



Dentro il wrapper: come funzionano gli ETP su bitcoin

WisdomTree Market Insights

Introduzione

Il 2024 ha ridefinito la narrativa istituzionale sul bitcoin. La tanto attesa approvazione, da parte della Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense, dell'ETF (exchange-traded fund) spot su bitcoin ha finalmente abbattuto le barriere, dando il via a un'ondata di investimenti istituzionali e a nuove dinamiche competitive. Questo rapido cambiamento ha innescato un nuovo ciclo di istituzionalizzazione, portando a un riconoscimento sempre maggiore del bitcoin come asset strategico in portafogli diversificati.

Perché l'interesse è aumentato? Perché l'investimento diretto in criptovalute è ancora un incubo in termini logistici e di sicurezza. Wallet, chiavi private, commissioni opache ed exchange frammentati rendono il possesso di criptovalute poco adatto a investimenti istituzionali su larga scala. Gli ETP (exchange-traded product) su bitcoin con copertura fisica risolvono questo problema offrendo un accesso pulito e noto tramite una struttura negoziata in borsa: niente wallet, niente chiavi, niente gestione. Un unico titolo, creato per offrire praticità agli investitori istituzionali.

Ciò che spesso viene trascurato, soprattutto negli Stati Uniti, è che l'Europa è all'avanguardia in questo campo. Nel continente, gli ETP su criptovalute con copertura fisica, come il [WisdomTree Physical Bitcoin \(BTCW\)](#), vengono scambiati già dal 2019, ovvero cinque anni prima che la SEC intervenisse. Sebbene entrambe le regioni mirino a fornire un accesso sicuro al bitcoin, sottili differenze strutturali possono avere conseguenze di vasta portata in termini di costi, efficienza di esecuzione e sicurezza complessiva.

Struttura

La maggior parte degli ETF statunitensi è costituita come trust ai sensi del quadro giuridico del Securities Act del 1933. Tale legge svolge un ruolo fondamentale nel consentire l'accesso a singole materie prime, come i prodotti fisici spot, che non rientrano nell'ambito di applicazione del più restrittivo Investment Company Act del 1940. Quest'ultimo impone requisiti di diversificazione e distribuzione dei proventi che le materie prime fisiche, per loro natura, non possono soddisfare. Nonostante tale distinzione, i prodotti quotati negli Stati Uniti che offrono esposizione a singole materie prime sono ancora comunemente denominati “fondi”, un termine che si discosta dalle convenzioni europee.

In Europa, la situazione è notevolmente diversa. Il quadro normativo UCITS¹, ovvero il gold standard per la regolamentazione dei fondi al dettaglio, vieta esplicitamente l'esposizione a

¹ UCITS: *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities* (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari).

single materie prime a causa dei suoi rigorosi criteri di diversificazione. Di conseguenza, gli emittenti che desiderano offrire accesso alle materie prime fisiche spot hanno adottato strutture alternative (nella maggior parte dei casi, il modello del debito perpetuo). Sebbene questa struttura non porti l'etichetta di "fondo", offre un'esperienza di investimento simile. Offre solide tutele per gli investitori, piena trasparenza sugli asset (come si vede nel caso del [BTCW](#)) e la supervisione di un trustee indipendente, che detiene la titolarità legale degli asset sottostanti e agisce nell'interesse degli investitori.

Per la maggior parte degli investitori, la distinzione tra ETF ed ETP è una questione di semantica regionale, vale a dire un riflesso delle diverse strutture giuridiche e dei diversi quadri normativi, piuttosto che una divergenza sostanziale nei risultati degli investimenti. Proprio come gli ETF statunitensi, gli ETP europei, tra cui il [BTCW](#), offrono un accesso di livello istituzionale al bitcoin: liquido, trasparente ed efficiente in termini di costi.

In natura o in contanti

Tutti gli investitori in ETP operano sul mercato secondario, solitamente attraverso borse valori, direttamente come investitori professionali o indirettamente tramite broker. Tuttavia, una componente fondamentale e spesso trascurata degli ETP risiede nel mercato primario, dove le azioni vengono create e riscattate quotidianamente al fair value, senza alcun limite esplicito, da istituzioni specializzate note come partecipanti autorizzati (AP).

