment Advisers Act of 1940）規範保管投資公司和投資顧問管理的資產。而這些法案，當初的設計是針對股票或債券等傳統金融資產，並非針對存在於網路上的數位資產（digital assets）。保管數位資產的議題是複雜的，具有挑戰性，保管機構如何確認他們持有的數位資產？如何被監督？數位資產能否妥善隔離？現有監督管理規範能否有效保護投資者⁹⁸？此等問題也都值得進一步研究。

⁹⁶ Commissioner Caroline A. Crenshaw, *supra* note 94.

⁹⁷ Commissioner Caroline A. Crenshaw, *supra* note 94.

⁹⁸ Nicholas J. Basista, *New Asset, Same Custody Requirements: Why the Existing Framework of the Investment Company Act and Investment Advisers Act Can Integrate Digital Assets*, 18 RUTGERS BUS. L. REV. 129, 129 (2023).

伍、香港比特幣ETF之發展

香港證監會於 2020 年 12 月 16 日核准首張香港虛擬資產交易平台（交易所）⁹⁹的牌照。於 2022 年 10 月 31 日發布「有關虛擬資產期貨交易所買賣基金的通函」（Circular on Virtual Asset Futures Exchange Traded Funds）¹⁰⁰，即「虛擬資產期貨 ETF」。於 2023 年 5 月 31 日發布「有關實施專為虛擬資產交易平台而設的全新發牌制度的通函」，全新的發牌制度將於 2023 年 6 月 1 日生效¹⁰¹。於 2023 年 9 月 25 日發布加強虛擬資產交易平台相關的信息發布及投資者教育¹⁰²。爾後，持續發布虛擬資產的相關命令，而與本文較相關的為「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」及「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」，以下將主要介紹此二通函。

⁹⁹ 香港的虛擬資產交易平台，即虛擬資產交易所。目前核准二家，包括 OSL Exchange 於 2020 年 12 月 15 日核准及 HashKey Exchange 於 2022 年 11 月 9 日核准。虛擬資產交易平台名單，香港證監會，<https://www.sfc.hk/TC/Welcome-to-the-Fintech-Contact-Point/Virtual-assets/Virtual-asset-trading-platforms-operators/Lists-of-virtual-asset-trading-platforms>（2024/08/17，造訪）。

¹⁰⁰ 有關虛擬資產期貨交易所買賣基金的通函，香港證監會，2022 年 10 月 31 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/products/product-authorization/doc?refNo=22EC60>（2024/08/16，造訪）。

¹⁰¹ 有關實施專為虛擬資產交易平台而設的全新發牌制度的通函，香港證監會，2023 年 5 月 31 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=23EC28>（2024/08/18，造訪）。

¹⁰² 證監會將加強虛擬資產交易平台相關的信息發布及投資者教育，香港證監會，2023 年 9 月 25 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=23PR106>（2024/08/17，造訪）。

一、「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」

香港證監會於 2023 年 12 月 22 日發布的「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」，本通函將取代 2023 年 10 月 20 日及 2022 年 1 月 28 日發布的兩份「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」¹⁰³。

2018 年有關銷售「虛擬資產基金」的對象僅限於專業投資者。爾後，香港證監會核准的虛擬資產交易平台，可以為一般投資者提供服務，並認可多檔「虛擬資產期貨 ETF」，在香港公開銷售，並於 2023 年 12 月認可「虛擬資產現貨交易所買賣基金」，即「虛擬資產現貨 ETF」。香港證監會與香港金融管理局（以下簡稱香港金管局），更新發布「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」，明列中介人在銷售虛擬資產相關產品時所適用的規定，中介人在銷售「認可的虛擬資產基金」時應達到的操守標準¹⁰⁴。

（一）關於銷售涉及「虛擬資產的投資產品」

如被認定為「複雜的虛擬資產商品」¹⁰⁵只能銷售予專業投資者，銷售「複雜的虛擬資產商品」的中介人，應遵從香港證監會在銷售複雜商品方面的規定，當中包括須確保虛擬資產相關產品的合適性。關於虛擬資產知識評估，除非是機構專業投資者及符

¹⁰³ 有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函，香港證監會，2023 年 12 月 22 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=23EC67>（2024/08/18，造訪）。

¹⁰⁴ 香港證監會，前揭註 103。

¹⁰⁵ 香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」第 5 條規定：「由於零售投資者可能普遍不理解上述風險，故虛擬資產相關產品即符合以下準則的產品：(a) 其主要投資目標或策略為投資於虛擬資產；(b) 其價值主要源自虛擬資產的價值及特點；或 (c) 追蹤或模擬虛擬資產的表現以達致近乎吻合或相稱的投資結果或回報）相當可能被視為複雜產品。（略）」

合資格的法團專業投資者¹⁰⁶，否則中介人在執行虛擬資產相關商品的交易前，應先評估該客戶的虛擬資產知識¹⁰⁷。

在受監督管理下的期貨交易所買賣的虛擬資產期貨契約，其買賣乃受到傳統規則所管理，因此，價格的透明度及潛在市場操縱方面的疑慮會較少。相同的情況，獲香港證監會認可在聯合交易所買賣的公開發行的「虛擬資產期貨 ETF」，上述產品的交易沒有限於專業投資者。獲香港證監會認可作公開發售的虛擬資產基金銷售對象不限於專業投資者，就在聯合交易所上市及買賣的基金，若當中並無涉及招攬或建議行為，中介人便可在無須遵從合適性規定或有關提供最低限度資料及警告聲明的規定，惟仍應對有關客戶進行虛擬資產知識評估¹⁰⁸。

