



Monitor ETF Italia 1.0

1. Introduzione e finalità del progetto

Monitor ETF Italia nasce dalla volontà dell'Università degli Studi di Bergamo di creare un punto di osservazione e di analisi dedicato alle dinamiche che caratterizzano l'utilizzo degli ETF nel nostro Paese.

L'ETF è ormai uno strumento di investimento diffuso e trasversale, adottato da una platea sempre più ampia di investitori: dal risparmiatore retail fino agli investitori istituzionali. La sua flessibilità e versatilità lo rendono adatto a rispondere a esigenze differenti di costruzione e gestione dei portafogli.

Proprio questa multicanalità rappresenta al tempo stesso un punto di forza e una sfida: gli ETF sono strumenti complessi da analizzare per gli operatori di mercato, in quanto soggetti a spinte normative, tecnologiche e commerciali che ne stanno accelerando la penetrazione in tutte le forme di consulenza e di allocazione del risparmio.

Tuttavia, l'ETF rimane uno strumento intermediato e quotato, la cui negoziazione avviene sui mercati regolamentati o su MTF, dove la trasparenza riguarda i prezzi e i volumi, ma non l'identità o la tipologia dei soggetti coinvolti. A differenza dei fondi comuni, infatti, la società emittente di ETF non ha una relazione diretta con l'investitore finale: la sottoscrizione avviene attraverso intermediari e market maker, rendendo complessa — se non impossibile — una piena comprensione dei segmenti di clientela che effettivamente utilizzano il prodotto.

Gli emittenti dispongono di informazioni parziali, frutto di analisi interne o di ricerche di mercato, che consentono di stimare i livelli di penetrazione ma non di ottenere una rappresentazione completa della domanda. Ciò deriva anche dal ruolo degli intermediari, che aggregano e compensano ordini provenienti da molteplici fonti, e dalla diffusione di modelli distributivi diversi (consulenza indipendente, gestioni patrimoniali, unit-linked, portafogli amministrati, ecc.), per i quali non sempre è possibile risalire alla natura o alla finalità dell'operazione.

Questa asimmetria informativa rappresenta una criticità rilevante per il mercato, poiché limita la possibilità di comprendere pienamente le tendenze di utilizzo degli ETF da parte delle diverse categorie di investitori. Tuttavia, proprio da questa complessità nasce la sfida che l'Università degli Studi di Bergamo ha deciso di affrontare con il **Monitor ETF Italia**.

L'obiettivo è stato quello di costruire, per la prima volta, una base di osservazione strutturata che combinasse:

- 1) dati e ricerche di mercato disponibili;
- 2) sondaggi diretti presso gli emittenti attivi sul mercato italiano;
- 3) analisi documentali sui principali operatori istituzionali.



Tra giugno e luglio 2025 è stato quindi somministrato un questionario a tutti gli emittenti di ETF presenti in Italia, con l'obiettivo di raccoglierne la visione sulle metriche generali e sulle dinamiche in atto nei diversi segmenti di clientela.

Un contributo fondamentale a questa prima edizione del Monitor è arrivato dalla collaborazione con **MondoInstitutional**, che da anni opera come punto di raccordo tra la *buy side* e la *sell side*, fornendo analisi e approfondimenti su fondi, ETF e portafogli istituzionali. Il suo ufficio studi analizza strutturalmente i bilanci e le asset allocation di fondi pensione, casse di previdenza, fondazioni bancarie e altri investitori istituzionali, oltre che dei fondi di fondi autorizzati alla distribuzione in Italia per il mondo *wholesale*.

Grazie a questa collaborazione, il Monitor ETF Italia integra dati pubblici e verificabili, estratti e rielaborati da bilanci e documenti ufficiali, fornendo così una base empirica solida e scientificamente fondata.

Va tuttavia ricordato che alcune aree rimangono di difficile misurazione. È il caso, ad esempio, delle gestioni patrimoniali o dei contratti assicurativi di tipo unit-linked che, pur disponendo di un bilancio non rendono pubblica la composizione dettagliata dei portafogli sottostanti. Lo stesso vale per la clientela retail, dove gli ETF possono essere impiegati in portafogli in regime amministrato o in soluzioni in consulenza, difficilmente tracciabili.

Un ulteriore supporto analitico è arrivato dall'*Occasional report* pubblicato da Consob a fine del 2024¹, dedicato all'analisi delle principali caratteristiche del risparmio retail amministrato da banche. Questo studio ha offerto una fotografia preziosa sulla presenza e sulla penetrazione degli ETF nella clientela retail, costituendo un importante punto di riferimento per la presente indagine.

In questa prima edizione, il Monitor ETF Italia si propone quindi come uno strumento di conoscenza e di analisi, volto a fornire una visione organica e aggiornata dell'utilizzo degli ETF nel mercato italiano, con l'obiettivo di stimolare il dibattito e favorire una maggiore comprensione delle dinamiche di crescita di uno dei segmenti più innovativi dell'industria del risparmio gestito.

2. Finalità e prospettive del Monitor

Con questa prima edizione, Monitor ETF Italia si propone di offrire una rappresentazione strutturata e accessibile del mercato italiano degli ETF, rivolta a operatori, emittenti, intermediari e, più in generale, a tutti i soggetti interessati a comprendere le dinamiche di sviluppo di questo strumento.

L'obiettivo è quello di fornire una fotografia di sintesi, con un orizzonte temporale di sette anni (2017–2024).

1

Consob, *Occasional report: Analisi delle principali caratteristiche del risparmio retail amministrato da banche*, dicembre 2024



Questo lavoro rappresenta, quindi, un primo passo verso la costruzione di un osservatorio permanente sul mercato italiano degli ETF, basato su un approccio scientifico e collaborativo.

