

証券取引委員会 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

(Release No. 34-93559; File No. SR-CboeBZX-2021-019)

2021 年 11 月 12 日

自己規制機関 ; Cboe BZX Exchange, Inc. ; 提案されたルールを承認しない命令

BZX 規則 14.11(e)(4)に基づく VanEck Bitcoin Trust の株式の上場および取引の変更。

コモディティベースの信託株式

I. 序論

2021 年 3 月 1 日、Cboe BZX Exchange, Inc. (以下「BZX」または「取引所」)は、1934 年証券取引所法(以下「取引所法」)のセクション 19(b)(1)およびその下のルール 19b-4 に従って²、VanEck Bitcoin Trust(以下「トラスト」)の株式(以下「株式」)を BZX ルール 14.11(e)(4)、コモディティベースのトラスト株式に基づいて上場および取引するためのルール変更案を米国証券取引委員会(以下「委員会」)に提出しました。この規則変更案は、2021 年 3 月 19 日に連邦官報でコメントを求めて公表されました³。

2021 年 4 月 28 日、取引所法第 19 条(b)(2)に基づき⁴、委員会は、提案された規則変更の承認、提案された規則変更の不承認、または提案された規則変更を不承認とするかどうかを決定するための手続きを開始するための期間として、より長い期間を指定しました⁵。2021 年 6 月 16 日、委員会は、提案されたルール変更を承認するか否かを決定するために、取引所法第 19 条(b)(2)(B)⁶に基づく手続きを開始しました⁷。2021 年 9 月 8 日、委員会は、提案されたルール変更に関する委員会の行動のために、より長い期間を指定しました⁸。

本命令は、提案されたルール変更を不承認とするものです。委員会は、BZX が、その提案が取引所法第 6 条(b)(5)の要件、特に、全国証券取引所の規則が「詐欺的および操作的な行為および慣行を防止するために設計され」、「投資家および公共の利益を保護する」という要件に合致することを証明するための、取引所法および委員会の実施規則に基づく義務を果たしていないと結論付けました⁹。

委員会は、本株式を上場・取引するという BZX の提案が、詐欺的・操作的行為や慣行を防止するように設計されているかどうかを検討する際に、ビットコイン¹⁰をベースとした商品信託やビットコインをベースとした信託発行領収書を上場するという過去の提案を検討した命令で用いられたのと同じ基準を適用しています¹¹。委員会が説明しているように、ビットコインベースの上場商品(ETP)を上場する取引所は、取引所が原資産または参照ビットコイン資産に関連する重要な規模の規制市場と包括的な監視共有契約を結んでいることを証明することで、取引所法第 6 条 (b) (5) の義務を果たすことができます¹²。

この基準では、このようなサーベイランス共有契約は、「操作が発生した場合に十分な調査を行うために必要な情報の入手を容易にするため、操作に対する必要な抑止力となる」としています¹³。委員会は、デリバティブ証券商品を上場する取引所が、不正行為や市場操作、取引所規則や適用される連邦証券法・規則の違反を検知、調査、抑止するために必要な情報を入手するためには、原資産を取引する市場と監視共有契約を締結することが不可欠であることを強調しています¹⁴。監視共有契約の特徴は、市場取引活動、清算活動、顧客の身元に関する情報を共有することを規定していることです。契約の当事者が、要求された情報にアクセスし、それを提供するための合理的な能力を有していること、既存の規則、法律、慣行が、契約の一方の当事者が他方の当事者からこの情報を取得したり、他方の当事者に情報を提供することを妨げることがないこと、です¹⁵。

この基準において、「重要な市場」および「重要な規模の市場」という用語には、(a) ETP を操作しようとする者が ETP の操作を成功させるためにはその市場でも取引をしなければならないという合理的な可能性があり、監視共有契約が不正行為の検知と抑止に役立つと思われる市場(または市場のグループ)、および (b) ETP の取引がその市場の価格に大きな影響を与える可能性が低い市場が含まれます¹⁶。ETP を操作しようとする者は、その「重要な市場」でも取引活動を行う可能性が合理的に高いため、ETP の不正行為の検知と抑止に役立つ「重要な市場」と監視共有契約を締結する必要があります¹⁷。

この基準に沿って、これまでに上場・取引が承認されたコモディティトラスト ETP には、金、銀、プラチナ、パラジウム、銅などの原資

産となる商品の先物取引を行う少なくとも 1 つの重要な規制市場が存在し、ETP 上場取引所はその市場と監視共有契約を締結するか、市場間監視グループ（ISG）の会員資格を共有していました¹⁸。さらに、委員会がデリバティブ証券の上場と取引を承認した際には、たとえ原証券が国内証券取引所にも上場されていて（例えば、国内証券取引所で取引されている株式のインデックスに基づくオプションなど）、委員会の直接的な規制権限の対象となっていたとしても、監視共有契約は常に存在していました¹⁹。

また、上場取引所は、監視共有契約以外の方法でも、不正・操作行為を防止するのに十分であることを証明しようとしています。これには、ビットコイン市場全体または関連する原資産のビットコイン市場が、不正・操作に対して「独自の」「本質的な」耐性を持っていることが含まれます²⁰。

これに対し、委員会は、上場取引所が、原市場が伝統的な商品市場や証券市場で利用されている保護を超えて、本質的に操作に対する独自の抵抗力を持っていることを証明できれば、必ずしも規制対象の重要な市場とサーベイランス・シェアリング契約を締結する必要はないということに同意しました²¹。しかし、そのような不正行為や操作に対する抵抗力は、**委員会がデリバティブ証券商品の上場に関連してサーベイランス・シェアリング契約を要求してきた伝統的な商品市場や株式市場に存在する保護を超えた新規性のあるものでなければなりません。そのような証明をする義務を果たした上場取引所はありませんでした**²²。

ここで、BZX は、本提案を承認することは、**取引所法第 6 条(b)(5)項、特に、全国証券取引所の規則は、詐欺的、操作的な行為及び慣行を防止し、投資家及び公共の利益を保護するように設計されているという第 6 条(b)(5)項の要件に合致すると主張しています**²³。詳細は後述しますが、BZX は、当取引所が相当な規模の規制市場と包括的な監視共有契約を結んでいることから²⁴、**本提案が取引所法第 6 条(b)(5)に合致していると主張しています。また、不正行為や操作行為を防止するための手段は他にも存在しており、必要な監視共有契約を省くことを正当化するのに十分であるとしています**²⁵。

BZX は、過去の不承認命令において委員会がビットコイン ETP の潜在的な操作に注目していたことを認識していますが、そのような操作の懸念は十分に緩和されており、増大する定量化可能な投資家保護の懸念が委員会の中心的な検討事項となるべきであると主張しています²⁶。具体的には、以下に詳述しますが、当取引所は、シカゴ・マーカント取引所（以下「CME」）におけるビットコイン先物の取引量が大幅に増加していること、ビットコインの現物市場における流動性が高まっていることを主張しています。当取引所は、シカゴ・マーカント取引所（以下「CME」）におけるビットコイン先物の取引量の大幅な増加、ビットコインの現物市場における流動性の増加、および本株式とベンチマーク（ここで定義されている）の特定の特徴により、潜在的な操作の懸念が緩和されており、プレミアムの変動性や管理手数料など、店頭（「OTC」）ビットコインファンドの急速な成長から生じる投資家保護の問題は、委員会が本提案を承認するかどうかを決定する際に中心的に考慮すべき事項であると主張している。²⁷

さらに、BZX は、**本提案によって、米国の投資家が規制された透明性の高い取引所連動型ビークルでビットコインにアクセスできるようになり、米国の投資家のリスクを制限するように作用すると考えています。**

BZX によると、提案されている本株式の上場と取引は、以下の方法でリスクを軽減します。(i) プレミアム・ボラティリティの低減 (ii) 有意義な競争を通じた管理費の削減。(iii) ビットコイン・エクスポージャーの不完全な指標である事業会社への投資に関連するリスクを軽減する。(iv) 現物ビットコインのカस्टディに代わるものを提供すること²⁸。

以下の分析において、委員会は、セクション III.B.1 で、監視共有契約以外の他の手段が不正行為や操作行為を防止するのに十分であるという主張、セクション III.B.2 で、BZX がビットコインに関連する重要な規模の規制市場と包括的な監視共有契約を締結しているという主張、セクション III.C で、本提案が投資家の保護と公共の利益に合致しているという主張を取り上げ、提案されているルール変更が取引所法セクション 6(b)(5)に合致しているかどうかを検証します。後述するように、BZX は、委員会が以前に取り上げて却下した、過去のビットコインベースの ETP 提案におけるさまざまな主張を繰り返しており、さらに重要なことに、BZX は委員会がそれらの主張を却下した理由には答えず、単に繰り返しているだけです。委員会は、BZX が、不正行為や操作行為を防止するための他の手段が、必要な監視共有契約を廃止することを正当化するのに十分であることを立証していないと結論付けた。さらに、委員会は、BZX がビットコインに関連する重要な規模の規制市場と包括的な監視共有契約を結んでいることを立証していないと結論づけている。その結果、委員会は、提案されている規則変更が取引所法第 6 条(b)(5)の法定要件に合致していると認めることはできないとしている。

委員会は、今回の規則変更案の不承認は、ビットコインやブロックチェーン技術がイノベーションや投資として有用性や価値があるかどうかを評価するものではないことを再度強調する。むしろ、委員会がこの規則変更案を不承認とする理由は、以下に述べるように、BZX がその提案が取引所法第 6 条(b)(5)の要件に合致していることを証明する責任を果たしていないからです。

II. ルール変更案の説明

告示に詳細が記載されているように、²⁹ 当取引所は、当取引所における商品別信託株式の上場と取引を規定する BZX 規則 14.11(e)(4)に基づいて、信託の株式を上場し取引することを提案しています。

本信託の投資目的は、本株式が MVIS® CryptoCompare Bitcoin Benchmark Rate（以下「ベンチマーク」）のパフォーマンスを反映し、本信託の運営にかかる費用を差し引いたものになることである。³⁰ ベンチマークは、本信託の純資産価値（以下「NAV」）を算出するために使用される。ベンチマークは、ビットコインの米ドル価格として設計されており、ベンチマークにはビットコイン以外の要素は含まれていません³¹。

ベンチマークは、特定のビットコイン現物プラットフォームにおけるビットコインの取引価格から算出されます。

現在、ベンチマークのプラットフォーム構成は、Bitstamp、Coinbase、Gemini、itBit、Kraken となっています³²。

ベンチマークは、上述のプラットフォームから取引価格とサイズを取得する方法を用いて算出されます。この方法では、米国東部時間午後 4 時までの 3 分間を 20 回調査し、この 20 回の 3 分間の取引量加重中央値の等加重平均を算出し、最高・最低価格を除外しています³³。

各株式は、本信託の純資産に対する端数のない受益権を表します。

本信託の資産は、本信託に代わってカストディアンが保有するビットコインで構成されます。本信託は通常、現金または現金同等物を保有する意図はありません。ただし、本信託が一時的に現金を不意に保有する状況が発生する可能性があります³⁴。

管理者は、取引所が通常の取引のために開いている各日の東部時間午後 4 時以降、できるだけ速やかに信託の基準価額および 1 株当たりの基準価額を決定します。信託の基準価額は、信託の資産の総額から推定未払い負債（未払費用を含む）を差し引いたものです。本信託の基準価額を決定するにあたり、管理者は、本信託が保有するビットコインを、東海岸時間午後 4 時のベンチマークで設定された価格に基づいて評価します³⁵。

本信託は、本信託の保有ビットコインに関する情報に加えて、取引所の通常取引時間（9:30 a.t. to 4:00 p.t. E.T.）中に取引所または第三者の金融データプロバイダーが算出した 15 秒ごとに更新される 1 株あたりの日中指標値（Intraday Indicative Value、以下「IIV」）を提供する。IIV は、前日の 1 株あたりの終値 NAV を基準とし、取引日中の本信託の保有ビットコインの価値の変化を反映して、通常の取引時間中にその値を更新することで算出されます³⁶。

本信託が株式を売却または償還する際は、50,000 株単位の「現物取引」で行う。株の作成時には、公認参加者が株と引き換えにビットコインをカストディアンの本信託の口座に配信するか、配信を促進し、株の償還時には、本信託がカストディアンを通じてビットコインを当該公認参加者に配信します³⁷。

III. 論点整理

A. 審査の適用基準

委員会は、BZX の提案が取引所法に合致しているかどうかを検討しなければなりません。証券取引法第 6 条(b)(5)は、関連する部分において、全国証券取引所の規則が「詐欺的及び操作的な行為及び慣行を防止するため」及び「投資家及び公共の利益を保護するため」に設計されていることを要求しています³⁸。委員会の実施規則の下では、「提案された規則変更が証券取引法及びその下で発行された規則及び規制と整合していることを証明する責任は、規則変更を提案した自主規制機関（「SRO」）にあります」³⁹。