Gli AP sono in genere entità finanziarie di grandi dimensioni e affidabili che agiscono come market maker e fornitori di liquidità. Il loro ruolo è fondamentale: si collocano al crocevia tra investitori ed emittenti, garantendo che gli ETP replichino in modo efficiente il valore degli asset sottostanti durante l'intera giornata di negoziazione. Questo stretto allineamento è reso possibile dal meccanismo di creazione e riscatto (creation e redemption), che determina il numero di azioni di un ETP in circolazione in base alla domanda del mercato.

È fondamentale che, ogni volta che si creano nuove azioni o si riscattano quelle esistenti, vi sia una corrispondente variazione nella quantità di asset sottostanti detenuti dall'ETP. Questo garantisce che il prodotto mantenga un rapporto di copertura 1:1 con l'asset che rappresenta. Esistono due metodi principali per elaborare queste transazioni:



in contanti - gli AP e l'emittente scambiano contanti con azioni dell'ETP. Questo impone all'emittente di acquistare o vendere l'asset sottostante sul mercato aperto;



in natura - gli AP consegnano o ricevono l'asset sottostante effettivo in cambio di azioni dell'ETP.

Negli Stati Uniti, gli ETF su criptovalute erano in passato limitati a creation e redemption in contanti, mentre il quadro normativo più flessibile dell'Europa ha sempre consentito sia le transazioni in-kind (ossia tramite trasferimento diretto degli asset sottostanti) sia quelle in contanti – una distinzione che ha avuto implicazioni significative.

Il 29 luglio 2025, la SEC statunitense ha approvato la creation e redemption in-kind per gli ETF fisici su Bitcoin ed Ethereum.

Figura 1: In contanti

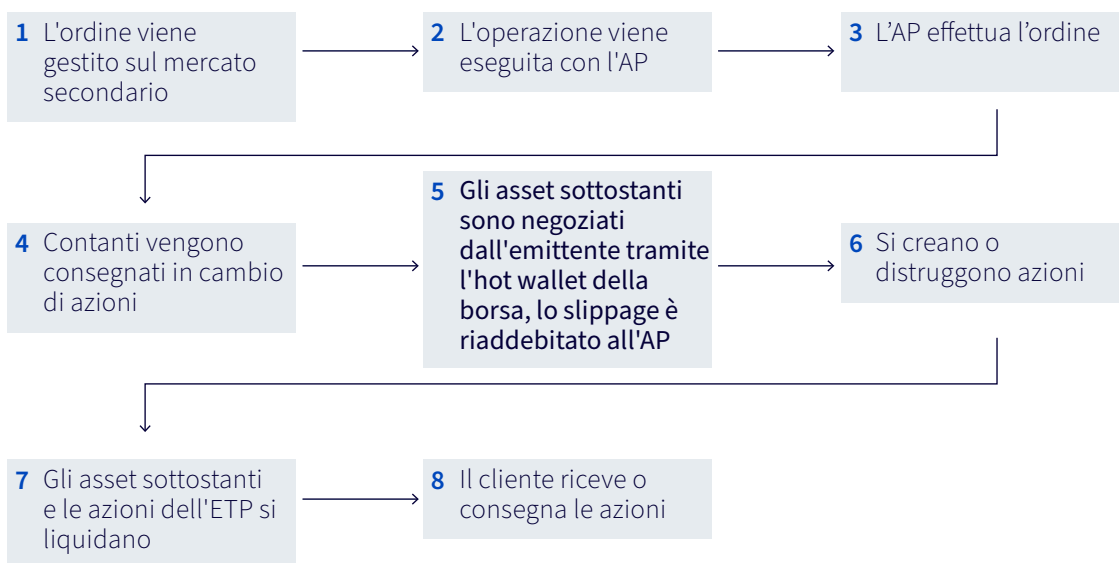
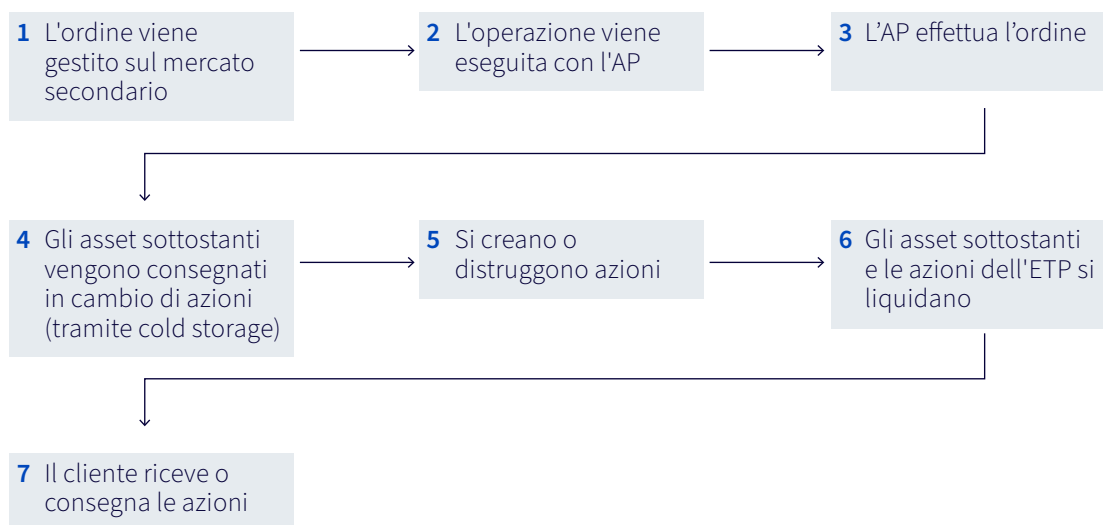