Il Comitato Scientifico del progetto è composto da:

- a) Prof.ssa Manuela Gerano, Professore Ordinario di Economia degli Intermediari finanziari presso l'Università degli Studi di Bergamo;
- b) Demis Todeschini, Professore a contratto presso l'Università degli Studi di Bergamo;
- c) Stefano Gaspari, Amministratore Unico di MondoInvestor, partner tecnico e scientifico dell'iniziativa;
- d) Elisa Vertemati, collaboratrice di ricerca del progetto.

Il Monitor è concepito come una piattaforma aperta, con l'intento di ampliare progressivamente il network di collaborazione verso tutte le istituzioni interessate a migliorare la trasparenza e la visibilità del mercato italiano degli ETF.

In questa direzione, si intende rafforzare il dialogo con le autorità di vigilanza e le principali associazioni di categoria, con l'obiettivo di ampliare la base informativa disponibile. In particolare:

- a) con *CONSOB*, per poter accedere a dati sempre più dettagliati sul segmento retail e sulla distribuzione degli ETF all'interno dei conti amministrati presso le Banche;
- b) con *OCF*, al fine di migliorare la conoscenza dell'uso degli ETF nell'ambito della consulenza finanziaria autonoma;
- c) con *Assoreti*, che già oggi pubblica statistiche trasparenti sulla composizione dei portafogli delle reti di consulenza, e alla quale va riconosciuto un ruolo pionieristico nella divulgazione di queste informazioni anche in merito agli ETF;
- d) con *IVASS*, nella prospettiva di una futura collaborazione per una maggiore trasparenza sull'utilizzo degli ETF nei prodotti assicurativi unit-linked;
- e) infine, con gli *intermediari abilitati* che gestiscono contratti di gestione patrimoniale, al fine di esplorare modalità di raccolta dati più dirette e affidabili.

Lo scopo ultimo del Monitor è quello di rendere questa iniziativa — oggi fondata su una combinazione di dati quantitativi e qualitativi — sempre più oggettiva, dettagliata e credibile, in linea con la missione dell'Università di Bergamo di contribuire alla ricerca applicata e al dibattito scientifico sull'evoluzione del mercato finanziario italiano.

Questa prima edizione rappresenta dunque un punto di partenza: un progetto che mira, nel tempo, a diventare uno strumento di riferimento per la conoscenza e la comprensione del mercato italiano degli ETF, con l'ambizione di accrescere la trasparenza, la consapevolezza e la cultura finanziaria degli utilizzatori di questo strumento.

3. Ringraziamenti e sviluppi futuri

Un ringraziamento particolare va a Borsa Italiana, che ha fornito dati preziosi e di dettaglio, in particolare attraverso Monte Titoli, il depositario centrale delle operazioni svolte sui mercati gestiti da Borsa Italiana e destinato ad assumere un ruolo sempre più centrale nel sistema Euronext.

I dati di Monte Titoli offrono uno spaccato importante, ma non necessariamente esaustivo, dell'operatività sugli ETF in Italia. È infatti opportuno precisare che:

- a) gli investitori italiani possono detenere i propri ETF anche presso altri CSD europei;
- b) non tutti gli ETF utilizzati dagli investitori italiani risultano quotati su Borsa Italiana, in quanto tali strumenti potrebbero essere negoziati esclusivamente su altri mercati.

Osservare esclusivamente i dati di Monte Titoli potrebbe quindi proporre un'immagine parziale, da cui lo stimolo a costruire Monitor ETF per fornire una rappresentazione del mercato italiano il più possibile completa e utile anche in termini comparativi rispetto agli altri Paesi UE.

Guardando alle prossime edizioni, il progetto intende arricchirsi di:

- a) una segmentazione più precisa per tipologia di prodotto, distinguendo tra ETF attivi e passivi;
- b) l'inclusione del mercato degli ETC ed ETN;
- c) un'analisi delle caratteristiche ESG (Art. 6, 8 e 9 – SFDR);
- d) una suddivisione per classi di sottostante (azionari, obbligazionari, multi-asset).

Il Monitor ETF Italia – Edizione 1.0 rappresenta dunque l'inizio di un percorso di ricerca, collaborazione e crescita della conoscenza collettiva sul mondo degli ETF. L'ambizione per il futuro è quella di accrescere la qualità e la credibilità del Monitor, facendone uno strumento di riferimento per accademici, operatori e istituzioni finanziarie.

Per commenti, suggerimenti o proposte di collaborazione, è possibile contattare il Comitato Scientifico all'indirizzo:  monitor.etf@unibg.it

Grazie a tutti coloro che hanno contribuito a questa prima edizione e a tutti i lettori che accompagneranno il progetto nelle prossime evoluzioni.

4. Il questionario

La raccolta dei dati qualitativi essenziali allo sviluppo di questa ricerca è avvenuta attraverso la somministrazione di un questionario strutturato a tutti gli emittenti di ETF quotati sul mercato italiano.

L'iniziativa ha ottenuto un riscontro decisamente positivo, come testimoniano i 23 questionari² raccolti. Tale livello di adesione testimonia la disponibilità e l'interesse dell'industria nel contribuire a una maggiore comprensione del mercato nazionale degli ETF.