（二）提供虛擬資產交易服務

為保障投資者，香港證監會及金融管理局規定中介人如要提供虛擬資產交易服務，只能與獲香港證監會核准的虛擬資產交易平台合作。儘管提供虛擬資產交易服務不會構成「證券交易」，涉及虛擬資產的買賣活動，構成中介人提供的交易服務的一部分，因此，中介人在提供虛擬資產交易服務時，都應遵守香港證監會及金融管理局的相關管理規定，中介人只能向「證券及期貨條例」所定義之第 1 類（證券交易）的客戶提供該等服務¹⁰⁹。

¹⁰⁶ 依據香港「操守準則」第 15.2 段將「機構專業投資者」界定為屬於「證券及期貨條例」附表 1 第 1 部第 1 條「專業投資者」的定義第 (a) 至 (i) 段所指的人士。「合資格的法團專業投資者」指已通過「操守準則」第 15.3A 段的評估規定及完成第 15.3B 段的程序的法團專業投資者。

¹⁰⁷ 香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」第 5 條、第 6 條規定。

¹⁰⁸ 香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」第 7 條規定。

¹⁰⁹ 香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」第 17 條、第

中介人在向一般客戶（非專業機構）提供虛擬資產交易服務前，應該評估每名客戶對虛擬資產的認識和風險承受能力，為每名客戶設定上限，參照客戶的財政狀況，確保客戶就虛擬資產所承擔的風險是合理的，確保虛擬資產交易活動是透過在香港證監會核准的交易平台上進行¹¹⁰。

（三）就虛擬資產提供資產管理服務

虛擬資產投資組合的管理公司及虛擬資產委託帳戶管理服務方面，中介人所提供的服務如符合最低額豁免規定，即投資組合已說明投資目標為投資於虛擬資產，或有意將投資組合中 10% 或以上的總資產價值投資於虛擬資產¹¹¹，就必須遵守「適用於管理投資於虛擬資產的投資組合的持牌法團或註冊機構的標準條款及條件」¹¹²。

（四）就虛擬資產提供意見

就虛擬資產提供意見的服務，構成中介人提供意見的業務的一部分，因此，在提供意見時，中介人都應遵守香港證監會及香港金管局的所有相關監管規定。此外，中介人只應向「證券及期貨條例」所定義之第 1 類（證券交易）或第 4 類（就證券提供意見）的客戶提供該等服務¹¹³。

二、「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」

香港證監會於 2023 年 12 月 22 日發出「有關證監會認可基金

18 條規定。

¹¹⁰ 香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」第 20 條規定。

¹¹¹ 香港「適用於管理投資於虛擬資產的投資組合的持牌法團或註冊機構的標準條款及條件」第 I 部分：一般事項，釋義。

¹¹² 香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」第 23 條規定。

¹¹³ 香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」第 26 條規定。

投資虛擬資產的通函」¹¹⁴。對於「認可的虛擬資產現貨 ETF」，本通函取代於 2022 年 10 月 31 日發布的「關於虛擬資產期貨交易所交易基金的通知」。依據證券及期貨條例第 104 條和第 105 條規定，「認可的投資基金」(authorising investment funds) 中公開發行投資虛擬資產超過其基金資產淨值的 10%，為「認可的虛擬資產基金」(SFC-authorized VA Funds)¹¹⁵。

(一) 背景

香港證監會於 2022 年 10 月允許虛擬資產期貨 ETF。2023 年 6 月香港證監會開始有虛擬資產交易平台 (Virtual Asset Trading Platforms, VATP) 的制度。本通函規定香港證監會認可的虛擬資產基金，可以在證監會認可的虛擬資產交易平台上進行交易現貨虛擬資產，或是投資期貨交易所的虛擬資產期貨或其他交易所交易的商品¹¹⁶。

(二) 認可的虛擬資產基金規定

認可的虛擬資產基金應符合「單位信託與互惠基金守則」(Unit Trusts and Mutual Funds) 的單位信託及互惠基金，投資連結保證手冊計畫 (Investment-Linked Assurance Schemes) 和非上市結構性投資產品 (Unlisted Structured Investment Products)。也要符合「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」以及「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」¹¹⁷。

¹¹⁴ 有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函，香港證監會，2023 年 12 月 22 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=23EC65> (2024/08/17, 造訪)。

¹¹⁵ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 1-2.

¹¹⁶ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 3-5.

¹¹⁷ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets,

（三）管理公司

認可的虛擬資產基金的管理公司應具備以下要件，有良好的監理紀錄，至少有一名具有虛擬資產管理的相關經驗的工作人員。須遵守核准執照部門（Licensing Department）的附加條款和要件¹¹⁸。

（四）虛擬資產的基礎標的

認可的虛擬資產基金只能直接或間接投資於認可的虛擬資產交易平台交易的虛擬資產¹¹⁹。

（五）投資策略

對於虛擬資產期貨，僅能投資受監管的期貨交易所的虛擬資產期貨，管理公司必須證明虛擬資產期貨具有充足的流動性，且管理好虛擬資產期貨的滾動成本。須遵守「單位信託與互惠基金守則」及香港證監會的要求。認可的虛擬資產基金可以採取積極的投資策略，以靈活的投資組合¹²⁰。

（六）虛擬資產現貨交易方式

現金申購和贖回現貨虛擬資產 ETF，要透過香港證監會認可的虛擬資產交易平台進行。以實物（in-kind）的申購，參與的中介人（participating dealers）將轉換為現貨虛擬資產，可在本地或海外持有，存放在香港證監會許可的虛擬資產交易平台的虛擬資產 ETF 的保管機構帳戶中（custody accounts），或是香港金管局授權的金融機構。申購及贖回現貨虛擬資產 ETF，均可為實物或現金

para. 6.