Figura 2: In natura



A prima vista, le creation e redemption in contanti possono sembrare semplici sul piano operativo. Tuttavia, dietro questa semplicità si celano diverse inefficienze e rischi nascosti che possono ripercuotersi sugli investitori finali:

- + costi di slippage - accettare ordini in contanti obbliga gli emittenti a eseguire operazioni in criptovaluta al net asset value (NAV) di fine giornata del prodotto. Tuttavia, spesso la volatilità del mercato rende impossibile un'esecuzione precisa. Lo slippage che ne deriva, unito alle commissioni di negoziazione e agli eventuali oneri dell'emittente per attività operative aggiuntive, può ampliare gli spread denaro/lettera;
- + ritardi nel regolamento - affidarsi esclusivamente agli ordini in contanti comporta un ritardo tra la ricezione dei fondi e l'ingresso nel mercato delle criptovalute. Tale ritardo non solo impedisce la creazione in giornata (T+0), ma espone anche gli emittenti a rischi di market timing che possono influire sulla qualità dell'esecuzione;
- + rischi di finanziamento e controparte - per garantire operazioni agevolate sul mercato primario, gli emittenti potrebbero dover prefinanziare gli acquisti di criptovalute o mantenere linee di credito a breve termine, esponendosi così a costi e rischi di finanziamento. Contemporaneamente, la dipendenza da exchange centralizzati o desk OTC (over the counter) introduce rischi di controparte e operativi, soprattutto in assenza di regolamento istantaneo o durante i periodi di stress del mercato;
- + esposizione agli hot wallet - l'esecuzione di operazioni in criptovalute sugli exchange richiede l'uso di hot wallet, ovvero portafogli online operativi che, nonostante i saldi limitati, rimangono vulnerabili a minacce informatiche e guasti operativi.

Sebbene le inefficienze strutturali dei flussi basati sul contante possano sembrare significative, il loro impatto effettivo sulla performance e sugli spread è generalmente trascurabile; inoltre, offrono alcuni vantaggi, come una più ampia partecipazione degli AP. In particolare, i broker-dealer tradizionali e i market maker privi di competenze in asset digitali possono comunque agire come AP, sostenendo la liquidità e rafforzando l'integrità del meccanismo del mercato primario.

Conclusione

In definitiva, sebbene i meccanismi del mercato primario possano sembrare astratti agli occhi degli investitori finali, essi influenzano direttamente le prestazioni reali, l'efficienza in termini di costi e il profilo di rischio degli ETP su criptovalute.

La flessibilità di operare in natura non è una nota tecnica marginale, ma un vantaggio strutturale che affina l'esecuzione, riduce le commissioni e rafforza le garanzie di custodia. Per un'asset class volatile e in rapida evoluzione, queste sfumature operative si traducono in risultati significativi per gli investitori.

