



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari
finanziari

GLI ETF E IL RAPPORTO CON LE BIG TECH USA

Prof. Alfredo Pallini

RELATORE

Prof.ssa Silvia Scamporrino

CORRELATORE

Gabriele Mucci Matr. 278491

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

INDICE

CAP 1 La nascita del mercato degli ETF	4
1.2 Quotazione del primo ETF in borsa.....	6
1.3 2001 alba degli ETF mondiali	7
Cap 2 Struttura ed evoluzione degli ETF	10
2.1 cos'è un ETF	10
2.2. struttura e disciplina generale	14
2.3 Le varie tipologie di ETF.....	17
CAP 3 Maggiori emittenti di ETF	20
3.1 Principali emittenti di ETF	20
3.2 Esposizione geografica del mercato e settori principali	24
3.2.1. Evoluzione degli ETF nei portafogli retail.....	24
3.2.2 Analisi geografica e settoriale	26
CAP 4 Gli ETF e le Big tech statunitensi.....	31
4.1 Dimensione mercato ETF tech	31
4.2 Crescita borsistica dei titoli tech ed evoluzione degli ETF	32
4.3 Confronto tra Nvidia e Amazon	34
4.4. Fenomeno del “ <i>rebalance drift</i> ” sugli ETF Tech.....	36
CAP 5 Rischi e benefici di questa sovraesposizione.....	37
5.1 L'importanza della liquidità	37
5.2 Leveraged ETF.....	38
5.3 Regolamentazione USA ed EU a confronto	40
5.4 Peso delle Big tech sugli ETF Total World.....	42
CAP 6 ETF e il rischio di concentrazione sulle Big Tech: Analisi e prospettive di riforma.....	45
6.1. Diversificazione illusoria	45
6.2 Proposte attuali per limitare la concentrazione	47
6.3 Caso studio rischio sovraesposizione.....	48
BIBLIOGRAFIA	50
SITOGRAFIA	51

INTRODUZIONE

Il settore finanziario moderno si caratterizza per la presenza di innumerevoli prodotti d'investimento tra i quali un enorme successo hanno riscontrato negli ultimi decenni gli ETF acronimo di " *Exchange Traded Fund*" ovvero fondi d'investimento quotati in borsa come normali titoli. Questi strumenti permettendo agli investitori di andare ad investire in portafogli di varie categorie, spesso replicando un indice sottostante e soprattutto mantenendo costi di gestione estremamente bassi, gli ha permesso di attirare trilioni di dollari in investimenti negli scorsi decenni facendo di questi strumenti una vera rivoluzione nella finanza, permettendo l'accesso dei clienti retail a portafogli strutturati e gestiti in modo tale da soddisfare le loro esigenze d'investimento, andando a diventare componenti oramai quasi indispensabili nei portafogli degli investitori retail che desiderano costruirsi un portafoglio personale. Nei primi due capitoli vengono analizzate la nascita di questi strumenti, partendo dalla creazione del primo fondo indicizzato (prototipo di ETF) da parte della società *Wells Fargo*, evidenziando l'impatto di questa nuova invenzione per l'epoca, analizzando la sua prima entrata in borsa fino ad arrivare alla nascita degli ETF mondiali. Nel terzo capitolo si prendono in esame le principali società emittenti di ETF, studiando inoltre l'esposizione geografica dei principali ETF e i mercati su cui si registra il maggior interesse per volumi di scambi e investimenti. Nel quarto capitolo si analizza il rapporto tra gli ETF tematici sulla tecnologia e le Big tech statunitensi osservando come ci sia una forte influenza da parte degli stessi ETF sui valori di queste società, analizzando la dimensione del mercato degli ETF *tech* e la sua storia nonché evoluzione negli anni, facendo un confronto con quella delle big tech, inoltre si analizza la più grande società emittente di ETF per AUM (*Assets Under Management*) andando a prendere in esame l'esposizione geografica e le principali esposizioni. Nel quinto capitolo si analizza l'influenza capillare che ormai hanno questi fondi nelle borse mondiali, analizzando l'importanza e il rischio della liquidità, facendo un'osservazione sull'influenza che hanno gli ETF sui mercati, studiando inoltre il peso delle Big Tech sugli ETF Total World e l'impatto sui mercati e sugli investitori dell'avvento degli ETF *leveraged*, analizzandone rischi e benefici. Nel sesto capitolo si esamina in chiave

critica l'attualità della diversificazione da parte degli ETF, andando ad osservare l'alto grado di concentrazione presentato da questi fondi, illustrando le attuali proposte per limitare questo fenomeno. Nell'ultimo capitolo sono inserite delle riflessioni personali, mirate ad evidenziare la portata rivoluzionaria di questi strumenti d'investimento che ne ha permesso una grande crescita dalla loro nascita ma osservando come ad oggi sia interessante nell'ottica di un investitore retail accompagnare questi fondi a partecipazioni in fondi esposti sul *private equity*, per poter beneficiare al meglio di una diversificazione sia settoriale che geografica.

CAP 1 La nascita del mercato degli ETF

1.1 La Wells Fargo crea il primo prototipo di fondo ETF

Il prototipo di quegli strumenti finanziari chiamati ETF, i quali avranno una sempre maggiore influenza sui mercati finanziari mondiali a partire dalla fine del secolo scorso vide la luce nel 1971 quando la *Wells Fargo Investment Advisors*, uno degli istituti finanziari più importanti al mondo lanciò sotto la guida del dirigente *John Mac McQuown* uno tra i primi fondi indicizzati, destinato esclusivamente ad investitori istituzionali e avente come fine quello di replicare l'andamento dell'indice *Standard & Poor's 500*¹.

L'introduzione di questa tipologia di fondi può essere considerata come una vera e propria rivoluzione nel settore, poiché segnava una rottura con un passato dominato unicamente da fondi a gestione attiva, i quali erano caratterizzati da alti costi di gestione e nella maggior parte dei casi non riuscivano a superare l'indice di benchmark. Il fondo attirò l'attenzione di molti tra cui non si può non ricordare il finanziere *Keith Schwayder* dirigente della società d'investimenti *Samsonite Corp*.

¹ Extraetf, *La storia degli ETF*, 2023

il quale decise di investire in questo fondo 6 milioni di dollari, aprendo la strada ad altri clienti istituzionali, tra cui la compagnia AT&T. Questo esperimento imprenditoriale non fu facile e mise subito a dura prova i gestori del fondo in quanto era una sfida estremamente complessa riuscire a bilanciare il fondo seguendo nel modo più veritiero possibile l'indice sottostante, aggiornando la composizione di tale fondo in tempi brevi e mantenendo costi di gestione bassi. Non si può scordare che si parla di una società con strumenti informativi e tecnologici estremamente meno avanzati rispetto all'enorme disponibilità di strumenti tecnologici che hanno a disposizione al giorno d'oggi tutti coloro che lavorano nel settore finanziario. La Wells Fargo lanciando questo fondo ha permesso la nascita e lo sviluppo di un mercato che oggi è stimato sui 13 trilioni di dollari; infatti, dopo di lei anche altri istituti finanziari hanno cominciato a lanciare fondi simili come ad esempio l'*American National Bank*, fino ad arrivare all'entrata nel settore di *Vanguard* che nel 1976 lanciò il primo *Index mutual fund*², iniziando una crescita prosperosa che l'ha portata ad essere uno dei leader di mercato fino ai giorni nostri

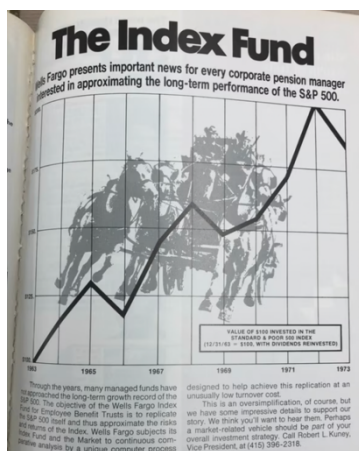


Fig 1 rivista "institutional investor, Financial Times"

Fonte: Financial Times, Rip John "Mac" McQuown, the OG quant, ottobre 2024

² Vanguard, *Fondi Indicizzati di Vanguard*, 2025

1.2 Quotazione del primo ETF in borsa

Per arrivare alla nascita del primo fondo ETF quotato in borsa si è dovuto aspettare fino al 1990, anno in cui la Toronto Stock Exchange lanciò in Canada insieme al *Toronto 35 Index Participation Fund* il fondo *Toronto Index Participation Shares*, che fu quotato alla borsa di Toronto (*Toronto Stock Exchange*) e sancì ufficialmente l'inizio di una nuova era per il settore finanziario, rivoluzionando completamente l'idea di *Asset management*. Inizialmente questo prodotto era riservato a clienti principalmente istituzionali, basti pensare che il lotto minimo di acquisto era di 1 milione di dollari, cifra che ad oggi ci potrebbe suscitare non poco stupore, soprattutto se pensiamo che la maggiore parte dei clienti retail sparsi per il mondo utilizza questi prodotti cercando una crescita graduale del proprio capitale e partendo da cifre, si pensi in particolar modo alle persone in giovane età, spesso irrisorie.

Dopo circa 3 anni dal lancio di questo fondo, anche gli Stati Uniti videro la comparsa di questi strumenti finanziari, all'epoca quasi esotici; infatti, il 22 gennaio 1993 State street Global Advisors lanciò sull'AMEX (oggi facente parte del NYSE) il fondo *SPDR S&P 500 ETF Trust*, il quale aveva lo scopo di replicare l'andamento dell'S&P 500³. Il lancio di questo fondo se da un lato aprì gli Stati Uniti a nuove opportunità in materia d'investimenti, dall'altra mise a dura prova i gestori, poiché era un'impresa di non facile attuazione riuscire a bilanciare il fondo in maniera veritiera e coerente con il suo sottostante tenendo in considerazione i limitati strumenti informativi e tecnologici disponibili all'epoca e inoltre sebbene possa sembrare impossibile, al momento del lancio questo strumento finanziario destò poca fiducia tra gli investitori retail, tanto che nelle settimane successive al lancio riuscì a raccogliere solamente 6 milioni e mezzo di dollari, dovendo aspettare diversi mesi prima che

³ State Street Investment Management, *Core Equities*, 2025

un cliente istituzionale, la *Daiwa Securities America* investisse 90 milioni di dollari nel fondo, dando un primo forte segnale positivo al mercato.

Di fondamentale importanza è analizzare l'evoluzione e in particolar modo la crescita in termini di *AUM* (*Assets under management*) che hanno avuto questi fondi dalla loro nascita fino ai giorni nostri; basti pensare che il fondo SPDR S&P 500 ETF Trust oggi abbia in gestione 553 miliardi di dollari, dimostrando come questi strumenti siano passati dall'essere un semplice prodotto finanziario tra gli innumerevoli presenti sul mercato a diventare uno strumento di democratizzazione e agevolazione in termini di accessibilità possiamo osare dire su scala mondiale, dell'intero mercato finanziario mondiale verso i clienti retail. Il fondo TIPS è ancora quotato alla borsa di Toronto, con il nome di iShares S&P/TSX 60 Index ETF e vanta circa 16.4 miliardi di dollari in AUM, dato che dimostra non solo l'infondatezza delle critiche iniziali, si pensi a quando Bruce Thompson (dipendente del TSE e attivo nella creazione di questo fondo) disse "*This will never work*", ma anche l'enorme crescita e successo che hanno avuto questi strumenti nella finanza e nella società attuale.

1.3 2001 alba degli ETF mondiali

Il *mare magnum* degli ETF non è composto solamente da fondi che investono unicamente in determinate asset class in alcuni settori, ma anche da un'ulteriore tipologia di ETF, i cosiddetti ETF mondiali o *World* ETF. Emessi per la prima volta nel marzo 2001 da iShares, con il fondo iShares MSCI ACWI ETF, gli ETF mondiali sono una particolare categoria di ETF che mira ad investire in svariate *asset class* emesse da società di diversi paesi, che vengono però fatte confluire all'interno di uno stesso paniere di un determinato fondo. Questo strumento finanziario, definibile come un'evoluzione del concetto di ETF, ha portato una grande trasformazione nel settore, facendo della diversificazione soprattutto geografica il proprio punto di forza. Gli ETF Total world hanno avuto un successo sempre maggiore nei decenni, grazie anche all'opportunità che danno di bilanciare la propria esposizione in base anche al proprio profilo di rischio, si pensi ad esempio alle differenti esigenze che ogni investitore presenta in base alla propria età ma anche in base ai propri progetti

personali di vita, permettendo di investire in dei veri e propri portafogli ibridi. L'indice MSCI ACWI è il riferimento principale se si vuole analizzare l'intero mondo azionario, poiché racchiude al suo interno 2900 titoli di aziende di media e grande capitalizzazione di mercato, appartenenti non solo agli Stati Uniti ma anche ad altri paesi, tra cui i principali per esposizione sono sicuramente Giappone, UK, Cina e Francia, andando a rappresentare circa l'85% della capitalizzazione mondiale. Il 25% circa dell'indice è esposto sul settore Tech, il 15% sul finanziario, il 12% sulla salute, l'11% sui consumi ciclici e il 10% sul settore industriale, coprendo in questo modo i settori cardine del capitalismo moderno, pesando i vari paesi secondo una ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato.