¹¹⁸ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 8-9.

¹¹⁹ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras 10.

¹²⁰ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 11-13.

(in-cash)。對於投資現貨虛擬資產 ETF，其中介人應為香港證監會持有執照的公司或註冊機構，須遵守核准執照部門的附加條款和要件¹²¹。

(七) 保管機構

認可的虛擬資產基金的受託人或保管機構 (trustee/custodian)，保管虛擬資產透過香港證監會許可的虛擬資產交易平台，或是能符合虛擬資產保管機構規定，香港金管局認可的金融機構。受託人或保管機構負責保管認可的虛擬資產基金應遵守以下規定：保管機構應該確保虛擬資產基金與其自有資產分開；保管機構應該將大部分虛擬資產儲存放在冷錢包中 (cold wallet¹²²)；少數放存放在熱錢包中 (hot wallet) 以供申購、贖回需求；保管機構應確保私鑰安全地存放在香港，嚴格管制人員，具有足夠的抵抗力，適當備份¹²³。

(八) 現貨價值評估

就虛擬資產現貨價值評估，香港證監會認可的虛擬資產基金的管理公司應根據於主要虛擬資產交易平台的指數，由信譽良好的提供者發布的基準指數¹²⁴。

¹²¹ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 16-17.

¹²² 儲存私鑰有兩種主要方式，所謂的熱錢包 (hot wallet, hot storage) 儲存在網路上。冷儲存 (cold storage)，保持離線狀態，如儲存在隨身碟。Basista, *supra* note 98, at 136-37.

比特幣錢包可以分為線上錢包和硬碟錢包，硬碟錢包是以離線方式，在硬碟儲存私鑰的錢包，稱為冷錢包 (cold wallets)，免除在網路上被直接攻擊的可能性，但交易比較不便利，且其儲存裝置 (如隨身碟)，也有遺失、毀損等風險。陳榮傳，前揭註 8，頁 8。

¹²³ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 19-20.

¹²⁴ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets,

（九）服務提供者

管理公司應確認服務提供者（service providers），例如：基金管理人（fund administrators）、中介人、造市商（market makers）和指數提供者（index providers）有能力，支持認可的虛擬資產基金¹²⁵。

（十）揭露及投資人教育（Disclosure and Investor Education）

認可的虛擬資產基金銷售的文件應揭露風險，包括產品關鍵事實陳述（Key Facts Statements, KFS），該基金相關的投資限制和主要風險。例如：價格風險（price risk）、保管風險（custody risk）、網路安全風險（cybersecurity risk）等及相關成本。認可的虛擬資產基金的管理公司依據「單位信託與互惠基金守則」，進行投資者教育¹²⁶。

此通函的最後也提到，計畫將基金總資產淨值 10%以上投資於虛擬資產，必須事先徵詢香港證監會的認可，既有認可的基金（SFC-authorized funds）計畫將基金資產淨值 10%以上投資於虛擬資產，事先須經香港證監會核准¹²⁷。

陸、將來我國如開放比特幣現貨 ETF相關法令修正問題

依據證券投資信託及顧問法第 3 條第 1 項規定：「本法所稱證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，

para. 21.

¹²⁵ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, para. 22.

¹²⁶ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 23-24.

¹²⁷ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, para. 29.

或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。」上述條文不以投資「有價證券」為限，經主管機關核准之投資或交易亦屬該規定之範圍，有學者認為現行證券投資信託基金管理辦法¹²⁸將證券投資信託事業募集資金限於投資有價證券之規定，似有過度限縮母法規範範圍之嫌¹²⁹。因此，學者認為若欲開放國內證券投資信託事業發行比特幣現貨 ETF，主管機關依證券投資信託及顧問法第 3 條第 1 項規定，核准比特幣為該條所謂「其他經主管機關核准項目」，並修改證券投資信託基金管理辦法相關規定¹³⁰。

將來，我國是否開放比特幣現貨 ETF，本文持中立的看法，如同美國 SEC 委員的不同意見，比特幣現貨市場並沒有主要的監督管理機構，具有持續交易性、全球性，也可能超出我國監督管理的範圍。再者，我國的證券投資信託事業及保管機構是否已作好準備，具備足夠的人力，投資人是否能了解投資比特幣現貨 ETF 之風險等，需要集思廣益討論，然最終我國決定要開放比特幣現貨 ETF，可能要思考以下相關的問題及修改相關法令。

一、比特幣現貨 ETF 是否屬於證券交易法有價證券

將來如果金管會核准比特幣現貨 ETF 之發行，比特幣現貨 ETF 是否可能解釋為：「證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證」為證券交易法所稱之有價證券？依據證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 2 項及第 3 項規定：「前項標的指數之成分證券包括股票、債券及其他經本會核准之有價證券。

¹²⁸ 證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 2 項前段規定：「前項標的指數之成分證券包括股票、債券及其他經本會核准之有價證券。」