L'obiettivo del questionario era raccogliere una base informativa ampia e qualitativamente ricca, capace di integrare e completare le analisi quantitative. Le domande hanno indagato diversi aspetti chiave, tra cui:

- a) la percezione della consistenza e rappresentatività del mercato italiano degli ETF fornita dai dati "Monte Titoli";
- b) un confronto qualitativo con i dati e le analisi di ricerche esterne;
- c) la diffusione degli ETF tra gli investitori retail e le reti di consulenza finanziaria;
- d) il ruolo dei consulenti finanziari indipendenti (autonomi) nella distribuzione degli ETF;
- e) una verifica qualitativa dei dati elaborati con il contributo di MondoInstitutional sul segmento istituzionale e dei fondi di fondi;
- f) un approfondimento sul settore assicurativo, in particolare sulle polizze unit-linked, distinguendo tra fondi interni ed esterni;
- g) un'analisi delle masse gestite e delle tendenze di crescita nel segmento delle gestioni patrimoniali.

Il coinvolgimento diretto degli emittenti si è rivelato strategico: nella loro attività quotidiana, essi intrattengono relazioni costanti con tutte le principali categorie di investitori – istituzionali, *wholesale*, consulenti – e sono quindi in grado di fornire una visione complessiva e trasversale delle dinamiche di mercato.

I risultati ottenuti non pretendono di fornire una misurazione perfettamente puntuale delle quote di mercato o delle masse detenute dai diversi segmenti di clientela; piuttosto, offrono un punto di osservazione privilegiato su come gli operatori percepiscono la diffusione e l'importanza degli ETF in Italia.

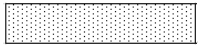
In altri termini, il questionario ha permesso di comprendere non solo dove si trova oggi il mercato, ma anche come il mercato percepisce sé stesso e le proprie prospettive di sviluppo.

² Il sondaggio si è svolto in forma strettamente anonima

I risultati

La ricerca ha analizzato pressoché tutti i principali segmenti di clientela: dal comparto wholesale, che comprende gestioni patrimoniali e fondi di fondi, al segmento istituzionale, costituito da fondi pensione (preesistenti, negoziali e aperti), casse di previdenza e fondazioni. Sono stati inoltre considerati il settore assicurativo, con particolare riferimento alle unit linked, i family office (inclusa la clientela corporate) e, infine, il mondo retail, nelle sue diverse articolazioni: reti di consulenza, consulenti autonomi e clienti self-directed.

Questa segmentazione, pur ampia, non può considerarsi esaustiva ed è suscettibile di ulteriori approfondimenti, ad esempio con l'inclusione degli investimenti assicurativi di ramo I (gestioni separate) nonché l'inclusione degli ETF nei fondi UCITS non configurati come fondi di fondi, non trattati nella presente edizione.

Nota metodologica: I dati e le variazioni percentuali frutto di una stima saranno indicati in tabella con una modalità “puntinata” . Diversamente, i dati derivanti da analisi documentata o da ricerche pubbliche saranno presentati in via ordinaria.

Di seguito, si analizzano nel dettaglio i risultati emersi per ciascun segmento.

1. Il segmento delle gestioni patrimoniali

Il servizio di gestione patrimoniale rappresenta un pilastro rilevante del mercato finanziario italiano, in particolare all'interno del cosiddetto segmento wholesale.

Si tratta di un servizio di investimento offerto da banche, società di gestione del risparmio (SGR) e SIM, debitamente autorizzate all'esercizio di tale attività.

Le gestioni patrimoniali presentano numerosi vantaggi strutturali, tra cui la possibilità di compensare le plusvalenze e minusvalenze tra gli strumenti finanziari all'interno del medesimo mandato. Tale caratteristica le rende uno strumento flessibile e fiscalmente efficiente, utilizzato sia dalla clientela privata evoluta sia da investitori istituzionali.

Dall'indagine condotta attraverso il questionario somministrato agli emittenti di ETF, è emerso come il segmento delle gestioni patrimoniali rappresenti uno dei principali acquirenti e utilizzatori di ETF in Italia.

In base ai dati raccolti, le masse riconducibili a tale canale ammontano – secondo la media dei valori segnalati – a circa 72,1 miliardi di euro nel 2024, evidenziando una crescita del 18,5% rispetto al 2017³.

³Questo tasso di crescita è stato oggetto di domanda nel questionario ed è frutto della media delle risposte fornite dagli emittenti.

Il peso relativo delle gestioni patrimoniali sul totale degli asset in ETF detenuti in Italia⁴ risulta, pertanto, molto significativo ed in aumento:

- a) dal 38,70% del 2017;
- b) al 44,70% stimato a fine 2024.

Questa crescita costante e armonica nel tempo riflette il progressivo consolidamento dell'ETF come strumento privilegiato per la costruzione dei portafogli gestiti.

Un elemento chiave che ha contribuito a questa dinamica è l'obbligo di riaccredito degli *inducements*⁵ ai portafogli gestiti, avvenuta a partire dal 2015⁶, che ha favorito una maggiore trasparenza e, di conseguenza, un ricorso più ampio a strumenti efficienti e a basso costo come gli ETF.

A distanza di quasi un decennio da tale svolta normativa, il segmento delle gestioni patrimoniali si conferma quindi il primo canale di utilizzo degli ETF in Italia, sia per consistenza di masse sia per continuità di crescita.

ETF nelle gestione patrimoniali		
Anni	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 72.105,00	34,8%
2023	€ 53.500,00	25,71%
2022	€ 42.556,59	-9,00%
2021	€ 46.765,49	24,70%
2020	€ 37.502,39	17,00%
2019	€ 32.053,33	43,00%
2018	€ 22.414,92	2,00%
2017	€ 21.975,41	

2. Il segmento dei fondi di fondi

All'interno del più ampio segmento wholesale, gli ETF hanno trovato una collocazione sempre più rilevante anche nei fondi di fondi e, più in generale, nei fondi comuni di investimento.

Le caratteristiche strutturali degli ETF — economicità, trasparenza e flessibilità operativa — li rendono strumenti particolarmente utili per i gestori nella costruzione di portafogli efficienti, sia in termini di costi che di diversificazione, all'interno di veicoli collettivi di investimento.

