

歐洲證券及市場管理局確保加密資產監管一致之

新指導意見

謝彥民 編譯

摘要

歐洲證券及市場管理局於今 (2024) 年 7 月底向歐盟各成員國主管機關發布有關《加密資產市場監管法》之執行的最新指導意見。本意見之重點乃為因應歐盟外之加密資產服務提供者在向歐盟客戶提供服務時，可能利用集團架構之複雜設計以規避《加密資產市場監管法》之監管，故特釐清所謂「最佳執行」、「利益衝突揭露」、「客戶利益優先」、以及「客戶加密資產保管及管理」等該法所規定之義務的正確解讀，並提供各主管機關防堵業者「監管套利」之審查重點，以確保其規範得以被有效執行。

(取材資料：Diego Ofano, *ESMA's Opinion on Broker Models Under MiCA: Impact for Crypto-Asset Service Providers*, FUNDILIGENCE (Aug. 1, 2024), <https://fundiligence.com/2024/08/01/esmas-opinion-on-broker-models-under-mica-impact-for-crypto-asset-service-providers/>.)

前言

今 (2024) 年 7 月 31 日，歐洲證券及市場管理局 (European Securities and Markets Authority, ESMA) 發布關於《加密資產市場監管法》(Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA) 在歐盟內適用與執行的指導意見¹。主要目的是確保歐盟各成員國相關主管機關在執行上述監管法以管理加密資產交易平台及經紀業者時，做法一致²。

MiCA 於去 (2023) 年 6 月發布，為加密資產發行人及服務提供者提供法律

¹ *Opinion of the European Securities and Markets Authority on "Broker Models (to Support the Convergent Application of MiCA)"*, Ref. No. ESMA75-453128700-1048 (July 31, 2024) [hereinafter *Opinion*], https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA75-453128700-1048_Opinion_on_broker_models.pdf.

² ESMA 得以向成員國主管機關提供指導意見之法源基礎為《ESMA 設立法》第 29 條，其目的就是統一歐盟法規在各成員國內之執行。Id. ¶ 1; Regulation (EU) No 1095/2010, art.29(1)(a), 2010 O.J. (L331) 84, 104.

規範之架構³。其目標是提升歐盟加密資產生態系內的投資者保護、市場健全性以及金融穩定性⁴。

MiCA 是否能達成上述目標，關鍵在於新的法規架構是否能以有效且調和的方式在歐盟境內實施⁵。是以 ESMA 依職權向歐盟成員國相關主管機關提出本指導意見，以確保 MiCA 所規定之有關加密資產服務提供者之義務，無論是在歐盟境內的哪個成員國內執行，結果都不會有所不同。

壹、服務提供者義務的統一解釋

交易平台在加密資產生態系中扮演重要角色，尤其是多功能加密資產中介機構 (Multifunction Crypto-Asset Intermediaries, MCIs)⁶，這些機構提供多種以交易平台為中心的服務⁷。FTX 倒閉事件凸顯了這類的大型業者可能引發的市場混亂⁸，而有必要對其加強監管。MiCA 於是在第 76 條對這些服務提供者設有諸多要求，包括營運韌性、透明度、公平對待客戶以及客戶委託的有效執行⁹。

一、關於最佳執行義務

根據 MiCA 的規定，加密資產服務提供者必須為其客戶委託達成最佳執行¹⁰。這代表加密資產服務提供者必須採取所有必要措施，以確保執行委託時能夠考量價格、成本、速度以及執行可能性等因素，為客戶提供可能的最佳結果¹¹。服務提供者必須積極評估得以執行客戶委託的交易平台，並做出有根據的決定以確保客戶的利益¹²。

³ Regulation (EU) 2023/1114, 2023 O.J. (L150) 40 [hereinafter MiCA].

⁴ *Id.* ¶ 73, at 53.

⁵ *Opinion, supra* note 1, ¶ 3, at 1.

⁶ MCIs 係指以交易平台運作為核心，提供廣泛的加密資產服務、產品及機能的個體公司或附屬公司集團。The Financial Stability Implications of Multifunction Cryptoasset Intermediaries - Executive Summary, BANK FOR INT'L SETTLEMENTS (Aug. 29, 2024), https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/exsum_22202.htm.

⁷ *Opinion, supra* note 1, ¶ 4, at 1.

⁸ FTX 事件發生於 2022 年 11 月，加密貨幣交易所 FTX 因資金短缺而申請破產。事件起因於 FTX 及其關聯公司 Alameda Research 之間的資金挪用，導致用戶信心崩潰與大規模的提款潮。FTX's Collapse: A Timeline of How the Crypto Giant Imploded, EURO NEWS (May 9, 2024), <https://www.euronews.com/next/2024/05/09/ftxs-collapse-a-timeline-of-how-the-crypto-giant-imploded>.