¹²⁹ 郭大維，前揭註 69，頁 79。

¹³⁰ 郭大維，前揭註，頁 79-80。

標的指數成分證券同時包括股票及債券者，指數編製規則應明定各類成分證券配置比例，並於指數名稱標明平衡字樣。第一項標的指數，應符合第三十二條第二項規定之條件。」同辦法第 32 條第 2 項規定：「前項標的指數，應符合下列條件：一、指數編製者應具有編製指數之專業能力及經驗。二、指數應對所界定之市場具有代表性。三、指數成分證券應具備分散性及流通性。四、指數資訊應充分揭露並易於取得。五、無違反其他法令規定之情事。」

證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 2 項前段所稱：「前項標的指數之成分證券包括股票、債券及其他經本會核准之有價證券」，然如前開學者見解，此規定限於「股票、債券及其他經本會核准之有價證券」是否有限縮母法規範範圍。就目前的文義，比特幣現貨 ETF 所追蹤的指數成分是否能符合此規定是有疑義。再者，比特幣的指數是否能符合證券投資信託基金管理辦法第 32 條第 2 項所列之要件，也需要進一步確認。

二、增訂臺灣證券交易所與比特幣相關市場監控共享協定

前述美國法的討論中，比特幣現貨 ETF 欲發行上市，美國 SEC 為預防詐欺和操縱行為，比特幣相關市場需要與證券交易所簽訂監控共享協定，美國 SEC 也規定監控共享協定應提供一定的資訊。再者，比特幣交易所境內及境外有上百家，臺灣證券交易所應與哪一家或哪幾家合作？哪幾家比特幣交易所是值得信任的？也要確認 ETF 的比特幣現貨價格的正確性。

三、增訂針對比特幣交易所的相關規定

前述香港法的討論中，香港證監會目前核准 2 家虛擬資產交易平台（交易所），香港訂有「適用於虛擬資產交易平台營運者的

指引（2023 年 6 月）¹³¹」及「有關實施專為虛擬資產交易平台而設的全新發牌制度的通函（2023 年 5 月）¹³²」。因此，將來我國如決定要開放比特幣現貨 ETF，也需要擬定針對比特幣交易所的相關規定。

四、增訂證券投資信託事業及專業人員相關規定

前述香港法的討論中，香港證監會「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」有提到管理公司（Management companies）應具備的要件，具有良好的監理紀錄、有虛擬資產管理的相關經驗的工作人員。目前我國關於證券投資信託事業規範在證券投資信託及顧問法第 63 條至第 82 條。也許可以在證券投資信託及顧問法第 63 條增訂授權規定，透過主管機關增訂子法，針對證券投資信託事業若從事比特幣現貨 ETF 業務時，證券投資信託事業應具備哪些要件；如要增訂在證券投資信託事業管理規則¹³³或證券投資信託事業設置標準¹³⁴，需考慮證券投資信託及顧問法是否有授

¹³¹ 適用於虛擬資產交易平台營運者的指引，香港證監會，https://www.sfc.hk/-/media/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/guidelines/Guidelines-for-Virtual-Asset-Trading-Platform-Operators/Guidelines-for-Virtual-Asset-Trading-Platform-Operators_Chi.pdf?rev=722176b53f6a46d6b5713cedddc59483（2024/08/22，造訪）。

¹³² 有關實施專為虛擬資產交易平台而設的全新發牌制度的通函，香港證監會，2023 年 5 月 31 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=23EC28>（2024/08/22，造訪）。

¹³³ 證券投資信託事業管理規則第 1 條規定：「本規則依證券投資信託及顧問法第 20 條、第 70 條、第 72 條、第 81 條第 2 項及第 95 條規定訂定之。」

¹³⁴ 證券投資信託事業設置標準第 1 條規定：「本標準依證券投資信託及顧問法第 6 條第 3 項、第 66 條第 1 項、第 3 項、第 67 條第 2 項、第 72 條第 1 項、第 74 條第 2 項及第 75 條第 2 項規定訂定之。」

權。另外，於證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則¹³⁵，增訂證券投資信託事業業務部門之基金經理人、內部稽核、業務人員等，應具備一定比特幣的專業知識或經驗。例如：於證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則增訂第 21 條之 2 規定：「證券投資信託事業之負責人與業務人員從事虛擬資產 ETF 業務，應具備虛擬資產知識及相關工作經驗一年以上。」上開條文僅是初步建議，條文之文義，當然可以再修正、調整。

至於證券投資顧問事業¹³⁶可否針對比特幣現貨 ETF，提供分析意見或推介建議，若有開放，同樣也可在證券投資信託及顧問法第 63 條增訂授權規定，透過主管機關增訂子法，規範證券投資顧問事業應具備那些要件才能從事。如要增訂在證券投資顧問事業管理規則、證券投資信託事業設置標準裡，同樣需考慮證券投資信託及顧問法是否有授權。同樣的，證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則¹³⁷，也可能要增訂，證券投資顧問事業相關人員應具備一定比特幣的專業知識或經驗。

¹³⁵ 證券投資信託及顧問法第 69 條規定：「證券投資信託事業及證券投資顧問事業，其應備置人員、負責人與業務人員之資格條件、行為規範、訓練、登記期限、程序及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則第 1 項規定：「本規則依證券投資信託及顧問法第 69 條及第 77 條第 3 項規定訂定之。」

