

出國報告（出國類別：其他）

參加美國證管會 2017 年第 22 屆
「證券執法及市場監視國際研討會」
報告

(22nd Annual International Institute
for Securities Enforcement and
Market Oversight)

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：李稽核惠珍

派赴國家：美國

出國期間：106 年 11 月 11 日至 22 日

報告日期：107 年 2 月 21 日

摘 要

一、出席2017年第22屆證券執法及市場監視國際研討會

美國證管會106年11月13日至17日於美國證管會（美國華盛頓特區）舉辦證券執法及市場監視國際研討會，本次研討會參與學員來自55個國家/地區，總計147位證券主管機關或證券周邊單位代表。我國係由證券期貨局證券商管理組李惠珍稽核代表出席。

(一)研討會內容：

- 1、本次會議為美國證管會所舉辦之證券執法及市場監視國際研討會，主要目的希望藉由研討會之平臺，讓來自不同國家之證券主管機關及周邊單位成員相互交流各國證券市場現況、所面臨挑戰及法令執行情形，進而促進資本市場發展及投資人保護，並加強各國主管機關之國際監理與執法合作。
- 2、本次研討會主講者包括美國證管會官員、FINRA（Financial Industry Regulatory Authority）人員、FBI（Federal Bureau of Investigation）調查員等，透過專題演講、小組討論（Workshop）及個案研析等方式進行，會中參與成員並就各國監理經驗進行交流。
- 3、本次研討重點包括美國證管會之證券市場執法現況、美國證管會對於不法案件之調查方式、內線交易之調查與起訴、網路濫用(Cyber Abuse) 調查及起訴、市場濫用(Market Abuse) 調查及起訴、吹哨者制度及證券商違法(Broker-Dealer Violation)。

(二)課程心得：學習美國證管會之吹哨者機制、因應網路駭客攻擊，強化對網路安全之重視及加強跨國監理合作，並研究美國證管會未來對ICO、虛擬貨幣、Fintech業者之監理規定及裁罰方式。

二、106年11月15日至21日拜會美國證管會、FINRA、紐約證交所(New York Stock Exchange; NYSE)、Citi及JP Morgan等，了解美國對指數投資證券(Exchange Traded Note; ETN)之監理規範、掛牌申請及市場實務。

目 錄

壹、前言.....	3
貳、研討會議內容紀要.....	4
一、 美國證管會之證券市場執法現況.....	4
二、 美國證管會對於不法案件之調查方式.....	5
三、 內線交易調查及起訴.....	7
四、 網路濫用調查及起訴.....	8
五、 市場濫用調查及起訴.....	9
六、 吹哨者制度.....	10
七、 證券商違法(Broker-Dealer Violation).....	12
參、拜會美國證管會等相關機構了解 ETN 規範及實務	13
肆、心得與建議.....	20
附件：證券市場發展國際研討會議程.....	200

壹、前言

美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission，以下簡稱美國證管會）於106年11月13日至11月17日期間於美國華盛頓特區總部舉辦第22屆「證券執法及市場監視國際研討會」，出席成員分別來自55個國家，合計邀集147位證券主管機關及證券周邊單位代表參加。

美國證管會考量目前證券不法案件常為跨國犯罪行為，單一國家不易有效調查，為增加國際合作打擊證券不法交易，爰舉辦此研討會，提供與會者瞭解美國證管會如何執行市場監視、偵查不法、後續處置，及跨國合作之必要性。主講者均為美國證管會實際執行不法案件查核及處理人員，透過討論及個案探討的方式與大家分享其心得與經驗，進而加強各國主管機關之跨國執法與合作監理之聯繫網絡。

本次研討會課程內容包括：美國證管會之證券市場執法現況、美國證管會對於不法案件之調查方式、內線交易之調查與起訴、網路濫用(Cyber Abuse)調查及起訴、市場濫用(Market Abuse)調查及起訴、吹哨者制度及證券商違法(Broker-Dealer Violation)。

