

虚拟资产 ETF 的政策趋势和展望（上）

作者：夏彦 | 汤阳 | 龚春分

近日，美国证券交易委员会（SEC）已最终批准首批 9 只以太坊现货 ETF 的 S-1 申请，首批以太坊现货 ETF 已于本周开始交易，标志着两大全球主流虚拟资产（BTC 和 ETH）全部纳入美国和香港两大资本市场资管产品体系。

美国虚拟资产 ETF 以及香港虚拟资产 ETF 自上市以来展现了强大的市场吸引力，根据 SoSoValue 数据显示，截至 2024 年 7 月 23 日美国 BTC 现货 ETF 累计总净流入量超过 170 亿美金，美国 ETH 现货 ETF 自 2024 年 7 月 22 日获批后交易首日交易量超过 10 亿美金，香港 BTC 现货 ETF 总资产净值超过 3 亿美金，香港 ETH 现货 ETF 总资产净值超过 0.4 亿美金。

虚拟资产 ETF 的推出为更多传统投资者提供参与海外加密资产市场的途径，提高了海外加密资产的流动性，同时也降低了加密资产交易成本，为海外市场参与者带来更多便利和选择。此外，虚拟资产 ETF 的推出吸引更多海外机构投资者进入加密市场，增加了加密资产市场的稳定性和成熟度。

本文将介绍虚拟资产 ETF 的概况、虚拟资产 ETF 全球政策趋势及上市现状以及香港虚拟资产 ETF 的亮点。敬请注意，本文系我们根据公开信息对海外虚拟资产 ETF 政策和实践动向的观察，不涉及任何中国境内市场和法律相关问题，亦不构成任何法律意见或投资分析和建议。

一、什么是虚拟资产 ETF

（一）虚拟资产 ETF 的定义

ETF（Exchange Traded Funds），即交易型开放式指数基金，也可称为交易所交易基金，是一种在交易所上市交易的开放式基金。ETF 作为一种集合投资工具，通常由多种资产（如股票、债券、商品等）组成，旨在跟踪特定的指数或实现特定的投资策略。

加密资产 ETF，即资产主要投资于加密资产比如比特币、以太坊的 ETF，使得投资者可以在传统证券交易所交易加密资产。加密资产 ETF 分为以下两种：

- （1）虚拟资产现货 ETF：现货 ETF 指跟踪标的资产现货价格的 ETF，意味着 ETF 的价值将直接反映标的加密资产的实时市场价格。
- （2）加密资产期货 ETF：期货 ETF 指跟踪标的资产期货合约价格的 ETF，意味着 ETF 的价值将反映标的加密货币期货合约的实时市场价格。

与加密资产期货 ETF 相比，虚拟资产现货 ETF 直接投资加密资产，价格跟踪更准确，但监管和托管风险较高，加密资产期货 ETF 投资于标的加密货币的期货合约，监管和托管风险较低，但价格跟踪可能存在偏差，对投资者而言透明度和直观性较差。

目前全球已上市的加密资产期货 ETF 产品和虚拟资产现货 ETF 产品举例如下：

1. 加密资产期货 ETF

- (1) ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO)：由基金管理公司 Proshares 发行，于 2021 年 10 月在纽约证券交易所挂牌，是美国市场上首只加密资产期货 ETF。
- (2) VanEck Bitcoin Strategy ETF (XBTF)：由 VanEck 发行，于 2021 年 11 月在芝加哥期权交易所挂牌上市，该 ETF 同样投资于比特币期货合约，通过管理比特币的衍生品来尝试跟踪比特币的表现。

2. 虚拟资产现货 ETF

- (1) Grayscale Bitcoin Trust (GBTC)：由 Grayscale 提供，于 2024 年初在纽约证券交易所挂牌上市。
- (2) Valkyrie Bitcoin Fund (BRRR.O)：由 Valkyrie 提供，于 2024 年初在纳斯达克交易所挂牌上市。
- (3) iShares Bitcoin Trust (IBIT.O)：由 BlackRock 提供，于 2024 年初在纳斯达克交易所挂牌上市。