¹³⁶ 證券投資信託及顧問法第 4 條第 1 項規定：「本法所稱證券投資顧問，指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。」

¹³⁷ 證券投資信託及顧問法第 69 條規定：「證券投資信託事業及證券投資顧問事業，其應備置人員、負責人與業務人員之資格條件、行為規範、訓練、登記期限、程序及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則第 1 條規定：「本規則依證券投資信託及顧問法第 69 條規定訂定之。」

五、增訂投資策略及交易方式

前述香港法的討論中，香港證監會「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」有提到認可的虛擬資產基金只能投資於認可的虛擬資產交易平台的虛擬資產，規範投資策略，以及虛擬資產現貨交易方式等。

我國證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 1 項訂有指數股票型基金（ETF）之定義，或許可以將比特幣現貨 ETF 之定義、投資策略、交易方式增訂在證券投資信託基金管理辦法第 37 條之 2、之 3 等規定¹³⁸。而美國比特幣現貨 ETF 並無比特幣實物申購贖回，僅以現金方式，而香港更為開放有比特幣實物申購贖回。需要有值得信賴的比特幣交易所及專業的保管機構，才有可能進行比特幣實物申購贖回，將來我國如決定要開放比特幣現貨 ETF，本文不建議我國一開始即採實物申購贖回方式。

六、增訂妥善保管客戶資產相關規定

前述香港法的討論中，香港證監會「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」保管機構應該確保虛擬資產基金與其自有資產分開，保管機構應該將大部分虛擬資產儲存放在冷錢包中，少數放存放在熱錢包中以供申購、贖回需求，保管機構應確保私鑰安全地存放在香港，嚴格管制人員，具有足夠的抵抗力，適當備份¹³⁹。此外，香港「適用於管理投資於虛擬資產投資組合的持牌

¹³⁸ 證券投資信託及顧問法第 14 條第 1 項規定：「證券投資信託事業得募集或私募證券投資信託基金之種類、投資或交易範圍及其限制，由主管機關定之。」證券投資信託基金管理辦法第 1 條規定：「本辦法依據證券投資信託及顧問法第 11 條第 4 項、第 14 條第 1 項、第 17 條第 3 項、第 18 條第 1 項、第 19 條、第 22 條第 4 項、第 25 條第 2 項及第 46 條規定訂定。」

¹³⁹ Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets, paras. 19-20.

法團或註冊機構的標準條款及條件」，即有專章規定保管客戶資產，例如第 7.1 (a) 條規定：「持牌法團或註冊機構應妥善地處理及保障客戶虛擬資產。特別是，持牌法團或註冊機構在進行相關虛擬資產交易活動時，應（除其他規定外）遵守以下規定：透過以下平台或機構所開立及維持的獨立帳戶收取客戶虛擬資產並在該獨立帳戶內為其客戶以信託方式持有上述客戶虛擬資產：(i) 證監會持牌平台；或 (ii) 符合由香港金融管理局不時發出有關虛擬資產保管方面應達到預期標準的認可財務機構（或在本地註冊認可財務機構的附屬公司）。¹⁴⁰」

我國證券投資信託及顧問法第 21 條至第 24 條規範保管機構，另於證券投資信託基金管理辦法第 57 條至第 63 條亦訂有保管機構規範¹⁴¹。將來，我國如有要開放比特幣現貨 ETF，可能要針對保管比特幣制定相關規範。目前金管會已草擬「管理虛擬資產平台及交易業務事業（VASP）指導原則（2023 年 9 月 26 日）¹⁴²」

¹⁴⁰ 有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」附錄文件，頁 16，香港證監會，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/circular/openAppendix?lang=TC&refNo=23EC67&appendix=0>（2024/08/22，造訪）。

¹⁴¹ 證券投資信託及顧問法第 18 條第 1 項規定：「證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事投資或交易之方式與為指示保管、處分、收付及其他相關事項之辦法，由主管機關定之。」證券投資信託基金管理辦法第 1 條規定：「本辦法依證券投資信託及顧問法第 11 條第 4 項、第 14 條第 1 項、第 17 條第 3 項、第 18 條第 1 項、第 19 條、第 22 條第 4 項、第 25 條第 2 項及第 46 條規定訂定。」

¹⁴² 金融監督管理委員會管理虛擬資產平台及交易業務事業（VASP）指導原則，金融監督管理委員會，<https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/%E9%87%91%E8%9E%8D%E7%9B%A3%E7%9D%A3%E7%AE%A1%E7%90%86%E5%A7%94%E5%93%A1%E6%9C%83%E7%AE%A1%E7%90%86%E8%99%9B%E6%93%AC%E8%B3%87%E7%94%A2%E5%B9%B3%E5%8F%B0%E5%8F%8A%E4%BA%A4%E6%98%93%E6%A5%AD%E5%8B%99%E4%BA%8B%E6%A5%>

其中的第 5 點：「本事業資產與客戶資產之分離保管（包括法定貨幣及虛擬資產等）（一）本事業就虛擬資產交易及其款項代收付業務收受客戶之法定貨幣或虛擬資產，應與其自有之法定貨幣或虛擬資產分離保管。所收受之資產為法定貨幣者，並應交付信託或取得銀行十足之履約保證。（二）本事業除為其客戶辦理前款業務外，不得動用前款客戶之法定貨幣或虛擬資產。（三）本事業就所保管之客戶法定貨幣或虛擬資產，應留存紀錄。（四）本事業就所保管之客戶資產應至少每年委任會計師出具報告並公告。」似尚未針對比特幣現貨 ETF 的保管做進一步的規範。