貳、研討會議內容紀要

美國證管會主席Mr. Jay Clayton開幕致詞提到自己是律師出身，證管會將致力打擊不法犯罪，並強調國際監理合作之重要性。

本次研討會探討下列不法案件之監理及調查，並探討其吹哨者機制及鼓勵透過MMOU等方式進行國際監理合作，但美國證管會亦指出，因調查資源有限，該會調查前將考量並排定優先順序俾利資訊分配，目前最優先的案件包括涉及一般投資人權益保障者及網路相關案件：

1. 內線交易(Insider Trading)
2. 股價濫用(Market Abuse)
3. 發行公司財報舞弊或資訊揭露不實(Accounting and Disclosure Violations by Issuers)
4. 證券商違法行為
5. 網路犯罪及網路安全
6. 依據海外反腐敗法(Foreign Corrupt Practices Act)，就受規管業者向外國政府官員行賄之不法行為進行調查。

一、美國證管會之證券市場執法現況

美國證管會表示2016年投資顧問及投資公司不法案件計160件、違反海外反腐敗法案件計21件，均創下歷史最高紀錄，另提供給13名吹哨者的獎金高達5,700萬美元亦為有史以來最高金額。

美國證管會2014-2016年針對證券不法案件採取民事訴訟或行政程序者分別為755件、807件及868件，透過法院裁定罰金及歸還不合理利潤總金額分別為41.6億美元、41.9億美元及超過40億美元(證管會尚無確切統計數據，僅表示Over 4 billion)案件。

2016年主要不法案件分類如下：

- 1.發行公司財務報告及資訊揭露不實。
- 2.守門員(律師、會計師等)違反其相關專業人員規定。
- 3.透過創新資料分析，起訴78名涉及內線交易人員。
- 4.投資顧問公司及投資公司違法。
- 5.股價操縱(Market Manipulation)
- 6.募集詐欺-金字塔式騙局(Pyramid Schemes)、親友詐欺(Affinity Frauds)等。
- 7.結構型債券等複雜性金融工具之違規案件。
- 8.其他。

二、美國證管會對於不法案件之調查方式

(一)不法資訊來源：

證管會主要透過投資人檢舉、吹哨者檢舉(證管會表示係很重要的資訊來源)、FINRA證券透過市場監理發現之異常或違法情事轉報給證管會、主動搜索可疑網站及新聞報導、證管會對證券商等受規管機構進行定期或不定期檢查等方式及資訊來源，調查是否涉及不法情事，

(二)美國證管會行使調查權之法令依據及辦理方式

美國法律賦予證管會調查權、檢查權及民事控訴權，美國聯邦證券交易法第21條並賦予證管會準司法權，證管會得進行必要之調查，調查程序如下：

1.非正式調查程序(informal or preliminary investigation)：

調查程序通常由非正式調查開始，屬非公開且非正式之面談(informal inquiry)，仰賴被諮詢者之自願性合作(接受面談、提供證詞、文件等

資訊)，美國證管會如採非正式程序者，尚無權採取任何強迫性之調查措施。

美國證管會通常先和相關人士或業者面談，並要求其於面談六週內回復書面說明，關於訊問證人之順序，可採由下而上 (Bottom-up)或由上而下 (Top-down)方式。美國證管會常採取前者，先詢問案件最關鍵人物 (如：CEO等)，因其了解案件全貌，而非先詢問中階及基層人員，雖然基層人員最可能掌握第一手資訊，但通常並未案件全貌。

證管會將針對非正式調查結果決定是否進一步採取正式調查程序，例如對於一些不願合作之個人或機構，即需美國證管會委員會准許後，採取正式調查，以強制取得證據。

2.正式調查程序(Formal Investigation)

為蒐集足夠證據，美國證管會調查人員得經委員會核准後核發調查命令，以開始正式調查程序。美國證管會之正式調查命令列舉調查人員被授權調查之項目，並賦予調查人員發出傳票及執行宣誓儀式的權力；美國證管會亦得授權專業人士(律師、會計師等)代為執行美國證管會官員之調查權。