⁹ MiCA, *supra* note 3, art. 76(1), at 131.

¹⁰ *Id.* art. 78(1), at 134.

¹¹ *Opinion, supra* note 1, ¶ 33, at 6.

¹² MiCA, *supra* note 3, art. 78(6), at 134.

ESMA 的指導意見強調，經紀商不宜只倚賴單一交易平台，尤其是當這樣做會影響某些特定加密資產之委託的執行品質時¹³。反之，經紀商宜持續評估並比較各交易平台，以確保能為客戶提供最佳結果¹⁴。這種做法提升了競爭性與透明度，從而為投資者帶來更優質的服務與價格。

二、關於利益衝突之揭露義務

MiCA 規定加密資產服務提供者必須指出、管理並揭露與其客戶之間可能產生的任何利益衝突¹⁵。這對於提供服務之範圍廣泛，因此可能基於內部壓力而優先辦理某些特定業務的大型業者而言，尤其重要¹⁶。

ESMA 強調經紀業務與其他服務（例如隸屬於同一集團的交易平台之業務）結合時所產生之利益衝突風險¹⁷。公司必須制定強有力的政策與程序以管理這些衝突，確保其自身利益不會不當地影響客戶委託的執行¹⁸。僅僅揭露利益衝突並不足夠¹⁹，還必須積極管理並減輕這些衝突，以保障客戶的利益。

三、關於客戶利益優先之義務

MiCA 明確要求服務提供者誠實、公平且專業地追求客戶的最佳利益，即業者與客戶互動時，必須將客戶的需求置於首位²⁰。這包括提供客戶準確的資訊、實現對客戶的承諾，並在所有與客戶的交易中保持高道德標準²¹。ESMA 強調當客戶之委託可能被安排的非歐盟的交易平台執行時，主管機關就必須也評估該平台所提供的執行品質及客戶保護水準，才能判斷此義務是否被履行²²。

四、關於客戶加密資產之保管與管理的義務

¹³ *Opinion, supra* note 1, ¶ 35, at 6.

¹⁴ *Id.* ¶ 36.

¹⁵ MiCA, *supra* note 3, art. 72(1), at 128.

¹⁶ *Opinion, supra* note 1, ¶ 30, at 5-6.

¹⁷ *Id.*

¹⁸ MiCA, *supra* note 3, art. 72(4), at 128.

¹⁹ *Opinion, supra* note 1, ¶ 32, at 6.

²⁰ MiCA, *supra* note 3, art. 66(1), at 123.

²¹ *Id.* art. 66(2).

²² *Opinion, supra* note 1, ¶ 38, at 7.

MiCA 的關鍵規範之一就是有關為客戶妥善保管及管理其加密資產之規定²³。服務提供者必須確保參與這些業務的業者皆是依 MiCA 規定而取得提供此類服務之許可者²⁴。這對於保護客戶資產與維護對加密市場的信心至關重要。

ESMA 在指導意見中強調加密資產服務提供者不得允許未獲許可的第三國業者持有或管理客戶資產²⁵。任何保管的安排必須符合 MiCA 的嚴格標準，以確保客戶的資產免於遭受損失、竊取、或不當管理²⁶。這些包括維持清楚的紀錄，採用強有力的安全措施，以及定期審核保管實務²⁷。

貳、因應監管套利之挑戰

去中介化的屬性是前述 MCI 之類的大型業者的基本特徵，也是其用以促銷其服務的關鍵賣點²⁸。為保留其商業模式中之去中介化特性，這些業者可能試圖在不將業務轉移至歐盟的情況下取得歐盟的客戶²⁹。要達到這種監管套利的目的，這些業者可能會利用「經紀模式」，結果將導致（一）位於第三國但試圖利用經紀轉單以獲得歐盟客戶的交易平台，與（二）受 MiCA 監管的歐盟交易平台之間的不公平競爭³⁰。這類商業策略同時也可能會增加利益衝突的風險，並削弱對投資者的保護³¹。

鑒於這些問題，ESMA 認為有必要釐清 MiCA 中的某些規定文字，以反制此類監管套利³²。

一、不得濫用「反向招攬」之豁免

根據 MiCA 第 59 條規定，第三國業者不得在歐盟境內提供加密資產服務³³。然而，MiCA 第 61 條對此原則提供了豁免條款³⁴。此豁免條款（亦即所謂的「反

²³ MiCA, *supra* note 3, art. 75(1), at 129.

