



Gennaio 2024

Le principali differenze tra gli ETP su bitcoin europei e gli ETF su bitcoin statunitensi

WisdomTree Market Insights



WisdomTree.eu
+44 (0) 207 448 4330

Introduzione

Le recenti approvazioni da parte della Security and Exchange Commission (SEC) di ETF (exchange-traded fund) spot sul bitcoin negli Stati Uniti hanno dominato le prime pagine dei giornali. Tali quotazioni rappresentano indubbiamente un progresso significativo verso l'adozione diffusa degli asset digitali e le prime statistiche relative al loro lancio sono impressionanti. Nel breve tempo trascorso dalla quotazione, questi ETF hanno già scambiato ben 21,7 miliardi di dollari sulle borse statunitensi, registrato afflussi netti totali pari a 837 milioni di dollari nell'esposizione al bitcoin e raccolto oltre 25 miliardi di dollari di asset degli investitori¹.

Il motivo per cui gli ETF hanno avuto un tale impatto risiede nella difficoltà di effettuare investimenti diretti in asset digitali². Nella migliore delle ipotesi, gli investitori dovrebbero gestire la sicurezza dei wallet, le commissioni di negoziazione e orientarsi tra più exchange con reputazioni diverse. È qui che entrano in gioco gli ETP (exchange-traded product) sul bitcoin con copertura fisica. Il wrapper ETP offre agli investitori un modo flessibile, trasparente e liquido di accedere alle criptovalute, senza le complicazioni e i rischi associati alla custodia autonoma delle stesse. Per gli investitori, acquistare un ETP su criptovalute può essere facile come acquistare un qualsiasi titolo azionario o fondo quotato, senza ulteriori adempimenti amministrativi; il tutto è gestito dall'emittente, con costi incorporati all'interno di commissioni di gestione e spread di negoziazione trasparenti.

Alcuni investitori al di fuori degli Stati Uniti potrebbero non essere consapevoli che gli ETP su criptovalute con copertura fisica che offrono esposizione spot, come il [WisdomTree Physical Bitcoin \(BTCW\)](#), sono disponibili e possono essere acquistati in Europa già dal 2019. Sebbene sia il corrispettivo statunitense che quello europeo siano stati lanciati con lo scopo di fornire un modo trasparente e liquido di accedere al bitcoin senza la necessità di gestire lo storage, tra i due vi sono alcune importanti differenze.

In primo luogo, in termini di struttura legale e di nome (ETF o ETP), ma soprattutto per il loro funzionamento dietro le quinte nel cosiddetto "mercato primario", dove entità finanziarie note come Partecipanti autorizzati (AP) possono creare o riscattare azioni direttamente con l'emittente.

Negli Stati Uniti, la SEC ha stabilito che la creazione e il riscatto di ETF sul bitcoin possono essere eseguiti solo consegnando contanti in cambio di azioni, mentre gli ETP europei possono scambiare bitcoin stessi con azioni in quella che prende il nome di transazione "in natura". Le transazioni in natura possono essere molto più efficienti di quelle in contanti, soprattutto

¹ Fonte: Bloomberg, dati al 24/01/2024.

² In questo articolo ci concentreremo in particolare sul bitcoin.

nel caso di asset digitali come il bitcoin, e possono avere implicazioni a lungo termine sulla performance, gli spread di negoziazione e la sicurezza del prodotto, con effetti considerevoli sui costi e i rendimenti complessivi degli investitori nel tempo.

Struttura

La maggior parte degli ETF statunitensi rappresenta un tipo di trust nel quadro di una legge chiamata *The Securities Act of 1933*. Tale legge fornisce una protezione significativa agli investitori statunitensi che desiderano accedere a singole materie prime, come i prodotti spot fisici, che non soddisfano i requisiti di diversificazione o di condivisione regolare della distribuzione della struttura del più noto *Investment Company Act of 1940*. Sebbene gli ETF statunitensi possano fornire esposizione a singole materie prime, è possibile comunque definirli fondi, anche se il termine in Europa è riservato a un paniere diversificato di titoli.

In Europa, invece, le esposizioni a singole materie prime non sono possibili nell'ambito del quadro UCITS³ a causa, tra l'altro, dei requisiti di diversificazione. La struttura tipica utilizzata per accedere all'esposizione fisica spot a una singola commodity è quindi tipicamente una struttura di debito perpetuo. Questa struttura non è definita "fondo", anche se offre un'esperienza d'investimento simile. Funziona come un fondo, offre una forte protezione agli investitori, mantiene la piena trasparenza degli asset (nel caso del WisdomTree Physical Bitcoin) e nomina un fiduciario indipendente che detiene i diritti legali su tali asset e rappresenta gli interessi degli investitori.

Per la maggior parte degli investitori, la diversità tra un ETF e un ETP è riconducibile a piccole differenze nella struttura legale e nella normativa tra i prodotti destinati agli investitori statunitensi e quelli rivolti alla controparte non statunitense. Proprio come un ETF, un ETP come il WisdomTree Physical Bitcoin offre agli investitori un wrapper flessibile e liquido con un'esposizione diretta e trasparente all'asset sottostante.