⁴ Asset risultati dalla somma delle posizioni dei vari segmenti di clientela, definito "AUM rev".

⁵ Ai sensi della normativa MiFID II, un inducement (incentivo) è una commissione, un compenso o un beneficio non monetario corrisposto o ricevuto dal cliente o da una terza parte, in relazione alla prestazione di servizi di investimento.

⁶ In anticipo rispetto all'introduzione della MiFID II la direttiva 2010/43/UE di esecuzione della direttiva UCITS IV impose la previsione di divieto di retrocessioni nell'ambito del servizio di gestione collettiva. La normativa nazionale fu modificata a seguito della delibera n. 19094 dell'8 gennaio 2015 di Consob a modifica del regolamento Intermediari.

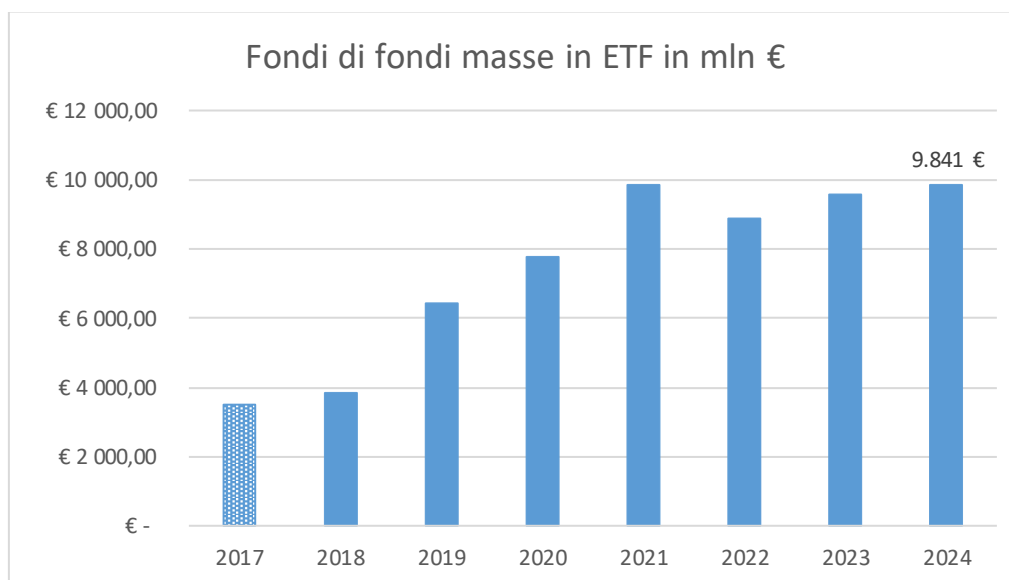
La ricerca ha dedicato un approfondimento specifico a questo comparto, svolgendo un'analisi puntuale dei bilanci dei fondi di fondi autorizzati alla distribuzione in Italia e promossi da entità italiane⁷. Tali documenti, che offrono una trasparenza annuale sulla composizione completa del portafoglio, hanno permesso di quantificare in modo oggettivo l'esposizione agli ETF all'interno di questa tipologia di strumenti.

Grazie al lavoro dell'Ufficio Studi di MondoInstitutional, è stato possibile estrapolare e aggregare i dati relativi all'ammontare complessivo di ETF detenuti dai fondi di fondi autorizzati alla distribuzione in Italia di entità italiane.

Dall'analisi emerge un andamento di crescita costante e significativo nel periodo compreso tra il 2017 e il 2024, con una crescita media annua poco sotto il 16%.

A fine 2024, le masse riconducibili a questo segmento sfiorano i 10 miliardi di euro rispetto ai 3,8 miliardi di euro di fine 2018.

Questo segmento, in costante espansione, rappresenta oggi una componente significativa del mercato italiano degli ETF, non solo per la crescita delle masse, ma anche per il ruolo di integrazione strategica che gli ETF svolgono nella costruzione dei portafogli gestiti all'interno dei fondi di fondi.



3. Il segmento delle polizze Unit-Linked

Le polizze Unit-Linked rappresentano oggi uno dei canali più rilevanti e dinamici per la distribuzione di strumenti finanziari in Italia. Si tratta di prodotti assicurativi d'investimento, offerti

⁷ Sono stati analizzati fondi di fondi UCITS di diritto italiano e di diritto estero promossi da soggetti italiani.

da compagnie di assicurazione, che si collocano in una posizione intermedia tra il mondo della gestione del risparmio e quello assicurativo.

Negli ultimi anni, le Unit-Linked hanno trovato una crescente diffusione all'interno dei portafogli dei risparmiatori italiani, divenendo uno strumento privilegiato per combinare la componente finanziaria con quella assicurativa.

Secondo i dati IVASS al 31 dicembre 2024, le masse gestite dai fondi interni assicurativi ammontavano a circa 137,7 miliardi di euro, mentre quelle dei fondi esterni raggiungevano i 116,4 miliardi di euro. Nel complesso, dunque, il mercato italiano delle Unit-Linked supera i 254 miliardi di euro a fine 2024, confermandosi uno dei comparti più significativi del risparmio gestito nazionale⁸.

Storicamente, i fondi comuni di investimento hanno rappresentato la componente dominante dei portafogli Unit-Linked, sia nei fondi esterni – selezionati dai private banker e dai gestori – sia nei fondi interni, gestiti direttamente dalle compagnie assicurative o dalle SGR a esse collegate. Tuttavia, negli ultimi anni si è osservata una crescente penetrazione degli ETF all'interno di entrambe le tipologie di fondi, grazie alle loro caratteristiche di efficienza, trasparenza e contenimento dei costi.