規則変更案の説明、その目的と運用、その効果、および適用要件との整合性に関する法的分析は、すべて、委員会の肯定的な認定を裏付けるために十分に詳細かつ具体的でなければならない⁴⁰、SRO がこの情報を提供しなかった場合、委員会は、規則変更案が取引所法および適用される規則・規制と整合していることを肯定的に認定するための十分な根拠を得られない可能性がある⁴¹。さらに、規則変更案における SRO の表明を「疑うことなく信頼する」ことは、規則変更案の委員会承認を正当

化するのに十分ではない⁴²。

B. BZX は、本提案が詐欺的・不正的行為を防止するように設計されていることを立証する 義務を果たしているか

(1) 詐欺的・不正的行為を防止するためには、監視共有契約以外の手段で十分であるとの主張

前述のとおり、委員会は、上場取引所が詐欺的・不正的行為を防止するために、監視共有 契約を締結することを認めています。委員会は、上場取引所が、規模の大きな規制市場との包括的なサーベイランス・シェアリング契約を廃止することを正当化するには、不正・操作行為を防止するための他の手段で十分であることを示すことができることを認めています。これには、ビットコイン市場全体または関連する基礎ビットコイン市場が、不正・操作に対して独自かつ本質的に耐性があることを示すことなどが含まれます。⁴³ そのような不正や操作への耐性は、従来の商品市場や証券市場に存在する保護を超えた新規性のあるものでなければなりません⁴⁴。

BZX は、ビットコインが価格操作に強いと主張しています。BZX は、ビットコインは価格操作に強いと主張しています。BZX によると、ビットコイン取引は地理的に多様で継続的な性質を持っているため、ビットコインの価格を操作することは困難であり、法外なコストがかかります⁴⁵。

ビットコイン・プラットフォームの断片化、取引速度の比較的遅いこと、各取引プラットフォームで重要な存在感を維持するために必要な資本が、継続的な取引活動によるビットコイン価格の操作を困難にしています⁴⁶。

他の市場でビットコインの価格を操作することを目的としたウォッシュ・トレーディングやその他の活動を行っている、または許可しているビットコイン・プラットフォームがあつたとしても、参加者は通常、実行不可能と判断した気配値のある市場を無視するため、そのような価格設定が他のプラットフォームの価格に影響を与えることはありません⁴⁷。

さらに、BZX は、ビットコイン市場の連携と、これらの市場における裁定者の存在は、単一の取引所におけるビットコイン価格の操作が効果的であるためには、グローバルなビットコイン価格の操作が必要であることを意味すると主張しています⁴⁸。裁定者は、一時的な価格変動を利用するために、複数の取引プラットフォームに資金を分散させる必要があるため、特定のビットコイン取引所に資金が集中することは考えにくい⁴⁹。その結果、BZX は、ビットコイン取引所での操作の可能性は、市場間の価格差を実質的に排除しているこのような裁定者の流動性供給を克服する必要があると結論付けています⁵⁰。

複数の意見者が、ビットコイン市場の性質上、価格操作には抵抗があるという BZX の見解に同意しています⁵¹。特にある意見者は、取引プラットフォーム間のビットコイン価格の格差は、裁定取引によって非常に迅速に解消されるという点に同意しています⁵²。これまでの提案と同様に、委員会は、ビットコイン市場が本質的かつ特異的に不正や操作に強いとの認定を支持する記録はないと結論づけています。BZX は、ビットコインの取引は、継続的な手段や断片的なプラットフォームを含む方法で行われるため、ビットコイン・プラットフォーム間の裁定は、本質的に世界のビットコイン価格を互いに一致させるのに役立ち、操作を妨げることになると主張しています。しかし、当取引所は、その主張を裏付けるデータや分析を提供していません。しかし、同取引所は、異なるビットコイン取引所間でビットコイン価格がどの程度緊密に整合しているか、あるいは価格格差がどの程度迅速に裁定されるかという点で、その主張を裏付けるデータや分析を提供していません⁵³。同様に、取引プラットフォーム間のビットコイン価格格差は、裁定によって非常に迅速に解消されるとする BZX の意見に同意したコメント者は、その主張を裏付ける経験的証拠を示していません。前述のとおり、規制変更案における規制当局の表明を「疑うことなく」信頼することは、規制変更案を委員会が承認することを正当化するのに十分ではありません⁵⁴。さらに、効率的な価格裁定は、市場が独自かつ本質的に操作されにくいという判断を裏付けるのに十分ではなく、委員会は監視共有契約を廃止することができます⁵⁵。委員会は、例えば、全国証券取引所に上場されている証券を対象とした株式オプションについても、不正や操作を検知・抑止するためにサーベイランス・シェアリング契約に依存していると述べています⁵⁶。ここでは、取引所は、ビットコインプラットフォーム間の効率的な価格裁定の主張を裏付ける証拠を提供していません。ましてや、ビットコイン市場における価格裁定が、委員会がサーベイランス・シェアリング・アグリーメントの要件を免除することを正当化するような新規性や独自性を持つという証拠もありません。さらに、BZX は、支配的な所有権を持つ市場参加者が、アービトラージャーが供給する流動性を克服することが法外に高価であるとは考えず、支配的な市場シェアを利用して操作を行うことができることを考慮していません⁵⁷。

また、当取引所は、偽の出来高を持つプラットフォームでのビットコイン価格は、ビットコインの実勢価格に影響を与えないという根拠のない主張をしています。また、当取引所は、ウォッシュ・トレーディングやその他の操作行為を行っている、または許可しているビットコイン・プラットフォームが存在する限り、市場参加者は一般的にそれらのプラットフォームを無視すると主張しています。しかし、リード・ラグや他の同様の分析などの必要なデータやその他の証拠がなければ、委員会は、ビットコイン・プラットフォームが不正や操作に従事している、または許可している他の企業の価格から隔離されていると結論づける根拠はありません⁵⁸。

また、BZX が主張するように、ビットコイン取引が継続的に行われているからといって、操作リスクが排除されるわけではなく、市場間の連携が行われるわけでもありません⁵⁹。継続的な取引や市場間の連携が行われていても、正式なもの（統合相場やルーティング要件があるものなど）であっても、そうでないもの（断片化されたグローバルなビットコイン市場の状況など）であっても、一般的には、需要や供給に誤った印象を与えるような取引活動を行うだけで、資産価格の操作が行われる可能性があります⁶⁰。

また、BZX は、ビットコインの現物市場の流動性が高く、市場の注文がビットコインの価格全体に与える影響が大きいいため、ビットコインの価格を動かそうとするとコストがかかり、過去 1 年間でさらにコストが高くなっていると主張しています⁶¹。

BZX によると、例えば 2020 年 1 月、500 万ドル分のビットコインを売買するためのコストは平均でおよそ 30 ベーシスポイント（2021 年 2 月は 10 ベーシスポイント）、マーケットインパクトは 50 ベーシスポイント（2021 年 2 月は 30 ベーシスポイント）となっています。また、1,000 万ドルの成行注文の場合、売買コストはおよそ 50 ベーシスポイント（2021 年 2 月は 20 ベーシスポイント）、マーケットインパクトは 80 ベーシスポイント（2021 年 2 月は 50 ベーシスポイント）でした⁶²。

BZX は、ビットコインの現物市場の流動性が高まるにつれ、500 万ドルや 1,000 万ドルの注文の影響が減少し続けることになると主張しています⁶³。

あるコメント者は BZX に同意しています。この意見者は、ビットコインの現物市場を実際に操作するために必要な金額は「計り知れない」ものであり、コスト的にも非常に高いため、負の戦略となると主張しています。また、CME で取引されているものも含め、ビットコイン先物の日々の取引量を考えると、単一の企業が市場を操作することは非常に困難であると主張しています⁶⁴。

しかし、BZX が提供したビットコインの価格を動かすためのコストとそのような試みの市場への影響に関するデータは不完全なものです。BZX は、これらの数字が他の市場と比べてどうなのか⁶⁵、あるいは提供された数字に基づいてビットコイン市場が操作するにはコストがかかると結論づけなければならない理由について、意味のある分析を行っていません。さらに、わずか 2 つのサンプル取引の市場への影響に関する BZX の分析は、ビットコイン市場が操作されにくいと結論づけるのに十分な証拠ではありません⁶⁶。

仮に委員会が BZX の「ビットコイン市場を操作するにはコストがかかり、その傾向はますます強くなっている」という前提に同意したとしても、そのような証拠は操作に対する何らかの抵抗力があることを証明するものに過ぎず、標準的な監視共有契約を廃止する理由となるような操作に対する独自の抵抗力を証明するものではありません⁶⁷。したがって、委員会は、ビットコイン取引の性質が、ビットコイン市場が本質的に不正や操作に対して独自の耐性を持っていることを記録が証明していないと結論づけています。さらに、BZX は、委員会がこれまでの命令で提起してきた、ビットコイン現物市場全般における不正や操作の可能性のある原因の存在を十分に争っていません。これらの原因には、(1)「ウォッシュ」取引⁶⁸、(2)ビットコインにおいて支配的な地位にある者がビットコインの価格設定を操作することが含まれています。(3)ビットコインネットワークおよび取引プラットフォームのハッキング、(4)ビットコインネットワークの悪意のあるコントロール、(5)虚偽の誤解を招く情報の流布を含む重要な非公開情報に基づく取引、(6)「安定したコイン」と称されるテザー(USDT)に関わる操作行為、(7)ビットコイン取引プラットフォームでの詐欺および操作、⁶⁹ などです。

さらに、BZX は、ビットコイン市場が本質的に詐欺や操作に強いという主張を弱める、信託の修正登録書に記載されているビットコイン・ブロックチェーンとビットコイン・プラットフォームに特有のリスク要因に対処していません。例えば、改正登録説明書では、「ビットコインが取引されているビットコイン（プラットフォーム）は比較的新しく、場合によっては規制されていないため、他の金融資産や金融商品の確立された規制された取引所よりも、詐欺やセキュリティ侵害にさらされる可能性がある」ことを認めています。ビットコインの現物取引は、様々なレベルの規制を受けている複数の取引所で行われているが、伝統的な株式や債券の取引所と同じようには規制されていないこと、これらの現物市場が「円滑に運営されていない場合や、技術的、セキュリティ的、規制的な問題に直面した場合、認定参加者が本株式の市場を作る能力に影響を与える可能性がある」こと、それによって「本株式の取引が基準価額に対して重要なプレミアムまたはディスカウントで行われる」可能性があること。ビットコインネットワークには、悪意のある行為

者によって悪用される可能性のある脆弱性やバグが存在すること、ビットコイン・ブロックチェーンは「51%攻撃」に対して脆弱である可能性があること、これは、ビットコイン・ネットワーク上のマイニング専用の処理能力の過半数を支配する悪意のある行為者が、ビットコイン・ネットワークおよびビットコイン取引が依拠するビットコイン・ブロックチェーンを変更できる可能性があること。ビットコイン・プラットフォームで保有されている資産の性質が、「ハッカーにとって魅力的なターゲット」であり、「多くのビットコイン・プラットフォームがサイバー犯罪の被害に遭っている」こと、ビットコイン取引プラットフォームが「詐欺、障害、セキュリティ侵害により閉鎖されたり、問題に直面したりしている」こと。⁷⁰

また、BZX は、不正や操作を防止するための他の手段があれば、必要な監視共有契約を締結しなくても十分だと主張しています。まず、当取引所は、信託のビットコインを評価するために使用されるベンチマークは、ベンチマークの方法論に 基づいて、それ自体が操作されにくいものであると述べています⁷¹。そして、これらの 20 の 3 分間の取引量加重中央値の等加重平均を算出し、最も高い価格と最も低い価格を取り除きます⁷²。BZX によると、「60 分間に 20 の連続した 3 分間のセグメントを利用することは、悪意のある行為者が長時間にわたって市場を操作する努力を継続する必要があるか、あるいは取引所間で何度も努力を繰り返す必要があり、審査の対象となる可能性がある」⁷³としています。

さらに、BZX によると、「中央値を使用することで、異常値が基準価額に影響を与える可能性を低減」し、「（従来の中央値ではなく）数量加重中央値を使用することで、低ドルの取引を大量に実行することで基準価額を操作しようとする試みに対する追加的な保護となります」⁷⁴。BZX はまた、「最高価格と最低価格を削除することで、基準価額を操作しようとする試みからさらに保護することができ、悪質な行為者は価格に影響を与えるために一度に複数の[プラットフォーム]で行動する必要がある」と主張しています⁷⁵。カストディアンは、コメントレーターの中で、カストディアンのプラットフォームを含む基礎となる現物ビットコイン・プラットフォームからのビットコイン価格の合成を含む BZX のベンチマークの選択が、提案されている ETP を支持するさらなる要因であることに同意しています⁷⁶。