Esistono varie versioni dell'indice MSCI ACWI, in particolar modo il Price Index esclude i dividendi e tiene in considerazione unicamente l'andamento dei prezzi delle azioni, il Net Total Return reinveste invece i dividendi al netto della tassazione, ed infine il *Gross Total return* reinveste i dividendi però non vede la presenza di un'amministrazione fiscale a monte. Questo indice è il benchmark di riferimento a livello mondiale per il settore azionario, toccando le principali aziende *mid* e *large cap* di 40 paesi, facendo da benchmark per centinaia di ETF, fondi comuni e non solo, che seguendo la sua composizione vantano una raccolta complessiva di molteplici trilioni di dollari. Un ulteriore ETF assolutamente degno di menzione sia per importanza data la sua diversificazione a livello geografico che per moltitudine di aziende in cui è esposto in tutto il mondo è il Vanguard FTSE *Emerging Markets* ETF emesso dalla società Vanguard ⁴; questo ETF racchiude al suo interno un paniere di circa 2000 titoli di aziende di media e grande capitalizzazione in paesi emergenti e si propone come obiettivo quello di essere un riferimento per chi vuole investire nella crescita dei titoli azionari negli *Emerging Markets*, con una esposizione che si concentra principalmente su Cina, Taiwan, Brasile e Sud Africa. Bisogna inoltre sottolineare come il fondo si basi su una replica passiva dell'indice FTSE *Emerging* e preveda un'acquisizione diretta dei titoli a mercato salvo rari casi

⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/etf/scheda/IE00B3VVM84.html>

in cui a causa di situazioni straordinarie quali ad esempio situazione di scarsa liquidità del titolo oppure costi di transazione molto elevati.



Fig 1.1 (andamento del fondo Total World Stock Index ETF Total world emesso da Vanguard)

Fonte: Investing.com, Vanguard Total World Stock Index, Agosto 2025

Nel grafico sopra è possibile osservare l'andamento del fondo *ETF Vanguard Total World Stock Index Fund* negli ultimi 15 anni e come il settore azionario a livello globale sia stato quello che ha avuto la crescita maggiore tra le varie asset class, ma contemporaneamente è un dato di fondamentale importanza per poter comprendere la capacità e contemporaneamente la sfida a cui i gestori di questi fondi sono chiamati di dover saper bilanciare fondi con migliaia di partecipazioni in portafoglio, di aziende in settori e mercati differenti come in questo caso essendo un fondo Total world, al fine di essere coerenti con il proprio indice benchmark di riferimento ma contemporaneamente saper scegliere quale indice prendere di riferimento e come gestire i titoli in portafoglio per poter mantenere una composizione di portafoglio quanto più simile a quella dell'indice. Il portafoglio di questo fondo *Total World* è composto per il 59% da soli titoli statunitensi, dato

fondamentale per comprendere come anche se si analizzano fondi con migliaia di partecipazioni diverse, il rischio spesso non è equamente distribuito a livello geografico, dato che non deve stupire poiché è indubbio il fatto che singoli paesi come gli Stati Uniti sono patria di aziende che singolarmente hanno un peso finanziario maggiore di molti paesi.

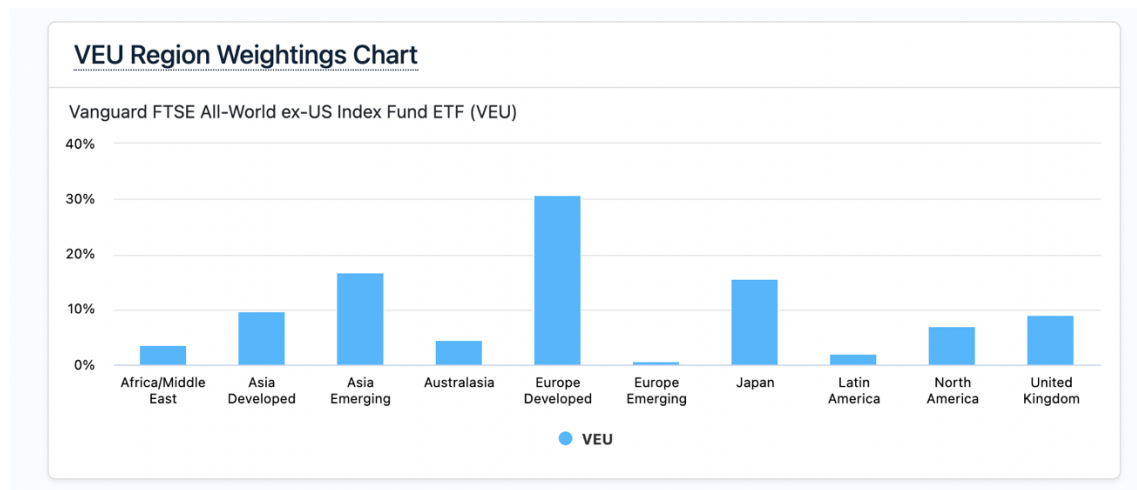


Fig 1.2 (Distribuzione geografica del portafoglio del fondo Vanguard FTSE All- world ex- US Index)

Fonte: Vanguard, *FTSE All World ex-US ETF*

Cap 2 Struttura ed evoluzione degli ETF

2.1 cos'è un ETF

Gli ETF acronimo di “*Exchange Traded Funds*” sono fondi con commissioni di gestione principalmente molto basse e quotati in borsa come normali titoli. A caratterizzare molti di questi strumenti d’investimento è il fatto di avere come fine quello di replicare nel modo più fedele possibile un indice sottostante che sia esso azionario, obbligazionario, di materie prime oppure ibrido.

Per tutti gli ETF quotati in Italia il mercato di riferimento è l’*ETF Plus* che regolamentato e gestito da borsa italiana si presenta come marketplace di riferimento per la negoziazione nel nostro paese di ETF ed ETC/ETN anche se la

maggior parte dei clienti retail in Italia come nella maggior parte dei paesi investe principalmente negli ETF con sede estera emessi dalle grandi case d'investimento, quali ad esempio *Black Rock*, *State Street*, *Vanguard* e molte altre, anche Europee.

Gli ETF hanno cominciato a far parte degli strumenti d'investimento a disposizione dei clienti *retail* italiani a partire da settembre 2002 e da allora hanno avuto un successo che è andato crescendo sempre più negli anni, basti pensare che ad oggi gli investitori italiani hanno a disposizione circa 1800 ETF per i loro portafogli personali. A caratterizzare gli ETF ci sono una serie di qualità, tra le quali quella principale è la semplicità operativa, poiché questi strumenti possono essere acquistati e venduti senza alcuna restrizione come avviene con i singoli strumenti finanziari, nonostante siano dei fondi che permettono di avere un'esposizione su un determinato *benchmark* e quindi strutturalmente sono più complessi rispetto, ad esempio, ad una singola azione. Il fatto di avere un indice come *benchmark* o comunque una determinata politica d'investimento e tema nel caso degli ETF a gestione attiva ha permesso a questi strumenti di essere un esempio di straordinaria trasparenza, in quanto il singolo investitore sa con certezza la composizione del proprio portafoglio, soprattutto in base al proprio profilo di rischio e grazie ad un aggiornamento continuo ed in tempo reale del valore della propria quota del fondo, grazie alla pubblicazione del valore del valore patrimoniale netto del fondo denominata "NAV" acronimo per *Net assets value*.

Un tema di fondamentale importanza quando si parla di ETF è il rischio di emittente, questi strumenti infatti garantiscono una totale indipendenza del patrimonio del fondo rispetto al patrimonio delle società che si occupano della promozione, emissione e gestione, mettendo al sicuro gli investitori dal rischio di insolvenze di queste società, in quanto anche in caso di un loro default, il patrimonio detenuto nei fondi è di esclusiva proprietà degli investitori e nessun terzo sia anche la società che gestisce i fondi può vantare alcun tipo di proprietà su di esso.

Per poter comprendere a fondo la portata rivoluzionaria di questi strumenti dobbiamo confrontare, mettendoci in particolar modo nella prospettiva di un investitore retail, la maggiore complessità che bisogna affrontare se dovessimo decidere di investire in un fondo d'investimento a gestione attiva, che in molti casi

richiede una quota minima d'ingresso come investimento iniziale, un costo di gestione annuo non irrilevante e una limitata possibilità di liquidazione della propria quota in tempi brevi, rispetto alla flessibilità con cui si può investire in ETF e disinvestire in tempi brevissimi, all'economicità di questi fondi che hanno costi di gestione annua irrisori e alla grande trasparenza, in quanto il riferimento è sempre il *benchmark* seguito e alla sicurezza e quindi totale autonomia patrimoniale rispetto alla società gestrice. Di fondamentale importanza è la differenza tra ETF a gestione attiva e passiva; infatti, nel primo caso pur mantenendo dei costi di gestione molto più bassi rispetto a dei classici fondi a gestione attiva, abbiamo la gestione del fondo da parte di un gestore che si occupa di far performare il fondo nel miglior modo possibile, seguendo una determinata politica d'investimento da lui decisa e comunicata nel prospetto dell'emittente e cercando anche di reagire in modo autonomo e dinamico a qualsiasi movimento imprevisto di mercato, dando la possibilità al cliente di poter diversificare il proprio portafoglio, investendo in sostanza nelle competenze del gestore, ovviamente in questi casi un criterio che viene preso molto in considerazione è quello di analizzare lo storico delle performance del fondo e anche controllare la composizione dello stesso, poiché è importante sia comprendere le competenze documentate dei gestori sia verificare che veramente la composizione del portafoglio sia in linea con la politica d'investimento ma anche differenziata rispetto ad un indice che segua lo stesso tema, poiché in caso contrario si rischierebbe di annullare le opportunità che offre una gestione attiva, pagando comunque dei costi annui più elevati rispetto ad una gestione passiva.

Gli ETF se si dovesse descriverli con una frase potrebbero essere definiti come panieri di assets quotati come un unico titolo, poiché comprando una singola quota, si compra una porzione del portafoglio del fondo, che segue però la stessa composizione anche in termini, se parliamo di gestione passiva, di peso dei vari titoli in base all'indice di riferimento.

Per correttezza informativa bisogna specificare che la presenza sul mercato di fondi a gestione attiva è giustificata da numerosi motivi, tra cui in primo luogo la possibilità di avere un portafoglio che sia svincolato da un'attenta replica in termini

Di fondamentale importanza è precisare che qualsiasi posizione venga aperta da un fondo, seppur a gestione attiva, deve essere coerente con il prospetto del fondo e la politica d'investimento.

Fig. 2.1 Documento informativo (KID) dell'ETF iShares Core S&P 500 UCITS ETF

Fonte: iShares, *iShares Core MSCI World UCITS ETF(Acc)*, Agosto 2025

2.2. struttura e disciplina generale

Gli ETF sono strumenti finanziari sempre più diffusi nei mercati finanziari globali ed è necessario quindi conoscerne la struttura e la regolamentazione. Dal punto di vista della struttura i fondi ETF si dividono in due grandi categorie: fondi a replica fisica e fondi a replica sintetica.

Nei fondi a replica fisica c'è acquisto diretto sui mercati di tutti i titoli presenti nell'indice o di una selezione rappresentativa di essi, suddividendosi quindi in fondi in fondi a replica completa nei quali si acquistano tutti i titoli presenti nell'indice di riferimento oppure a replica ottimizzata, ovvero si cerca di ottimizzare la scelta dei titoli da detenere andando a fare una selezione di titoli che possa rappresentare fedelmente l'indice di riferimento⁵.

Nel caso di fondi ETF a replica sintetica, il fondo non acquista direttamente sui mercati nessun asset presente nell'indice di riferimento ma stipula dei contratti derivati con una controparte finanziaria, avendo sempre come fine quello di replicare il più fedelmente possibile l'indice sottostante seppur indirettamente. Un rischio considerevole nel caso degli ETF a replica sintetica è la possibile sofferenza da parte della controparte di onorare il contratto derivato, mettendo in difficoltà il fondo, motivo per il quale investire in ETF a replica fisica è sempre più sicuro sotto questo punto di vista.

Un aspetto molto importante quando si parla di ETF è il sistema che permette la creazione e il rimborso delle quote, il quale è gestito da operatori istituzionali che si

⁵ Justetf, *ETF: che cosa sono? Semplice spiegazione sugli ETF*, 2025

chiamano “*Authorized Participants*”. Questi operatori sono essenziali per il corretto funzionamento di questi strumenti d’investimento; infatti, potendo creare e rimborsare le quote dei fondi, sono fondamentali affinché il prezzo dei fondi si allinei con il NAV dell’indice sottostante.

A livello normativo gli ETF sono soggetti a numerose norme che ne regolano un corretto funzionamento e trasparenza, prima tra tutte nel mercato europeo è la direttiva 2009/65/CE la quale stabilendo norme comuni a livello europeo per la creazione, gestione e commercializzazione di questi fondi ha fatto sì che la maggior parte degli ETF in Europa sia strutturata come UCITS(*Undertakings for Collective Investment in Trasferable securities*) garantendo ai clienti retail conformità con regole chiare in merito alla liquidità di questi strumenti, diversificazione e trasparenza. Un altro grande elemento normativo che regola questi strumenti, in particolar modo in merito alla trasparenza riguardo al tema della sostenibilità è la norma SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) che impone a tutti i fondi che aderiscono ai temi ESG, l’obbligo di fornire informazioni dettagliate circa gli impatti ambientali e sociali dei titoli su cui vanno ad investire.

Negli USA ad occuparsi della regolamentazione e vigilanza su questi strumenti d’investimento è la SEC (*Securities and Exchange Commission*) la quale impone anzitutto a questi fondi di essere conformi all’Investment Company Act del 1940, legge statunitense che regola le società d’investimento, imponendo determinati obblighi di informazione e rendicontazione periodica, limiti sull’uso della leva, custodia degli asset presso società terze, standards d’indipendenza per i manager dei fondi per evitare conflitti d’interesse e ovviamente la necessaria registrazione dei fondi presso la SEC⁶.