Il questionario somministrato agli emittenti di ETF ha analizzato in dettaglio questo segmento, chiedendo di stimare le masse investite in ETF nei fondi interni ed esterni Unit-Linked al 2024.

Dai risultati emerge che:

- a) i fondi interni Unit-Linked detengono poco meno di 18 miliardi di euro in ETF;
- b) i fondi esterni Unit-Linked si attestano su valori poco inferiori ai 10 miliardi di euro.

Per entrambe le componenti, nel periodo 2017–2024, la crescita media annua è stimata al 14,2%, indicando uno sviluppo parallelo e coerente tra i due sotto segmenti.

Sebbene tale tasso di crescita risulti leggermente inferiore rispetto a quello complessivo del mercato italiano degli ETF, esso testimonia un trend strutturale di adozione crescente dello strumento all'interno delle soluzioni assicurative. I recenti sviluppi normativi che hanno visto l'introduzione del principio “value for money” rappresenta un'opportunità di ulteriore espansione degli ETF nel mondo Unit-Linked, soprattutto nel comparto dei fondi esterni.

Complessivamente, nel 2024, le due tipologie di fondi Unit-Linked rappresentano una quota del 17,23% del totale delle masse investite in ETF in Italia⁹:

- a) 11,14% riferibile ai fondi interni,
- b) 6,10% ai fondi esterni.

⁸ IVASS - Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2024

⁹ AUM ETF secondo stima Monitor ETF

Il segmento delle Unit-Linked si conferma dunque un canale strategico di crescita per l'industria degli ETF, destinato a consolidare ulteriormente il proprio ruolo nel prossimo futuro, grazie anche alla progressiva evoluzione normativa e all'orientamento delle compagnie verso una maggiore efficienza e trasparenza nella costruzione delle soluzioni assicurative.

ETF nei Fondi Interni Unit linked		
Anni	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 17.967,20	19,0%
2023	€ 15.100,00	20,1%
2022	€ 12.567,64	-10,0%
2021	€ 13.964,04	23,3%
2020	€ 11.326,38	15,2%
2019	€ 9.830,62	40,0%
2018	€ 7.021,87	-1,00%
2017	€ 7.092,80	

ETF nei Fondi Esterni Unit Linked		
Anni	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 9.831,87	19,9%
2023	€ 8.200,00	24,9%
2022	€ 6.563,93	-14,0%
2021	€ 7.632,48	23,3%
2020	€ 6.190,78	15,2%
2019	€ 5.373,23	41,3%
2018	€ 3.803,64	-2,00%
2017	€ 3.881,27	

4. La clientela istituzionale

La clientela istituzionale rappresenta una componente chiave del mercato degli investitori professionali in Italia. In questa categoria rientrano principalmente casse di previdenza, fondi pensione (negoziali, preesistenti e aperti) e fondazioni di origine bancaria¹⁰.

Si tratta di soggetti che operano con finalità di investimento di natura istituzionale, volte a perseguire obiettivi previdenziali, assistenziali o di valorizzazione del patrimonio a sostegno di iniziative di interesse pubblico e territoriale.

Il livello di adozione degli ETF all'interno dei portafogli di questi investitori è fortemente influenzato

¹⁰ Molti considerano nella categoria anche i family office e corporate nonché la parte assicurativa legata alle riserve tecniche ma ai fini di questa ricerca consideriamo come prettamente istituzionali la clientela indicata.

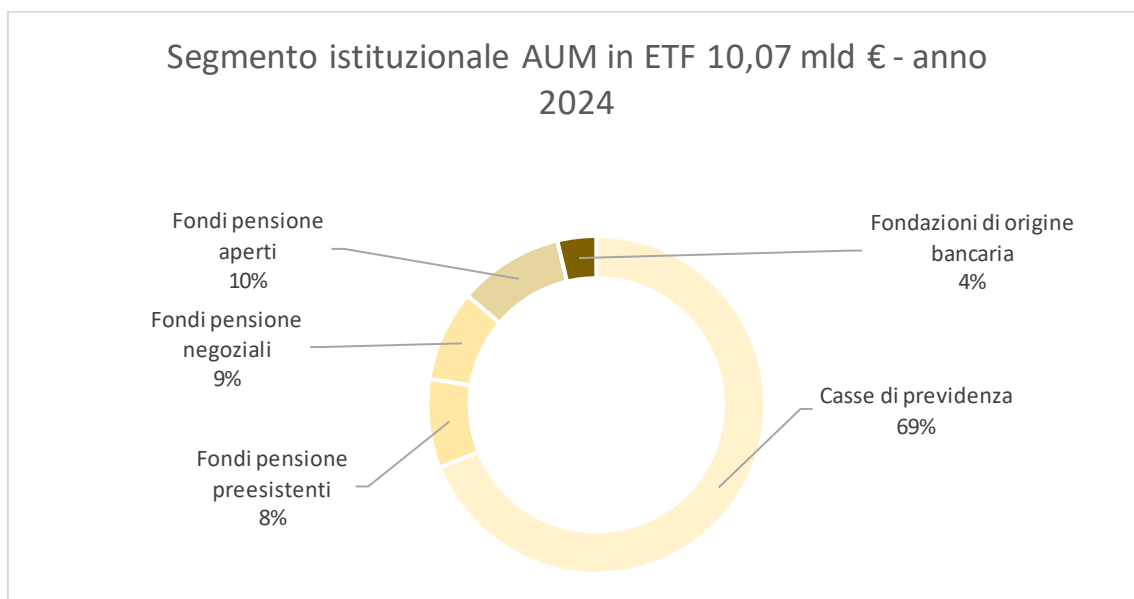
dal quadro normativo di riferimento.