カストディアンは、自分や他の「規制対象のデジタル資産取引所」やカストディアンは、詐欺対策の実施に関するニューヨーク州金融サービス局（「NYSDFS」）によるガイダンスを含め、デジタル資産の活動に対処するために特別に開発された規制の枠組みを遵守して運営してきた歴史があると主張しています。カストディアンは、自動化されたシステムと強固な内部統制および監視によってこの義務を果たしていると述べています。また、ビットコイン市場における市場監視ツールと戦略の高度化、および「規制された取引所」で発生するビットコイン活動の割合の増加は、ビットコイン市場における価格操作やその他の操作行為に対する懸念を和らげるための重要な進展であると述べています⁷⁷。ベンチマークに関する取引所とカストディアンの主張と同時に、取引所は、信託が現物の作成と償還のみを行うため、「ベンチマークの操作可能性は（著しく）重要ではない」と述べています⁷⁸。同取引所は、「信託は、新しい株式を作成するためにビットコインを購入するために現金を受け取ることはなく、...償還された株式の現金を支払うためにビットコインの売却を余儀なくされることもないため、スポンサーが信託のビットコインを評価するために使用する価格は、特に重要ではありません」と詳しく述べています⁷⁹。BZX によると、公認参加者が本信託で株式を作成する際には、（使用された評価にかかわらず）1 株あたり一定数のビットコインを交付する必要があり、本信託で換金する際にも同様に 1 株あたり一定数のビットコインを受け取ることが期待されます⁸⁰。このように、BZX は、信託のビットコインの評価に使用される価格が操作されたとしても、1 株当たりのビットコインの比率は変わらず、信託は価値に関係なく同じ数のビットコインを受け入れ（作成の場合）、または分配（償還の場合）すると主張しています⁸¹。これにより、BZX によれば、潜在的な操作に関連するリスクが軽減されるだけでなく、ベンチマークの操作を行う金銭的なインセンティブがほとんどないため、ベンチマークの操作を抑制し、阻害することができるということです⁸²。

主張と提供された情報に基づき、委員会は、BZX が不正行為や操作を防止するための他の手段を明確にしており、必要な監視共有契約を不要とすることを正当化するのに十分な根拠を見出すことができません。第一に、ベンチマークの方法論がベンチマークを操作されにくいものになっているという取引所の主張は、修正登録書の記述と矛盾しています。訂正登録書において、スポンサーは、ベンチマークは「様々な第三者の取引所や市場からの価格データを含む様々なインプットに基づいている」と述べており、これらのインプットは「最初のソースからの技術的エラー、操作的活動、または不正な報告」の対象となる可能性があるとしています⁸³。

第 2 に、カストディアンは、ベンチマークの構成プラットフォームが使用する市場監視ツールや戦略が洗練されてきていることや、「規

制された取引所」で発生するビットコイン活動の割合が増えてきていることが、「価格操作やその他の操作行為に対する懸念を和らげている」と主張しています⁸⁴。しかし、ベンチマークの構成プラットフォームの規制レベルは、全米の証券取引所や先物取引所の義務、権限、監督と同等ではないため、適切な代替とはなりません⁸⁵。米国内証券取引所は、「詐欺的および操作的な行為および慣行を防止し、公正かつ衡平な取引原則を促進し、証券の規制、清算、決済、証券に関する情報の処理、および証券取引の促進に従事する者との協力および協調を促進し、自由で開かれた市場および全国的な市場システムの機構の障害を除去し、完全なものとし、一般に、投資家および公共の利益を保護するために設計された規則」を持つことが求められています⁸⁶。

さらに、国立証券取引所は、その運営の特定の重要な側面に関して規則案を委員会に提出しなければならず、委員会は、取引所法の要件に合致しない規則を不承認とする権限を有しています^{87, 88}。このように、米国内証券取引所は、そのガバナンス、会員資格、取引規則、懲戒手続き、記録管理、手数料などについて、委員会の監督を受けることになります⁸⁹。

一方、ベンチマークの構成プラットフォームには、これらの要件はありません（いずれも米国証券取引所として登録されていません）⁹⁰。さらに、カストディアンは、構成プラットフォームが洗練されつつある市場監視ツールと戦略を持っていると主張していますが、カストディアンは裏付けとなる証拠を提示していません。さらに、構成プラットフォームがカストディアンの説明するように不正や操作に対して警戒していると仮定しても、取引所もカストディアンも、他のビットコイン現物市場を除いて、ベンチマークの構成プラットフォームの不正や操作を検出して抑止する能力だけが問題になることを証明しようとしていません。言い換えれば、どちらも他のビットコイン現物市場での不正や操作がどのようにビットコインの価格に影響を与えるかについて言及していません。

第3に、当取引所は、本株式の上場・取引の提案が不正・操作を防止するために設計されているかどうかの全体的な分析において、ベンチマークの操作に対する耐性と称されるものの重要性について説明していません。ベンチマークが操作されにくいものであれば、信託の基準価額、ひいては本株式も操作されにくいというのが当取引所の主張であると仮定しても、当取引所はそのような結論を導く根拠を記録に残していない。また、本株式は基準価額ではなく、流通市場において市場価格で取引されることになるため、本株式の操作に対する基準価額の計算の重要性が問題となります。

第4に、取引所の主張は矛盾しています。当取引所は、ベンチマークが操作されにくいものであると主張する一方で、信託の現物作成・償還の仕組みに照らしてベンチマークの重要性を軽視しています⁹¹。当取引所は、本信託が現金ではなく現物で株式を設定・償還するため、基準価額の計算、ひいては基準価額を操作する能力の重要性が「著しく低い」⁹²と指摘しています。BZXの言葉を借りれば、本信託は現金を受け取ってビットコインを購入して株式を作成したり、ビットコインを売却して償還された株式の現金を支払ったりすることはないため、スポンサーが本信託のビットコインを評価するために使用する価格は「特に重要ではない」⁹³としています。信託が信託のビットコインを評価するために使用するベンチマークが「特に重要ではない」のであれば、ベンチマークが操作されにくいことは、本株式が詐欺や操作を受けやすいことにとって重要ではないということになります。当取引所は、これらの問題を取り上げたり、分析を行ったりしていないため、委員会は、本株式の上場・取引の提案が詐欺・操作行為を防止するために設計されていると判断する上で、ベンチマークが助けになると結論付けることはできません⁹⁴。

最後に、委員会は、BZXが、現物の作成及び償還が本株式に独自の操作耐性を与えることを証明していないと判断します。委員会は、以前にも同様の主張を取り上げている⁹⁵。委員会が以前述べたように、現物の作成と償還はETPの一般的な特徴であり、委員会は以前、現物の作成と償還の仕組みを、ETPを上場している取引所がポートフォリオの資産に関連する重要な規制市場と監視共有契約を結ぶことを免除する根拠としたことはありません⁹⁶。したがって、委員会は、信託の現物作成・償還が操作に対する独自の抵抗力を持つという点について、ここでは説得力を持たない⁹⁷。

(2) BZXが相当規模の規制市場と包括的な監視共有契約を締結しているとの主張

BZXは、監視共有契約以外の手段が不正・操作行為を防止するのに十分であることを証明していないため、当委員会は次に、BZXが原資産に関連する重要な規模の規制市場と包括的な監視共有契約を締結しているという結論を支持する記録があるかどうかを検討します。ここでいう「重要な規模の市場」とは、(i)ETPを操作しようとする者が、ETPをうまく操作するためにはその市場でも取引をしなければならないという合理的な可能性があり、監視共有契約が不正行為の発見と抑止に役立つ市場（または市場のグループ）、および(ii)ETPの取引がその市場の価格に大きな影響を与える可能性が低い市場を指します⁹⁸。

委員会が過去に表明しているように、ISG に加盟している 2 つの市場は、個別の二国間サーベイランス・シェアリング契約を結んでいなくても、相互に包括的なサーベイランス・シェアリング契約を結んでいると考えています⁹⁹。したがって、BZXとCMEがISGに共通して加盟していることから¹⁰⁰、BZXはCMEと包括的なサーベイランス・シェアリング契約に相当するものを結んでいることになります。しかし、委員会は、CFTCがCMEビットコイン先物市場を含むCME先物市場¹⁰¹を規制しており、提案されているETPとの関連では当該市場が「規制されている」と認識していますが、以下に詳述するように、記録ではCMEビットコイン先物市場がここでの適用基準の文脈で使用されている「重要な規模の市場」であることを証明していません¹⁰²。

(i) ETPを操作しようとする者が、ETPの操作を成功させるためにCMEビットコイン先物市場でも取引しなければならないという合理的な可能性があるかどうか。

CMEビットコイン先物市場が「重要な規模の市場」に該当するかどうかを判断する第1のポイントは、ETPを操作しようとする者がETPの操作を成功させるためにCMEビットコイン先物市場で取引しなければならないという合理的な可能性があると判断することです。

BZXは、CMEが2017年にビットコイン先物の取引を提供し始めたことを指摘しています¹⁰³。BZXによると、他の現金決済の商品先物契約と同様に取引・決済されるCMEのビットコイン先物契約に関連するほぼすべての測定可能な指標は、「発売以来一貫して上昇傾向にあり、および/または過去1年間で上昇が加速している」とのことです。¹⁰⁴例えば、BZXによると、2017年12月、2018年12月、2019年12月の取引総額がそれぞれ7億3,700万ドル、14億ドル、39億ドルだったのに対し、2020年12月のCMEビットコイン先物の取引額は約280億ドルでした¹⁰⁵。さらに、CMEビットコイン先物は、2019年12月の1億1,500万ドルに対し、2020年12月には1日あたり12億ドル以上が取引され、16億ドルの建玉を占めていました¹⁰⁶。同様に、BZXは、ビットコインの価格が上昇しているにもかかわらず、大口の建玉保有者¹⁰⁷の数は増加し続けており、CMEビットコイン先物取引するユニークアカウントの数も増加していると主張しています¹⁰⁸。

BZXは、USBTオーダーが発行されて以来、CMEビットコイン先物の取引量、建玉、大口建玉保有者、市場参加者総数の各項目が大幅に増加していることは、同市場が現物価格への影響力を強めていることを反映していると主張しています。BZXは、CMEビットコイン先物が現物市場の価格をリードしているため、ビットコイン現物市場の潜在的な操作者（ベンチマークの構成銘柄だけでなく）がCMEビットコイン先物市場に参加しなければならない場合、本株式の潜在的な操作者も同様にCMEビットコイン先物市場で取引しなければならないことになることを主張しています¹⁰⁹。

BZXはさらに、学術研究が上記の全体的な傾向を裏付け、CMEビットコイン先物価格が現物市場をリードしているというテーゼを支持していると述べています。BZXは、学術研究が、2018年と2019年にCMEビットコイン先物市場がすでに現物価格をリードしていたことを実証していると主張しています¹¹⁰。BZXは、株式を操作しようとする者は、ETPを操作するためにも、その市場で取引をしなければならないと結論づけています¹¹¹。

委員会はこれに同意しない。記録には、提案されているETPを操作しようとする者が、CMEビットコイン先物市場で取引しなければ、ETPの操作に成功しないという合理的な可能性があると示されていません。具体的には、2018年から2021年2月までのCMEビットコイン先物の取引量と建玉、および大口の建玉保有者数とユニークアカウントの取引数の全般的な上昇傾向に関するBZXの主張は、CMEビットコイン先物市場が大きな規模であることを証明していません。委員会が以前に明らかにしたように、「重要な規模の市場」または「重要な市場」という用語の解釈は、上場取引所が監視共有契約を結んでいる市場と提案されているETPとの間の相互関係に依存しています¹¹²。BZXがCMEビットコイン先物市場の規模を反映したデータを提示しただけでは、現在または過去数年に関連して、CMEビットコイン先物市場と提案されているETPとの間の相互関係を立証するのに十分ではありません¹¹³。

さらに、記録に残っている証拠も、CMEビットコイン先物市場が「重要な規模の市場」であるような形でビットコイン現物市場をリードしているという結論を支持するものではありません。委員会が以前に説明したように、ビットコイン先物市場と現物市場の間のリード・ラグ関係を確立することは、「ETPの操作者となる人物が、提案されているETPの価格決定メカニズムにつながる現物・プラットフォームの価格をうまく操作するために、ビットコイン先物市場で取引する必要があるということが、合理的にあり得るかどうかを理

解する上で、中心となるものです」¹¹⁴と述べています。委員会は以前、特に現物市場が先物市場をリードする場合、先物価格が現物価格に合わせて動くため、提案されている ETP を操作するために先物市場で取引する必要がないことを示していると述べています¹¹⁵。

BZX は、CME のビットコイン先物価格が現物市場をリードしていると述べていますが¹¹⁶、この論文全体を裏付けるために、1 つの学術論文の 1 つのセクションにおける価格発見分析の結果に依拠しています¹¹⁷。

しかし、リード・ラグ関係を正式に検証するために広く使用されているその論文のグレンジャー因果分析の結果はまちまちであることが認められています¹¹⁸。

さらに、委員会は、USBT 注文において、同論文の未発表版と、その記録について著者が提出したコメントレーターを検討した¹¹⁹。USBT 注文において、委員会は、学術研究の「様々な結果」が CME ビットコイン先物市場が重要な規模の市場を構成していることを証明するものではないという結論の一部として、CME ビットコイン先物価格が現物価格をリードしているという論文の決定的な証拠（特に論文のサンプル期間の最後の月は現物市場がリードしていることを示している）を指摘し、これが将来的に持続すると予想される現物市場の価格が先物市場をリードする方向へのシフトを示すものではないことを説明する証拠が記録に含まれていないと述べています。¹²⁰ また、委員会は、日中の価格ではなく日中の価格データを使用しているため、どちらの市場が新しい情報をより早く取り入れているかを区別できない可能性があるかと述べています¹²¹。