I requisiti fondamentali che i fondi ETF devono rispettare per poter essere in linea con quanto richiesto dalla SEC sono svariati, tra cui: pubblicazione quotidiana della composizione del portafoglio, liquidità delle quote del fondo sul mercato secondario, necessità di una chiara descrizione tramite il prospetto informativo

⁶ Familiarize, *Legge sulle società di investimento del 1940 Regolamenti e impatto*, 2025

della strategia del fondo, dei suoi rischi e dal 2019 la compliance con normativa 6c-11 che permette agli ETF che l'adottano di avere un processo di registrazione semplificato. Un'ulteriore normativa di fondamentale importanza è la *MiFID II*, che coinvolge le imprese d'investimento, che devono attenersi a regole rigide quando si relazionano con i clienti, gli investitori, i quali vengono fortemente tutelati e hanno diritto ad essere pienamente informati sulla struttura dei prodotti finanziari e sui loro rischi ed infine gli intermediari che devono attenersi a requisiti stringenti in termini di trasparenza e rendicontazione.

Se finora sono stati analizzati gli aspetti positivi dei fondi ETF, per una corretta analisi di questi strumenti risulta necessario evidenziare anche i rischi che comporta investirci, si pensi ad esempio al *tracking error*, ovvero il rischio che il fondo non riesca a replicare fedelmente l'indice sottostante a causa di errori dei gestori oppure anomalie nei flussi di cassa, ma anche al rischio di controparte, ovvero al pericolo come detto già prima, che la controparte finanziaria con cui un fondo sintetico stipula determinati contratti derivati, non riesca ad onorare i propri impegni e metta quindi in difficoltà i gestori del fondo. Il rischio che pur essendo implicito è però quello che detta le regole per l'intero settore finanziario è il rischio di mercato, ovvero il pericolo in questo caso che l'indice di riferimento vada incontro a forti cali nei pezzi azionari, causando così perdite consistenti per i clienti dei fondi che lo vanno a replicare, poiché nessun investimento è totalmente risk free e come direbbe lo studioso Nassim Nicholas Taleb un "cigno nero", ovvero un evento catastrofico imprevisto, può sempre avvenire e mettere a dura prova i portafogli degli investitori.

Come già detto precedentemente i fondi ETF sono scambiati in borsa come normali azioni e dotati di codice ISIN e ticker sono scambiabili durante l'intera giornata di negoziazione e i loro prezzi variano in base alla loro domanda e offerta. Questi strumenti vantano un'elevata liquidità, determinata sia dal mercato primario dove i market maker e gli *Authorized Participants* creano e si scambiano quote di questi fondi e dal mercato secondario costituito dalle normali borse finanziarie, facendo sì che questi strumenti, i cui portafogli sono aggiornati quotidianamente e sono custoditi da una società terza che ne è depositaria, siano ormai una delle asset

class più apprezzate dagli investitori internazionali, in quanto mantenendo costi di gestione bassissimi danno accesso a delle opportunità straordinarie.

2.3 Le varie tipologie di ETF

L'enorme successo che negli anni hanno avuto questi nuovi fondi ha fatto sì che ci sia stata un'espansione non solo in termini di dimensione di asset in gestione ma anche e soprattutto di varietà di mercati geografici e asset class interessati. Una categoria di ETF di fondamentale importanza è quella degli ETF azionari, ovvero fondi che investono unicamente in azioni e nel caso di ETF a replica passiva si concentrano sul replicare un indice azionario di riferimento, ovviamente possiamo avere fondi di questo tipo che investono unicamente in determinati titoli in base ad un tema che seguono, oppure in base ad una determinata località geografica. Un esempio di questa tipologia di fondo è il Vanguard S&P 500 ETF (VOO) lanciato nell'estate del 2010 dalla nota società d'investimenti Vanguard e che ad oggi si attesta come il più grande fondo ETF al mondo con 631,8 miliardi di dollari in aum⁷, denaro che viene investito in un portafoglio che ha come scopo quello di replicare l'indice americano S&P 500, ed è quotato alla borsa NYSE Arca, una delle principali al mondo. Tra gli ETF azionari più conosciuti ci sono: ETF su indici globali, come ad esempio i fondi che hanno come benchmark l'indice *MSCI World*; ETF su indici nazionali come il FTSE MIB per l'Italia o l'S&P 500 negli USA, ed infine esistono anche gli ETF settoriali, che investono in titoli appartenenti ad un determinato settore, come ad esempio il fondo *iShares US Technology (IYW)* che vanta un totale di 17,5 miliardi di dollari in AUM, investiti in circa 139 titoli tecnologici con il fine di replicare l'andamento dell'indice Russell 1000.

⁷ <https://institutional.vanguard.com/investments/product-details/fund/0968>

Un'ulteriore tipologia di ETF di assoluta importanza è composta dagli ETF obbligazionari, molto diffusi presso gli investitori grazie al minor rischio rispetto ai fondi azionari e alla possibilità di generare cash flow costante, investendo in obbligazioni che possono essere governative come i BTP italiani, societarie/*investment grade* se emesse da aziende, obbligazioni a breve/medio/lungo termine per andare incontro alle necessità temporali dei vari investitori oppure obbligazione indicizzate all'inflazione, che difendono dalla svalutazione del denaro l'investitore andando ad aumentare i rendimenti offerti agli investitori in base ad un indice che segue l'inflazione come ad esempio il Bloomberg *U.S. Treasury Inflation Protected Securities Index*⁸ che rappresenta i titoli di stato USA indicizzati all'inflazione.

Una categoria di fondi che permette forse più di tutti gli altri di fungere da deposito "sicuro" del proprio denaro sono gli ETF monetari che costituiscono una categoria di fondi specializzata nel garantire liquidità e stabilità rispetto al mercato, motivo per cui investono in strumenti del mercato monetario quali depositi interbancari e titoli di stato a breve termine. Ulteriori ETF in base al sottostante sono ad esempio quelli su materie prime (*commodity ETF*), i quali investono i propri portafogli in modo da replicare l'andamento di una determinata materia prima come ad esempio l'oro, ovviamente questi fondi nella maggior parte dei casi non vanno a comprare fisicamente il bene sottostante, si pensi ad esempio a dover immagazzinare miliardi di dollari in petrolio ma vanno ad usare strumenti derivati come i futures, gli swap o altri strumenti derivati. Il più grande commodity ETF oggi per AUM (assets under management) è lo *SPDR Gold Shares* che vanta circa 172 miliardi di dollari in gestione, che investe comprando lingotti d'oro fisico conservati in *caveaux*, garantendo in questo modo una replica quanto più fedele possibile andando a comprare direttamente il bene fisico. Una tipologia di etf che permette di esporsi sul settore immobiliare senza richiedere ai propri clienti cifre particolarmente elevate, come accadrebbe se si volesse comprare uno o più immobili e che permette anche di diversificare il rischio di mercato e della singola proprietà

⁸ <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/fixed-income/sp-us-treasury-tips-index/#overview>

immobiliare, investendo in *REIT (Real Estate Investments Trusts)* ovvero fondi specializzati nell'investire in determinate proprietà immobiliari come ad esempio proprietà commerciali. Ovviamente oltre agli ETF precedentemente illustrati, che investono in una determinata asset class esistono gli ETF misti, ovvero fondi che investono in svariate asset class.

Se invece vengano analizzate le varie strategie d'investimento, oltre agli ETF a replica passiva esistono ad esempio gli ETF smart beta, i quali selezionano i titoli da inserire all'interno dei propri portafogli usando criteri diversi rispetto alla capitalizzazione, come potrebbero essere la volatilità, i dividendi ma anche altri criteri, andando quindi a richiedere una gestione attiva dei propri portafogli e per questo presentano dei costi di gestione più alti rispetto agli altri fondi. In base alla strategia di investimento si evidenziano per importanza anche gli ETF tematici e quelli *ESG*, i primi sono dei fondi che investono in titoli appartenenti ad un medesimo settore come, ad esempio, il settore energetico oppure dell'intelligenza artificiale permettendo quindi di garantire un'esposizione su un determinato settore andando però a diversificare il rischio andando a mettere nei propri portafogli centinaia di titoli diversi, mentre i secondi danno l'opportunità agli investitori di andare ad esporsi solo su aziende che rispettano i criteri *ESG*, creando in questo modo anche un interesse maggiore per questi temi e permettendo anche dei rendimenti che negli scorsi anni per molti fondi sono stati superiori rispetto all'S&P 500, cosa che ci fa comprendere come sia possibile combinare l'etica e la ricerca di alti rendimenti.

Gli ETF oltre a poter essere come analizzato prima sia a replica fisica che sintetica, possono inoltre essere a leva ovvero andare ad usare strumenti derivati come per esempio *futures*, *swaps* e opzioni per andare ad ampliare esponenzialmente gli effetti di piccole variazioni dei sottostanti nei propri portafogli, motivo per cui sono fondi usati principalmente a breve termine come copertura per alcune posizioni oppure per pura speculazione, proprio per le opportunità che offrono richiedono costi di gestione più elevati rispetto ad un fondo a replica passiva e non permettono di poter sfruttare ad esempio dell'effetto *compounding* sul lungo periodo, proprio per la loro elevata volatilità e assenza di linearità nei rendimenti che offrono.

Addentrando nella tipologia di ETF un po' più esotiche, vanno sicuramente citati i fondi a replica inversa, ovvero fondi che permettono di avere un rendimento opposto rispetto al sottostante, ovviamente si tratta di fondi non adatti per costruire un portafoglio di lungo periodo, ma per effettuare strategie puramente speculative sul breve periodo. Questi fondi permettono una replica inversa, dando ad investire in prodotti derivati come opzioni e altri scommettendo su un calo delle valutazioni dei sottostanti. Infine la distinzione tra le più importanti per gli investitori retail che vogliono costruire un portafoglio personale di lungo periodo, sfruttando l'effetto *compounding* o cercando una rendita da dividendi è quella tra ETF ad accumulo e a distribuzione, i primi infatti sono fondi che reinvestono i dividendi che ricevono dalle aziende su cui investono, andando a sfruttare nel modo maggiore possibile l'effetto dell'interesse composto negli anni, mentre i secondi vanno a distribuire agli investitori i dividendi che ricevono, permettendo così una seconda rendita ma la differenza tra le 2 scelte seppur potrebbe sembrare di minimo livello ad una lettura superficiale, nella realtà è abissale e permette di capire forse nel miglior modo possibile la magia dell'interesse composto negli anni.

CAP 3 Maggiori emittenti di ETF

3.1 Principali emittenti di ETF

Il mercato degli ETF è stato protagonista negli ultimi decenni di un successo e clamore mai assistito prima nella storia dei prodotti d'investimento, divenendo simbolo di una rivoluzione che ha permesso, democratizzando l'accesso ad innumerevoli prodotti d'investimento, un accentramento sconvolgente di capitali in gestione nelle mani di società attive in questo settore, facendole divenire ormai di vitale importanza per l'equilibrio e lo sviluppo del settore finanziario. Ad oggi sono innumerevoli le società operanti nell'emissione e gestione di ETF, ma a dominare il mercato in termini di AUM (*Assets under Management*) sono poche società di

enorme grandezza. Le 3 più grandi società di ETF al mondo detengono più del 75% del patrimonio totale gestito a livello globale tramite questi strumenti.⁹

In vetta alla classifica si posiziona la società d'investimento statunitense Black Rock, vantando in gestione circa 11,6 trilioni di dollari di cui 4,3 trilioni in ETF, dando accesso praticamente alla totalità dei mercati globali tramite permettendo di investire innumerevoli asset class, adatte ad ogni profilo d'investitore e ad ogni strategia d'investimento sia essa speculativa o meno.

A dominare il mercato degli ETF a livello globale vi sono inoltre le società d'investimento State Street e Vanguard, le quali combinate gestiscono circa quattro trilioni di dollari. Analizzare queste società è di fondamentale importanza per poter comprendere il funzionamento di questi strumenti finanziari e poter seguire tutto il processo di inserimento nei mercati internazionali, partendo dall'emissione per poi analizzare la distribuzione e gestione.

L'analisi di queste tre società permette di comprendere come la fiducia in istituzioni presenti da decenni sui mercati finanziari, sia di vitale importanza per permettere di crescere costantemente a livello di quote di mercato in ogni prodotto finanziario venga emesso, garantendo così alle stesse società proprio grazie alle proprie dimensioni colossali di posizionarsi in una posizione di vantaggio competitivo rispetto alle altre società competitor di minor dimensione, grazie a commissioni più basse e uno storico di rendimenti più lungo, basti pensare che l'ETF SPDR S&P 500 di State Street, precedentemente citato, esiste dal 1993 e ad oggi garantendo una replica estremamente accurata dell'indice S&P 500, è in grado di gestire circa 500 miliardi di dollari, richiedendo ai sottoscrittori una emissione annua dello 0,0945%, estremamente competitiva e possibile proprio grazie al volume del patrimonio in gestione.¹⁰

Le società di minor dimensione riescono comunque ad essere presenti sul mercato internazionale grazie a svariate strategie, tra le quali di essenziale importanza sono la specializzazione in settori di nicchia o particolari mercati geografici, tramite

⁹ Investopedia, *5 Biggest ETF Companies*, 2024

¹⁰ <https://www.marketwatch.com/tools/top-25-etfs>

l'emissione di fondi a gestione attiva che cercano di battere il mercato adoperando strategie spesso ad alto rischio, che però se combinate con una buona rete distributiva di tali prodotti, permettono di raccogliere capitali ingenti. Un *case study* da analizzare per poter comprendere meglio l'importanza e il ruolo che gli small players hanno in questo mercato, è il fenomeno degli ETF Amplify, ovvero una particolare famiglia di ETF tematici, distribuiti al pubblico dalla società *Foreside Fund Services LLC*, che si caratterizzano per il fatto di coprire una vasta serie di settori di nicchia tramite una vasta gamma di fondi tematici.