七、增訂風險預告及評估客戶狀況

證券投資信託事業以及銷售機構銷售時，需告知客戶比特幣現貨 ETF 的相關風險，也要評估投資人對比特幣是否具備一定知識及客戶的風險承受能力等，因此，也需增訂或修正相關規範。目前證券投資信託事業管理規則第 22 條之 1 第 1 項規定：「證券投資信託事業應充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受投資風險程度。」可以考慮在此規則，另增訂針對比特幣現貨 ETF 風險預告及評估客戶狀況作規範。例如：於同規則增訂第 22 條之 2 第 1 項規定：「證券投資信託事業執行虛擬資產 ETF 之交易，應先評估客戶投資於虛擬資產相關商品之知識，如客戶不具備，不得為客戶執行交易。¹⁴³」同規則增訂第 22 條之 2 第 2 項規定：「證券投資信託事業執行虛擬資產 ETF 之交易，應告知客戶各種虛擬資產 ETF 之性質、交易條件及可能之風險，並

AD%EF%BC%88VASP%EF%BC%89%E6%8C%87%E5%B0%8E%E5%8E%9F%E5%89%87(1).pdf (2024/08/19, 造訪)。

¹⁴³ 條文中使用「虛擬資產 ETF」用以含括將來是否有可能開放其他幣別或比特幣期貨 ETF。增訂此條文，參考香港「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」6.2。

應將風險預告書交付虛擬資產 ETF 交易人。¹⁴⁴」上開條文僅是初步建議，條文之文義，當然可以再修正、調整。

然而，證券投資信託事業管理規則第 1 條規定：「本規則依證券投資信託及顧問法第 20 條、第 70 條、第 72 條、第 81 條第 2 項及第 95 條規定訂定之。」而上述的證券投資信託及顧問法在授權規定方面，依據該法第 70 條規定¹⁴⁵解釋上，較有可能依此授權，但也非那麼明確，並非直接針對風險預告及評估客戶狀況事項授權。而期貨交易法第 64 條第 1 項¹⁴⁶及第 65 條¹⁴⁷規定，是直接法律位階進行規範。

八、其他相關問題

將來我國如要開放比特幣現貨 ETF，此 ETF 資產需持有多少比例的比特幣，才算是比特幣現貨 ETF？此外，一般的證券投資信託基金能否投資比特幣現貨 ETF¹⁴⁸，其比例應限制於不得超過該基金淨資產價值之百分之多少？比特幣現貨 ETF 是否為全權委託投資業務投資的標的¹⁴⁹？也都需要討論。此外，目前的規範是

¹⁴⁴ 增訂此條文，參考期貨交易法第 65 條規定。

¹⁴⁵ 證券投資信託及顧問法第 70 條規定：「證券投資信託事業及證券投資顧問事業從事廣告、公開說明會及其他營業活動，其限制、取締、禁止或其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」

¹⁴⁶ 期貨交易法第 64 條第 1 項規定：「期貨商受託從事期貨交易，應評估客戶從事期貨交易之能力，如經評估其信用狀況及財力有逾越其從事期貨交易能力者，除提供適當之擔保外，應拒絕其委託。」

¹⁴⁷ 期貨交易法第 65 條規定：「期貨商接受期貨交易人開戶時，應由具有業務員資格者為之；在開戶前應告知各種期貨商品之性質、交易條件及可能之風險，並應將風險預告書交付期貨交易人。」

¹⁴⁸ 證券投資信託基金管理辦法第 10 條規定。

¹⁴⁹ 證券投資信託及顧問法第 56 條第 1 項規定：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業經營全權委託投資業務之投資或交易之範圍及其限制，由主管機關定之。」證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法第 14 條及第 16 條規定。

否足以保護投資人，我國將來如有開放比特幣現貨 ETF，如何保護投資人是值得去思考的問題。依據目前證券投資信託及顧問法第 23 條規定：「基金保管機構知悉證券投資信託事業有違反證券投資信託契約或相關法令，應即請求證券投資信託事業依契約或相關法令履行義務；其有損害受益人權益之虞時，應即向主管機關申報，並抄送同業公會。證券投資信託事業因故意或過失致損害基金之資產時，基金保管機構應為基金受益人之權益向其追償。」同法第 24 條規定：「基金保管機構因故意或過失違反本法、本法授權訂定之命令及證券投資信託契約之規定，致生損害於基金之資產者，應負損害賠償責任。證券投資信託事業並應為基金受益人之權益向其追償。基金保管機構之代理人、代表人或受僱人，履行證券投資信託契約規定之義務有故意或過失時，基金保管機構應與自己之故意或過失負同一責任。」從上述的條文來看，目前的規範僅針對證券投資信託事業及基金保管機構違反法令或證券投資信託契約，將來有無可能增訂針對比特幣交易所違反法令之情形作規範，以保護比特幣現貨 ETF 投資人。

柒、結語

綜合上述的討論，關於比特幣的法律性質，目前並非法定貨幣，但有可能成為民法上約定貨幣之債（金錢之債），具有為債權法上之權利。如從傳統民法物之定義來看，比特幣可能不符合「物」，除非民法上物的定義有改變，才有可能包括比特幣，就算把比特幣解釋為物，適用物權方面都會產生疑問。銀行本來就無法從事收受比特幣之行為，惟若無法解釋符合銀行法中的「款項」或「資金」，犯罪行為人可能無法用銀行法第 125 條刑事處罰。然近期最高法院 112 年度台上字第 317 號刑事判決見解認為，所謂違法「吸收資金」，是在避免非銀行業者任意違法吸收資金，影響