在正式調查中，當事人有權在律師陪同下作證或拒絕作證。此外，若當事人(個人或機構)拒絕接受美國證管會核發之傳票，美國證管會可請求法院發出傳票。當事人如果拒絕接受法院之傳票，即構成藐視法庭。

因單一不法案件經常同時涉及民事及刑事責任，證管會和FBI通常分別進行調查，但證管會不得如FBI進行監聽、從事秘密或臥底的調查方式，FBI亦不會將因此取得之相關資料提供給證管會，證管會提及調查不法交易案件時，要求當事人提供手機SIM卡，但當事人卻將手機SIM卡毀掉，FBI雖可進行電話錄音但不肯將錄音檔提供給證管會，

後來證管會要求電信公司提供錄音紀錄(包括通話時間、對象及內容)，惟證管會就不法案件調查仍和FBI保持密切溝通及聯繫，且將和FBI合作進行個案研究，相互學習及吸取經驗。

(三)調查後之執法行為

美國證管會調查完成後，證管會將依蒐集之證據力及推演其提起民事訴訟之勝訴機率，評估是否提起民事訴訟，證管會通常不會輕易提起訴訟，對於行為人係非故意、非重大或舉證困難者，則可能與當事人達成「和解」(settlement)，多數案子係由當事人與美國證管會達成和解，和解時機為調查報告及建議處理方式提交證管會委員會前，達成和解後，證管會官員僅需將和解書送交委員會核准後即可。

三、內線交易(Insider Trading)調查及起訴

(一)證管會表示內線交易不法案件有逐年增加趨勢，如:2013年為58件，2014年為80件。

(二)法源：證券交易法(Exchange Act of 1934) Section 10(b)、美國證管會依據上開法條訂定之Rule 10b-5，以及內線交易相關判例形成內線交易規範主要依據。

證券交易法(Exchange Act of 1934) Section 10(b)及Rule 10b-5主要規範各種反詐欺行為，態樣由內線交易、財報及公開說明書等書件及揭露不實、價格操縱等，以財報及公開說明書等書件及揭露不實為例，只要投資人認為因此影響其買入或賣出股票決策，可向發行公司及其員工、證券商等提起訴訟，在美國，投資人依據上開規定提起訴訟是很普遍常見的。

依據1934年證券交易法10(b)規定，任何直接或間接使用州際商務或郵件之任何手段、工具或任何全國性證券交易所設備之人，於買賣上市或非上市有價證券時，不得使用操縱或詐欺之手段、計謀等而違反美國證管

會為維護公共利益及保護投資者所制定之規定。

另規則10b-5規定，任何人於買賣上市或非上市有價證券時，不得直接或間接地為下列各款行為：(1)利用任何手段、計劃或計謀從事詐騙行為；(2)對重要事實作不實陳述或省略某些重要事實陳述，以致在當時情境下，能使他人產生誤導之效果；(3)從事任何可能對他人產生欺詐或欺騙情事且與證券買賣相關之行為、業務、商業活動等。

(三)內線交易態樣：

- 1.傳統型內線交易(內部人之內線交易)：符合內線交易之四要件，亦即屬內部人(Insider)、知悉重大非公開資訊、進行交易及具獲利意圖。
- 2.外部人(Outsider)之內線交易：適用於外部人透過管道取得內部資訊時，如參與併購之律師、偷看該律師內部資訊的律師事務所同事。
- 3.Tipper Liability：公司CEO(Tipper)提供內部資訊給理髮師、星巴克員工(Tippee)，後者並因此進行交易(如Tippee未進行交易，則未構成內線交易)且因此獲利，獲利可能是有形的(Tangible)，如：現金、車、小孩獲得同意進入明星學校，獲利也可能是無形的關係建立、家人親友關係的維持等，法院對於獲利的認定及判決不同(On a case by case basis)。

四、網路濫用(Cyber Abuse) 調查及起訴

美國證管會鑑於網路相關不法行為對證券市場威脅日增且漸趨複雜，於2017年9月成立Cyber Unit，主要調查透過電子/社群媒體網路操縱股價、駭客取得非公開資訊及帳號入侵、對重要市場基礎設施之威脅、受規管機構網路安全、虛擬貨幣及首次代幣發行(Initial Coin Offering; ICO)不法行為、透過黑網(Dark Web)進行不法行為等事件，並要求受規管機構應執行防護機制。