さらに、BZX は独自の分析結果を示さず、結論を裏付ける他のデータも提示していません。今回のように、取引所の主張が委員会の分析において重要な役割を果たし、その主張にいくつかの課題がある場合、BZX の裏付けのない表現はルール変更案を承認するための不十分な根拠となります¹²²。USBT 注文では、委員会は、引用された複数の学術論文に対応し、様々な結果が出ていることを踏まえ、提案されている ETP の操作者となりうる者が CME ビットコイン先物市場で取引を行う可能性が合理的に高いことを、当該取引所は証明していないと結論付けました¹²⁴。同様に、ここでは、これに反することを示す一連の学術文献を考慮して、委員会は、BZX が提供する情報は、提案されている ETP の操作者となる者が CME ビットコイン先物市場で取引しなければならない可能性が合理的に高いという判断を裏付ける十分な根拠にはならないと結論付けています¹²⁵。

したがって、委員会は、記録にある情報では、提案されている ETP の操作者となる人物が、提案されている ETP の操作を成功させるために CME ビットコイン先物市場で取引しなければならないという合理的な可能性を立証できないと結論づけています。

したがって、記録されている情報は、CME ビットコイン先物市場が提案されている ETP に関して「重要な規模の市場」であることを証明するものではありません。

(ii) 提案された ETP の取引が CME ビットコイン先物市場の価格に支配的な影響を与える可能性が低いかどうか

CME ビットコイン先物市場が「重要な規模の市場」を構成するかどうかを立証する際の 2 番目の柱は、提案されている ETP の取引が CME ビットコイン先物市場の価格に支配的な影響を与える可能性が低いと判断することです¹²⁶。

BZX は、CME ビットコイン先物市場の取引量が多いこと、ビットコインの時価総額が約 1 兆円という規模であること、スポット市場では大きな流動性が確保されていることから、本株式の取引が CME ビットコイン先物市場（またはスポット市場）の価格に支配的な影響を与えることはないと主張しています¹²⁷。BZX は、2021 年 2 月のデータによると、500 万ドル相当のビットコインを売買するためのコストは、平均しておよそ 10 ベーシスポイント、マーケットインパクトは 30 ベーシスポイントとなっています¹²⁸。別の言い方をすると、BZX は、市場参加者が 1,000 万ドルのビットコインの売買注文を出しても、市場は 0.5%しか動かないと述べています¹²⁹。

BZX はさらに、より戦略的な売買（指値注文の使用や OTC ビットコイントレードデスクでの執行など）は、市場への明らかな影響が少ない可能性が高いと主張しており、これは MicroStrategy、Tesla、Square がまとめて数十億ドルのビットコインを購入できることと一致しています¹³⁰。

したがって、BZX は、CME ビットコイン先物が価格発見をリードすること、ビットコイン市場の全体的な規模、および市場参加者（本信託で現物を作成および償還する公認参加者を含む）が市場に大きな影響を与えることなく大量のビットコインを売買する能力の組み合わせにより、本株式がビットコイン現物市場または CME ビットコイン先物市場のいずれかで価格決定に大きな影響

力を持つようになるのを防ぐのに役立つと結論づけています¹³¹。

委員会は同意しません。記録によると、提案されている ETP の取引が CME ビットコイン先物市場の価格に主な影響を与える可能性が低いことは証明されていません。委員会は、BZX の主張の根拠の 1 つである CME ビットコイン先物が価格発見につながるという点をすでに取り上げて否定しているため¹³²、委員会は、BZX の主張の根拠の 1 つである「CME ビットコイン先物が価格発見につながる」という点をすでに取り上げて否定しているため、残りの 2 つの根拠、すなわちビットコイン市場の全体的な規模と買いと売りの影響については以下でしか取り上げません。

本株式の取引が CME ビットコイン先物市場及びビットコイン現物市場に与える潜在的な影響に関する BZX の主張は、一般的かつ結論的であり、前述の CME ビットコイン先物市場の取引量、ビットコイン現物市場の規模と流動性、及び大規模な取引のマーケットインパクトを繰り返しており、これらの主張を裏付ける分析や証拠はありません。例えば、信託が保有する採掘ビットコインの量には制限がありません。しかし、BZX は、信託の規模が拡大し、その結果、信託が保有するビットコインの量が長期的に増加すると予想されることや、作成と償還の全体的な予想数、規模、頻度について、また、これらが CME ビットコイン先物市場の価格に（もしあるとすれば）どのように影響するかについて、何の情報も提供していません。さらに、本信託の修正登録書において、スポンサーは、本信託がビットコインの大規模なポジションを取得する可能性があることを認めていますが、これは原資産であるビットコインの非流動性のリスクを高めることになります。具体的には、スポンサーは修正登録書の中で、本信託がビットコインの大規模なポジションを取得する可能性があり、それはポジションを清算することをより困難にし、清算しようとする際に発生する損失を増大させること、あるいは公認参加者が本信託の株式の作成および／または償還の一部としてビットコインを取得または清算することをより困難にすることの両方によって、非流動性のリスクを増大させると述べています。¹³³

信託の修正登録書は、信託がビットコインの流動性に悪影響を与える可能性があることを認めていますが、BZX は提案の中でこの点を取り上げておらず、また、ビットコインの流動性に影響を与えることが、本株式が CME ビットコイン先物市場の価格に支配的な影響を与える可能性は低いという主張とどのように整合するのかについても議論していません。したがって、委員会は、BZX の主張を裏付ける証拠や分析がなく、BZX の発言のみに基づいて、ETP の取引が CME ビットコイン先物市場の価格に支配的な影響を与える可能性は低いと結論づけることはできません。委員会は、ビットコインを売買する大規模な市場注文がビットコイン市場に与える影響が最小限であるという BZX の主張にも説得力がありません¹³⁴。

BZX は、1,000 万ドルの市場注文の例を挙げて、大量のビットコインの売買が重要でない市場影響を与えると結論づけていますが、この結論では、CME ビットコイン先物市場への影響の程度を分析していません。BZX がビットコインの 1,000 万ドルの単一注文が CME ビットコイン先物市場の価格に重要でない影響を与えると示唆していると仮定しても、「重要な規模の市場」の判断のこのプロングは、提案されている ETP での取引による価格への影響に関わるもので、提案されている ETP による取引だけではなく、より広い範囲に及びます。本信託の公認参加者は、株式の作成や償還の一環としてビットコイン現物市場でのみ取引を行うかもしれませんが、株式自体は BZX の流通市場で取引されることになります。記録では、本株式の予想される数や取引量については触れられておらず、本株式の取引価格が CME のビットコイン先物価格に与える潜在的な影響についても立証されていません。例えば、BZX は、本株式の相場や取引価格が CME ビットコイン先物契約のマーケットメイカーの相場に与える潜在的な影響や、それらの影響がこれらの先物契約の価格に支配的な影響を与えるかどうかについて、いかなるデータや分析も提供していません。

このように、BZX は「重要な規模の市場」の判断の両項目を立証するのに十分な情報を提供していないため、委員会は CME のビットコイン先物市場が「重要な規模の市場」であり、BZX が CME との監視共有契約に依存することで不正行為や操作行為から十分に保護されると結論づけることはできません。

証券取引所法第 6 条(b)(5)の要件は、全国証券取引所の規則に適用されます。したがって、大規模な規制市場との包括的な監視共有契約、または必要な監視共有契約を省略することを正当化するのに十分な不正行為・操作行為を防止するための他の手段に関する関連義務は、上場取引所にあります。BZX がこの義務を果たしていることを示す証拠が不十分であるため、委員会は提案されている ETP の BZX への上場と取引を承認することはできません。

C. BZX が、提案が投資家および公共の利益を保護するように設計されていることを証明する義務を果たしたかどうか

BZX は、提案されている ETP が承認されれば、投資家および公共の利益を保護することになると主張しています。しかし、委員会は、提案が取引所法の各要件を満たしているかどうかという広い観点から、これらの潜在的な利益を考慮しなければなりません¹³⁵。

BZX は、提案されているルール変更が詐欺的・操作的な行為や慣行を防止するためのものであることを証明していないため、委員会はこの提案を不承認としなければなりません。

BZX は、OTC ビットコインファンドを通じた米国投資家のビットコインへのエクスポージャーの増加に伴い、米国投資家への潜在的なリスクも増加していると主張しています¹³⁶。具体的には、プレミアム・ボラティリティ、高額な手数料、不十分な開示、技術的なハードルが、米国投資家の資金を日々リスクにさらしており、ビットコイン ETP へのアクセスを通じてそのようなリスクを排除できる可能性があると主張しています¹³⁷。このように、当取引所は、本提案（および今後提出される同等の提案）を承認することで、米国の投資家が規制された透明性の高い取引所連動型ビークルでビットコインにアクセスできるようになり、米国の投資家のリスクを以下のように制限するように作用すると考えています。(i)プレミアムのボラティリティの低減、(ii)意味のある競争による管理手数料の低減、(iii)現物ビットコインのカストディに代わるものの提供、(iv)ビットコインのエクスポージャーの不完全な指標である事業会社への投資に関連するリスクの低減¹³⁸。

BZX によると、OTC ビットコインファンドは、一般的に本株式と同様の方法でビットコインへのエクスポージャーを提供するように設計されています。しかし、BZX は、本株式とは異なり、"OTC ビットコインファンドは、市場参加者が基準価額に沿って株式を取引することにインセンティブを与えるような方法で、自由に設定・償還を行うことができず、そのため、頻繁に保有資産の価値とはかけ離れた価格で取引されている"と述べています。¹³⁹ BZX は、歴史的に見て、OTC ビットコインファンドは基準価額に対してかなりのプレミアムで取引されていると表明しています¹⁴⁰。当取引所は、プレミアム（または潜在的にディスカウント）での取引は OTC ビットコインファンドに特有のものではなく、本質的な問題ではないと認めています。BZX は、それが特定の投資家保護の問題を提起すると考えています。第一に、BZX によれば、投資家はファンドの原資産の 1 株当たりの価値を超える価格でファンドの株式を購入していることになります。ビットコインの価格は、ある日の市場終了時から次の日の市場開始時まで全く変わらない可能性があります。投資家が保有する株式の価値は、プレミアムの変動によってのみ減少する可能性があります¹⁴¹。

第二に、BZX によれば、店頭ビットコインファンドで新規に株式を作成し、基準価額で購入できるのは、一般的に認定された投資家のみである。次に、BZX によると、公認投資家は、一般的に店頭ビットコインファンドで新たに株式を作成することができ、基準価額で株式を購入することができます。¹⁴²

また、いくつかのコメント者は、ビットコイン ETP の承認を支持すると表明しているが、その理由は、そのような ETP は、プレミアム/割引のボラティリティ¹⁴³ と低い管理手数料¹⁴⁴ を支持しています。

また、別の意見者は、ビットコイン ETP はビットコイン自体の価格のボラティリティを下げる可能性があり、既存の投資家、ひいては金融の安定性にプラスの外部性をもたらすと考えているとしている。コメント者は、ビットコイン ETP に対する限界的な需要は、比較的保守的な投資家、例えば、規制されていない市場での取引を望まない個人トレーダーや、「マંデート」やリスク許容度を持たない機関トレーダーから生じる可能性が高いと、裏付けのない形で主張しています。このコメントでは、限界的な投資家のリスク回避傾向が変化し、洗練された機関投資家からの注目度が高まることで、ソーシャルメディアによって引き起こされがちな乱高下の影響を受けにくいビットコイン価格が実現するとしています¹⁴⁵。

また、BZX は、ETP を通じたビットコインへのエクスポージャーも、現物のビットコインを直接購入する場合と比較して、個人投資家にとってメリットがあると主張しています¹⁴⁶。BZX は、ETP の利点がなければ、個人の個人投資家が暗号通貨取引プラットフォームを通じてビットコインを保有していても保護されないと主張しています¹⁴⁷。BZX は、一般的に、小売プラットフォームは、個人投資家のビットコインをすべてではないにしても、そのほとんどを「ホット」（インターネットに接続された）ストレージに保持しており、個人投資家への補償や特定のサイバーセキュリティ基準の遵守を約束するものではないと説明しています¹⁴⁸。一方、セルフホスト型ウォレットで現物的にビットコインを直接保有している個人投資家は、秘密鍵管理の経験不足（例：パスワード保護が不十分、鍵の紛失など）に悩まされる可能性があり、その結果、保有するビットコインの一部または全部を失う可能性があります¹⁴⁹。BZX は、それとは対照的に、カストディアンは「コールド」（オフライン）ストレージを使用して秘密鍵を保持し、一定のサイバーセキュリティ対策と運用のベストプラクティスを採用し、ビットコインのカストディアンとしての経験が豊富で、失敗に対する説明責任を負うこと