Nei fondi pensione negoziali e preesistenti, gli investimenti vengono effettuati principalmente tramite mandati di gestione per i primi e, con una incidenza significativa, di contratti assicurativi per i secondi, all'interno dei quali è possibile includere ETF solo nel rispetto di specifiche condizioni previste dalla normativa applicabile¹¹. Ciò comporta, di fatto, una limitazione strutturale all'utilizzo diretto dello strumento. Tale normativa è applicabile anche ai fondi pensione aperti, gestiti direttamente dall'entità istitutrice, per cui l'inserimento di ETF è possibile ma, a condizioni determinate.

Al contrario, segmenti come le casse di previdenza e le fondazioni di origine bancaria dispongono di una maggiore autonomia operativa che, anche con il supporto di advisor specializzati, può integrare gli ETF nei portafogli con finalità di diversificazione, gestione efficiente della liquidità o allocazione strategica.

L'analisi condotta in questa sezione si è basata su una ricognizione dei bilanci pubblicati dai principali operatori istituzionali, da cui sono stati estratti i dati relativi alla presenza e all'incidenza degli ETF nei portafogli. I risultati così ottenuti sono stati sottoposti alla valutazione diretta degli emittenti attraverso il questionario del Monitor ETF Italia, al fine di verificarne l'attendibilità e la coerenza con la percezione del mercato.

La quasi totalità degli emittenti ha confermato che i dati risultano credibili e coerenti con la propria esperienza operativa con questo tipo di clientela, validando la significatività della rappresentazione qui proposta.



¹¹ In particolare, si richiama l'articolo 5 "limiti agli investimenti" del decreto del Ministro al Tesoro n. 166 del 2014 che al comma 4 cita: "L'investimento in OICR è consentito a condizione che: a) omiss b) omiss c) omiss d) omiss e) non comporti oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal fondo pensione e comunicati agli aderenti;". Si richiama altresì la circolare COVIP del 13 giugno 2014 avente ad oggetto "Investimenti in parti di OICR. Trattamento dei costi".

4.1 *Le Casse di Previdenza*

Le Casse di Previdenza rappresentano una componente fondamentale della clientela istituzionale italiana. Si tratta di enti di diritto privato che gestiscono, in autonomia, la previdenza obbligatoria dei professionisti iscritti a ordini o collegi, con l'obiettivo di garantire prestazioni pensionistiche e assistenziali ai propri iscritti.

Dal punto di vista operativo, le Casse gestiscono patrimoni molto rilevanti¹², derivanti dai contributi versati dagli iscritti e dai rendimenti generati negli anni, che vengono investiti sui mercati finanziari con orizzonti di medio-lungo periodo.

La loro autonomia gestionale e l'assenza di vincoli particolarmente restrittivi in materia di strumenti ammissibili offrono un'elevata flessibilità operativa, consentendo l'impiego diretto di strumenti efficienti come gli ETF che per le loro caratteristiche di trasparenza, liquidità, diversificazione e contenimento dei costi, risultano particolarmente adatti alle esigenze di diversificazione e ottimizzazione del profilo rischio-rendimento tipiche degli investitori previdenziali.

Dall'analisi dei bilanci delle principali Casse di Previdenza italiane emerge come questo segmento rappresenti il principale utilizzatore di ETF all'interno della categoria istituzionale.

Al 31 dicembre 2024, le masse investite in ETF dalle Casse di Previdenza, secondo i dati MondoInstitutional, ammontano complessivamente a 6.946 milioni di euro. Tali masse rappresentano circa il 10,3% del totale delle masse amministrate dalle Casse di Previdenza in OICR e ben il 18,8% del totale investito nella sottocategoria degli OICVM¹³.

L'andamento nel tempo evidenzia una crescita costante e significativa: dal 2017 al 2024, l'incremento medio annuo composto (CAGR) è risultato di poco inferiore al 19%, un ritmo superiore alla crescita complessiva del mercato italiano degli ETF nello stesso periodo¹⁴.

¹² A fine 2024 l'attivo totale a valore di mercato delle Casse di Previdenza totalizza 124,7 miliardi di euro. Fonte: Covip, relazione annuale 2024

¹³ Fonte: Covip, relazione annuale 2024

¹⁴ Il ritmo di crescita annuo nel periodo 2017-2024 del mercato degli ETF in generale secondo i dati rinvenuti dalla ricerca Monitor ETF è del 16,08%.

ETF nelle Casse di previdenza		
Anni	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 6 946,10	25,4%
2023	€ 5 541,12	4,1%
2022	€ 5 322,35	-9,9%
2021	€ 5 907,37	32,3%
2020	€ 4 464,20	26,0%
2019	€ 3 543,95	109,6%
2018	€ 1 690,86	-18,0%
2017	€ 2 063,20	

4.2 I fondi pensione preesistenti e negoziali

I Fondi Pensione Preesistenti e Negoziali rappresentano una componente storica e strutturale del sistema della previdenza complementare italiana.

I fondi preesistenti sono enti costituiti prima del D.Lgs. 124/1993, spesso legati a singole aziende o categorie professionali, mentre i fondi negoziali (o chiusi) sono nati successivamente su base contrattuale o collettiva, generalmente promossi da parti sociali e destinati a categorie omogenee di lavoratori.

Entrambi i segmenti operano sotto la vigilanza della COVIP e gestiscono patrimoni significativi¹⁵, orientati a garantire prestazioni previdenziali a lungo termine. La gestione finanziaria dei fondi negoziali avviene prevalentemente tramite mandati affidati a società di gestione o intermediari qualificati, mentre per quanto riguarda i fondi preesistenti è consentita un'attività d'investimento diretto anche se è rilevante la percentuale di riserve matematiche costituite presso imprese di assicurazione¹⁶.