金融秩序，吸收資金的方法，得為借款、收受投資、使加入為股東或是「其他名義」，解釋上包括以投資虛擬貨幣之方式在內。比特幣在別的國家成為期貨及選擇權之標的，目前臺灣期貨交易所並無比特幣為標的之商品。比特幣若要成為「具證券性質之虛擬通貨」，要符合 **Howey Test** 要件的情形下，才有可能成為證券交易法上之有價證券，因此，並非每個案都能符合，例如：投資人僅是單純持有比特幣，並非「出資於一共同事業或計畫」，也可能並非「利潤主要取決於發行人或第三人之努力」，在此情況下，是否能算是「證券性質之虛擬通貨」恐怕是有疑問的。這也會影響能否符合證券投資信託基金管理辦法第 37 條第 2 項規定：「前項標的指數之成分證券包括股票、債券及其他經本會核准之有價證券。標的指數成分證券同時包括股票及債券者，指數編製規則應明定各類成分證券配置比例，並於指數名稱標明平衡字樣。」。

我國現行 ETF 依法規架構分類，可分為 3 大類型，包括證券投資信託 ETF、期貨信託 ETF 及跨境上市 ETF。主要的法令有證券投資信託及顧問法、期貨交易法，相關子法有證券投資信託基金管理辦法、期貨信託基金管理辦法、境外基金管理辦法、證券投資信託事業管理規則、證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則等。此外，臺灣證券交易所的相關規範，關於上市申請，例如：臺灣證券交易所股份有限公司營業細則、臺灣證券交易所股份有限公司認可指數股票型基金之發行人及標的指數資格應行注意事項等。關於帳簿劃撥及保管，另依臺灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法。

美國 ETF 主要依據 1940 年投資公司法、1934 年證券交易法及相關規則。美國 SEC 拒絕 Winklevoss 的命令，強調 ETF 基礎資產有關的重要市場需要和證券交易所之間要有監控共享協定，以阻止詐欺及操縱行為，以保護投資人及公眾利益，也要求該協

定應具備一定的事項內容，且認為 Gemini 比特幣交易所非受監管的市場且不屬於重要市場，不符合 1934 年證券交易法第 6 條第 b 項第 5 款之規定。Grayscale Investments, LLC v. SEC 此案中，法院認為美國 SEC 核准比特幣期貨 ETF，拒絕 Grayscale 比特幣現貨 ETF 上市，美國 SEC 缺乏合理及連貫性的解釋，判決 Grayscale 勝訴，爾後，美國 SEC 核准比特幣現貨 ETF。然而，美國 SEC 委員的不同意見書，認為比特幣期貨 ETF 與比特幣現貨 ETF 並非相同商品，這二種商品有重要的差異，核准比特幣現貨 ETF 的命令並沒有考慮到更廣泛的公共利益，將來也有難題要去面對。

香港證監會於 2020 年 12 月 16 日發布首張香港虛擬資產交易平台核准的牌照。於 2023 年 12 月 22 日發出「有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函」，規範關於銷售涉及虛擬資產的投資產品、提供虛擬資產交易服務等。於 2023 年 12 月 22 日發布「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」，規範管理公司、虛擬資產的基礎標的、保管機構等。

我國是否開放比特幣現貨 ETF，可能多方面進行評估，如要開放涉及相關的法律問題，包括：要確認比特幣現貨 ETF 是否屬於證券交易法有價證券，增訂臺灣證券交易所與比特幣交易相關市場的監控共享協定，增訂針對比特幣交易所的相關規定，增訂比特幣現貨 ETF 投資策略及交易方式，增訂證券投資信託事業及專業人員相關規定¹⁵⁰，增訂保管客戶資產相關規定，增訂比特幣現貨 ETF 細節性的投資限制，增訂證券投資信託事業及銷售機構的風險告知（比特幣現貨 ETF），評估客戶比特幣的知識及客戶的

¹⁵⁰ 例如：於證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則增訂第 21 條之 2 規定：「證券投資信託事業之負責人與業務人員從事虛擬資產 ETF 業務，應具備虛擬資產知識及相關工作經驗一年以上。」上開條文僅是初步建議，條文之文義，當然可以再修正、調整。

風險承受能力¹⁵¹。也要確認證券投資信託基金，期貨信託基金及全權委託投資業務能否投資比特幣現貨 ETF？若可以，其投資比例限制為多少？等相關問題。

中原財經法學

¹⁵¹ 例如：於證券投資信託事業管理規則增訂第 22 條之 2 第 1 項規定：「證券投資信託事業執行虛擬資產 ETF 之交易，應先評估客戶投資於虛擬資產相關商品之知識，如客戶不具備，不得為客戶執行交易。」同規則增訂第 22 條之 2 第 2 項規定：「證券投資信託事業執行虛擬資產 ETF 之交易，應告知各種虛擬資產 ETF 之性質、交易條件及可能之風險，並應將風險預告書交付虛擬資產 ETF 交易人。」上開條文僅是初步建議，條文之文義，當然可以再修正、調整。