になると表明しています¹⁵⁰。このように、BZX は、信託のビットコイン資産のカストディに関して、現物のビットコインを直接所有するのに比べて、信託は個人投資家の投資保護の観点からメリットがあると結論づけています¹⁵¹。

カストディアンは、コメントレーターの中で、カストディアンの配置に関する説明の一部を繰り返しています¹⁵²。また、カストディアンは、ビットコイン・ブロックチェーン上で取引を実行する前に、一意の秘密鍵署名の定足数を必要とする多重署名システムを採用しており、このアプローチによって、信託の保有物を常に監視し、監査することができると述べています¹⁵³。また、カストディアンによると、カストディアンはデジタル資産保険を維持しており、大手金融機関や監査法人による監査を定期的に受けており、カストディアンの運営とセキュリティコンプライアンス構造が最も強固な業界標準を満たしているという独立した第三者による検証を受けています¹⁵⁴。BZX はさらに、関連性のない事業に従事している多くの事業会社が、15 億ドルもの規模のビットコインへの投資を発表していると主張しています¹⁵⁵。BZX は、ビットコイン ETP へのアクセスがなければ、ビットコインへの投資エクスポージャーを求める個人投資家は、求めるビットコインへのエクスポージャーを得るために、これらの会社の株式を購入する可能性があると主張しています¹⁵⁶。BZX は、このような事業会社は不完全なビットコインの代理店であり、投資家に部分的なビットコインのエクスポージャーを提供すると同時に、どの事業会社を購入するかに関連する追加的なリスクをもたらすと主張しています。BZX は、上場企業を通じてビットコインへのエクスポージャーを求める投資家は、ビットコインへの部分的なエクスポージャーしか得られず、証券登録プロセスから得られるリスク開示と関連する投資家保護の恩恵を十分に受けられないと結論付けています¹⁵⁷。

また、BZX は、カナダを含む他の多くの国の投資家は、ビットコインへのエクスポージャーを得るために、より伝統的な取引所上場・取引商品を利用することができ、米国の投資家には不利益となり、ビットコインへのエクスポージャーを得るためのよりリスクの高い手段が残されていると述べています¹⁵⁸。

要するに、BZX は、原資産であるビットコインへの直接投資のリスクの高さと、ビットコインや OTC ビットコインファンドが取引される規制されていない市場の性質から、提案されているルール変更を承認せざるを得ないと主張しています。しかし、BZX はこの議論に限定的な原則を提示しておらず、論理的に考えれば、原資産への直接投資や OTC 取引商品への投資よりも投資家へのリスクがわずかに少ないと考えられる ETP の上場と取引を承認することが求められることになる。

委員会は、このような取引所法の解釈に同意しない。取引所法第 19 条(b)(2)に従い、委員会は、国立証券取引所が提出した規則変更案が、取引所法の適用要件（第 6 条(b)(5)の要件を含む）に合致すると判断した場合、規則変更案を承認しなければならない。このように、提案されたルール変更が取引所法の適用要件に合致していると判断した場合には承認し、そのような判断をしなかった場合には不承認としています。¹⁵⁹ このように、提案された規則変更が、資産の損失や盗難に対する脆弱性など、特定の種類の投資リスクから投資家を保護することを目的としている場合でも、提案された規則変更は、取引所法の要件を満たしていない可能性がある¹⁶⁰。

ここで、規制されていないビットコイン・現物市場での取引と比較して、全国証券取引所でビットコイン・ベースの ETP を取引することで、投資家に何らかの追加的な保護が提供されることが事実であったとしても、委員会は、この提案が取引所法の適用される各要件を満たしているかどうかという幅広い観点から、この潜在的な利益を考慮しなければなりません¹⁶¹。上記で説明したように、ビットコインベースの ETP について、委員会は一貫して、上場取引所がビットコインに関連する重要な規模の規制市場との間で包括的な監視共有契約を締結すること、または不正・操作的行為や慣行を防止するための他の手段が必要な監視共有契約を省略することを正当化するのに十分であることを示すことを要求してきました。今回、上場取引所はその要件を満たしていません。したがって、委員会は、提案されている規則変更が法定基準に合致しているとは認められません。

証券取引法第 19 条(b)(2)に従い、委員会は、国立証券取引所が提出した規則変更案が、証券取引法の適用要件（国立証券取引所の規則は詐欺的・操作的な行為や慣行を防止するように設計されているという第 6 条(b)(5)の要件を含む）と整合していないと判断した場合には、規則変更案を不承認にしなければなりません¹⁶²。

上記の理由により、BZX は、本提案が取引所法第 6 条(b)(5)に合致していることを証明する義務を果たしておらず¹⁶³、したがって、委員会は本提案を不承認としなければなりません¹⁶⁴。

D. その他のコメント

コメントレーターでは、ビットコインの一般的な性質や用途¹⁶⁵、デジタル資産としてのビットコインの開発状況¹⁶⁶、ビットコイン市場の規制状況¹⁶⁷、ビットコインに固有の価値や投資のリスク¹⁶⁸、ETP を通じてビットコインへのアクセスを得たいという投資家の要望（または不要望）¹⁶⁹、提案されている ETP を委員会が承認した場合にビットコインの価格やビットコイン市場、経済、雇用、米国の金融政策、米国の金融市場に与える潜在的な影響¹⁷⁰についても言及されています。委員会がビットコイン ETP を承認することが、経済、雇用、米国の金融政策、米国のイノベーション、および/または米国の地政学的立場に与える潜在的な影響。¹⁷¹ ビットコイン ETP の税務上および/または退職後の投資上のメリットやリスク¹⁷²、ビットコイン・ネットワークの環境への影響¹⁷³しかし、最終的には、これらの話題は、提案を不承認とする委員会の決定の根拠にはならないため、追加の議論は不要です。

E. 取引所による提案の時宜を得ない修正

当取引所は、2021 年 9 月 30 日にルール変更案の修正第 1 号を提出し、2021 年 10 月 1 日に取り下げた¹⁷⁴。2021 年 10 月 1 日、当取引所は、2021 年 9 月 30 日に提出された提案に対する修正第 1 号を、2021 年 3 月 1 日に当初提出されたものと全体的に修正して差し替える修正第 2 号を委員会に提出しました。その後、2021 年 11 月 4 日、当取引所は、2021 年 10 月 1 日に提出された提案に対する修正案第 2 号を、2021 年 3 月 1 日に提出された提案に対する修正案第 3 号に全面的に修正・差し替えるために、委員会に修正案第 3 号を提出しました。これらの修正案は、ルール変更案に対するコメントの締め切りから数ヶ月後に提出されたため、委員会は修正案 No.1、2、3 は時機を逸して提出されたものとみなしています。仮にこれらの修正案が適時に提出されていたとしても、委員会は、当取引所がその提案が取引所法第 6 条(b)(5)に合致していることを証明する責任を果たしていないと結論付ける。当取引所が修正案で行っている主な変更点は、CME のビットコイン先物を通じてビットコインへのエクスポージャーを提供する、1940 年投資会社法（以下、「1940 法」）に基づいて登録された上場ファンド（以下、「ビットコイン先物 ETF」）のローンチを認めながら、本提案を不承認とすることは、委員会にとって矛盾していると主張することです。

修正案の中で当取引所は、委員会が CME ビットコイン先物市場を重要な規模の規制市場とみなさない場合、ビットコイン先物 ETF の上場と取引を許可することは、取引所法上の要件、すなわち、ビットコイン先物 ETF の上場と取引は、ウインクルボス命令やその他の不承認命令で明確にされているように、詐欺的で操作的な行為や慣行を防止するために設計されているという要件と矛盾すると主張しています。当取引所は、1940 年法が一定の投資家保護を提供していると主張する人がいるかもしれませんが、それらの保護は主に取締役会の構成、レバレッジの制限、関連会社との取引などに関するものであり、したがって、ビットコイン先物 ETF と現物・ビットコインを保有する 1940 年法規制対象外の ETP とで異なる規制結果を正当化するような、基礎となる CME ビットコイン先物市場に関連した追加的な保護を投資家に与えるものではないと述べています。また、最大のビットコイン先物 ETF は CME ビットコイン先物の建玉の約 37%に相当する契約を持っているが、取引所によれば、CME ビットコイン先物市場が重要な規模の市場を構成しているかどうかを立証する際の「優勢な影響力」のブロングに「真っ向から反しているように思える」と付け加えています。

委員会は、取引所の主張の前提に同意しない。提案されているルール変更は、1940 年法の下で規制されている商品に関連するものではなく、また、ビットコイン先物 ETF と同じ基礎的保有物に関連するものでもない。委員会は、提案されたルール変更を、それ自体のメリットと、それに適用される基準に基づいて検討します。すなわち、本規則変更案に関して、委員会は、ビットコインベースの商品信託およびビットコインベースの信託発行領収書を上場するという過去の提案を検討する命令に関連して適用した、取引所法第 6 条(b)(5)が定める基準を適用しなければならない¹⁷⁵。したがって、当取引所の修正案第 1 号、第 2 号、および第 3 号が適時に提出されていたとしても、当該修正案には、委員会が修正された本規則変更案を承認できるような追加情報はありません。

IV. 結論

上記の理由により、委員会は、取引所法第 19 条(b)(2)に基づき、提案されている規則変更が、国立証券取引所に適用され

る取引所法およびその下の規則・規制の要件、特に取引所法第 6 条(b)(5)に合致するとは認めません。

したがって、取引所法第 19 条(b)(2)に従い、提案されたルール変更 SR-CboeBZX-2021-019 を不承認とすることを、ここに命じます。

委員会のために、委任された権限に基づき、取引・市場部が作成したものです。¹⁷⁶

J. マシュー・デレスデルニエ

アシスタント・セクレタリー

J. Matthew DeLesDernier

Assistant Secretary

1 15 U.S.C. 78s(b)(1)。

2 17 CFR 240.19b-4。

3 Securities Exchange Act Release No.91326 (Mar. 15, 2021), 86 FR 14987 を参照。

(「通知」)を参照してください。本ルール変更案に対するコメントは以下のサイトでご覧いただけます。

<https://www.sec.gov/comments/sr-cboebzx-2021-019/srcboebzx2021019.htm>。

4 15 U.S.C. 78s(b)(2)を参照。

5 Securities Exchange Act Release No.91695, 86 FR 24066 (May 5, 2021)を参照。

6 15 U.S.C. 78s(b)(2)(B)

7 Securities Exchange Act Release No.92196, 86 FR 32985 (June 23, 2021)を参照。

8 Securities Exchange Act Release No.92894, 86 FR 51203 (September 14, 2021)を参照。2021 年 9 月 30 日、当取引所は、ルール変更案の修正第 1 号を提出し、2021 年 10 月 1 日に撤回しました。2021 年 10 月 1 日、当取引所はルール変更案に対する修正第 2 号を提出し、2021 年 11 月 4 日、当取引所はルール変更案に対する修正第 3 号を提出しました。後述のセクション III.E を参照してくださいが、欧州委員会はこれらの修正を時機を逸したものと見なしています。また、これらの修正案は、提案されたルール変更の内容を大幅に変更するものではないため、告知とコメントの対象とはなりません。さらに、仮にこれらの修正案が適時に提出されていたとしても、取引所の提案が取引所法に合致していないという欧州委員会の結論は変わりません。セクション III.E.を参照してください。

9 15 U.S.C. 78f(b)(5)。

10 ビットコインは、ピア・ツー・ピア・コンピュータ・ネットワークで使用する分散型のオープンソース・プロトコルによって発行・譲渡されるデジタル資産で、「ビットコイン・ブロックチェーン」と呼ばれる公開取引台帳に取引が記録されます。ビットコインプロトコルは、新しいビットコインの作成と、ビットコイン取引の安全性と検証を行う暗号システムを管理しています。例えば、Notice, 86 FR at 14988 を参照してください。

11 Order Setting Aside by Delegated Authority and Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendments No.1 and 2, To List and Trade of the Winklevoss Bitcoin Trust, Securities Exchange Act Release No.83723 (July 26, 2018), 83 FR 37579 (Aug. 1, 2018) (SR-BatsBZX-2016-30) (「Winklevoss Order」) ; Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 1, To Amend NYSE Arca Rule 8.201-E (Commodity-Based Trust Shares) and To List and Trade of the United States Bitcoin and Treasury Investment Trust Under NYSE Arca Rule 8.201-E, Securities Exchange Act Release

No.88284 (Feb. 26, 2020), 85 FR 12595 (Mar. 3, 2020) (SR-NYSEArca-2019-39) ("USBT Order")があります。また、Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No.1 Relating to the Listing and Trading of the Shares of the SolidX Bitcoin Trust Under NYSE Arca Equities Rule 8.201, Securities Exchange Act Release No.80319 (Mar. 28, 2017), 82 FR 16247 (Apr. 3, 2017) (SR-NYSEArca-2016-101) ("SolidX Order")を参照のこと。また、欧州委員会は、以下の事項について委任された権限により命令が出されたことを指摘しています。Order Disapproving a Proposed Rule Change To List and Trade the Shares of the ProShares Bitcoin ETF and the ProShares Short Bitcoin ETF, Securities Exchange Act Release No.83904 (Aug. 22, 2018), 83 FR 43934 (Aug. 28, 2018) (NYSEArca-2017-139) (「ProShares Order」) ; Order Disapproving a Proposed Rule Change To List and Trade the Shares of the GraniteShares Bitcoin ETF and the GraniteShares Short Bitcoin ETF, Securities Exchange Act Release No.83913 (Aug. 22, 2018), 83 FR 43923 (Aug. 28, 2018) (SR-CboeBZX-2018-001) (「GraniteShares Order」)。