- 1.透過電子/社群媒體網路操縱股價：曾發生案例為透過社群媒體(Twitter、臉書)、用發行公司的員工等他人名義在Edgar等釋放假消息。證管會調查上開網路消息案件，將著重消息發布時點及交易時點是否

相近，並追蹤消息發布網路位址、進行交易者及駭客本身的網路位址等是否相同。

2.駭客：曾發生駭客害入別人的證券帳戶進行交易、竊取重大非公開資訊並於黑網交換資訊。

3.美國證管會要求受規管機構應依所面臨風險(風險基礎原則)訂定合理之網路安全防護機制，俾保護客戶資料，相關規定如下：

(1) Safeguard Rule：受規管機構應就保障客戶資料及交易紀錄，避免被駭客入侵或非授權行為竊取資料，訂定相關政策及措施。

(2) Identity Theft Red Flags Rule：受規管機構應防止員工身分認證濫用或竊取致客戶交易帳戶被入侵情形。

(3) Systems Compliance and Integrity Rule 要求大型顧問公司、證券商及證券交易所訂定保護平台(如交易平台)之政策及程序。證管會表示 Morgan Stanley 證券未訂定合理政策保護客戶資料，於 2016 年 6 月 8 日發生已離職員工竊取 73 萬筆客戶帳戶資料。

(4)證管會要求受規管機構遇有網路風險及事件，應於 Edgar 揭露相關訊息。

(5) ICO：證管會表示虛擬貨幣不受其規管，而由商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission; CFTC) 監管，但一旦涉及 ICO 在證券交易所交易，即屬證券交易，將改受證管會規管，且應遵守聯邦證券法令。

五、市場濫用(Market Abuse)調查及起訴

美國證管會於2010年設立Market Abuse Unit，組成人員包括律師、前證券交易員、前FBI探員、數據分析師等總共60位，主要針對證券交易行為進行調查，包括：市場結構違規行為(Market Structure Violations)、大量交易之市場操

縱、複雜型內線交易等。

- 1.市場結構違規行為：關注證券交易執行及定價等行為，如：交易所及證券商處理下單流程及定價是否是否公平，通常亦涉及下單技術之設備、速度等事宜。案例為紐約證交所優先提供資訊給付費客戶，致高頻交易者得以快速分析資訊並據以進行交易及獲利，涉及違反證管會有關公平規範(不得優先將資訊先傳送給付費客戶後，再公開揭露於所有客戶)，美國證管會於2012年對紐約證交所處以5百萬美元罰金
- 2.黑網：係證券商經營之交易平台，並未與交易所受相同強度之規範，黑網無須揭露相關資訊，可能對其經營方式之有不實敘述，如未向投資人揭露可能將下單轉到其他黑網交易，投資人透過黑網可能可以較佳價格取得Apple等股票，但並非總是如此。
- 3.證券商處理下單流程及定價：涉及證券商是否將自有持股賣給客戶、是否優先執行自身交易、是否提供客戶最佳交易價格等，目前美國正在辯論是否規範證券商應如同透故顧問公司一樣，對其客戶負信託責任(Fiduciary Duty)，惟證券商反彈甚大，主張成本太高。

六、吹哨者制度 (Whistleblower Program)

(一)法源：Dodd-Frank Act建立吹哨者法源，個人就可能或即將違反證券法令案件，於涉嫌違反規定者收到證管會質詢等要求前，提供即時性及可信度高資訊給美國證管會(或PCAOB等自律機構、各州證券主管機關...)進行進一步調查，俾節省證管會資訊。

(二)制度運行方式：吹哨者可以匿名方式為之，其須為自願性提供資訊給證管會，並導致最終超過100萬美元罰款。美國證管會將支付罰款之10%-30%獎金給予吹哨者，獎金比率將從數個層面考量，包括協助美國證管會之吹哨者層級。另證管會訂有保護吹哨者措施，避免吹哨者遭報