(二) 虚拟资产 ETF 的优势

尽管虚拟资产 ETF 无法规避加密货币的波动性带来的投资风险，但是与直接投资加密资产相比，投资虚拟资产 ETF 具有以下显著的优势：

- (1) **投资便利**：虚拟资产现货 ETF 在证券交易所上市交易，投资者可以通过其传统的证券账户直接购买和卖出加密资产 ETF 份额，而无需拥有或管理比特币钱包、浏览在线加密货币交易所或处理私钥和公钥，降低了投资者的操作难度和风险，使得投资者可以更便利地参与虚拟资产市场。
- (2) **降低风险**：与直接投资虚拟资产相比，1) 投资者不必担心加密货币交易所账户的密码丢失或被盗，减少了潜在的资产损失风险；2) 虚拟资产 ETF 通常由专业的基金管理机构管理，可以利用其专业知识和经验来优化投资组合，保障资金安全；3) ETF 受监管机构监管，保证了虚拟资产 ETF 的透明度，并受到保护投资者的规则约束。
- (3) **流动性高**：虚拟资产 ETF 在证券交易所上市交易，使投资者通过熟悉的证券账户买卖比特币等虚拟资产变得更容易，具有较高的流动性。
- (4) **税务优化**：欧美很多国家对加密货币交易征收资本利得税，投资者可以在退休账户中购买虚拟资产 ETF，避免直接持有虚拟资产带来的资本利得税。

二、虚拟资产 ETF 全球政策趋势及上市现状

(一) 加拿大

2021 年 2 月，加拿大证券管理机构（Canadian Securities Administrators, CSA）批准发行全球首个比特币现货 ETF，接着于 2021 年 3 月批准发行了以太坊现货，成为全球首批批准虚拟资产现货 ETF 上市交易的国家之一。目前在加拿大已有多只虚拟资产现货 ETF 获批上市。

（二）巴西

巴西证券交易委员会（CVM）于 2021 年 4 月批准巴西首个基于比特币的 ETF 在圣保罗证券交易所上市，成为美洲继加拿大之后第二个批准比特币 ETF 的国家，随后推出了基于以太坊的 ETF。自 2021 年首个比特币 ETF 推出以来，市场已经显著增长，现在圣保罗证券交易所上有多个专注于加密资产的 ETF 和投资基金。

（三）美国

从 2013 年开始市场机构不断向美国证监会（SEC）申请上线比特币现货 ETF，但多年来 SEC 一直以要防止证券欺诈和操纵行为以及充分保护投资者的理由多次驳回比特币 ETF 的申请。随着 2021 年 2 月加拿大、巴西陆续批准比特币现货 ETF 上市，2021 年 10 月 SEC 才批准了首支比特币期货 ETF，但迟迟未批准比特币现货 ETF。2023 年 10 月，华盛顿特区巡回上诉法院裁决命令 SEC 取消拒绝 Grayscale 比特币现货 ETF 申请的决定，判定 Grayscale 在针对 SEC 的关键诉讼中胜诉，至此迎来转机。

2024 年 1 月 10 日，SEC 终于宣布批准 11 个比特币 ETF 在主要交易所上市，包括资产管理公司 BlackRock 和 Fidelity 在内的多家全球大型金融公司发行的比特币现货 ETF，这项决定象征着美国政府对加密货币的态度发生了重大转变。目前，美国已成为比特币现货 ETF 的最大市场。2024 年 7 月 22 日，SEC 进一步批准了多只以太坊现货 ETF 在美国上市，象征着美国监管对于加密资产的进一步开放态度。

（四）香港

2023 年 12 月 22 日，香港证监会（SFC）发布了《有关中介人的虚拟资产相关活动的联合通函》、《有关证监会认可基金投资虚拟资产的通函》，表示“准备好接受虚拟资产现货 ETF 的认可申请”。

2024 年 4 月 30 日，华夏基金（香港）、博时基金（国际）、嘉实国际旗下比特币现货 ETF、以太坊现货 ETF 在港交所正式挂牌交易，是亚洲首批上市的虚拟资产现货 ETF。