12 USBT オーダー、85 FR at 12596 を参照。また、Winklevoss Order, 83 FR at 37592 n.202 and accompanying text (コモディティ・トラスト ETP の過去の欧州委員会承認について)、GraniteShares Order, 83 FR at 43925-27 nn.35-39 and accompanying text (コモディティ・フューチャーズ ETP の過去の欧州委員会承認について)を参照。

13 「新しいデリバティブ証券商品に関する自己規制機関の規則提出要件の修正」、Securities Exchange Act Release No.40761 (Dec. 8, 1998), 63 FR 70952, 70959 (Dec. 22, 1998) ("NDSP Adopting Release")を参照。Winklevoss 注文、83 FR at 37594、ProShares 注文、83 FR at 43936 も参照。

GraniteShares Order, 83 FR at 43924; USBT Order, 85 FR at 12596 も参照。

14 NDSP Adopting Release, 63 FR at 70959 を参照。

15 Winklevoss Order, 83 FR at 37592-93; Letter from Brandon Becker, Director, Division of Market Regulation, Commission, to Gerard D. O'Connell, Chairman, Intermarket Surveillance Group (June 3, 1994), available at <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/isg060394.htm>. を参照。

16 Winklevoss Order, 83 FR at 37594 を参照。この定義は例示であり、排他的なものではありません。他にも「重要な市場」や「重要な規模の市場」があるかもしれないが、この定義は市場参加者の指針となる例示である。同意書を参照。

17 USBT オーダー、85 FR at 12597 を参照。

18 Winklevoss Order, 83 FR at 37594 を参照。

19 USBT Order, 85 FR at 12597; Securities Exchange Act Release No.33555 (Jan. 31, 1994), 59 FR 5619, 5621 (Feb. 7, 1994) (SR-Amex-93-28) (Order approving listing of options on American Depository Receipts) を参照。(iii) 効果的な国際 ADR 裁定により、ADR の取引量が相対的に少ないことへの懸念が緩和され、ADR 価格が本国市場の価格を反映していることが保証され、また、インデックスのユニークな構成と ADR 価格への依存により、決済目的での価格決定の信頼性が向上した。Securities Exchange Act Release No.26653 (Mar.21, 1989), 54 FR 12705, 12708 (Mar.28, 1989) (SR-Amex-87-25) を参照してください (「株価指数オプションを取引する取引所と原証券を取引する市場との間で監視共有契約が必要である」、「株価指数オプションを取引する取引所と指数を構成する証券の市場との間で監視データを交換することは、市場間操作の検知と抑止に重要である」と述べています)。また、欧州委員会は、全米証券取引所で取引されている株式の指数に基づくオプションを承認する場合でも、監視共有契約を要求しています。Securities Exchange Act Release No.30830 (June 18, 1992), 57 FR 28221, 28224 (June 24, 1992) (SR-Amex-91-22) を参照してください (監視共有契約は「潜在的な操作やその他の取引上の不正行為を検出し、抑止するために必要な情報の入手を確保する」と述べています)。

20 USBT オーダー、85 FR at 12597 を参照。

21 Winklevoss Order, 83 FR at 37580, 37582-91 (一般的な「ビットコインとビットコイン (現物) 市場」と、特にあるビットコイン取引プラットフォームは、不正や操作に対して独自の耐性を持っているという主張を取り上げている) ; USBT Order,

85 FR at 12597 も参照。

22 前述の注 11 を参照。

23 通知、86 FR at 14993-95 を参照。

24 14994-95 での発表を参照。

25 14995 を参照。

26 14990 を参照。

27 14994 での発表を参照。

28 id.at 14990 を参照。

29 通知、前掲書を参照。また、VanEck Digital Assets, LLC（「スポンサー」）が信託を代表して欧州委員会に提出した 2020 年 12 月 30 日付の Form S-1 による登録書の草案、および 2021 年 6 月 4 日に提出されたその修正第 1 号（「修正登録書」）を参照。

30 Delaware Trust Company が受託者となり、State Street Bank and Trust Company が管理者（以下、「管理者」）および証券代行者となります。Van Eck Securities Corporation は、株式の作成および償還に関連して、マーケティングエージェントとなります。ヴァンエック証券株式会社は、本株式のマーケティングを支援します。第三者規制されたカストディアン（以下「カストディアン」）は、本信託のビットコインのカストディアンを担当します。通知、86 FR at 14995 を参照。改正登録届出書では、Gemini Trust Company, LLC がカストディアンであることが示されています。改正登録明細書の(i)を参照。

31 Notice, 86 FR at 14995-96 を参照してください。

32 BZX によると、ベンチマーク構成銘柄は、CME CF Bitcoin Reference Rate と同じ構成プラットフォームであり、定性的・定量的な指標の組み合わせを利用して、法的・規制、「Know-your-customer」・取引リスク、データ提供、セキュリティ、チーム・プラットフォーム、資産品質・多様性、市場品質、ネガティブイベントの 8 つの評価項目にわたってデータセットを分析する方法を用いて選定されています。これらの評価に基づいて、上位 5 社のプラットフォームがベンチマークに選定され、構成されるプラットフォームは半年ごとに再評価されます。14996 n.65 を参照してください。

33 14996 をご参照ください。

34 14995 をご参照ください。

35 14996 での出典を参照。

36 ID を参照。

37 14995 を参照。

38 15 U.S.C. 78f(b)(5)。取引所法第 19 条(b)(2)、15 U.S.C. 78s(b)(2)に従い、欧州委員会は、国立証券取引所が提出した規則変更案が取引所法の適用要件に合致していないと判断した場合、その規則変更案を不承認としなければならない。取引所法第 6 条(b)(5)では、「取引所の規則は、詐欺的・操作的な行為や慣行を防止し、公正かつ衡平な取引原則を促進し、証券取引の規制・清算・決済・情報処理・円滑化に携わる者との協力・協調を促進し、自由で開かれた市場と全国的な市場システムの仕組みの障害を取り除き完全なものにし、一般的に投資家と公益を保護するように設計されている」と欧州委員会が判断しない限り、取引所は全国証券取引所として登録されないことになっています。また、顧客、発行体、ブローカー、ディーラー間の不当な差別を許すものではなく、本タイトルの目的や取引所の運営に関係のない事項を、本タイトルによって与えられた権限によって規制するものでもありません。" 15 U.S.C. 78f(b)(5)。

39 Commission Rules of Practice, 17 CFR 201.700(b)(3)規則。

40 同意書を参照。

41 同上。

42 *Susquehanna Int'l Group, LLP v. Securities and Exchange Commission*, 866 F.3d 442, 447 (D.C. Cir.2017) (以下、「Susquehanna」)。

43 USBT オーダー、85 FR at 12597 n.23 を参照。欧州委員会は、「操作できない」基準を適用していない。その代わりに、欧州委員会は、提案が取引所法の要件を満たしているかどうかを検討しており、実施規則に基づき、上場取引所が主張の妥当

性を証明し、取引所法の要件を満たしていることを立証する責任を負っています。参照：id.

44 12597 を参照。

45 Notice, 86 FR at 14994 n.54 を参照。

46 同意書を参照。

47 ID を参照。

48 ID を参照。

49 ID を参照。

50 ID を参照。

51 2021 年 6 月 17 日付の Bryan B. Solstin 氏、2021 年 6 月 17 日付の Anthony Ellis 氏（以下「Ellis 書簡」）、2021 年 6 月 17 日付の Courtney Rye 氏（以下「Rye 書簡」）、2021 年 6 月 17 日付の Frank Rose 氏（以下「Rose 書簡」）からの書簡を参照。これらの意見者は、裁定取引に加えて、ビットコインの大きな時価総額、流動性、非中央集権的な設計、有限の数量、透明性のある公開台帳により、詐欺や操作の影響を受けにくいと主張しています。また別のコメントでは、上場投資信託のベースとなっている他の商品とは異なり、ビットコインには操作不可能な通貨供給があると指摘しています。2021 年 6 月 17 日付の Erik Aronesty 氏からの手紙（以下、「Aronesty 氏の手紙」）を参照してください。カストディアンはコメントレーターの中で、ビットコイン市場全体の成長とそれに関連する規制対象のビットコイン・デリバティブの成長は、市場の深さが ETP の株価に影響を与えるような方法でビットコインの価格を操作することを防ぐことを示していると主張しています。2021 年 10 月 15 日付の Gemini Trust Company, LLC からの書簡（「Gemini 書簡」）、2 を参照。他のコメント者はこれに同意していない。これらの意見者は、ビットコイン市場は詐欺や操作が行われやすいと見ている。これらの意見者は、ビットコイン市場は、ミームやツイートによる操作で価格が大きく動くことがあり（2021 年 3 月 28 日付の Eddie からの手紙（「Eddie Letter」）を参照）、マネーロンダリング、ウォッシュトレディング、その他の犯罪行為や談合行為の天国であると述べています（2021 年 6 月 16 日付の Anonymous からの手紙、2021 年 6 月 17 日付の A. Peterson からの手紙を参照）。ピーターソンからの手紙（2021 年 6 月 17 日付、A. Peterson）（以下、「ピーターソン書簡」））、大きく不正に操作され（ピーターソン書簡参照）、利益を得る唯一の方法は、より高い価格で後から来た「より大きな愚か者」に売ることであるマルチ商法（2021 年 6 月 17 日付、Mark Pile からの手紙（以下、「パイル書簡」）参照）、会計上および流動性上の不規則性をはらんでいる（パイル書簡参照）。詐欺的なトークン（Peterson Letter）や疑わしい「安定コイン」によって価格が釣り上げられる（Peterson Letter、Pile Letter、2021 年 6 月 17 日付の Michael Mims からの手紙を参照）、他のデジタル資産やそれらが依拠するブロックチェーンと同様に、ユーザーが詐欺に遭いやすい複雑さを持っている（2021 年 6 月 24 日付の Lourdes Ciao からの手紙（「Ciao Letter」）の 1 を参照）。最後に、一部の意見者は、ビットコインの価格は試みの影響を受けやすいが、他の変動性の高い株式ほどではないことを認め、ビットコインは ETP の原資産として適していると主張しています（以下の書簡を参照：Mike Bofman、2021 年 6 月 16 日付（「Bofman 書簡」）、Matthew Apodaca、2021 年 7 月 13 日付（「Apodaca 書簡」））。

52 エリス・レターを参照。

53 例えば、改正登録届出書には、「ビットコインネットワークのスループットの増加がビットコインの使用量の増加に遅れると、平均手数料や決済時間が大幅に増加する可能性があり、.....本株式の価値に悪影響を及ぼす可能性がある」と記載されています。改正登録証の 20 を参照してください。BZX は、このような手数料やビットコイン取引の決済時間の増加のリスクが、BZX が主張する裁定取引の有効性に影響を与える可能性があるかどうかなどについて、データや分析を提供していません。また、infra note 70 and accompanying text（BZX の主張と矛盾する改正登録届出書での記述を参照）を参照してください。

54 上述の注 42 を参照。

55 Winklevoss オーダー、83 FR at 37586、SolidX オーダー、82 FR at 16256-57、USBT オーダーを参照。

85 FR at 12601 を参照。

56 例えば、USBT オーダー、85 FR at 12601 を参照。

57 例えば、Winklevoss 注文、83 FR at 37584; USBT 注文、85 FR at 12600-01 を参照。

58 USBT オーダー、85 FR at 12601 を参照。また、infra notes 114-115 and accompanying text（提案されている ETP の操作者となる人物が、提案されている ETP の操作を成功させるために CME ビットコイン先物市場で取引をしなければならないということが合理的にあり得るかどうかを理解する上で、リードラグ分析が中心となることを説明しています）。

59 Winklevoss Order, 83 FR at 37585 n.92 and accompanying text.を参照。

60 37585 を参照。

61 通知、86 FR、14995 を参照。

62 一方で、ビットコインの現物価格を動かすのに必要な金額について、あるコメンテーターは、バンク・オブ・アメリカの 2021 年 3 月の調査報告書を引用して、9300 万ドルの純流入でビットコイン価格が 1%上昇するのに対し、対応する上昇分は約金の価格がそれに対応して上昇するには 18.7 億ドルが必要であるとしています。Eddie Letter を参照。

63 Notice, 86 FR at 14995 を参照。

64 Ellis Letter を参照。

65 あるコメンテーターは金市場との比較を行っていますが（Eddie Letter and supra note 62 参照）、この比較は、ビットコインの価格を動かすためのコストが金よりもはるかに少ないことを示すと称する報告書を引用することで、ビットコイン市場の操作にはコストがかかるという BZX の主張を裏付けるものです。

66 「統計は、2021 年 2 月中の Coinbase Pro、Gemini、Bitstamp、Kraken、LMAX Exchange、BinanceUS、OKCoin での実行可能な相場に基づく米ドル建てのビットコインの流動性（安定コインやユーロの流動性を除く）のサンプルに基づいている」と述べている以外に、当取引所は、欧州委員会がこれらの発見やその重要性を評価できるようにするために使用した方法に関連する情報を提供していません。通知、86 FR、14494-95 nn.60-61 を参照してください。

67 USBT オーダー、85 FR、12601 を参照。

68 上述の注 58 と添付文章を参照。

69

USBT Order, 85 FR at 12600-01 & nn.66-67 を参照（J. Griffin & A. Shams, Is Bitcoin Really Untethered? (October 28, 2019), available at <https://ssrn.com/abstract=3195066> and published in 75 J. Finance 1913 (2020));

Winklevoss Order, 83 FR at 37585-86.