復，例如：公司對吹哨者員工之報復措施。

(三)誰可以是吹哨者：必須是個人，不得為機構法人，且吹哨者不以下列身分為限：

- 1.內部人或擁有內部資訊者
- 2.現職或已離職員工
- 3.專業投資人
- 4.並未犯罪(證管會不會對吹哨者赦免其罪刑，但未將其合作程度納入考量)

(四)提供之資訊必須為吹哨者獨立取得之資訊或分析，且除非吹哨者為原始資訊提供者，否則該等資訊不得為美國證管會已知或透過其他管道取得資訊，亦不得為公開資訊/報導等。

(五)吹哨者亦得向公司內部舉報，美國證管會鼓勵吹哨者內部舉報且於120天內向證管會舉報(列入提供獎金之加分項目)。

(六)反報復機制：公司不得因此對吹哨者解職或暫停職務，不得直接或間接威脅或騷擾或以任何方式歧視吹哨者。(No employer may discharge, demote, suspend, threaten, harass, directly or indirectly, or in any other manner discriminate against, a whistleblower in the terms and conditions of employment because of any lawful act done by the whistleblower in providing information to the Commission, in assisting in any investigation or judicial or administrative action, or in making disclosures required or protected under Sarbanes-Oxley, the Exchange Act or any other law subject to SEC jurisdiction.)

七、證券商違法(Broker-Dealer Violation)

證券商擔任客戶於證券交易所及櫃檯買賣交易之守門員，首先須向美國證管會註冊登記，受美國證管會及FINRA之監理，並須遵守下列規定：

- 1.行為規範(Conduct Regulation)
- 2.財務規定(Financial Responsibilities)
- 3.帳冊及記錄規定(Books and Records)
- 4.美國證管會及FINRA具調查及檢查權

美國證管會列舉證券商違規態樣如下：

- 1.銷售涉及資訊揭露不實或詐欺(Sales Practices)：證券商應確認對零售客戶推介商品之適合度及充分揭露資訊，雖然證券商無須對客戶負信託責任，但證管會可能因證券商銷售資訊揭露虛偽不實、明知資訊為假或過度交易(Excessive trading)以轉取佣金，而以詐欺或疏忽等罪名起訴(法源依據為證券交易法第17(a)(2)條規定)，
- 2.證券商作業風險(Managing Operational Risks)：
 - (1)證券商應對客戶併購等非公開資訊建立及執行相關保護機制，美國證管會雖未要求證券商須電話錄音，但如發現對客戶而言不合理之交易，會調查相關電子郵件等資料。
 - (2)證券商應訂定內部書面措施保護客戶資料。
- 3.證券商應依其從事之證券交易業務面臨之風險訂定風險管理措施，沒有一體適用之措施，美國證管會也不會實際去看其措施。

參、拜會美國證管會等相關機構了解 ETN 規範 及實務

一、拜會美國證管會(SEC)請益美國 ETN 規範架構

時間：2017 年 11 月 15 日(12:00~13:00)

地點：美國 SEC 三樓會議室

SEC 代表:Amy M. Starr (Chief, Office of Capital Market Trends, Division of Corporation Finance)、Adam Anicich (Program Manager, Office of International Affairs)等

本會代表：紐約辦事處楊博淳、證券期貨局李惠珍

SEC 認定 ETN 屬公開發行公司的籌資活動，受 Securities Act of 1933 規範，SEC 並未審查或核准商品，僅規管公開說明書應向 SEC 申報及 ETN 掛牌事宜。

一、公開說明書：

(一)ETN 公開說明書包括 Prospectus, Prospectus Supplement 及 Pricing Supplement 三部分，發行人需在商品掛牌後，將公開說明書傳給 SEC(EDGAR 網站)，即視為完成申報及交付投資人。