（五）欧洲

ETP（Exchange Traded Products，交易所交易产品）泛指在证交所交易的投资基金，包含多种类型的产品，如交易所交易基金（ETF）、交易所交易票据（ETN）和交易所交易商品（ETC）等。自瑞典于 2015 年推出首个比特币 ETP 以来，加密货币 ETP 在欧洲一般都是以 ETN 的结构存在，而非 ETF，很大程度上由于大多数欧洲 ETF 均符合 UCITS（可转让证券集体投资承诺）规定，以便受益于泛欧洲通行证（可向注册国以外的其他欧盟成员国的散户投资者出售这些 ETF）。然而，UCITS 规则和要求目前与比特币 ETF 等单一资产追踪产品不兼容。例如，UCITS 多元化要求包括任何单一资产不得超过基金的 10%¹。

三、实物申赎—香港虚拟资产现货 ETF 的亮点

由于合规性问题，美国监管机构最初对批准比特币现货 ETF 以及以太坊现货 ETF 持谨慎态度，尤其是在实物申赎模式下，授权参与者（AP）交易加密货币的合法性尚不明确。在实物申赎模式中，AP 在申购时需用一篮子比特币或以以太坊换取 ETF 份额，赎回时则用 ETF 份额换回比特币或以以太坊。然而，美国股市中的这些 AP 是注册的经纪交易商，但现行美国法规并未明确允许经纪交易商处理加密货币交易。为了解决这

¹ <https://m.cnyes.com/news/print/5428083>。

一问题，美国 ETF 采用了现金申赎模式。这意味着 AP 在申购时用美元购买 ETF 份额，ETF 发行人则用现金购买比特币。相反，当份额被赎回时，发行人会出售比特币换取现金。这种纯现金赎回模式可能增加交易和税费成本，降低 ETF 的定价效率，从而影响 ETF 准确跟踪比特币价格的能力，导致资产净值可能出现溢价或折价，特别是在市场波动较大的时期。²

相比之下，香港允许实物申赎，这有助于保持 ETF 价格与其资产净值的一致性，成为香港虚拟资产现货 ETF 的一大亮点。投资者能够直接使用比特币或以太币直接交易 ETF，这样一来，加密资产可以通过抵押借贷、构建结构化产品等方式进入传统金融体系，有助于实现加密资产与传统金融的对接。

为应对实物申赎带来的洗钱风险，根据香港监管要求，实物申赎要求先将虚拟资产转入香港持牌交易所或者香港金融管理局（“HKMA”）认可的金融机构及其附属公司，且参与申赎的交易者需要持有符合《适用于管理投资于虚拟资产的投资组合的持牌法团的标准条款及条件》的 9 号牌。参考欧科云链研究院发表的实务文章，实操中各机构会遵循严格的 KYC/AML 审核流程进一步防范洗钱风险：例如，香港券商胜利证券（Victory Securities）目前会在交易前对客户进行 2 次 KYC 审查，如果客户账户出现不符合 KYC 表现的大额虚拟资产，或再对其进行一次尽职审查；在虚拟资产交易平台层面，则会在 KYC 基础上对客户钱包进行所有权验证，确保客户对钱包内资产的持有及控制，同时通过 KYT（了解你的交易）检查过去数十次钱包的链上交易情况，完成对钱包地址的筛查，并在通过白名单验证后才能进行虚拟资产充提，降低黑灰地址参与 ETF 交易的风险³。

四、结语

两大主流虚拟资产 ETF 在美国、香港、加拿大等全球活跃资本市场的推出，反映了几大法域对虚拟资产从谨慎、试点到适当创新的进一步发展趋势，给金融科技的发展和资本市场的创新带来了巨大的活力，但也对金融监管合规带来了新的挑战。本文为虚拟资产 ETF 的政策趋势和展望的上篇，在下篇中我们将进一步分享我们对虚拟资产现货 ETF 在美国、香港以及加拿大的主要监管合规要求的观察。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3714354>。

³ https://www.techflowpost.com/article/detail_18080.html。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

夏彦

电话： +86 755 3680 1989

Email: yan.xia@hankunlaw.com