70 改正登録証の 7、13、17、19、31 を参照してください。また、Winklevoss Order も参照してください。

83 FR at 37585 を参照。

71 通知、86 FR at 14995 を参照。

72 14996 を参照。

73 ID を参照。

74 ID を参照。

75 ID を参照。

76 Gemini Letter at 2 を参照。

77 id を参照。しかし、infra note 148 and accompanying text を参照してください。また、カストディアンは、FinCEN にマネーサービス事業者として登録されており、送金ライセンス（またはそれに相当する法定ライセンス）が必要とされるすべての州で送金ライセンスを保持していると述べています。Gemini Letter at 3 および infra note 89 を参照してください。

78 通知（86 FR at 14999）を参照。

79 同意書を参照。

80 同上、15000 を参照。

81 ID を参照。

82 ID を参照。

83 改正登録届出書の 23 を参照。改正登録説明書はさらに、「ビットコインが取引される【プラットフォーム】は、他の金融資

産や金融商品の確立された規制された取引所よりも、詐欺やセキュリティ違反にさらされる可能性があり、信託のパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性があります」と述べています。id.7 and 19 を参照。

84 Gemini Letter at 2 を参照。

85 USBT オーダー、85 FR at 12603-05 も参照。

86 15 U.S.C. 78f(b)(5)を参照。

87 17 CFR 240.19b-4(a)(6)(i)。

88 米国証券取引法第 6 条 (15 U.S.C. 78f) は、全国証券取引所が欧州委員会に登録することを義務付け、取引所の登録を欧州委員会が承認することを必要とし、米国証券取引法第 19 条 (b) (15 U.S.C. 78s(b)) は、全国証券取引所が規則変更案を欧州委員会に提出することを義務付け、欧州委員会が取引所法と整合性のない規則変更案を不承認とする権限を与えています。米国商品先物取引委員会 (CFTC) に登録され、同委員会の規制を受ける指定契約市場 (DCM) (一般に「先物市場」と呼ばれる) は、同様に包括的な規制原則などを遵守しなければならない、規則変更を CFTC に提出しなければならない。例えば、Designated Contract Markets (DCMs), CFTC, available at <http://www.cftc.gov/IndustryOversight/TradingOrganizations/DCMs/index.htm> を参照。

89 Winklevoss Order, 83 FR at 37597 を参照。欧州委員会は、NYSDFS が監督下にある仮想通貨事業体に対して「ガイダンス」を発行し、これらの事業体は「詐欺、詐欺の企て、および同様の不正行為を効果的に検出、防止、および対応するために設計された対策を実施しなければならない」と述べていることに注目している。Maria T. Vullo, Superintendent of Financial Services, NYSDFS, Guidance on Prevention of Market Manipulation and Other Wrongful Activity (Feb. 7, 2018), available at .

<https://www.dfs.ny.gov/docs/legal/industry/il180207.pdf>。NYSDFS は、その「ガイダンスは、いかなる法律または規制の範囲または適用性を制限することを意図したものではない」(同)と認識しており、これには取引所法も含まれる。記録には、ベンチマークの構成プラットフォームがこの NYSDFS のガイダンスに準拠しているかどうかを示すものはありません。

さらに、先に述べたように、NYSDFS と FinCEN の規制と欧州委員会の規制には大きな違いがあります。例えば、AML と KYC の方針と手続きは、他のビットコインベースの ETP の提案において、当該 ETP が操作に対して独自の耐性を持つための代替手段と称して言及されています。欧州委員会はこれまでに、このような AML および KYC の方針や手続きは、ビットコインに関連する大きな規模の規制市場と監視共有契約を結ぶことの重要性を分析する上で、代替とはならず、また決定的なものでもない結論づけています。例えば、AML と KYC の方針と手続きは、市場の取引活動やクリアリング活動に関する情報の共有に代わるものではなく、また、全国証券取引所の規制に代わるものでもありません。USBT オーダー、85 FR at 12603 n.101 を参照。

90 15 U.S.C. 78e, 78f を参照。

91 上述のノート 78~82 および付属テキストを参照。

92 Notice, 86 FR at 14995 and 14999 (「スポンサーは、信託のビットコインを評価するために使用するベンチマーク自体が、以下でさらに説明する方法に基づいて操作されにくいと考えているが、作成と償還が現物でのみ可能であるという事実は、ベンチマークの操作可能性を著しく低下させる」) を参照。

93 同上。(93 ID を参照してください (「本信託は、新しい株式を作成するためにビットコインを購入するために現金を受け取ることではなく、また、本信託の強制償還やその他の特別な状況下ではない限り、償還された株式の現金を支払うためにビットコインを売却することを余儀なくされるため、スポンサーが本信託のビットコインを評価するために使用する価格は特に重要ではない」と結論付けています))。

94 また、ベンチマークや基準価格に従ったビットコインの評価に関しては、欧州委員会は以前にも同様の議論を検討し、却下している。SolidX Order, 82 FR at 16258; Winklevoss Order, 83 FR at 37589-90 を参照。

とりわけ、当取引所は、ベンチマークの構成銘柄ではないビットコイン・プラットフォームの価格や取引量が、構成銘柄の価格に影響を与えない理由を説明していません。同様に、当取引所は、ベンチマークの手法が、一過性ではない不正行為や操作行為を排除する方法を立証していません。USBT オーダー、85 FR at 12607 を参照。

95 Winklevoss Order, 83 FR at 37589-90; USBT Order, 85 FR at 12607-08 を参照。

96 例えば、iShares COMEX Gold Trust, Securities Exchange Act Release No.51058 (Jan. 19, 2005), 70 FR 3749, 3751-55 (Jan. 26, 2005) (SR-Amex-2004-38); iShares Silver Trust, Securities Exchange Act Release No.53521 (Mar. 20, 2006), 71 FR 14969, 14974 (Mar. 24, 2006) (SR-Amex-2005-072)を参照。

97 ビットコインやビットコイン市場、ベンチマーク、株式の性質に関する取引所の様々な主張はさておき、ビットコイン市場が重要な未公開情報（市場参加者がビットコインの保有量を大幅に増減させる計画など）に基づいて取引される可能性があることなど、欧州委員会が以前から指摘している懸念事項についても、取引所は言及していません。例えば、市場参加者がビットコインの保有量を大幅に増やす計画、ビットコインに対する新たな需要源、ビットコインをベースとした投資ビークルがビットコインのブロックチェーンの「フォーク」にどのように対応するか決定、交換不可能な 2 つの異なるタイプのビットコインの作成など）、または虚偽または誤解を招くような情報が流布される可能性があります。Winklevoss Order, 83 FR at 37585 を参照してください。また、USBT 注文、85 FR at 12600-01 を参照。

98 Winklevoss Order, 83 FR at 37594 を参照。この定義は例示であり、排他的なものではない。

この定義は例示であり、排他的なものではない。「重要な市場」や「重要な規模の市場」には他のタイプもあり得るが、この定義は市場参加者にガイダンスを与える例である。同意書を参照。

99 37580 n.19 を参照。

100 Notice, 86 FR at 14994 n.56 and accompanying text.を参照。

101 欧州委員会は、CFTC が CME を規制していることを認識しているが、CFTC は基礎となるビットコイン・現物市場を直接かつ包括的に規制する責任はない。

Winklevoss Order, 83 FR at 37587, 37599 を参照。

102 上述したように（上述の注 85～90 および添付文章参照）、提案されている ETP の文脈では、ベンチマークの構成プラットフォームは「規制」されていません。これらのプラットフォームは「取引所」として登録されておらず、国の証券取引所の義務、権限、監督権を有していません。

103 BZX によると、各契約は 5 ビットコインに相当し、CME CF Bitcoin Reference Rate に基づいています。Notice, 86 FR at 14991 を参照。

104 同上。

105 ID を参照。

106 ID を参照。

107 BZX は、CME ビットコイン先物の大口建玉保有者とは、125 ビットコインに相当する 25 枚以上の契約を保有する企業であると表現しています。BZX によると、2020 年 12 月 31 日の 1 ビットコインあたりの価格が約 3 万円の場合、80 社以上の企業が CME ビットコイン先物で 380 万ドル以上の未決済ポジションを持っていました。id.を参照してください。14992 n.50 である。

108 id.at 14992 を参照。

109 14994 での Id を参照。

110 ID.At 14994 and 14993 n.51 を参照（引用：Y.Hu, Y.Hou & L.Oxley, What role do futures markets play in Bitcoin pricing? Causality, cointegration and price discovery from a time-varying perspective, 72 Int'l Rev. of Fin. Analysis 101569 (2020) (available at:

<https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7481826/>) を参照してください。("Hu, Hou & Oxley") を参照。

111 14994 で参照。

112 USBT オーダー、85 FR at 12611 を参照。

113 12612 を参照。

114 同上。

115 同上。

116 通知、86 FR、14993 を参照。

117 上述のノート 110 および付随するテキストを参照。BZXは、Hu, Hou & Oxleyの「time-varying price discovery」のセクションから以下の結論を参照しています。「ビットコイン先物に関して、ビットコイン現物市場が価格発見プロセスを支配するエピソードは存在しない。このことから、価格形成はビットコイン先物市場のみで行われているという結論になります。したがって、時間変化する情報シェア測定に基づいて、ビットコイン先物市場がダイナミックな価格発見プロセスを支配していると結論づけることができます。全体的に見て、価格発見は、時間変化の観点から、基礎となる現物市場ではなく、ビットコイン先物市場で発生しているようです...」。Notice, 86 FR at 14993 n.51 を参照。

118 論文では、CME ビットコイン先物市場がグランジャー因果関係において現物市場を支配しているが、因果関係は双方向であり、2019 年 3 月から 2019 年 6 月・7 月までのグランジャー因果関係のエピソードは、ビットコインの現物価格から CME ビットコイン先物価格へと流れているとしている。論文の結論はこうだ。"[T]グランジャー因果関係のエピソードは、サンプル期間全体を通して一定ではない。我々の因果関係検出方法を介して、市場参加者は、市場が先物価格に導かれている場合とそうでない場合を識別することができます。" Hu, Hou & Oxley, *supra* note 110 を参照。

119 USBT オーダー、85 FR at 12609 を参照。

120 12613 n.244 を参照。

121 ID を参照。

122 *Susquehanna*, 866 F.3d at 447 を参照。

123 See, e.g. D. Baur & T. Dimpfl, Price discovery in bitcoin spot or futures?, 39 J. Futures Mkts. 803 (2019) (ビットコインの現物市場が価格発見をリードしていることを発見); O. Entrop, B. Frijns & M. Seruset, The determinants of price discovery on bitcoin markets, 40 J. Futures Mkts. 816 (2020) (価格発見の指標は時間とともに大きく変化し、一方の市場が他方の市場に対して明らかに支配的ではないことを発見した); J. Hung, H. Liu & J. Yang, Trading activity and price discovery in Bitcoin futures markets, 62 J. Empirical Finance 107 (2021) (finding that the bitcoin spot market dominates price discovery); B. Kapar & J. Olmo, An analysis of price discovery between Bitcoin futures and spot markets, 174 Econ. Letters 62 (2019) (Finding that bitcoin futures dominate price discovery); E. Akyildirim, S. Corbet, P. Katsiampa, N. Kellard & A. Sensoy, The development of Bitcoin futures: Exploring the interactions between cryptocurrency derivatives, 34 Fin. Res. Letters 101234 (2020) (Find that bitcoin futures dominate price discovery); A. Fassas, S. Papadamou, & A. Koulis, Price discovery in bitcoin futures, 52 Res.Int'l Bus. Fin. 101116 (2020) (ビットコイン先物が価格発見においてより重要な役割を果たしていることを発見); S. Aleti & B. Mizrach, Bitcoin spot and futures market microstructure, 41 J. Futures Mkts. 194 (2021) (4つの現物取引所に比べてCMEでは相対的に多くの価格発見が行われることを発見); J. Wu, K. Xu, X. Zheng & J. Chen, Fractional cointegration in bitcoin spot and futures markets, 41 J. Futures Mkts. 1478 (2021) (CME bitcoin futures dominate price discovery を発見)。また、C. Alexander & D. Heck, Price discovery in Bitcoin: The impact of unregulated markets, 50 J. Financial Stability 100776 (2020) (futures, perpetuums, and spot market 内の主要なプライスリーダーを含む多次元的な設定において、CME bitcoin futures have a very minor effect on price discovery; and that there is faster speed of adjustment and information absorption occurs on the unregulated spot and derivatives platforms than CME bitcoin futures) (「Alexander & Heck」)を参照。あるコメント者は、彼らが2020年6月1日から2021年4月30日までのデータを用いて Alexander & Heck の研究を更新したところ、CME ビットコイン先物が現在でははるかに顕著な価格主導的役割を果たしていることがわかったと述べていますが、Alexander & Heck の調査結果と同様に、Huobi と OKEx の先物がビットコインの価格発見における主導的な商品であることもわかっています。2021年7月2日付の Vetle Andreas Gusgaard Lunde 氏からの手紙と、そこに引用されているウェブリンクを参照してください。
<https://www.research.arcane.no/blog/the-regulated-tail-that-wags-the-honey-badger>。