I fondi Amplify ad esempio permettono agli investitori, di entrare in alcuni settori quali quello della *Cybersecurity* con l'emissione di fondi quali *l'Amplify Cybersecurity ETF (Hack)*, ma di spaziare anche in altri campi, come i farmaci per la perdita di peso o di esporsi nelle aziende Leader nel settore dei videogame e molti altri, basandosi su un business model fondato principalmente su una gestione attiva dei fondi, con dei costi medi di gestione che si aggirano tra lo 0,5% e lo 0,9%, numeri molto alti rispetto ai fondi a replica passiva delle *big institutions* prima citate, ma che quantomeno sotto un profilo ideale trovano la propria giustificazione in un potenziale rendimento maggiore rispetto al *benchmark* di mercato.

Nel 2024 sono stati emessi poco più di 650 ETF¹¹, segnando un *trend* estremamente in crescita negli ultimi anni per questa tipologia di prodotto d'investimento, grazie anche all'introduzione a partire dal 2019 della "*ETF Rule*" emessa dalla SEC ("*Securities and Exchange Commission's*" che ha reso più facile l'emissione di nuovi ETF rispetto al passato.¹²

Un dato importante da analizzare è come seppur ogni anno vengano emessi centinaia di nuovi ETF anche da parte di società appena nate, a dominare il mercato in termini di raccolta e di AUM siano le tre grandi compagnie (*Black Rock, Vanguard, State Street*) le quali seppur attivamente impegnate nell'esplorazioni di nuovi settori e di nuove opportunità d'investimento per i propri clienti, vedono i maggiori volumi in entrata principalmente nei fondi azionari indicizzati, si pensi che il fondo

¹¹ Morningstar, *3 Great US ETF for 2025 and beyond*, 2025

¹² Securities and Exchange Commission, *SEC Adopts New Rule to Modernize Regulation of Exchange-Traded Funds*, 2019

iShares Core S&P 500 ETF ha raccolto nuovi capitali nel Q2 2025 per un valore di circa 6 miliardi di dollari, trend confermato anche da una raccolta di circa 26 miliardi di dollari nel solo mese di giugno 2025 da parte dei fondi ETF azionari internazionali di State Street e di 18 miliardi da quelli *Fixed Income*, numeri che

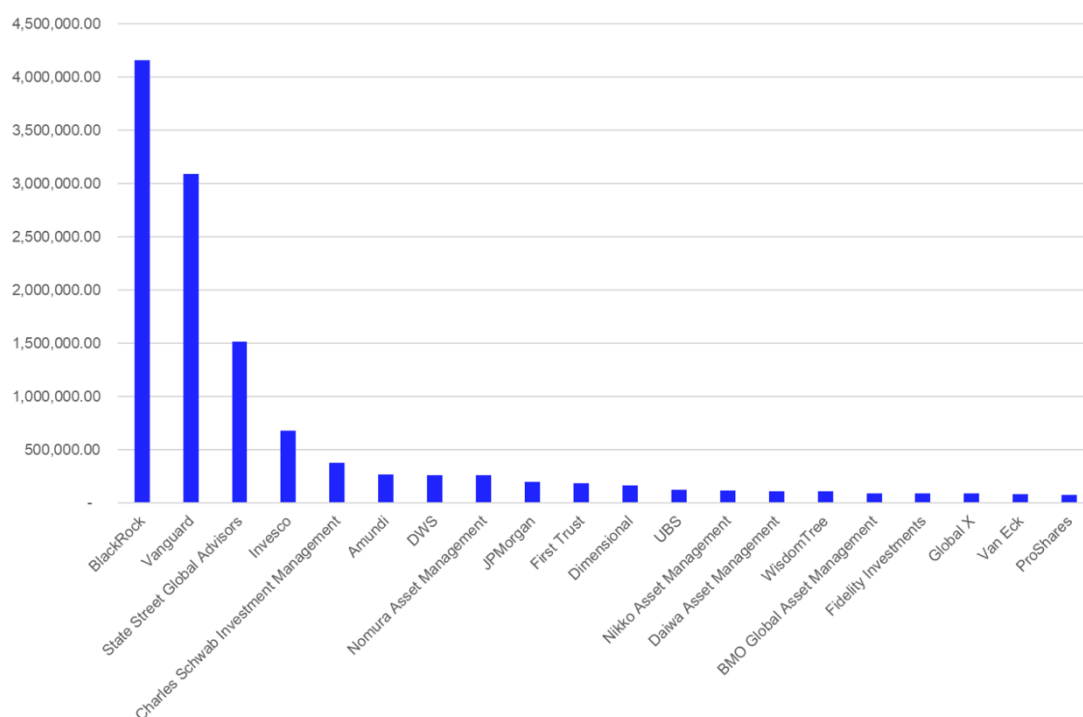


Fig. 3.1 principali emittenti ETF al livello mondiale 2024

fonte: MarketScreener, Chi sono i maggiori gestori di fondi al mondo?, 2024

Nel grafico sopra mostrato è possibile analizzare le quote del totale degli AUM (“Assets Under Management”) distribuite tra i maggiori emittenti di ETF a livello mondiale.

Un dato importante da osservare è la concentrazione di più del 60% degli Assets totali gestiti, nei portafogli delle 3 più società emittenti di ETF, ovvero Black Rock tramite i suoi fondi *iShares*, *Vanguard* e *State Street*.

Quest’analisi fa comprendere come seppur gli ETF siano uno strumento che prosegue ad attirare moltissimi capitali da investitori retail come anche istituzionali ad attirare la percentuale maggiore di questa liquidità siano le 3 maggiori società del settore, dato che se da un lato permette di comprendere la fiducia che il

mercato ripone in queste società, dall'altro evidenzia una condizione quasi monopolistica dell'intero settore.

A determinare questa concentrazione di capitali è la competitività di queste società e in particolare dei fondi da esse emessi, sia in termini di costi di gestione tra i più bassi del settore che la correlazione lineare e sincrona dei fondi a replica passiva emessi da queste società con gli indici di riferimento

3.2 Esposizione geografica del mercato e settori principali

3.2.1. Evoluzione degli ETF nei portafogli retail

Il mercato degli ETF si caratterizza per la capillare esposizione geografica e settoriale che questi strumenti permettono agli investitori, andando a coprire geograficamente tutti i paesi sviluppati aventi borse valori liquide e i principali paesi emergenti. Prendendo in esame la struttura degli ETF e analizzando il proprio business model se così possiamo chiamarlo, pur trattandosi di strumenti d'investimento, si riesce a comprendere come questi fondi si basino principalmente sulla possibilità offerta ai clienti di poter investire in innumerevoli asset class, settori e paesi differenti, permettendo sia alle società d'investimento di poter creare uno o più fondi basati su qualsiasi tematica o mercato, quindi di poter "vendere" il prodotto ETF cercando strategie strutturali che possano rendere un determinato fondo più appetibile, ma dall'altro lato permettendo anche ai clienti di poter diversificare il proprio portafoglio e poter investire con una enorme libertà di scelta, potendo contare su un mercato in continua espansione soprattutto in termini di nuove opportunità d'investimento.

Per poter comprendere al meglio questo punto e analizzare la distribuzione geografica e settoriale di questi fondi, si può partire dall'analisi del portafoglio medio di un cittadino Italiano ad inizi anni 2000 e fare un confronto con quello al 2025, andando a comprendere come l'introduzione di questi fondi abbia dato la possibilità ai clienti retail di costruirsi dei portafogli che prima erano fuori dalla

portata di un singolo investitore medio, sia per motivi di complessità gestionale che di accesso informativo. Alla fine del 2002 l'85,9% delle famiglie italiane aveva all'interno del proprio portafoglio almeno un'attività finanziaria, il 77,9% delle famiglie aveva un deposito bancario, il 16,9% un deposito postale, il 9,4 % titoli di Stato, il 14 % obbligazioni o quote di fondi comuni e solo l'1,1% aveva investito in titoli esteri¹³, bisogna considerare che all'epoca l'accesso degli investitori retail ai mercati passava quasi esclusivamente tramite consulenti finanziari o direttamente tramite la propria banca ed anche l'accesso ad informazioni finanziarie su aziende estere meno conosciute era molto limitato e materia per coloro specializzati nel settore, non dobbiamo scordare che erano gli anni della bolla dot-com, in cui moltissimi investitori vittime di un'euforia irrazionale, volendo citare le parole dell'Economista Robert Shiller, credendo di usare il mercato azionario per poter avere dei guadagni "assicurati" persero molti soldi. Un dato di fondamentale importanza per comprendere questo fenomeno è che furono persi circa 5 trilioni di dollari in valore di mercato, causando un fortissimo senso di insicurezza nei mercati e tra gli investitori retail, arrivando a creare forti timori verso i titoli statunitensi e in particolar modo *l'asset class* delle azioni e ovviamente per un risparmiatore italiano che avesse voluto decidere di investire in azioni, se non fortemente preparato in materia, si presentarono delle forti barriere psicologiche e strutturali rispetto all'accesso a i mercati azionari esteri ed in particolar modo statunitensi.

L'evoluzione tecnologica e la sempre maggiore diffusione sui mercati degli strumenti d'investimento a replica passiva, in particolar modo dei fondi indicizzati e la nascita di società di innumerevoli società di brokeraggio ma anche banche online, si pensi ad esempio alla crescita della banca italiana Fineco che ad oggi conta circa 1,7 milioni di clienti simbolo anche di un nuovo modo di vedere e interpretare la figura della banca e dell'intermediazione finanziaria. Nel 2025 sono circa 15 milioni gli italiani in età adulta che detengono almeno un investimento

¹³ Banca d'Italia, *I bilanci delle famiglie italiane nel 2002, 2004*

finanziario in ETF, numero di notevole importanza considerando che si tratta circa del 29% della popolazione adulta nel nostro paese¹⁴.

Gli investitori si sono mossi verso questi strumenti preferendoli in particolar modo ai fondi comuni d'investimento che negli scorsi 2 decenni in Italia come analizzato anche prima hanno avuto un peso fondamentale nei portafogli degli Italiani, sia per l'enorme diversificazione a cui danno accesso ma anche per i costi di gestione estremamente più contenuti rispetto ai fondi comuni ed il tutto garantendo trasparenza sui costi e sui rendimenti, anche grazie all'attenta attività degli organi di controllo. Un dato di notevole importanza per la nostra analisi è osservare come gli Assets under management dei fondi ETF italiani siano passati dal 2014 al 2024 da una cifra di circa 34 miliardi di euro ad oltre 121 miliardi¹⁵, andando a confermare un *trend* molto positivo di questi strumenti in tutto il panorama internazionale ed europeo.

3.2.2 Analisi geografica e settoriale

I fondi ETF come già precedentemente analizzato hanno attirato ingenti capitali dal loro esordio sui mercati internazionali ad oggi, apportando dei cambiamenti significativo al settore dell'*Asset Management*, precedentemente caratterizzato principalmente da fondi a gestione attiva e con alti costi gestionali. Un dato fondamentale da studiare e analizzare è l'esposizione geografica in termini di partecipazioni in titoli e strumenti finanziari dei fondi ETF a livello mondiale , in particolar modo andare ad osservare in quali paesi vi è la maggiore concentrazione di investimenti da parte di questi fondi e capire tramite questa analisi anche i possibili scenari che possono palesarsi nei portafogli degli investitori in seguito a particolari politiche governative o eventi geopolitici , ma anche osservare quali sono i settori che hanno il peso maggiore nei portafogli dei fondi ETF a livello complessivo .

¹⁴ BlackRock, *People and Money*, 2023

¹⁵ Borsa Italiana, High growth for ETF plus also in the last quarte of 2014, 2015

Prendendo in analisi il mese di giugno 2025, nei mercati mondiali sono presenti circa 12.000 ETF ¹⁶commerciati in più di 50 borse valori differenti, numero giustificato non solo da un interesse che negli anni è cresciuto sempre maggiormente da parte sia degli investitori che delle stesse società d'investimento, ma anche da un continuo arricchimento negli ultimi 2 decenni sia in termini di strategie d'investimento che di settori su cui poter investire, basti pensare che ad oggi sono disponibili ETF che investono in materie prime come ETF che investono in Bitcoin, si pensi ad esempio al fondo *iShares Bitcoin Trust* di BlackRock che detiene circa 75 miliardi di dollari in AUM dominando il mercato degli ETF su Bitcoin negli USA. A livello mondiale il 77,3 % dei capitali gestiti dai fondi ETF è esposto sull'azionario, 18,22% sull'obbligazionario, 1,89 % in *commodity*, 1,28% in investimenti alternativi, 0,76 % in *money market*, 0,39% in Assets misti e 0,13% in altre *asset classes*¹⁷.

L'analisi osservata sottolinea come i fondi ETF pur essendo destinati a qualsiasi profilo d'investitore, rimangono profondamente ancorati al loro utilizzo in qualità di strumento di diversificazione del proprio portafoglio ma anche d'ingresso in settori di nicchia o trend emergenti, attraverso l'esposizione in titoli che nel loro complesso permettono se scelti attentamente dalle società d'investimento, di beneficiare quanto più possibile di una crescita di un settore o di mercato di riferimento, prestando attenzione a mantenere un rischio che sia conforme al rendimento potenziale offerto e alla profilo dell'investitore, andando a scegliere e bilanciare titoli, come anche gestire nel modo più fedele possibile se ci soffermiamo sui fondi a replica passiva, rispetto agli indici di riferimento.