Creazione e riscatto in contanti o in natura

Tutti gli investitori in ETP operano sul mercato secondario, meglio conosciuto come "borse valori", direttamente come investitori professionali o tramite il proprio broker. Un aspetto spesso trascurato degli ETP è la loro funzione nel mercato primario. Nel mercato primario, le azioni vengono create e riscattate su ordinazione, secondo le necessità, su base giornaliera⁴, senza alcun limite esplicito e al loro fair value da entità note come AP. I Partecipanti autorizzati sono entità finanziarie di grandi dimensioni, generalmente di spicco, che forniscono liquidità e fungono da tramite tra gli investitori e l'emittente. Il meccanismo di creazione/riscatto è

³ *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities* (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari).

⁴ Gli AP effettuano operazioni di compravendita di azioni di ETP senza alcun limite esplicito e al loro fair value.

estremamente importante per gli ETP e garantisce che essi replichino fedelmente il valore degli asset sottostanti durante l'intera giornata di negoziazione.

Quando vengono effettuati ordini di creazione o riscatto, deve verificarsi un aumento o una diminuzione proporzionale degli asset sottostanti a cui l'ETP offre esposizione. Questa parte del processo di creazione/riscatto è incredibilmente importante. In generale, esistono due modi per raggiungere questo obiettivo:



In contanti – quando gli AP o l'emittente scambiano contanti con azioni dell'ETP in caso di creazione o riscatto.



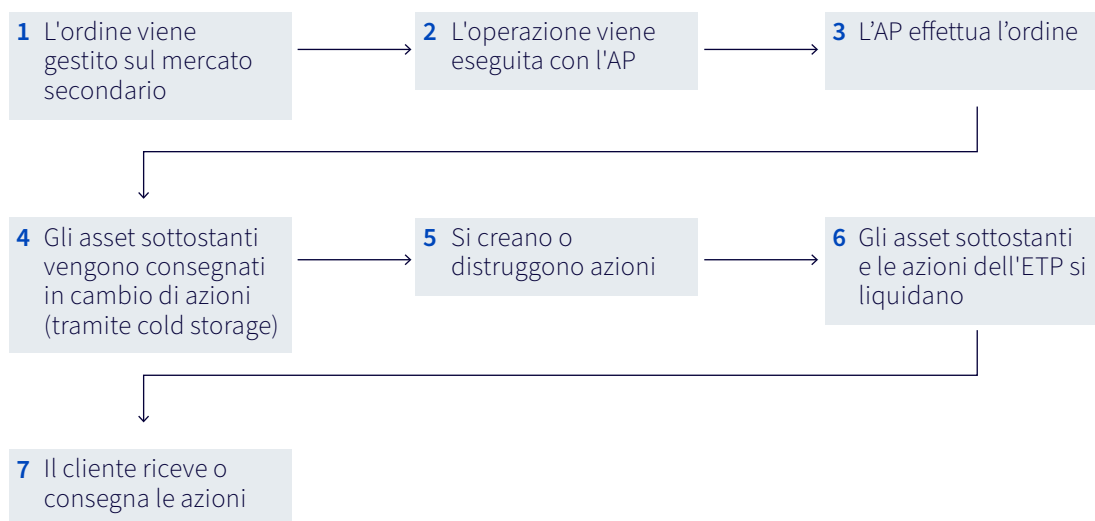
In natura – quando gli AP o l'emittente scambiano gli asset sottostanti con le azioni dell'ETP in caso di creazione o riscatto.

Sebbene il meccanismo generale sia lo stesso, come illustrato nelle figure in basso, l'elaborazione della creazione in contanti richiede un passaggio in più nel flusso di creazione/riscatto.

Figura 1: Contanti (ETF sul bitcoin negli USA)



Figura 2: In natura (WisdomTree Physical Bitcoin - BTCW)



Sebbene l'elaborazione degli ordini di creazione/riscatto in contanti aggiunga un solo passaggio al processo del mercato primario, questo presenta alcuni importanti svantaggi per gli investitori, in particolare per gli ETP che offrono esposizione agli asset digitali.

Nel confronto che segue abbiamo utilizzato il WisdomTree Physical Bitcoin come esempio della struttura dell'ETP europeo rispetto a quella dell'ETF statunitense.

Rischi di negoziazione nel mercato primario

1. Rischio di slippage

Quando gli emittenti di ETF statunitensi accettano ordini in contanti, devono evaderli al net asset value (NAV) di fine giornata dell'ETF.

- + Dal momento che è impossibile per l'emittente negoziare sempre al valore esatto del Nav, essi devono passare i costi di slippage agli APs. Per “slippage” si intende la differenza tra il NAV degli asset sottostanti dell'ETP e i prezzi raggiunti quando l'emittente li ha acquistati o venduti. Oltre allo slippage, l'emittente deve pagare anche le commissioni di negoziazione.
- + Questi costi vengono ritrasferiti all'investitore e, per gli AP, si traducono in un'incertezza nei costi di esecuzione, che di solito portano a spread più elevati per gli investitori. Se tali costi non vengono ritrasferiti, si ripercuotono sul NAV, che a sua volta può influire sulla performance dell'investimento per gli azionisti.