參考文獻

書籍

- 王澤鑑，民法總則，自版，增補新版（2024）。
- 邱聰智、姚志明，新訂民法債編通則（上），自版，新訂 2 版（2013）。

期刊論文

- 江宇程，比特幣法律上之定性——以各國立場、法規為借鏡，司法新聲，第 125 期，頁 12-32（2018）。
- 沈易，淺論比特幣在民事法律上之定性，司法新聲，第 129 期，頁 12-36（2019）。
- 宋皇志、吳婕華，虛擬貨幣之法律性質與監理規範，臺北大學法學論叢，第 117 期，頁 133-211（2021）。
- 李福慶，計劃推出比特幣期貨選擇權，臺灣期貨雙月刊，第 54 期，頁 38-38（2019）。
- 林盟翔、賴建宇，從國際間之監理發展探索我國虛擬資產及央行數位貨幣之發展動向，交大法學評論，第 12 期，頁 1-66（2023）。
- 郭大維，證券型虛擬通貨是否為證券交易法上之有價證券，月旦法學教室，第 229 期，頁 27-30（2021）。
- 郭大維，論美國 SEC 開放比特幣 ETF 對我國之啟示，當代法律，第 29 期，頁 74-80（2024）。
- 陳榮傳，論比特幣與比特幣之債，軍法專刊，第 65 卷第 6 期，頁 1-41（2019）。
- 陳榮傳，約定貨幣：問比特幣為何物？，月旦民商法雜誌，第 67 期，頁 5-27（2020）。
- 楊岳平，論虛擬通貨之法律定性——以民事法與金融法為中心，月旦法學雜誌，第 301 期，頁 43-63（2020）。
- 廖崇宏，論支付服務程序瑕疵對金錢之債清償效力的影響——以匯款業務為例，中原財經法學，第 47 期，頁 113-172（2021）。

- 蔡英欣，試論虛擬貨幣之監理與法律定位——以日本法為中心，管理評論，第 37 卷第 4 期，頁 53-67（2018）。
- 戴銘昇，從比特幣談收受存款之標的，台灣法學雜誌，第 407 期，頁 29-33（2021）。
- Barron, Robert A., *Some Comments on the Regulation of Crypto Assets*, 52(1) SEC. REG. L.J. 1-9 (2024).
- Basista, Nicholas J., *New Asset, Same Custody Requirements: Why the Existing Framework of the Investment Company Act and Investment Advisers Act Can Integrate Digital Assets*, 18 RUTGERS BUS. L. REV. 129-160 (2023).
- Bratspies, Rebecca M., *Cryptocurrency and the Myth of the Trustless Transaction*, 25 MICH. TECH. L. REV. 1-57 (2018).
- Brown, Marion A., *Cryptocurrency And Financial Regulation: The SEC's Rejection of Bitcoin -based ETPs*, 23 N.C. BANKING INST. 139-157 (2019).
- Coates IV, John C., *Reforming the Taxation and Regulation of Mutual Funds: A Comparative Legal and Economic Analysis*, 1 J. LEGAL ANALYSIS, 591-689 (2009).
- Hu, Henry T. C. & John D. Morley, *The SEC and Regulation of Exchange-Traded Funds: A Commendable Start and A Welcome Invitation*, 92 S. CAL. L. REV. 1155-1201 (2019).
- Weber, Shaun T., *Regulation Over Refusal: How Bitcoin Backed ETFs Can Usher the SEC into the Modern Era*, 18 J. INT'L BUS. & L. 283-304 (2019).

摘 要

美國 SEC 已核准比特幣現貨 ETF 上市。香港證監會也發布「有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函」。我國金管會是否也要跟進核准比特幣現貨 ETF？是當前重要的課題，這會涉及到比特幣現貨 ETF 相關問題的討論，若開放比特幣現貨 ETF，相關法令可能也要進行增訂或修正。此等問題包括：比特幣的法律性質為何？比特幣現貨 ETF 是否屬於證券交易法的有價證券？比特幣相關市場能否向證券交易所提供監控的資訊及正確的數據，雙方是否要簽訂相關契約？目前我國證券投資信託事業是否具備專業人才以進行發行管理比特幣現貨 ETF，相關的法令是否要增訂或修正？目前 ETF 的保管機構是否有能力安全地保管比特幣？銷售機構除了風險告知外，是否要評估投資人對比特幣的知識，以及評估客戶的風險承受能力等問題，都值得去探討。

A Study on the Feasibility of Opening Bitcoin Spot Exchange Traded Fund in Taiwan Following the Legislative Examples of the United States and Hong Kong

Syu-Huang-Jie Wu

Abstract

The US Securities and Exchange Commission (SEC) has approved the listing of Bitcoin spot ETFs. Hong Kong's SFC (Securities and Futures Commission) also published "Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets." If Taiwan follows suit, various issues need to be resolved, including the legal nature of Bitcoin and whether Bitcoin spot ETFs are classified as securities under the Securities and Exchange Act, Bitcoin-related markets should provide monitored information and correct data to stock exchanges, both parties need to enter into contractual relationships, Taiwan's securities investment trust companies have the ability to issue and manage Bitcoin spot ETFs, laws and regulations need to be revised, ETF custodians can safely keep Bitcoin, and sales institutions should assess investors' knowledge of Bitcoin and risk tolerance.

Keywords: bitcoin, bitcoin spot etf, bitcoin futures etf, securities investment trust etf, ETF, securities investment trust funds, virtual assets