I fondi ETF a replica passiva, con benchmark l'indice S&P 500 hanno in gestione circa 2 trilioni di dollari, circa il 15% del totale in Assets gestito da tutti gli ETF, posizionandosi in questo modo come dominanti in termini di fund class rispetto alle altre tipologie di fondi, sia a gestione attiva ma anche passiva ma

¹⁶ JPMorgan, *ETF market guide: what are the trends and themes to watch*, 2024

¹⁷ London Stock Exchange, *Friday Facts: U.S. ETF Industry Review*, 2025

esposti in asset class o segmenti di mercato differenziati, potendo grazie agli enormi portafogli in gestione abbassare le commissioni di gestione, mantenendo un vantaggio competitivo di lungo periodo rispetto a tutti i potenziali *incumbent*.

A livello mondiale circa il 75% degli assets totali in gestione ai fondi ETF è investito nel mercato USA e in particolar modo 5,5 trilioni di dollari in soli titoli azionari, a dimostrazione di come questa asset class attrai la maggior parte degli investimenti a livello globale. Il fatto che il 75% di tutti gli assets comprenda investimenti nel mercato USA dimostra l'importanza che hanno le grandi *public companies* statunitensi nei mercati finanziari globali in termini di capacità di attirare capitali e investitori da tutto il mondo, ma anche l'enorme peso che hanno sui portafogli dei fondi, motivo per cui è importante sia per i gestori che per gli investitori analizzare dettagliatamente le partecipazioni di ogni fondo su cui ci si espone, poiché in molti casi ETF diversi, gestiti da società d'investimento differenti e in alcuni casi anche focalizzati su tematiche diverse seppur simili, hanno all'interno dei propri portafogli posizioni dominanti in termini di percentuale di portafoglio investita, negli stessi titoli azionari, dato di vitale importanza soprattutto per coloro che hanno interesse a diversificare il proprio portafoglio e decidono di investire in fondi differenti al fine di mitigare il rischio di mercato.

Un esempio che si può prendere in esame per comprendere questo rischio è osservare e mettere a confronto la struttura di 2 fondi ETF che pur essendo diversi in termini di focalizzazione settoriale, essendo il primo basato sull'indice S&P 500 e il secondo unicamente sul settore IT, presentano una struttura molto simile.

Il primo fondo che si può analizzare è l'*ETF iShares Core S&P 500* il quale è composto per il 24,43% da 5 titoli: Apple per il 7,48%, Microsoft 7,05%, Apple 5,94% e Amazon 3,96%¹⁸, dati che dimostrano come l'indice S&P 500 seppur composto dalle 500 aziende Statunitensi quotate di maggiore capitalizzazione sia fortemente influenzato dalle più grandi multinazionali *Tech* degli USA, motivo per cui questo stesso fenomeno si presenta in tutti i fondi che replicano questo indice, dimostrando come ad oggi sui mercati finanziari assistiamo ad una crescita molto

¹⁸ <https://www.justetf.com/it/etf-profile.html?isin=IE00B5BMR087#informazioni-basiliari>

veloce di alcuni aziende che stanno guidando l'evoluzione tecnologica a livello mondiale, ma che proprio per il loro ruolo come *leaders* del settore tech e AI crescono in termini di capitalizzazione di mercato con una velocità e con un trend esponenziale di molto superiori alle imprese quotate e operanti in business diversi, causando un'enorme sproporzione in termini di dimensioni di capitalizzazione di mercato, andando conseguentemente ad avere un peso maggiore rispetto alle altre compagnie in molti indici e fondi.

Come secondo fondo si può analizzare l'ETF *Vanguard Information technology Index Fund*, il quale seppur composto da 322 partecipazioni è composto per circa il 45% da 3 singoli titoli: Apple Inc 14,19%, Microsoft Corp 15,13% e Nvidia Corp 15,72%.¹⁹

Quest'analisi permette di comprendere come la presenza sul mercato di singole aziende quotate che prese individualmente valgono più di decine di altre multinazionali quotate, ha portato ad una presenza capillare in moltissimi ETF, anche a causa dell'obbligo di tutti i fondi a replica passiva di seguire fedelmente gli indici di riferimento, i quali in primis presentano un'esposizione di maggioranza in pochi singoli titoli.

A livello settoriale a pesare maggiormente sui portafogli in media tra tutti gli ETF vi è il settore IT che preso singolarmente pesa circa il 25% a livello globale, seguito dal settore finanziario con un 12%, *Health Care* 10% circa, *Consumer Discretionary* 10%, energetico 8%, industriale circa 8% e il restante 34% è distribuito tra i restanti settori. I titoli Europei hanno un peso di circa il 10% sugli ETF mondiali, ma si differenziano rispetto agli USA, poiché il settore con il peso maggiore è quello finanziario, in particolare quello bancario e assicurativo, seguito da quello industriale e farmaceutico, mostrando una differenza in termini di bilanciamento settoriale e anche di composizione del tessuto economico e finanziario tra gli Stati Uniti e l'Europa.

A differenza del mercato statunitense guidato da multinazionali nel settore tech, che sono leader di mercato nelle nuove tecnologie come l'AI o più generalmente

¹⁹ <https://investor.vanguard.com/investment-products/etfs/profile/vgt#price>

l'elettronica, l'Europa dimostra un panorama finanziario dove ad avere la maggiore capitalizzazione sono multinazionali che hanno la maggiore quota di fatturato nel continente Europeo salvo rari casi e sono attive nel settore dei servizi finanziario come precedentemente descritto.

A maggior chiarimento il seguente grafico potrà, *ictu oculi*, mostrare la distribuzione degli AUM dei fondi ETF a livello mondiale, analizzando la distribuzione per paese, al mese di giugno 2025.

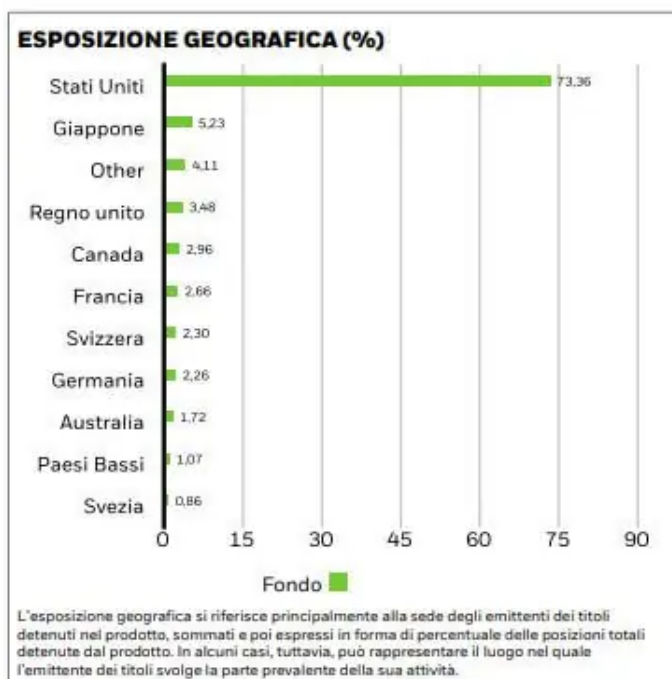


Fig 3.2 distribuzione a livello geografico degli AUM in gestione ai fondi ETF

fonte: SoldiExper SCF, *ETF cosa sono: guida semplice e completa*, Agosto 2025

CAP 4 Gli ETF e le Big tech statunitensi

4.1 Dimensione mercato ETF tech

Il mercato degli ETF come analizzato precedentemente è caratterizzato dalla presenza di migliaia di fondi focalizzati su strategie, settori ma anche caratteristiche strutturali e strategiche differenti, ma nonostante la sua entità è di fondamentale importanza esaminare il peso che hanno gli *ETF tech*, ovvero fondi che investono in società tecnologiche, rispetto alla totalità dei fondi, poiché questo dato ci permette di capire come le società tech statunitensi avendo un peso dominante sugli *ETF tech*, conseguentemente arrivino ad essere i titoli con l'impatto maggiore per il rendimento *overall* di tutta la categoria dei prodotti ETF.

Sul mercato sono quotati circa 110 ETF con esposizione focalizzata sulle società tech statunitensi e con *Assets* in gestione complessivamente per 331 miliardi di dollari, andando a coprire da soli circa il 5% del totale gestito da tutti gli ETF a livello mondiale e quasi il 7% di tutto il patrimonio gestito dagli ETF Statunitensi.²⁰

Il fondo ETF con il valore maggiore di *Assets under Management* è il *Vanguard Information Technology* ETF, il quale ha in gestione circa 50 miliardi di dollari suddivisi in 322 titoli azionari, dei quali le prime 3 partecipazioni ovvero: Nvidia, Microsoft e Apple rappresentano il 45 % dell'intero portafoglio²¹, dato essenziale per comprendere come anche se sul mercato sono presenti fondi tech con centinaia di titoli in portafoglio, ad avere un peso maggiore sono quasi sempre le maggiori 3 società *Tech*, mentre gli altri titoli, come in questo caso 319 titoli se paragonati singolarmente, abbiano un peso minimo rispetto alle principali partecipazioni.

Analizzare la composizione di questo fondo permette di comprendere il motivo per cui per motivi gestionali, ma anche operativi, altri fondi come ad esempio il fondo *iShares US Technology* ETF investano in un numero maggiormente contenuto di partecipazioni, in questo caso circa 146, poiché in termini di coerenza con l'andamento del settore di riferimento, avendo la maggiore concentrazione sui 3 titoli sopra citati è più agevole a livello gestionale investire la restante porzione di portafoglio in un minor numero di titoli, purché sia tale da permettere un certo grado di diversificazione.

Il primo ETF tech fu il *Nasdaq-100 Index Tracking Stock*, l'odierno Invesco QQQ Trust, il quale fu commercializzato per la prima volta il 10 marzo 1999²², aprendo la strada ad una distribuzione di fondi ETF a tema *Tech* che negli ultimi 25 anni è passata da un patrimonio di 2 miliardi di dollari ad un totale di circa 1 trilione di

²⁰ VettaFi, *Technology Equities ETFs (Top Issuers by AUM)*, 2025

²¹ <https://investor.vanguard.com/investment-products/etfs/profile/vgt>

²² HAL open science, *Exchange Traded Funds: History, Trading and Research*, 2006

dollari in gestione, permettendo un'esposizione su titoli tecnologici anche ad investitori retail che per poter esporsi al settore erano limitati ad investire in fondi comuni d'investimento o a fare un'attività di *stock picking* autonoma, assumendo maggiori rischi e costi di gestione, ma soprattutto non potendo diversificare e aggiornare la composizione dei propri portafogli in base all'indice di benchmark, si pensi gli ETF a replica passiva, con la puntualità di una realtà istituzionale. Bisogna specificare che l'indice Nasdaq 100 comprende le 100 società più grandi non finanziarie degli Stati Uniti; quindi, seppur non espressamente focalizzato unicamente sul tech, era implicito il suo focus sulle società tech in quanto rappresentative della maggior percentuale di concentrazione all'interno del paniere.

Questo ETF fu ideato tramite una collaborazione tra le borse Nasdaq e Amex, con la società di gestione *Barclays Global Investors*, con l'obiettivo di creare un fondo facilmente scambiabile e che permettesse soprattutto alla clientela retail di entrare sul settore *tech*, che all'epoca era il protagonista della trasformazione economica soprattutto negli USA.

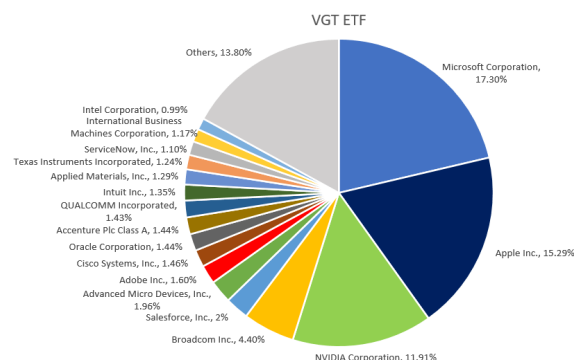


Fig 4.1 Allocations portfolio VGT ETF,

Fonte: Seeking Alpha (Author : Ryan Ang) , VGT : *Buy This Basket With An Impressive Assortment of Eggs*, Giugno 2024

4.2 Crescita borsistica dei titoli tech ed evoluzione degli ETF

Per poter analizzare la trasformazione avvenuta negli ultimi 2 decenni in termini di *asset allocation*, è necessario tracciare l'andamento notevolmente positivo che hanno avuto i titoli tech come capitalizzazione di mercato dal 1985 ad oggi e confrontare le più grandi società listate nell'indice S&P 500 40 anni fa e vedere come sono cambiati i settori di principali rispetto ad oggi 2025.

Al 31 Dicembre 1985 i 3 titoli ad occupare il peso maggiore all'interno dell'indice S&P 500 erano: IBM, Exxon Mobil, General Electric, con una capitalizzazione complessiva di circa 70 miliardi di dollari ²³. Queste 3 multinazionali pesavano complessivamente il 10 % circa dell'intero indice, all'epoca stimato in circa 700 miliardi di dollari ed appartavano 2 settori: Energetico nel caso di *General Electric* ed *Exxon Mobil* ma anche nel caso di IBM nell'IT.

Contrariamente al mercato odierno all'epoca ad avere un peso primario nei mercati azionari statunitensi e nell'indice S&P 500 erano i seguenti settori: In primis l'energetico che guidato da multinazionali come *Exxon Mobil*, *Chevron* e *Texaco*, arrivando ad occupare circa il 25% dell'intero indice.