Per contro, il WisdomTree Physical Bitcoin non addebita mai alcun costo di slippage o di negoziazione, dato che le operazioni non sono liquidate in contanti.

- + Invece di essere l'emittente a prendere i contanti e a comprare o vendere bitcoin per conto dell'ETP, gli AP si procurano i bitcoin autonomamente.
- + Questo significa che gli AP possono utilizzare in modo più efficiente i bitcoin esistenti in inventario e che la negoziazione viene effettuata dalle migliori società al mondo, il che si traduce, probabilmente, in spread più bassi per gli investitori.

2. Liquidazione prolungata delle creazioni

Poiché gli ETF statunitensi devono elaborare ordini in contanti e poi eseguirli negoziando bitcoin, non possono liquidare gli ordini del mercato primario su base T+0.

- + Il WisdomTree Physical Bitcoin può invece liquidare a T+0 in quanto le azioni possono essere emesse una volta consegnati i bitcoin, il che avviene, di fatto, istantaneamente (la liquidazione a T+0 è attualmente possibile solo per le creazioni, in quanto l'emittente deve ricevere le azioni da un ordine di riscatto prima di rilasciare i bitcoin corrispondenti).
- + La liquidazione a T+0 per gli ordini del mercato primario può tradursi in minori costi di finanziamento per i market maker e gli AP e in un minor rischio di liquidazione, che di solito determina una riduzione degli spread per gli investitori.

3. Trading di hot wallet

Gli ETF statunitensi non possono accettare bitcoin in natura, quindi devono acquistare o vendere bitcoin per elaborare un ordine di creazione o riscatto, di solito su un exchange di criptovalute. Per scambiare i bitcoin è necessario un hot wallet, che rappresenta un potenziale rischio per la sicurezza in quanto gli hot wallet sono compatibili con internet e risultano più esposti ad hackeraggi o furti.

In confronto, il WisdomTree Physical Bitcoin non utilizza un hot wallet intermedio e accetta ordini solo tramite trasferimento cold storage. Per cold storage si intende un wallet digitale sicuro che non è compatibile con internet, riducendo in modo significativo il rischio di hackeraggi o furti. Le chiavi private sono conservate offline e sono presenti ridondanze geografiche, ambientali, umane e di dispositivi.

Conclusione

In sintesi, sebbene il processo di creazione/riscatto sul mercato primario non sia qualcosa con cui i clienti hanno a che fare direttamente, esso svolge un ruolo importante nella performance e nella struttura dei prodotti. La possibilità di creare e riscattare in natura e le implicazioni di doversi limitare agli ordini in contanti sono elementi di cui gli investitori dovrebbero essere consapevoli quando scelgono un ETP appropriato, in particolare nel caso degli ETP su asset digitali.

Figura 3: Confronto tra la struttura degli ETP europei e degli ETF statunitensi

Mercato primario	ETF sul bitcoin negli USA	WisdomTree Physical Bitcoin ETP
Meccanismo di creazione/riscatto	Solo in contanti	Solo in natura
Trasferimento di hot wallet	Sì	No
Slippage sugli ordini	Sì	No
Trasferimento tramite cold storage	No	Sì
Sempre bitcoin fisico al 100%	No	Sì
Liquidazione a T+0 possibile	No	Sì (solo per le creazioni)

Glossario

Mercato secondario: borse valori in cui gli investitori finali accedono (acquistano e vendono) ad azioni di ETP direttamente o tramite un broker.

Mercato primario: l'ambiente in cui gli AP creano o riscattano azioni di un ETP direttamente con l'emittente. Il mercato primario è riservato agli AP e non è accessibile ad altri soggetti.

Partecipanti autorizzati: grandi entità finanziarie, generalmente di spicco, che hanno sottoscritto accordi giuridici con l'emittente e soddisfano requisiti specifici per la creazione o il riscatto di azioni dell'ETP direttamente con l'emittente dell'ETP.

Hot wallet: un portafoglio digitale online compatibile con internet.

Cold wallet: un portafoglio digitale non compatibile con internet, conservato in modo sicuro.

Contanti: un metodo di trasferimento all'interno del mercato primario tramite cui gli AP o l'emittente scambiano contanti con azioni dell'ETP in caso di creazione o riscatto.

In natura: un metodo di trasferimento all'interno del mercato primario tramite cui gli AP o l'emittente scambiano gli asset sottostanti stessi con le azioni dell'ETP in caso di creazione o riscatto.

Slippage: la differenza tra il NAV degli asset sottostanti dell'ETP e i prezzi raggiunti quando l'emittente li ha acquistati o venduti.

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.

Solo per clienti professionali. 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 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.

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>