(二)發行人受 Anti-Fraud Provision 規範，應充分揭露相關資訊且不得有誤導情事，否則投資人可以提起訴訟請求賠償。

(三)SEC 並未規範公開說明書應記載事項，建議閱讀 ETN 公開說明書(如:Barclays, JP Morgan 等)，了解相關揭露事項及情形。

(四)金融機構發行 ETN 的資金用途及是否避險，均由其自行決定，但必須在公開說明書揭露資金用途及避險計畫(如有)，另考量該債務發行金額受初級市場申購及買回而呈現浮動狀態，SEC 並未要求申報資金用途(首次及定期申報)。

- 二、掛牌規定(Listing Rules):SEC 僅就追蹤指數應具備條件等簡要規定，由交易所訂定較詳細掛牌規定，如有修改須報經 SEC 核准。
- 三、ETN 的發行總額上限，由發行人自行決定，SEC 並未規範。
- 四、ETN 指標價值(Indicative Value)之計算及揭露應符合 Regulation S-K 規範：
- (一)Intraday Indicative Value:係盤中揭露之參考價值，實際上係所追蹤指數當時的價值，並非 ETN 真正價值。
- (二)Closing Indicative Value:發行人每天下午四點於網站揭露，係 ETN 真正價值，計算時將追蹤指數收盤價值及 ETN 費用等因素皆納入，發行人須在公開說明書揭露計算方法。
- 五、ETN 無須經過募集階段，由發行人直接掛牌交易，但掛牌後分為初級市場之申購贖回交易及次級市場交易。

二、拜會美國 FINRA 請益美國 ETN 規範架構

時間：2017 年 11 月 17 日(14:00~15:00)

地點：FINRA(華盛頓)一樓會議室

FINRA 代表:Richard Vagnoni (Senior Economist, Office of Economic Analysis)、

Karen Steffens (Associate Director, International Regulatory Operations)

等

本會代表：紐約辦事處楊博淳、證券期貨局李惠珍

一、美國對複雜型 ETN 監理理念：

- (一)法規並未禁止非專業投資人投資複雜型 ETN(如:槓桿型 ETN、反向型 ETN、追蹤 VIX 波動率期貨指數之 ETN)，而係要求發行機構充分揭露相關資訊 (Disclosed-based)，發行機構應自行評估商品複雜度及進行客戶適合度分析

(Suitability Analysis)，找出該商品適合的客戶族群，並於公開說明書充分揭露上開資訊。

(二)發行機構及銷售機構進行客戶適合度分析，包括三個層面：(1)Reasonable Basis：評估此商品適合的客戶族群；(2)Suitability for Customer：透過 KYC 評估客戶適合的商品；及(3)Quantitative Suitability：發行機構應訂定評估客戶適合度的數量性標準，如：從事相關交易的次數、模式等。FINRA 將依發行機構風險高低訂定檢查頻率(Risk-based principal)，每年檢查一次到四年檢查一次均有(最少四年須檢查一次)。

二、FINRA 提及美國 ETN 曾發生下列問題：

(一)2012 年 Credit Suisse 發行追蹤 VIX 波動率期貨指數之 ETN，並未於公開說明書敘明發行機構暫停/恢復 ETN 發行之條件，當時因其暫停 ETN 發行，致次級市場價格飆漲，嗣又宣布恢復發行，致次級市場價格暴跌，投資人因而蒙受重大損失，FINRA 介入調查是否有內線交易等不法情事，SEC 則要求所有 ETN 發行人如有暫停發行、下市等情事，應充分告知投資人。

(二)考量追蹤 VIX 波動率期貨指數之 ETN 因具期貨持續轉倉成本致獲利下降、VIX 期貨指數和現貨相關性偏低等特性，於 2017 年 10 月 26 日發公開警告信闡述上開產品之複雜度，提醒投資人應先了解商品後再行投資。(Know Before You Invest: Volatility-Linked Exchange-Traded Products:<http://www.finra.org/investors/highlights>)。

三、拜會美國 JP Morgan 銀行(紐約)請益 ETN 發行實務

時間：2017 年 11 月 20 日(9:00~10:00am)

地點：JP Morgan(紐約)會議室

JP Morgan 代表：Daniel T. Roose (Executive Director)、Matthew J. Connolly
(Managing Director, Equity Compliance)等