Per gli investitori istituzionali che cercano un'esposizione alle criptovalute, il design del wrapper è importante.

Glossario

Mercato primario: il luogo in cui gli AP creano o riscattano azioni di ETP direttamente con gli emittenti.

Mercato secondario: borse pubbliche dove gli investitori acquistano e vendono azioni di ETP su criptovalute.

Partecipante autorizzato (AP): un istituto regolamentato che funge da fornitore di liquidità tra gli emittenti e il mercato.

Hot wallet: portafoglio connesso a internet utilizzato per il trading attivo; rischio informatico più elevato.

Cold wallet: portafoglio offline utilizzato per la conservazione sicura degli asset.

Slippage: differenza di costo tra il NAV e il prezzo di esecuzione effettivo sul mercato.

In contanti: l'emittente riceve/consegna valuta fiat e acquista/vende l'asset sottostante.

In natura: l'emittente riceve/consegna direttamente la criptovaluta, aggirando il mercato aperto.

Informazioni importanti

Comunicazioni di marketing emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE"):

Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE:

Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta.

Questa comunicazione di marketing è stata predisposta per investitori professionali; tuttavia, in alcune giurisdizioni i prodotti WisdomTree descritti in questo documento potrebbero essere disponibili per qualsiasi investitore, nel rispetto delle leggi e dei regolamenti applicabili. Poiché il prodotto potrebbe non essere autorizzato o la sua offerta potrebbe essere limitata in alcune giurisdizioni, spetta a ciascuna persona o entità accertarsi di agire in piena osservanza delle leggi e delle normative vigenti nella giurisdizione pertinente. Prima di effettuare una richiesta di sottoscrizione si consiglia agli investitori di ottenere tutta la consulenza legale, fiscale e di investimento necessaria in merito alle conseguenze di un investimento nei prodotti. I rendimenti ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile dei rendimenti futuri. I rendimenti storici ricompresi nel presente documento potrebbero essere basati sul back test, ossia la procedura di valutazione di una strategia d'investimento, che viene applicata ai dati storici per simulare quali sarebbero stati i rendimenti di tale strategia. I rendimenti basati su back test sono puramente ipotetici e vengono forniti nel presente documento a soli fini informativi. I dati basati sul back test non rappresentano rendimenti effettivi e non devono intendersi come un'indicazione di rendimenti effettivi o futuri. Il valore di un investimento potrebbe essere oggetto di oscillazioni dei tassi di cambio. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente. I suddetti prodotti potrebbero non essere disponibili nel Suo mercato o adatti alle Sue esigenze. Il contenuto del presente documento non costituisce una consulenza in materia di investimenti, né un'offerta di vendita o una sollecitazione di un'offerta di acquisto di un prodotto o di sottoscrizione di un investimento.

Un investimento in exchange-traded product ("ETP") dipende dalla performance dell'indice sottostante, sottratti i costi, ma difficilmente replicherà la performance dell'indice con assoluta precisione. I prodotti ETP comportano numerosi rischi inclusi, tra gli altri, rischi generali di

mercato correlati all'indice sottostante di riferimento, rischi di credito riferiti al provider degli swap sull'indice utilizzati nell'ETP, rischi di cambio, rischi da tasso d'interesse, rischi d'inflazione, rischi di liquidità, rischi legali e normativi.

Le informazioni contenute nel presente documento non sono, e in nessun caso devono essere interpretate come, un annuncio pubblicitario o un altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli stessi, laddove nessuno degli emittenti o dei relativi prodotti sia autorizzato o registrato per la distribuzione e laddove nessun prospetto di uno qualsiasi degli emittenti sia stato depositato presso una commissione di vigilanza o autorità di regolamentazione. Nessun documento, o informazione contenuta nel presente documento, deve essere estrapolato, trasmesso o distribuito (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti. Nessuno degli Emittenti né alcun titolo da essi emesso sono stati o saranno registrati ai sensi dello United States Securities Act del 1933 o dell'Investment Company Act del 1940 o qualificati ai sensi di qualsiasi legge statale sui titoli applicabile.