²⁴ *Id.* art. 75(9), at 131.

²⁵ *Opinion, supra* note 1, ¶¶ 39-40, at 7.

²⁶ MiCA, *supra* note 3, ¶ 83, at 55.

²⁷ *Eg., id.* arts. 75(2)-75(3), at 130.

²⁸ *Opinion, supra* note 1, ¶ 6, at 2.

²⁹ *Id.*

³⁰ *Id.*

³¹ *Id.* ¶ 7.

³² *Id.* ¶ 8.

³³ MiCA, *supra* note 3, art. 59(1), at 114.

³⁴ *Id.* art. 61(1), at 118.

向招攬 (Reverse Solicitation) 豁免) 適用於在歐盟內設立或是位於歐盟境內的客戶完全出於自發地要求第三國業者提供加密資產服務或業務的情況³⁵。

此豁免的理由乃是在因在歐盟境內設立或是位於歐盟境內的客戶宜有權主動要求並接受第三國業者提供的加密資產服務³⁶。然而，此豁免宜被理解為適用範圍非常狹窄，以避免被用來規避 MiCA 之規範³⁷。換言之，這項反向招攬豁免僅限於第三國業者尚未對歐盟客戶或潛在之歐盟客戶有招攬、行銷或廣告加密資產服務或活動的情形³⁸。

二、主管機關防堵豁免濫用之審查重點

雖然 MiCA 並不禁止加密資產服務提供者將客戶的委託轉至非歐盟交易平台，或在非歐盟的交易平台執行委託或避險，但主管機關仍有責任去評估此舉是否構成 MiCA 第 59 條之違反，亦即是否由未經許可的業者對歐盟客戶進行招攬、或是在歐盟境內提供服務³⁹。

雖然需要逐案評估，但以下事實與情況宜被視為非常可能構成非歐盟交易平台在非法招攬歐盟客戶，進而在歐盟境內提供服務的表徵⁴⁰：

- 歐盟許可的經紀商系統性地將收到的委託轉至其所屬集團在歐盟外的交易平台；
- 歐盟許可的經紀商未分析其他適合的與其無隸屬關係的平台的可用性，或無法提供合理且有根據的解釋，以說明為何在其執行客戶委託的政策中未包括其他無隸屬關係的交易平台；
- 歐盟許可的經紀商在行銷或廣告其服務時，倚賴非歐盟交易所的商譽與品牌來吸引歐盟客戶；
- 歐盟許可的經紀商自其與歐盟客戶的經紀業務中，未獲取或獲取非常有限的收入來源（例如：費用、傭金、差價）。

³⁵ *Id.*; *Opinion* ¶ 15, *supra* note 1, at 3.

³⁶ *Opinion*, *supra* note 1, ¶ 16, at 3.

³⁷ *Id.* ¶ 17, at 4.

³⁸ *Id.* ¶ 16, at 3.

³⁹ *Id.* ¶ 22, at 4.

⁴⁰ *Id.* ¶ 23.

儘管列出上述因素，主管機關仍宜採取全面的評估方式，將所有情況納入考量，以確定是否存在足夠的因素以推定或歸結第三國業者透過歐盟經紀商招攬歐盟客戶⁴¹。

伍、結論

ESMA 針對 MiCA 法規執行的最新解釋，旨在確保各成員國在監管加密資產服務提供者時採取一致的做法。這些解釋主要在防止業者透過複雜的集團架構進行監管套利，並強調核心義務的正確執行。

我國金管會於去 (2023) 年 9 月發布的「管理虛擬資產平台及交易業務事業 (VASP) 指導原則」在相當程度內參考了 MiCA 之規定⁴²。譬如指導原則第 5、6、8 項及附則，即分別參考 MiCA 第 70、72、66 條有關保管、利益衝突、公平誠信等義務之規定，以及第 59 與 61 條要求境外公司必須依法辦理登記，方得向境內客戶招攬業務之規定⁴³。隨著此 ESMA 指導意見的發布，金管會對前述 VASP 指導原則中相關部分之解讀與執行或可加以參考，特別是在判斷跨國業者是否涉及非法業務招攬時，ESMA 的指導意見提供了相當具體的參考指標，有助於金管會防止國際間大型虛擬資產服務提供者藉集團架構之設計規避監管，進而有利於我國投資者利益之維護及虛擬資產交易市場之健全。

⁴¹ *Id.* ¶ 24, at 5.

⁴² 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 (2023 年 9 月 26 日)，[https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/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\(1\).pdf](https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/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(1).pdf)。

⁴³ 同前註，5、6、7、9、14 頁。