In questo contesto, la possibilità di includere ETF, direttamente o indirettamente, nei portafogli dei fondi pensione è prevista ma soggetta a rigidi vincoli regolamentari citati in precedenza.

Dall'analisi dei bilanci dei fondi pensione preesistenti e negoziali effettuata da MondoInstitutional e dalle risposte fornite dagli emittenti nel questionario emerge che la penetrazione degli ETF è tuttora limitata, ma comunque in graduale e costante crescita.

Nel complesso, i due segmenti — fondi preesistenti e fondi negoziali — superano insieme 1,5 miliardi di euro di masse investite in ETF al 31 dicembre 2024.

¹⁵ Il patrimonio dei fondi negoziali, alla fine del 2024, si attestava a 74,6 miliardi di euro. Per i fondi pensioni preesistenti alla fine 2024 le risorse destinate alle prestazioni ammontano complessivamente a 69,6 miliardi di euro. Fonte: Covip, relazione annuale 2024

¹⁶ A fine 2024 il 58% si tratta di attività detenute direttamente e per il 42% di riserve matematiche costituite presso imprese di assicurazione. Fonte: Covip, relazione annuale 2024

Si tratta di un valore ancora modesto in termini assoluti, ma significativo se si considera la rigidità del quadro regolatorio.

Il tasso di crescita delle masse investite in ETF tra il 2017 e il 2024 risulta superiore alla media del mercato italiano, segno che, pur partendo da una base ridotta, l'interesse per l'utilizzo dello strumento sta aumentando. Tuttavia, l'incidenza percentuale degli ETF sul totale degli attivi dei fondi pensione preesistenti e negoziali resta molto contenuta, con margini di espansione ancora limitati nel breve termine. Ad ogni modo un'analisi di dettaglio consente di apprezzare che gli investimenti in ETF rappresentano il 16,1% degli investimenti in OICVM dei fondi preesistenti¹⁷ e il 10,8% degli investimenti in OICVM dei fondi negoziali¹⁸.

ETF nei Fondi pensione preesistenti		
Anni	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 857,84	56,6%
2023	€ 547,67	-2,2%
2022	€ 559,76	-31,6%
2021	€ 818,20	7,4%
2020	€ 761,57	133,4%
2019	€ 326,23	-20,6%
2018	€ 410,67	29,7%
2017	€ 316,62	

ETF nei Fondi pensione negoziali		
Anni	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 880,78	8,0%
2023	€ 815,68	-3,7%
2022	€ 847,44	110,7%
2021	€ 402,26	89,4%
2020	€ 212,41	18,1%
2019	€ 179,93	-10,6%
2018	€ 201,30	6,4%
2017	€ 189,15	

¹⁷ Erano infatti 5.314 milioni di euro gli investimenti in OICVM dei fondi preesistenti di cui 857 milioni di euro in ETF stimati da Monitor ETF. Fonte: Covip, relazione annuale 2024

¹⁸ Erano infatti 8.100 milioni di euro gli investimenti in OICVM dei fondi pensioni negoziali di cui 880 milioni di euro in ETF stimati dal Monitor ETF. Fonte: Covip, relazione annuale 2024

4.3 *I fondi pensione aperti*

I Fondi Pensione Aperti rappresentano una delle tre principali forme di previdenza complementare previste dall'ordinamento italiano, insieme ai fondi negoziali e ai fondi preesistenti.

Introdotti dal D.Lgs. 124/1993 e disciplinati oggi dal D.Lgs. 252/2005, i fondi pensione aperti sono istituiti e gestiti da soggetti abilitati e si rivolgono a una platea ampia e flessibile di aderenti: lavoratori dipendenti, autonomi e liberi professionisti, anche su base individuale. A fine 2024 l'attivo destinato alle prestazioni dei fondi pensione aperti era di 37,3 miliardi di euro¹⁹.

A differenza dei fondi negoziali, che nascono da accordi collettivi e sono gestiti tramite mandati, i fondi pensione aperti sono gestiti direttamente dal soggetto istitutore, che ne definisce la politica di investimento e può scegliere liberamente gli strumenti da includere nel portafoglio, purché nel rispetto delle norme prudenziali imposte dalla legislazione vigente.

Nonostante questa flessibilità, l'utilizzo effettivo degli ETF nei fondi pensione aperti rimane tuttora limitato rispetto al potenziale del comparto.

L'analisi dei bilanci effettuata da MondoInstitutional e delle risposte fornite dagli emittenti nel questionario mostra che al 31 dicembre 2024 gli ETF presenti nei portafogli dei fondi pensione aperti superano di poco 1 miliardo di euro, un livello solo marginalmente superiore rispetto ai circa 900 milioni rilevati nel 2017.

Il tasso di crescita complessivo nel periodo 2017–2024 è quindi modesto, segnalando un utilizzo stabile ma non ancora sistematico dello strumento.

Pur partendo da una base ancora ridotta, i fondi pensione aperti rappresentano un'area ad alto potenziale di sviluppo per la diffusione degli ETF nel mondo previdenziale. Si consideri che l'incidenza degli ETF rispetto agli OICVM presenti nei portafogli dei fondi pensione aperti era di solo il 5,49% a fine 2024²⁰.

La crescente attenzione di gestori e investitori verso soluzioni efficienti e trasparenti costituiscono un terreno fertile per un progressivo aumento dell'utilizzo degli ETF.