本會代表：紐約辦事處黃主任錫和、陳仁勛及楊博淳、證券期貨局李惠珍

- 一、ETN 係該公司依客戶需求設計發行之金融商品，並非視為籌資活動。
- 二、發行程序：依特定日追蹤標的指數之點數訂定 ETN 發行價格後，開始初級市場籌資，一旦募到最低掛牌金額(如:美國紐約交易所訂為 4 百萬美元)，即申請掛牌交易，並同步將公開說明書定稿上傳到 SEC 網站(EDGAR)，視為完成申報及交付公開說明書。
- 三、交易機制類似 ETF，有初級市場交易(持續申購賣回)及次級市場交易，申購賣回係依 ETN 指標價值(Indicative Value)，與次級市場交易價格(Trading Price)未必一致，此時透過申購買回機制可彌平交易價格與指標價值之折溢價差，故申購賣回機制有其必要性。
- 四、發行人強制贖回權(Call futures)：對於何時執行強制贖回權，係依發行人收取費用、避險成本、流通在外餘額等進行整體考量，如上開成本過高，發行人即可能於 ETN 到期前強制贖回。
- 五、美國 ETN 相較於 ETF 之優勢有二：(1)稅負優勢：ETN 並未實際投資標的指數成分證券，就成分證券收益分配無須繳稅；(2)沒有追蹤誤差。但 ETN 投資人須承擔發行機構信用風險，ETN 投資人實際上係權衡追蹤誤差及信用風險，評估投資 ETN 或 ETF。
- 六、避險策略：每一檔 ETN 均進行避險，可能實際投資標的指數成分證券，或透過期貨指數等衍生性商品進行避險。

四、拜會美國花旗銀行(紐約)請益 ETN 發行實務

時間：2017 年 11 月 20 日(10:45~11:45am)

地點：花旗銀行(紐約)會議室

花旗銀行代表：Benjamin D. Park (Vice President, Equities Compliance)、David I. Fasman (Sr. Vice President, Office of the General Counsel)等

本會代表：紐約辦事處黃主任錫和、陳仁勛及楊博淳、證券期貨局李惠珍

- 一、ETN 雖係花旗發行之無擔保債券，惟花旗將其視為金融商品，並非視為籌資活動。花旗主動尋找市場缺少的 ETN 商品類型，如標的指數可被複製、成分證券具流動性及可獲利，花旗就會發行。
- 二、資金用途：美國 SEC 並未規範 ETN 籌得資金之用途，惟須於公開說明書揭露資金用途，大型 ETN 發行人(如:JP Morgan, Barclays)通常將一部分資金用於公司之營運資金，而花旗銀行這種小型發行人，基於投資人隨時可申請賣回，將資金獨立設帳俾支付投資人，不會用於營運資金，另 ETN 被視為債券，故基於銀行資本適足率考量，不會發行太多。
- 三、ETN 初級市場交易(持續創造贖回)可彌平交易價格折溢價差，故申購賣回機制有其必要性。
- 四、發行人強制贖回權(Call futures)：花旗銀行於公開說明書明定發行人執行強制贖回權之條件，花旗銀行係就發行人收取費用、避險成本、流通在外餘額等進行整體考量，如上開成本過高，發行人即可能於 ETN 到期前強制贖回。
- 五、美國 ETN 相較於 ETF 之優勢有二：(1)稅負優勢：ETN 並未實際投資標的指數成分證券，就成分證券收益分配無須繳稅；(2)沒有追蹤誤差。
- 六、避險策略：每一檔 ETN 均進行避險，可能透過投資標的指數成分證券或期貨指數等衍生性商品進行避險。

五、拜會美國紐約交易所(New York Stock Exchange; NYSE)請益 ETN 掛牌規範

時間：2017 年 11 月 20 日(14:00~15:00am)

地點：NYSE 會議室

NYSE 代表：Mr. Marc H. Iyeki (Regional Head-Asia-Pacific, Global Corporate Client Group)、Mr. Thomas F. Champion (CFA, Exchange Traded Products), Ms. Maital Legum (Exchange Traded Products)