Il presente documento può contenere commenti indipendenti sul mercato redatti da WisdomTree sulla base delle informazioni disponibili al pubblico. Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.

Il presente documento può contenere dichiarazioni previsionali, comprese dichiarazioni riguardanti le nostre convinzioni o le nostre attuali aspettative in relazione alla performance di determinate classi di attività e/o settori. Le dichiarazioni previsionali sono soggette a determinati rischi, incertezze e ipotesi. Non vi è alcuna garanzia che tali dichiarazioni siano esatte, e i risultati effettivi possano discostarsi significativamente da quelli previsti in dette dichiarazioni. WisdomTree raccomanda vivamente di non fare indebito affidamento sulle summenzionate dichiarazioni previsionali.

WisdomTree Issuer X Limited

I prodotti illustrati nel presente documento sono emessi da WisdomTree Issuer X Limited (l'"Emittente"). Si consiglia ai potenziali investitori di leggere il prospetto informativo dell'Emittente prima di effettuare qualsiasi investimento e di fare riferimento al capitolo intitolato "Fattori di rischio" del prospetto per avere ulteriori informazioni in merito ai rischi associati all'investimento nei titoli offerti dall'Emittente.

I titoli emessi dall'Emittente sono obbligazioni dirette a rivalsa limitata del solo Emittente e non sono obbligazioni di o garantite da Swissquote Bank Ltd ("Swissquote"), Coinbase Custody Trust Company LLC ("Coinbase") o eventuali loro affiliate né di qualsivoglia altra entità e relative affiliate. Sia Swissquote che Coinbase declinano ogni responsabilità per torto, contrattuale o di altra natura, potenzialmente derivante dal presente documento o dai suoi contenuti o ad essi altrimenti correlata.

Il prodotto descritto nel presente documento è un ETP non regolamentato, approvato per la negoziazione sul London Stock Exchange, SIX Swiss Exchange in Svizzera, Euronext Paris, Euronext Amsterdam e la Deutsche Börse Xetra in Germania. Le criptovalute sono investimenti ad alto rischio e potrebbero non essere idonee per tutti i tipi di investitori. I potenziali investitori dovrebbero essere consapevoli del fatto che il prezzo delle attività sottostanti con cui i titoli sono garantiti può presentare una maggiore volatilità rispetto ad altre asset class e, di conseguenza, il valore dei titoli può subire ampie oscillazioni. L'investitore deve accertarsi che la natura, la complessità e i rischi associati alle criptovalute siano idonei ai propri obiettivi in base alle proprie circostanze personali e alla propria posizione finanziaria.

Le attività digitali sottostanti ai prodotti negoziati in borsa di WisdomTree sono detenute utilizzando soluzioni di custodia sicure e di livello istituzionale che impediscono accessi o movimenti non autorizzati. Le attività digitali sono principalmente conservate offline in cold wallet e il loro trasferimento richiede l'autorizzazione da parte di molteplici soggetti indipendenti con una ridondanza di luoghi, metodi di comunicazione e dispositivi di autenticazione. I nostri processi operativi vengono regolarmente aggiornati per proteggere contro minacce emergenti e sono mantenuti riservati per ragioni di sicurezza.

BTCW Index Disclaimer

Tutti i diritti riservati. Compass ha tutti i diritti proprietari in relazione al Compass Crypto Reference Index Bitcoin. Compass declina ogni responsabilità in merito all'eventuale inesattezza dei dati su cui si basa l'Indice, nonché a eventuali errori, omissioni o interruzioni nel calcolo e/o nella diffusione dell'Indice. In nessun caso Compass è tenuta a rispondere di perdita di profitti o di perdite o danni indiretti, punitivi, speciali o consequenziali, anche qualora fosse stata informata del possibile verificarsi degli stessi.

Notice to Investors in Switzerland – Qualified Investors

Questo documento costituisce una pubblicità dei prodotti finanziari qui menzionati.

In Svizzera, questa comunicazione è rivolta esclusivamente agli Investitori Qualificati. Il prospetto e i documenti di informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono disponibili sul sito Web di WisdomTree: <https://www.wisdomtree.eu/it-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports>



WisdomTree.eu
+44 (0) 207 448 4330