La crescita del settore energetico era dovuta soprattutto agli extra profitti generati a seguito degli shock petroliferi degli anni 70, sia dalla posizione dominante nell'approvvigionamento energetico negli anni della Guerra Fredda

Il secondo grande settore era quello industriale, il quale pesava circa il 20% dell'indice ed era capeggiato da aziende quali ad esempio la *General Motors* o la *General Electric*, bisogna sottolineare che all'epoca ancora non era ancora sorta la minaccia delle multinazionali Nipponiche, anche se cominciavano a crescere considerevolmente.

Il settore tecnologico a metà degli anni 80 era diverso rispetto ad oggi, all'epoca infatti le aziende tecnologiche si occupavano di progettare ed implementare per le aziende strutture e apparecchiature che sfruttassero il meccanismo computazionale, come ad esempio computer aziendali, stampanti o terminali. Questo settore pesava circa il 12% dell'intero indice e di questa percentuale circa il 6% era occupato da IBM.

L'indice S&P 500 nel periodo analizzato è frutto di un sistema economico che era profondamente diverso rispetto ad oggi, poiché le multinazionali seppur tecnologiche si basavano sull'utilizzo di asset tangibili e le principali multinazionali erano impegnate nella distribuzione di prodotti tangibili e fisici, come elettricità o benzina.

A permettere una crescita sempre maggiore delle aziende tecnologiche all'interno dell'S&P 500 fu inizialmente la nascita di moltissime aziende occupate in questa *New Economy* e che attirarono l'interesse dei mercati internazionali fino ad arrivare alla bolla delle *dot com*, ma anche grazie alla nascita di nuove tecnologie come il cloud computing, il mobile, modelli SaaS ovvero *Software as a Service* ma anche dei social media e dei siti web che hanno permesso alle società operanti in questo settore di divenire produttrici di beni che seppur intangibili sono divenuti parte

²³ <https://www.voronoiiapp.com/markets/The-10-Largest-SP-500-Companies-From-1985-to-2024-4655>

necessaria nella routine quotidiana aziendale ma anche personale di miliardi di persone.

Ad oggi il settore Tech singolarmente come analizzato precedentemente rappresenta circa 1/3 dell'intero S&P 500, ma differentemente a quanto accadeva negli scorsi decenni, questa proporzione si ritrova in moltissimi fondi ETF che oramai sono lo strumento prediletto per i portafogli diversificati degli investitori retail non professionali, causando una sovraesposizione a livello mondiale che in passato non era strutturalmente possibile.

Ciò dimostra come l'economia mondiale sia profondamente cambiata insieme al cambiamento e al progresso tecnologico, ma anche come grazie alla nascita dei fondi ETF e alla loro diffusione, le aziende che dominano l'indice S&P 500 oramai dominano anche i portafogli di investitori retail ed istituzionali di tutto il mondo.

4.3 Confronto tra Nvidia e Amazon

Negli ultimi 10 anni Amazon e Nvidia si sono posizionate tra le più importanti società al mondo nel settore tecnologico, in particolar modo nell'*e-commerce* della prima società e nell'AI per Nvidia.

Pur avendo raggiunto entrambe valutazioni superiori al trilione di dollari, queste 2 aziende hanno avuto una velocità di espansione molto differente, così come un rapporto con i fondi ETF molto diverso.

Amazon fu quotata al NASDAQ nel 1997 con una valutazione di circa 500 milioni di dollari ed è stata caratterizzata pur avendo subito una forte correzione di mercato durante lo scoppio della bolla delle *dot com*, da una crescita graduale sul mercato, superando il trilione di capitalizzazione di mercato nel 2018, 21 anni dopo la sua quotazione, pur avendo avuto una crescita continua degli anni ed aver investito miliardi di dollari all'anno per espandersi.²⁴

Amazon pur essendo un'azienda attiva nel settore dell'*e-commerce* non è considerata un'azienda puramente tech, motivo per cui può essere fatta rientrare

²⁴

<https://finance.yahoo.com/quote/AMZN/history/?period1=863703000&period2=1753117359&frequency=1mo>

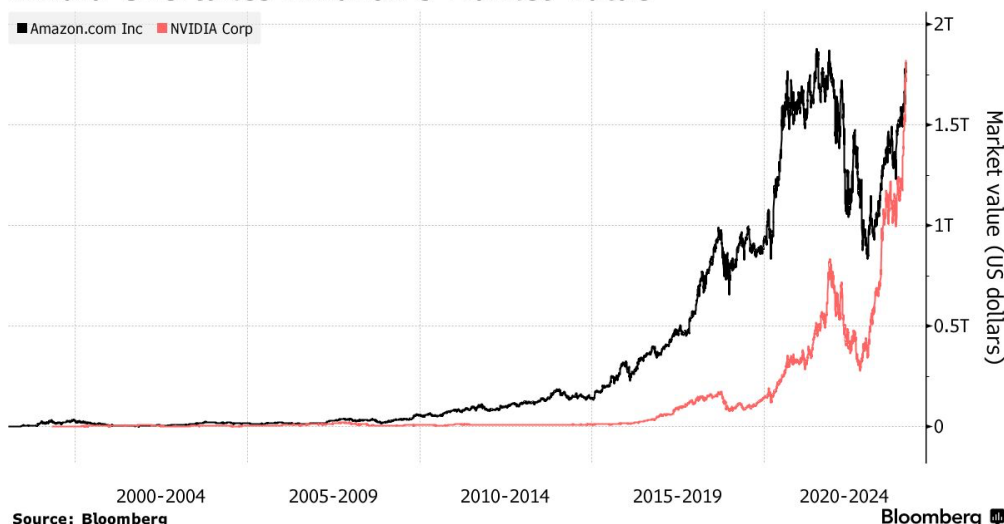
nel macrosettore *Consumer Discretionary*, motivo per cui molti fondi che investono sul tema puramente tech hanno limitato all'interno dei propri portafogli la propria esposizione su questa società rispetto ad altre considerate puramente tech come Nvidia.

La società *Nvidia Corporation* è stata fondata nel 1993 da Jensen Huang, Chris Malachowsky e Curtis Priem e venne quotata sul Nasdaq il 22 gennaio 1999 con il *Ticker* NVDA ad un prezzo di 12 dollari ad azione e all'epoca si occupava principalmente sulla progettazione di GPU per *videogames* e *workstations* grafiche²⁵.

Pur avendo registrato una crescita costante negli anni, la crescita maggiore del titolo si è avuta dal 2017 al 2024 grazie all'adozione delle GPU nell'AI e deep learning e dell'avvento dell'AI generativa²⁶. Nell'ultimo decennio il titolo è cresciuto in termini di *Market Capitalization* da 15 miliardi a 4 trilioni di dollari (nel 2020 era a 100 miliardi)²⁷

Di fondamentale importanza è analizzare come a differenza di Amazon, Nvidia sia una società puramente tech e leader nel settore dell'AI, oltre che la più grande al mondo per capitalizzazione di mercato e per questi fattori occupa una posizione rilevante in molteplici fondi ETF sia settoriali, si pensi a quelli con focus sull'AI, sia a quelli tech, ma anche a tutti quei fondi esposti sull'azionario USA, permettendole di attrarre costantemente capitali ed essere all'interno di un processo auto rinforzante.

Nvidia Overtakes Amazon's Market Value



²⁵ *Nvidia Corporation, NVIDIA History, 2025*

²⁶ Rivista.Ai, GPU NVIDIA per l'Intelligenza Artificiale perché vengono usati solo questi processori?, 2025

²⁷ <https://investor.nvidia.com/stock-info/stock-quote-and-chart/default.aspx>

Fig 4.2 grafico titoli Amazon e Nvidia a confronto dal 2000 al 2024

fonte: Bloomberg, *Nvidia(NVDA) Overtakes Amazon(AMZN) in Market Value*, Febbraio 2024

Il grafico mostrato mette a confronto l'andamento in borsa di Amazon e Nvidia dal 2000 al 2024, mostrando non solo quando la valutazione di Nvidia ha superato quella di Amazon, ma anche la differente velocità con cui le 2 aziende sono cresciute in borsa, si prenda in particolar modo in esame il periodo dal 2019 al 2024, quinquennio in cui il titolo di Nvidia è cresciuto con un *CAGR* annuo composto di quasi il 90% annuo, mentre Amazon nello stesso arco di tempo ha registrato una crescita annua attorno all'8%.

Al fine di una corretta lettura ed analisi di questo grafico, bisogna considerare come le 2 società seppur entrambe operanti nel settore tech, siano in un momento differente del proprio ciclo evolutivo, da una parte Amazon è un colosso dell'e-commerce e sta da diversi anni portando avanti una strategia di diversificazione settoriale soprattutto nel cloud computing, si pensi alla crescita che sta registrando la società Amazon Web Services anche grazie agli ingenti investimenti da parte di Amazon, mentre nel caso di Nvidia si assiste alla crescita esponenziale di un'azienda che si posiziona ad oggi come leader nel settore dell'AI, che ad oggi è quello che dati alla mano attira il maggior numero di nuovi investitori.

4.4. Fenomeno del “*rebalance drift*” sugli ETF Tech

Gli ETF che replicano indici ponderati per capitalizzazione come il fondo QQQ necessitano di ribilanciare periodicamente la propria composizione seguendo le variazioni in termini di capitalizzazione dei sottostanti.

I fondi sono tenuti a ribilanciare i propri portafogli ad intervalli temporali prestabiliti, che possono essere trimestrali, semestrali oppure annuali e durante questo arco temporale dei titoli potrebbero crescere velocemente e andare a superare all'interno del fondo, il peso target espresso dall'indice di riferimento.

Quanto descritto prende il nome di *rebalance drift*, un fenomeno che può comportare una sovraesposizione ad un numero limitato di titoli con conseguente concentrazione dei portafogli gestiti dagli ETF.

Il processo descritto si autoalimenta, poiché contemporaneamente alla crescita di un titolo, aumenta il suo peso sull'indice che lo detiene nella propria struttura con conseguente aumento del suo peso sul fondo ETF che ricevendo capitali in entrata da clienti retail e istituzionali, sostiene a sua volta il prezzo del titolo, creando un effetto domino contrario al principio di diversificazione tipico di molti fondi ETF.

Un caso importante da analizzare è come nel 2024 il titolo della società Nvidia, avendo registrato una crescita superiore al 100% in 6 mesi²⁸, abbia raggiunto un peso su molti ETF settoriale, come ad esempio il *VanEck Semiconductor ETF*, si siano trovati con un portafoglio fortemente esposto sul singolo titolo di Nvidia, arrivando anche ad avere più del 20% del proprio fondo occupato da questa società, superando ampiamente la situazione dei ribilanciamenti precedenti.

Una volta trascorso l'arco temporale previsto, i singoli ETF ribilanciano le proprie posizioni ed è in questo frangente che molti fondi a seguito di sovraesposizione dovute a questo fenomeno, vendono parte delle proprie partecipazioni nei titoli coinvolti, andando a causare se pensiamo alla numerosità dei fondi coinvolti, delle correzioni di mercato sul titolo stesso, rischiando di causare un effetto concatenato di vendita sistemica che potrebbe essere sia strumento di speculazione da parte di singoli investitori anche istituzionali, ma anche causa di un possibile *panick selling*.

CAP 5 Rischi e benefici di questa sovraesposizione

5.1 L'importanza della liquidità

Nell'ambito degli ETF tech la liquidità è un tema di fondamentale importanza, soprattutto nella prospettiva degli investitori poiché strettamente collegato alla loro possibilità di poter uscire dalle proprie posizioni in tempi brevi.

La liquidità nel settore dei fondi ETF assume un ruolo fondamentale, essa infatti può consistere infatti sia nella liquidità del fondo, ovvero il grado di semplicità con cui si possono scambiare le quote del fondo nelle borse valori e a questo fine operano i market maker e broker, che si occupano di mantenere uno *spread* denaro lettera

²⁸ <https://investor.nvidia.com/stock-info/stock-quote-and-chart/default.aspx>

quanto più ridotto, si pensi che ad esempio nel caso del fondo *Vanguard Information Technology ETF* questo spread è inferiore a 3 punti base.²⁹

La liquidità si riferisce anche alla liquidità degli assets sottostanti, ovvero al grado di facilità con cui si possono vendere gli strumenti che il fondo ha in portafoglio.

Nel caso degli ETF tech la liquidità dei sottostanti è un punto di forza, poiché i titoli tech sono caratterizzati da volumi di scambio giornalieri superiori ai titoli degli altri settori

Il grado di liquidità rappresenta un dato fondamentale durante l'analisi di un fondo ETF poiché anzitutto a causa di spread minori rispetto ad altri fondi si hanno costi di commissione inferiore, inoltre gli investitori retail possono acquistare e vendere posizioni sui fondi liberamente pur andando ad eseguire ordini di poca entità.

Queste qualità hanno fatto dei fondi ETF tech la punta di diamante ad oggi di tutta questa categoria di fondi, grazie alla semplicità con cui ci si può operare, pur trattandosi di fondi con AUM superiori al PIL di molti paesi.

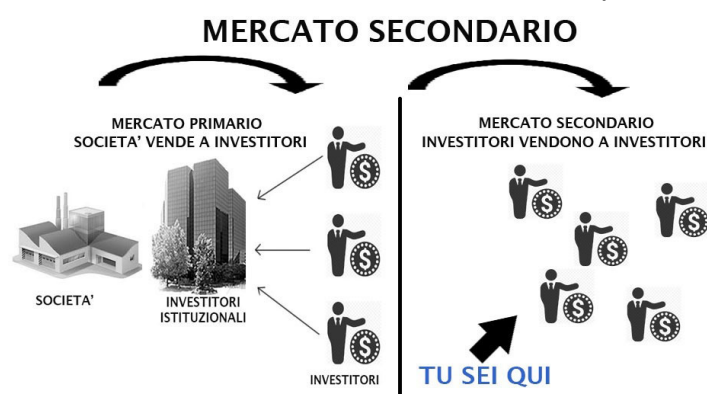


Fig 5.1 Differenza tra mercato primario e secondario,

fonte: daviderosa.it, *Cos'è il mercato secondario*, Ottobre 2018

5.2 Leveraged ETF

I *leveraged ETF* sono fondi ETF emessi con il fine di replicare un indice usando strumenti derivati come futures, swap ed opzioni, che hanno come fulcro operativo la capacità di moltiplicare la performance giornaliera dell'indice sottostante.³⁰

Bisogna specificare che il fondo non apre posizioni sui sottostanti, ma si focalizza su un bilanciamento della leva per poter raggiungere i livelli moltiplicativi prefissati.