124 USBT Order, 85 FR at 12613 nn.239-244 and accompanying text を参照。

125 さらに、当取引所は、他のビットコイン先物市場の価格と CME ビットコイン先物市場、ビットコイン現物市場、および/または特定のベンチマーク構成プラットフォームとの間のリードラグ関係（もしあれば）や、CME だけでなくビットコイン先物市場全体を考慮した場合の価格形成がどこで起こるのかについても言及していない。

126 Winklevoss Order, 83 FR at 37594; USBT Order, 85 FR at 12596-97 を参照。

127 通知、86 FR、14999 を参照。

128 ID を参照。BZXによると、これらの統計は、2021 年 2 月中の Coinbase Pro、Gemini、Bitstamp、Kraken、LMAX Exchange、BinanceUS、OKCoin での実行可能な相場に基づく米ドル建てのビットコインの流動性（安定コインやユーロの流動性を除く）のサンプルに基づいています。14999 n.80 を参照してください。

129 14999 で参照。

130 id を参照。

131 ID を参照。

132 上述のノート 123～125 および付随する文章を参照。

133 Amended Registration Statement at 26 を参照。

134 Notice, 86 FR at 14994-95（「1,000 万ドルの成行注文の場合、売買コストはおおよそ 20 ベーシスポイントで、マーケットインパクトは 50 ベーシスポイントとなる。別の言い方をすれば、市場参加者が 1,000 万ドルのビットコインの成行買いまたは売り注文を出しても、市場を 0.5%しか動かすことができない」）。

135 Winklevoss Order, 83 FR at 37601.を参照。また、GraniteShares Order, 83 FR at 43931 を参照。

ProShares 注文、83 FR at 43941、USBT 注文、85 FR at 12615 も参照。

136 通知、86 FR at 14990 を参照。

137 同上。BZX は、欧州委員会が以前の不承認命令でビットコイン ETP の操作の可能性に注目したことを理解しているが、現在では「そのような懸念は十分に緩和されており、増大する定量化可能な投資家保護の懸念が、欧州委員会がこの提案を検討する際の中心的な考慮事項となるべきである」と考えていると述べています。同意書を参照。

138 ID を参照。

139 ID を参照。また、BZX は、株式とは異なり、OTC ビットコインファンドは取引所に上場されていないため、上場取引所による同様の透明性と規制監督の対象とはならないとしています。また、BZX は、BZX と CME ビットコイン先物市場との間に監視共有契約が存在することで、OTC ビットコインファンドと比較して、本株式の投資家保護が強化されると主張しています。14990 n.38 の ID を参照。

140 14990 の ID を参照。BZX はさらに、基準価額に沿った取引ができないため、ある時点で OTC ビットコインファンドが基準価額よりも割安に取引される可能性があるとしています。BZX によると、歴史的にはそのようなことはなかったが、割引価格で取引すると、プレミアム価格で取引する場合とほぼ同じ潜在的な問題が発生するという。14990 n.39 を参照。

141 14990 を参照。

142 ID を参照。

143 エリス・レター、アポダカ・レター、以下の手紙を参照：2021 年 6 月 16 日付のアノニマス（「アノニマス 6 レター」）、2021 年 6 月 17 日付のアノニマス（「アノニマス 9 レター」）。

Brian Havermann、2021 年 7 月 6 日付（「Havermann Letter」）。

144 「Anonymous 6 Letter」、「Anonymous 9 Letter」、「Havermann Letter」、「Apodaca Letter」、2021 年 6 月 17 日付の Chris Kim からの手紙（「Kim Letter」）を参照。

145 2021 年 6 月 17 日付のトロント大学ミシサガ校、ロットマン経営大学院、金融学助教授、Marius Zoican 氏からの手紙（「Zoican Letter」）を参照。

また、別のコメント者は、ビットコイン ETP の承認がビットコイン価格のボラティリティを下げる可能性がある別の理由を提示しています。この別の意見者は、ビットコイン ETP（およびその他の暗号 ETP）により、非機関投資家がより簡単に暗号資産の「ショート」ポジションを取れるようになると主張している。この意見者は、価格変動の原因の一部は、暗号市場における買い側／売り側のア

クセスが非対称であるため、標準的な資産バブルに不必要な追い風を加えていると考えている。クリスチャン・ルイスからの手紙（2021年6月16日付）を参照。

146 Notice, 86 FR at 14991 を参照。

147 ID を参照。

148 ID を参照。

149 同上

150 ID を参照。

151 ID を参照。同様に、いくつかのコメント者は、提案されている ETP を支持する根拠の一部として、ビットコインの自己保管に関連するリスクと困難を挙げています。Ellis Letter、Havermann Letter、Apodaca Letter、以下からの手紙：Michael Anderson（2021年6月16日付）、Joshua Park（2021年6月16日付）、John（2021年6月17日付）、Taylor Ailshie（2021年6月17日付）（「Ailshie Letter」）、Sebastian Aroca（2021年7月6日付）（「Aroca Letter」）、Michael Althaus（2021年6月24日付、2021年6月28日付）を参照。

152 Gemini Letter at 3-4 を参照。

153 id.at 3 を参照。

154 id.at 3-4 を参照。

155 Notice, 86 FR at 14991 を参照。

156 ID を参照。ある意見者は、投資家がビットコインへの投資を決定した企業に投資することで、ビットコインへのエクスポージャーを得るためにプレミアムを支払うという主張に同意していない。Eddie Letter を参照。

157 Notice, 86 FR at 14991 を参照してください。カストディアンはコメントレーターの中で、提案されている ETP は、個人顧客がビットコインへの代理エクスポージャーを得るための既存の代替手段よりも優れた顧客保護と透明性を提供することに同意しています。Gemini Letter at 2 を参照。

158 Notice, 86 FR at 14990 を参照。BZX は、カナダで発売されたビットコインベースのリテール ETP である Purpose Bitcoin ETF が、2 日間で 4 億 2180 万ドルの運用資産を達成したと報告されており、北米市場に上場されたビットコイン ETP に対する需要があることを示していると表明しています。BZX は、Purpose Bitcoin ETF が米ドル建てのユニットクラスも提供していることから、米国の投資家にアピールできると主張しています。また、BZX は、米国で承認されたビットコイン ETP がいない場合、米国の投資家がビットコインのエクスポージャーを得るために、これらの株式を購入しようとする可能性があるかと主張しています。BZX は、別個の規制体制と国際的な訴訟に伴う潜在的な困難を考慮すると、このような取り決めは、米国の投資家にとって、米国の取引所に上場している ETP を利用した場合よりも多くのリスク・エクスポージャーを生じさせることになると考えています。id. at 14990 n.36 を参照してください。

159 Exchange Act Section 19(b)(2)(C), 15 U.S.C. 78s(b)(2)(C)を参照。

160 SolidX オーダー、82 FR at 16259 を参照。

161 前述の注 135 を参照。

162 15 U.S.C. 78s(b)(2)(C)をご参照ください。

163 15 U.S.C. 78f(b)(5)を参照。

164 規則変更案を不承認とするにあたり、欧州委員会は、効率、競争、資本形成への影響を考慮しました。15 U.S.C. 78c(f)を参照。3 人の意見者は、競争上の理由から、欧州委員会は複数のビットコインベースの ETP をまとめて承認すべきだと主張している。Zoican Letter; letter from: Jared Henry, dated March 18, 2021 ("Henry Letter"); Ge De, dated July 4, 2021 ("Ge De Letter")を参照。Zoican Letter によれば、ネットワーク外部性は、同一のポートフォリオを持つ上場ファンドにおいて特に強く、先発者は後続者よりも高い運用報酬を得ることができ、大きなメリットを享受できるという。この効果は投資家の細分化をもたらし、短期的なトレーダーは流動性の高い商品を好み、長期的な投資家はより安価な商品に集中するとしている。この意見者は、複数の商品を同時に発売できるようにすることで、投資家が最も手数料の安い商品を選ぶようになり、流動性と発行者間の管理手数料の競争の両方が促進されと考えている。

別の意見者は、効率的な理由から、ビットコイン ETP を承認することに反対しています。この意見者は、複数のデジタル資産を採用することで、「経済効率を上げるために必要なモジュール性が育たない複雑さ」への対応を業者に強いることになる」と主張しています。Ciao Letter at 1 を参照してください。

しかし、全体を通して述べられている理由により、上述の 38 を参照してください、欧州委員会は、提案されているルール変更が取引所法と一致しているとは認められないため、提案されているルール変更を不承認とします。また、USBT オーダー、85 FR、12615 を参照。

165 例えば、Eddie Letter、Anonymous 6 Letter、Pile Letter、Ciao Letter、Ge De Letter を参照してください。

2021 年 3 月 27 日付の Anonymous (「Anonymous 1 Letter」)、2021 年 4 月 8 日付の Sam Ahn、2021 年 4 月 10 日付の Darrin Donithorne (「Donithorne Letter」)、2021 年 5 月 16 日付の JC (「JC Letter」)、2021 年 6 月 2 日付の Lourdes Ciao、2021 年 6 月 10 日付の Anonymous、2021 年 6 月 28 日付の Roger Lowenstein (「Lowenstein Letter」) からの手紙。

166 例えば、Ellis Letter; Gemini Letter at 1-2; letters from: Courtney, dated April 1, 2021; Nicolas Casal (2021 年 6 月 9 日付け)、James Cook (2021 年 6 月 17 日付け) からの手紙 (以下「Cook Letter」)。

ジェイソン・グリーン、2021 年 6 月 17 日付け (「グリーン書簡」)。

167 例えば、Bofman Letter、Aronesty Letter、Pile Letter を参照してください。

168 例えば、Bofman の手紙、Rye の手紙、Lowenstein の手紙、Havermann の手紙、Apodaca の手紙、2021 年 4 月 15 日付けの Bradley M. Kuhn の手紙 (「Kuhn の手紙」) を参照。

匿名 (2021 年 5 月 7 日付) (「匿名 2 号書簡」)、ジェームズ・モンロー (2021 年 6 月 7 日付)、ケン・モーガン (2021 年 6 月 17 日付)、サム・アン (2021 年 7 月 14 日付)。

169 例えば、ヘンリー書簡、アノニマス 1 書簡、クーン書簡、ボフマン書簡、クック書簡を参照してください。

Ailshie Letter; Gemini Letter at 1-2; letters from: Michael Ort, dated April 10, 2021;

Chez (2021 年 6 月 16 日付)、Anonymous (2021 年 6 月 16 日付) からの手紙 (「Anonymous 8 Letter」)。

Bill Meyers (2021 年 6 月 16 日付)、Jarron Jackson (2021 年 6 月 16 日付)、Jacob (2021 年 6 月 16 日付) (「Jacob 書簡」)、Charles E. Haluska (2021 年 6 月 17 日付)、Travis (2021 年 6 月 17 日付)、Scott Davis (2021 年 6 月 23 日付)、Ryan I (2021 年 6 月 27 日付) の各氏。

170 例えば、「Green Letter」、「Ailshie Letter」、「Aronesty Letter」、2021 年 7 月 4 日付の「Steve Condriell」からの手紙などを参照。

171 例えば、Donithorne の手紙、Anonymous 2 の手紙、Bofman の手紙、Anonymous 8 の手紙などを参照。

Jacob Letter; Kim Letter; Ciao Letter; Aroca Letter; Apodaca Letter; 以下からの手紙: Chris McMurphy (2021 年 4 月 2 日付) (「McMurphy Letter」); Praveen Javali (2021 年 4 月 9 日付); Khaled Khan (2021 年 4 月 20 日付); Ramesh Patel (2021 年 6 月 16 日付); Anonymous (2021 年 6 月 21 日付)。

172 例えば、Kuhn 書簡、JC 書簡、Rose 書簡、Ciao 書簡、Lowenstein 書簡、Havermann 書簡、Apodaca を参照。Havermann Letter; Apodaca Letter。

173 例えば、Eddie Letter、Donithorne Letter、McMurphy Letter、Ge De Letter、2021 年 6 月 10 日付の Anonymous からの手紙などを参照。

174 上述の注 7 を参照。

175 上述の注 11 を参照。

176 17 CFR 200.30-3(a)(12)。