本會代表：紐約辦事處黃主任錫和、陳仁勛及楊博淳、證券期貨局李惠珍

一、美國 ETN 法規架構：SEC 將投資銀行發行 ETN 視為籌資活動，係依 Securities Act of 1933 規定發行，至於向 NYSE 申請掛牌，須依 NYSE Listing Rules 辦理，其訂定及修改須經 SEC 核准。

二、NYSE Listing Rules 規定：

(一)發行人資格條件：資本額 2 億美元以上等。

(二)商品資格條件：指數種類(股票、債券、商品現貨及期貨、貨幣、期貨指數及上開指數之混合)、標的指數成分證券之分散性(如：股票指數之成分股應至少 10 檔)。

(三)最低上市交易須達 4 百萬美元以上，且未來如低於 4 百萬美元即強制下市。以往 ETN 發行人未在公開說明書訂定強制贖回條款，導致低於 4 百萬美元門檻而被 NYSE 強制下市，損及發行機構的信譽，故後來 ETN 發行人在公開說明書增訂強制贖回條款，一旦流動量過低有被強制下市之虞，發行人即主動執行強制贖回權及申請下市。

三、ETN 初級市場交易(持續創造贖回)可彌平交易價格折溢價差，故申購賣回機制有其必要性。封閉型基金就是缺少初級申贖機制，導致 99% 都有折溢價情

況。

- 四、2012年Credit Suisse VIX ETN 暫停申購，導致交易價格高達400%，嗣後又恢復申購，導致交易價格暴跌，投資人蒙受重大損失。NYSE 針對此事件規定ETN 發行人一旦決定暫停申購或下市，必須馬上以電子郵件或傳真通知NYSE，NYSE 將立即暫停該ETN 之交易10分鐘且在該ETN 代碼做標誌，確認投資人(尤其是流動量提供者)均知道後，才恢復交易。
- 五、ETN 流動量提供者由NYSE 所屬 Broker-dealer 會員擔任，但NYSE 並未規定每檔ETN 至少有幾位流動量提供者，通常為1到3個，Barclays 銀行發行之VIX ETN 曾因流動量太大而有40家流動量提供者，也曾出現沒有流動量提供者的情況(NYSE 要求特別說明理由，雖持遲疑態度，但仍核准其上市)。
- 六、ETN 實際流通在外餘額通常遠低於公開說明書所訂發行總額，故從未有過申請增額發行之案例。
- 七、NYSE 對於ETN 應否避險、發行人強制贖回條款，均未有相關規定，係由發行人自行決定。

肆、心得與建議

一、學習美國證管會之吹哨者機制

美國自2009年推動吹哨者機制，並於2011年開始執行，美國證管會設立吹哨者辦公室，坦言吹哨者檢舉係該會重要資訊來源，並於2017年發放史上最高的檢舉獎金，經查美國對於吹哨者身分、提供之資訊、防報復機制、獎金發放等均訂有詳細規定，建議可參考其規定研訂我國吹哨者規範。

二、因應網路駭客攻擊，強化對網路安全之重視及加強跨國監理合作

美國證管會鑑於網路相關不法行為對證券市場威脅日增且漸趨複雜，於2017年設立Cyber Unit辦公室，我國亦面臨相同情況，建議應檢視金融業者

之網路安全措施，強化對網路安全之重視(加強對業者宣導及投資人教育)，另相關犯罪往往為跨國行為，建議透過MMOU等方式進行國際合作。

三、美國證管會官員於研討會中經常提及 ICO、虛擬貨幣監理及不法行為等事宜，並對於目前都是一般科技業者辦理 Fintech 證券業務表示憂心(目前尚無金融業者辦理該等業務)，因該等業者不了解相關證券法規，美國證管會預期未來相關違法案件會大幅增加，我國目前或未來可能面臨相同問題，建議持續觀察美國證管會未來推出之監理規定及裁罰不法案件，學習其作法。

附件：證券市場發展國際研討會議程