²⁹ JustETF, *La liquidità degli ETF: concetti da sapere*, 2021

³⁰ BancoBPM, *Come funzionano gli ETF a leva*, 2019

La particolare strategia operativa di questi fondi comporta sia possibilità di guadagni maggiori rispetto alla semplice detenzione del sottostante ma anche il contrario, motivo per cui i rendimenti di questi strumenti non sono lineari e vengono utilizzati principalmente con un'ottica di breve periodo.

Con il passare dei giorni in cui si detiene un fondo *leveraged*, le perdite diventano a causa del fenomeno del decadimento da volatilità, dovuto al ribilanciamento giornaliero, sempre più ingenti, motivo per cui difficilmente un investitore detiene questi fondi per un lasso temporale superiore ad un giorno.

Un esempio di fondo ETF *leveraged* è il fondo *ProsharesUltra Pro QQQ*, gestito da Black Rock. Questo fondo rientra tra i più liquidi al mondo, vanta un totale in Assets under management (AUM) di oltre 20 miliardi di dollari e costi di gestione attorno allo 0,95%.³¹

Le principali partecipazioni di questo fondo sono Apple, Nvidia, Amazon e Microsoft, nelle quali il fondo entra indirettamente tramite gli strumenti derivati.

L'obiettivo di questo fondo è raggiungere 3 volte la performance giornaliera dell'indice Nasdaq – 100, obiettivo che fa rientrare questo fondo principalmente tra quelli utilizzati per operazioni speculative *intraday*.

La presenza sul mercato di fondi di questo tipo, che utilizzano derivati per ottenere un effetto leva rispetto all'andamento offerto da indici tech, evidenzia come il mercato degli ETF sia diventato talmente vasto che la possibilità che si verifichino effetti domino sui mercati è una possibilità sempre più concreta.

A causa della complessità e quindi anche del rischio che presentano questi strumenti seppur già regolati e vigilati dagli organi di controllo a fine maggio 2025 è stata presentata alla SEC (*Securities and Exchange Commission*) una petizione pubblica che propone di richiedere il consenso scritto da tutte le società rientranti su cui gli ETF a leva e tematici sono esposti.³²

³¹ <https://www.proshares.com/our-etfs/leveraged-and-inverse/tqqq>

³² <https://www.sec.gov/files/rules/petitions/2025/petn4-857.pdf>



Fig 5.2 grafico andamento ETF TQQQ

fonte: [invezz.com](https://www.invezz.com), *ProShares TQQQ ETF is about to explode higher if this happens*, Novembre 2024

5.3 Regolamentazione USA ed EU a confronto

L'emissione e la gestione degli ETF in USA sono regolati dal Securities Act del 1933 che si occupa di regolare la nascita di nuovi ETF sul mercato e l'*Investment Company Act*, entrato in vigore nel 1940.³³

L'autorità federale che si occupa della vigilanza sui mercati finanziari negli Stati Uniti è la *Securities and Exchange Commission* (SEC), introdotta nel 1934 con l'approvazione del Securities Act del 1934 e composta da 5 commissari nominati dal presidente degli Stati Uniti e che restano in carica per 5 anni.

Un importante provvedimento introdotto dalla SEC in merito alla creazione di fondi ETF è la *Rule 6c-11* del 2019, che ha portato ad una semplificazione dell'*iter* da seguire per la creazione di fondi ETF, introducendo anche obblighi riguardo agli standard di liquidità che devono rispettare le partecipazioni sottostanti e la pubblicazione da eseguire ogni giorno della composizione del portafoglio del fondo e il suo NAV, ovvero *Net Assets Value*.

Due documenti che ogni fondo ETF deve pubblicare sono i documenti *Form N-1* e *Form N-Port*, i quali sono necessari al fine di informare gli investitori circa il livello di rischio, costi e *allocation* del patrimonio gestito.

La SEC si occupa anche della sorveglianza sulle società tech presenti negli ETF, avanzando attività di controllo circa possibili pratiche contabili scorrette o abuso di informazioni privilegiate.

³³ *Investopedia, Securities Act of 1933: Significance and History, 2024*
Investopedia, What is the Investment Company Act of 1940? Key Insights and Impacts, 2025

A livello Europeo a regolare i fondi ETF è la direttiva UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Assets*) introdotta nella sua prima forma nel 1985 e che negli anni è stata ampliata come avvenuto ad esempio con l'introduzione della normativa UCITS V nel 2016.

Il fine di questa direttiva è anche quello di creare un mercato comune a livello Europeo di questi fondi, permettendo una libera distribuzione dei fondi approvati all'interno di uno stato Europeo tra tutti gli altri Stati.

Quasi la totalità dei fondi distribuiti in Europa rispetta la normativa UCITS, grazie alle garanzie in termini di trasparenza e limitazioni circa il rischio imposti.

I fondi UCITS devono presentare agli investitori Report e documentazioni circa i costi di gestione e totali, composizione del portafoglio e il *Key Information Document* (KIID) un report contenente informazioni circa rischi, strategie operative e *fees* del fondo.³⁴

Un importante componente della normativa che tratta il tema del bilanciamento delle varie partecipazioni all'interno dei vari titoli in portafoglio è l'articolo 52, che impone importanti regole che vanno a differenziare i fondi Europei da quelli USA.

Questo articolo impone un divieto per gli ETF di investire in titoli fortemente illiquidi e un tetto del 10% sul peso che un singolo titolo può avere sul totale degli *Assets* netti.

La maggiore regolamentazione a cui sono sottoposti i fondi aderenti alla direttiva UCITS determina sia un minor rischio da parte di quest'ultimi di essere fortemente concentrati su pochi titoli, ma contemporaneamente non permette di avere un beneficio da repentini innalzamenti che spesso interessano le big tech USA, basti pensare alle quotazioni di Nvidia.

A differenza del mercato USA in Europa sono raramente distribuiti agli investitori retail ETF a leva o inversi, limitando comportamenti speculativi da parte degli investitori retail.

Questa maggiore attenzione in Europa verso una tendenza restrittiva nei confronti dei tratti più speculativi di questi fondi ha portato molti investitori retail con una propensione elevata al rischio ad esporsi maggiormente sui fondi USA.

³⁴ Amundi, *I vantaggi degli ETF UCITS*, 2023

5.4 **Peso delle Big tech sugli ETF Total World**

I fondi *Total World* sono una categoria di fondi ETF che hanno come obiettivo strategico quello di replicare passivamente l'andamento dell'intero mercato azionario globale, andando a bilanciare il proprio portafoglio geograficamente e settorialmente utilizzando una ponderazione basata sul *Market Cap*.

Questi fondi vanno ad investire sia in titoli di società appartenenti a paesi sviluppati che emergenti, andando ad esporsi nei vari titoli azionari in base alla loro *Market Capitalization* ed in seguito vanno a bilanciare il peso assunto dalle varie partecipazioni in base anche in questo caso alla Capitalizzazione delle varie società.

È necessario sottolineare che non tutti i fondi *Total World* adottano come criterio per bilanciare le varie partecipazioni la capitalizzazione di mercato.

I fondi *Equal Weight*, ad esempio, pur avendo come obiettivo un'esposizione a livello globale distribuiscono i titoli in portafoglio in modo tale che ogni titolo occupi il medesimo peso all'interno del portafoglio.

I fondi *GDP weighted* diversamente utilizzano come criterio per attribuire un peso più o meno maggiore ai titoli di un determinato paese il suo il GDP (*Gross Domestic Product*)

Esistono anche fondi Total World tematici, si pensi al fondo *iShares Global Clean Energy* ETF, il quale replica *S&P Global Clean Energy Transition index*, composto dalle 100 principali società attive nella produzione di energia pulita a livello mondiale.³⁵

Un dato importante da analizzare è come si siano evoluti questi fondi dalla loro comparsa sui mercati finanziari fino ad oggi e come sia cambiata la composizione dei loro portafogli e in particolar modo la distribuzione settoriale negli ultimi 2 decenni.

Per poter comprendere l'evoluzione che hanno subito questi strumenti bisogna anzitutto comprendere la causa della loro introduzione, ovvero la necessità da parte degli investitori di concentrare in un unico fondo un'esposizione in più società

³⁵ <https://www.ishares.com/it/investitore-privato/it/prodotti/251911/ishares-global-clean-energy-ucits-etf>

distribuite a livello mondiale, ponderando ogni posizione in base alla capitalizzazione di mercato di ogni società.

I primi fondi ETF *Total World* erano fondi che andavano a replicare come precedentemente analizzato indici particolarmente diversificati come ad esempio il FTSE *Global All Cap*, cercando di aprire posizioni in aziende sia di paesi emergenti che sviluppati, cercando però contemporaneamente di beneficiare della crescita delle società USA, tanto che quest'ultimo occupava all'incirca un 40% in media del portafoglio totale.

A livello settoriale i principali settori in cui questi fondi andavano ad esporsi erano in particolar modo quello energetico, finanziario e industriale e dato da sottolineare, la tecnologia pesava mediamente circa un 10% sul portafoglio totale.

Questi fondi nei primi anni 2000 erano ancora poco diffusi basti pensare che a livello mondiale non arrivavano ai 10 miliardi di *Assets Under Management*.

Nel decennio che va dal 2010 al 2020 si è assistiti ad una straordinaria crescita del settore Tech grazie ad una trasformazione digitale mondiale.

Società quali Amazon, Apple, Microsoft e Alphabet hanno raggiunto un peso sempre maggiore nei mercati, spinte dalla rivoluzione mobile, dall'avvento dei social media e in generale dall'intera *digital transformation*.

Questa trasformazione dal punto di vista della composizione degli ETF *Total World* ha avuto un impatto molto significativo, portando ad una trasformazione della ponderazione dei pesi assunti dalle varie società a livello settoriale e ad una concentrazione nel settore *Tech* che negli ultimi 20 anni ha avuto una tendenza in continua crescita.

Nel 2020 gli USA erano arrivati ad occupare circa il 56% del peso totale nella maggioranza di questi fondi³⁶, il settore tech era arrivato a rappresentare circa il 20% dei portafogli e le società *Big Tech* ormai erano dominanti nella quasi totalità dei fondi, basti pensare che circa l'11% del fondo MSCI ACWI era occupato da Amazon, Alphabet, Meta ed Apple.

Questa concentrazione ha portato questi ETF ad avere le propria performance sempre più legata al settore tech statunitense, fattore che se da un lato ha permesso a questi fondi di ottenere ottime performance dall'altro ha comportato

³⁶ CFA Institute, *Enterprising Investor*, 2020

un allontanamento da quella struttura concepita originariamente e finalizzata ad una diversificazione a livello mondiale, seppur con un peso maggiore degli USA.

Dal 2020 al 2025 questa concentrazione è aumentata ulteriormente, grazie soprattutto all'avvento dell'AI (*Artificial Intelligence*) e in particolar modo dell'AI generativa.

Gli USA nel 2025 pesano circa il 60% del fondo iShares ACWI, con un 25% occupato solamente dalle aziende Tech.³⁷

All'interno dei titoli *Tech*, l'azienda che negli ultimi anni sta crescendo maggiormente è Nvidia, che con una capitalizzazione di mercato di circa 4 trilioni di dollari è presente in quasi ogni fondo *Total World*, grazie al suo importante ruolo nella nuova trasformazione tecnologica guidata dall'Intelligenza Artificiale.

Nel 2025 circa il 50% della performance di un fondo *Total World* seppur in media detengano centinaia di titoli, è determinata da 10 titoli, dei quali i principali sono quelli tecnologici al cui vertice si trova Nvidia Corporation.

A livello geografico nella maggior parte dei fondi *Total World* circa il 55% è esposto sugli USA e la maggior concentrazione di questa percentuale si registra sulle società Big Tech, segnando un *trend* che negli ultimi anni sta crescendo sempre più, causando una trasformazione di questa tipologia di fondi.

³⁷ <https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/251850/ishares-msci-acwi-ucits-etf>

COUNTRY WEIGHTS

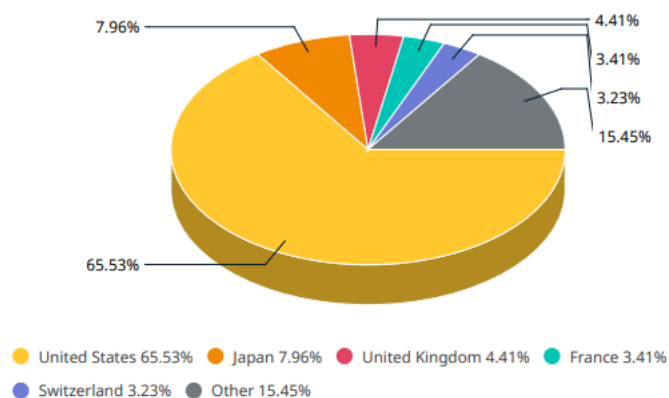


Fig 5.4 Esposizione geografica fondo iShares MSCI world

Fonte : Seeking Alpha, *MSCI World- It's U.S. Stocks And Tech Not "The World"*, Settembre 2020

CAP 6 ETF e il rischio di concentrazione sulle Big Tech: Analisi e prospettive di riforma

6.1. Diversificazione illusoria

La maggioranza degli investitori retail, ma anche istituzionali utilizzano gli ETF per poter aver accesso ad una maggiore diversificazione, come è stato anche analizzato precedentemente.

Seppur il mercato degli ETF sia caratterizzato da una vasta offerta, numerosi fondi ETF seppur esposti su tematiche differenti o paesi differenti, condividono molte volte un portafoglio con una maggiore concentrazione su medesimi titoli, portando ad una sovraesposizione complessiva dell'intero mercato su determinati titoli.

Questo fenomeno fa sorgere svariati problemi nel mercato. Anzitutto gli investitori retail se non correttamente informati, rischiano di avere mentalmente un'idea sbagliata sul grado di rischio del proprio portafoglio, basti pensare a come potrebbe essere facile per un investitore inesperto allocare parte del proprio portafoglio su un ETF *Total World tech* pensando di investire in un paniere ad alto grado di diversificazione a livello mondiale sul settore tech, ma poi la sua esposizione si pensi ad esempio a ciò che si verifica con il fondo *iShares MSCI World Information Technology Sector* sia per il 90% su titoli USA e di questa percentuale il 40% è occupato dalle *Big Tech* USA, con un peso sempre più dominante della società NVIDIA Corp.³⁸

L'esempio sopra illustrato è utile per comprendere come seppur l'offerta di ETF sia estremamente eterogenea ad una lettura "superficiale" di questi strumenti, se si va ad analizzare la composizione di molti ETF si può comprendere come a pesare maggiormente nella maggioranza degli ETF siano le *Big Tech* USA, per un motivo sia strutturale sia strategico, in quanto sono i titoli che hanno registrato complessivamente i rendimenti più alti a livello di gruppo negli ultimi 15 anni.

Un'enorme concentrazione su singoli titoli è una fonte di rischio sia per i singoli investitori, che potrebbero avere un portafoglio eccessivamente concentrato seppur indirettamente su pochi singoli titoli, ma anche per la stabilità del mercato azionario preso complessivamente, si pensi in particolar modo all'azione esercitata dagli algoritmi sui mercati i quali attuando operazione di ribilanciamento, vendita e acquisto automatici potrebbero innescare fenomeni di vendita acquisto di massa, agendo collettivamente e muovendo automaticamente enormi quantità di capitali.

La dinamica sopra descritta potrebbe causare un effetto a cascata sui mercati, portando a crolli repentini sui mercati.

Un dato di fondamentale importanza per poter comprendere i rischi a cui possono portare gli algoritmi in un mercato sovraesposto è come questi non tenendo conto della liquidità di un determinato mercato e agendo in modo automatico sulla base di istruzioni strutturali, potrebbero vendere ingenti pacchetti azionari di un determinato titolo in un mercato magari illiquido e portare a crolli repentini dei prezzi e ugualmente nei mercati liquidi, un singolo algoritmo di proprietà di un singolo fondo o investitore istituzionale, ha un effetto indirettamente sui portafogli di milioni di investitori retail e lo stesso avviene nell'ipotesi di un errore algoritmico con potenziali conseguenze disastrose.

³⁸ <https://www.ishares.com/it/investitori-professionali/it/prodotti/308858/ishares-msci-world-information-technology-sector-ucits-etf?switchLocale=y&siteEntryPassthrough=true>

La presenza sui mercati di una sincronizzazione tra i vari algoritmi soprattutto in un mercato azionario a livello globale sovraesposto su singoli titoli porta ad un livello di dipendenza tra i portafogli dei vari investitori istituzionali, che si riflette in una dipendenza spesso involontaria sui portafogli dei vari ETF e quindi sui portafogli degli investitori retail.

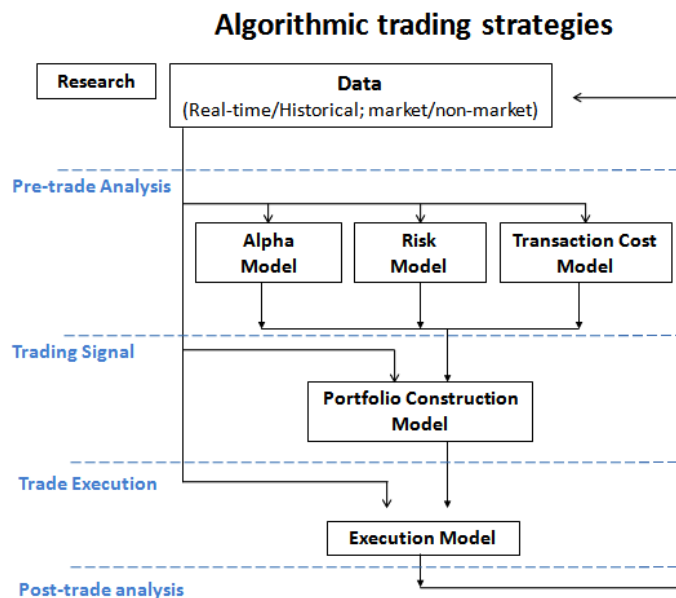


Fig 6.1 Schema strategico di un algoritmo di trading.

Fonte: researchgate(Author: Dave Cliff),Components of an Algorithmic Trading System

6.2 Proposte attuali per limitare la concentrazione

Il fenomeno della sovraesposizione ha attirato l'interesse di molti investitori ed autorità di controllo, tanto che ad oggi ci sono numerose proposte normative attive

Un'importante proposta normativa che organi vicini alla SEC (*"Securities and Exchange Commission"*) e il *Financial Stability Oversight Council* stanno portando è l'introduzione per gli ETF che presentano un'alta concentrazione nei propri portafogli, di essere sottoposti a stress test regolamentare obbligatori e simulazioni circa possibili scenari negativi dei propri portafogli.

Un'ulteriore proposta normativa di notevole importanza portata avanti da svariati *player* istituzionali quali ad esempio Morningstar è l'introduzione di indici di

concentrazione e ulteriori indicatori di rischio all'interno dei documenti informativi degli ETF, come ad esempio l'introduzione dell'indice *Herfindahl-Hirschman*, il quale è un indice che misura quantitativamente la concentrazione di mercato

In risposta al “modus operandi” della maggioranza degli ETF bilanciare le partecipazioni in portafoglio, in base alla capitalizzazione di mercato, molti investitori retail ed istituzionali hanno mostrato un notevole interesse nell'introdurre nel mercato dei fondi ETF, una nuova tipologia di fondi che siano “*fundamental-weighted*” ovvero che abbiano dei portafogli bilanciati in base a specifiche metriche e che attuino una logica adattiva circa il bilanciamento dei propri portafogli, andando a ribilanciare le partecipazioni al fine di evitare una sovraesposizione.

L'ESMA (“*European Securities and Markets Authority*”) ha ribadito con la revisione delle linee guida sui fondi UCITS al 2025, l'importanza non solo della trasparenza in merito al mantenimento di una coerenza tra la denominazione dei fondi e l'effettiva strategia da essi adoperata, ma anche la fondamentale importanza del bilanciamento dei portafogli degli ETF, rimarcando il l'importanza del limite di peso del 20% su singolo titolo.

6.3 Caso studio rischio sovraesposizione

Un importante caso studio per poter comprendere l'impatto che ha una sovraesposizione sul portafoglio di un fondo ETF è quanto accaduto al fondo SPDR Technology ETF nel 2024.

Nel 2024 il titolo Nvidia Corporation ha registrato una crescita del 178% sul Nasdaq portando tutti i fondi ETF esposti in particolar modo ad indici legati al settore tech a dover ribilanciare i propri portafogli, andando inevitabilmente a replicare l'enorme concentrazione che si stava verificando nei mercati.

Un ETF che in particolar modo ha dovuto affrontare questa “*challenge*” del mercato è come indicato precedentemente il fondo (XLK) emesso e gestito dalla società *State Street Global Advisors*.

Questo fondo, infatti, nell'estate del 2024 in seguito all'enorme crescita delle quotazioni del titolo Nvidia sul mercato azionario, ha visto il proprio portafoglio esposto per più del 60% in soli 3 titoli, ovvero Nvidia, Apple e Microsoft andando a superare i limiti di concentrazione e arrivando ad assumere un portafoglio totalmente diverso nella sua distribuzione rispetto alla struttura bilanciata tra i vari titoli che ci si aspetterebbe da un ETF, che di sua natura è un fondo che dovrebbe garantire ai propri investitori una distribuzione equa delle proprie partecipazioni.³⁹

In seguito al *rally di Nvidia* il fondo ha dovuto ribilanciare il proprio portafoglio, andando a vendere parte della propria esposizione su Apple per poter accrescere il peso di Nvidia nel proprio portafoglio, dinamica che ci fa comprendere come gli ETF spesso si ritrovino a vendere titoli detenuti in portafoglio, semplicemente per motivi di ribilanciamento all'interno dei propri portafogli, andando però a influenzare fortemente i prezzi dei titoli su cui vanno ad operare, creando delle oscillazioni sulle valutazioni giornaliere di alcuni titoli, che “*de facto*” rendono gli investitori retail passivi rispetto a questi movimenti spesso contemporanei e con un'incisività sui prezzi dei titoli decisiva nel breve periodo.

Conclusioni

L'avvento degli ETF sui mercati ha permesso sicuramente agli investitori retail di avere accesso a portafogli d'investimento e ad opportunità d'investimento, con dei costi di gestione e con un grado di diversificazione estremamente vantaggiosi soprattutto se viene fatto un confronto con l'offerta di fondi comuni d'investimento precedente alla sopraggiunta di questi fondi.

La struttura di questi fondi spesso legata alla replica di un indice rende come evidenziato dall'analisi fatta, inevitabile il replicarsi sui portafogli di questi fondi l'enorme peso che singoli titoli occupano su molti indici.

Allo stesso tempo, non si può nascondere che molti fondi ETF a gestione attiva e orientati al settore Tech si ritrovino fortemente spinti ad investire nelle *Big Tech* Statunitensi, in quanto queste società sono da un lato le leader di mercato in termini spesso sia di grandezza che di crescita nel loro settore, ma allo stesso tempo gli stessi investitori retail che vanno ad allocare la propria liquidità a questi fondi ricercano di avere in portafoglio una posizione sulle *Big Tech*.

³⁹ VettaFi, *a Shakeup for Technology ETFs*, 2024

Questa situazione, che ad una lettura profonda sottolinea l'enorme grado di complessità e inter-relazionalità presenti sui mercati, permette di comprendere come ci sia un costante effetto di "propagazione" che dalle *Big Tech* si estende a tutti i fondi che su di esse hanno un'esposizione, motivo per cui un possibile effetto domino sui mercati è uno scenario sempre più possibile e pericoloso.

In base alla situazione attuale dei mercati e del rapporto rischio rendimento offerto dagli ETF, è sempre più interessante nella prospettiva dell'investitore retail andare ad esporsi su fondi evergreen che investono in *Private Equity*, in quanto presentano ad oggi un grado di rischio rendimento, ma anche di graduale abbattimento dei costi, sempre più preferibile rispetto ai tradizionali fondi a gestione attiva oppure ETF, in quanto questi ultimi sono ottimi come mostrano i dati più recenti in termini di rendimento, ma sul lato della diversificazione sia settoriale che geografica presentano un alto grado di concentrazione sul settore *Tech USA*.

BIBLIOGRAFIA

Borsa Italiana. ETF a leva: cosa sono e come funzionano. inserito da:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/etf/leva.htm>

Borsa Italiana. ETF: cosa sono, come funzionano e quali vantaggi offrono. inserito da:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/etf/etf-cosa-sono.htm>

Financial Times. (2023). The Big Tech Concentration Risk in ETFs. inserito da:

<https://www.ft.com/content/bdfb826e-58b1-4cc9-8284-b13e5b5d6e78>

Forbes. (2023). ETFs And Their Impact On The Stock Market. inserito da:

<https://www.forbes.com/sites/forbesfinancecouncil/2023/01/10/etfs-and-their-impact-on-the-stock-market>

iShares by BlackRock. iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc). inserito da:
<https://www.blackrock.com/it/professionali/prodotti/251900/ishares-core-msci-world-ucits-etf>

Il Sole 24 Ore. (2023). ETF: Boom di raccolta, ma cresce il rischio concentrazione. Recuperato da: <https://www.ilsole24ore.com/art/etf-boom-raccolta-ma-cresce-rischio-concentrazione-AEpGPQ9C>

MSCI. MSCI World Index (USD). Recuperato da:
<https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-28a0-54e5-be7b-2e50c113d7fc>

Statista. Value of assets under management (AUM) of ETFs worldwide from 2003 to 2023. Recuperato da: <https://www.statista.com/statistics/273827/assets-under-management-of-etfs-worldwide/>

Vanguard. Vanguard FTSE All-World UCITS ETF (VWRL). inserito da:
<https://www.vanguard.it/portal/inst/product/fund/overview?fundId=9691&country=IT>

Wall Street Journal. (2023). How ETFs Are Fueling the Tech Rally. inserito da:
<https://www.wsj.com/articles/how-etfs-are-fueling-the-tech-rally-11671999679>

SITOGRAFIA

www.blackrock.com

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.daviderosa.it

www.etf.com

www.etftrends.com

www.forbes.com

www.ft.com

www.ilsole24ore.com

www.invezz.com

www.ishares.com

www.msci.com

www.researchgate.net

www.seekingalpha.com

www.soldiexpert.com

www.statista.com

www.vanguard.it

investor.vanguard.com

www.wsj.com