¹⁹ Fonte: Covip, relazione annuale 2024

²⁰ Erano infatti 18.500 milioni di euro gli investimenti in OICVM dei fondi pensioni aperti di cui 1017 milioni di euro in ETF stimati dal Monitor ETF. Fonte: Covip, relazione annuale 2024

ETF nei Fondi pensione aperti		
	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 1 017,45	34,8%
2023	€ 754,52	4,6%
2022	€ 721,27	-18,3%
2021	€ 882,72	12,6%
2020	€ 784,27	19,7%
2019	€ 655,42	-27,7%
2018	€ 906,98	-0,4%
2017	€ 910,46	

4.4 Fondazioni di origine bancaria

Le Fondazioni di origine bancaria rappresentano una componente peculiare e di grande rilievo del sistema istituzionale italiano. Nate a seguito del processo di riforma del sistema creditizio avviato con la Legge Amato-Carli del 1990, le fondazioni sono enti di diritto privato che hanno ereditato parte del patrimonio e delle attività filantropiche delle antiche casse di risparmio e degli istituti di credito di origine pubblica.

Il loro obiettivo primario è la promozione sociale, culturale ed economica dei territori di riferimento, attraverso il sostegno a progetti di utilità collettiva nei campi dell'educazione, della ricerca, dell'arte, dell'assistenza e dello sviluppo locale.

Per garantire la sostenibilità delle proprie attività, le fondazioni gestiscono significativi patrimoni finanziari²¹, investiti secondo criteri di prudenza e diversificazione, con una logica di medio-lungo periodo e una forte attenzione alla stabilità dei rendimenti.

Sotto il profilo operativo, le fondazioni di origine bancaria gestiscono i propri investimenti prevalentemente in modo diretto, pur avvalendosi spesso di advisor esterni o di gestori professionali per specifiche asset class con mandati di gestione. Le scelte allocative sono orientate alla conservazione del capitale e al finanziamento stabile delle erogazioni annuali, il che porta a un impiego prevalente di strumenti tradizionali a reddito fisso o fondi di investimento selezionati tipicamente a distribuzione dei proventi.

Dall'analisi dei bilanci effettuata da MondoInstitutional e dalle valutazioni raccolte tramite il questionario somministrato agli emittenti, emerge che la penetrazione degli ETF all'interno delle fondazioni di origine bancaria è ancora marginale, nonostante il significativo potenziale espresso dalle masse gestite complessivamente dal comparto.

²¹ L'attivo delle Fondazioni al 31 dicembre 2024 ammonta a poco più di 50,8 miliardi di euro, in crescita (+4,7%) rispetto alla consistenza rilevata a fine 2023 (era pari a 48,5 miliardi). Fonte: ACRI FONDAZIONI DI ORIGINE BANCARIA - XXX RAPPORTO ANNUALE - 2024

Alla fine del 2024, le masse investite in ETF da parte di queste fondazioni risultano poco superiori a 370 milioni di euro, con un tasso di crescita complessivo nel periodo 2017–2024 pari a circa l'8,4%.

Si tratta dunque di una crescita moderata, ma continua, che riflette un utilizzo ancora selettivo e non strutturale dello strumento. Considerando i circa 28 miliardi di euro investiti dal sistema delle fondazioni di origine bancaria in strumenti finanziari, escluse le partecipazioni nella conferitaria, in altre società e in società strumentali, gli ETF rappresentano solo l'1,3% di questa categoria²².

La limitata diffusione degli ETF deriva da diversi fattori: a) l'elevato ricorso a mandati di gestione tradizionali da parte delle grandi fondazioni, che riduce lo spazio per la scelta diretta di strumenti come gli ETF; b) la frammentazione del comparto, composto da numerose fondazioni di piccole e medie dimensioni; c) una predilezione storica per gestioni attive o soluzioni su misura, coerenti con la governance prudentiale che caratterizza gli enti.

ETF nelle Fondazioni di origine bancaria		
Anni	AuM in mln €	% crescita Y/Y
2024	€ 373,37	76,3%
2023	€ 211,74	-17,8%
2022	€ 257,46	8,6%
2021	€ 237,05	-8,6%
2020	€ 259,43	18,9%
2019	€ 218,22	8,3%
2018	€ 201,51	-5,1%
2017	€ 212,25	

5. I Family office e le società corporate

Il segmento dei Family Office e delle società Corporate rappresenta una componente particolarmente complessa e sfaccettata dell'universo degli investitori istituzionali italiani (spesso di fatto vengono inclusi in questa categoria).

Si tratta infatti di un insieme eterogeneo di realtà accomunate dall'obiettivo di gestire e preservare patrimoni familiari o aziendali, ma molto diverse per forma giuridica, struttura operativa e approccio gestionale.

In molti casi, i Family Office singoli sono direttamente incorporati all'interno delle holding di famiglia o delle società operative, assumendo la veste di SPA o SRL dedicate alla gestione degli investimenti. In altri casi, soprattutto nel modello multi-family office, queste entità si configurano

²² Fonte: ACRI FONDAZIONI DI ORIGINE BANCARIA - XXX RAPPORTO ANNUALE - 2024

come società di consulenza finanziaria (SCF) o advisor indipendenti, che forniscono servizi di asset allocation, selezione di strumenti e pianificazione patrimoniale a più nuclei familiari.

Questa varietà rende estremamente difficile mappare in modo univoco il perimetro del segmento, tanto in termini di numerosità quanto di patrimonio gestito e di modalità operative. L'universo complessivo dei Family Office in Italia è stimato in circa 206 entità, con masse gestite complessivamente pari a circa 137 miliardi di euro (stime 2023)²³.

Data la complessità e la scarsità di dati ufficiali, l'analisi sull'utilizzo degli ETF da parte di Family Office e società Corporate è stata condotta a partire da stime di mercato integrate con le risposte al questionario rivolto agli emittenti ETF.

Agli operatori è stato chiesto di indicare quale percentuale del patrimonio complessivo dei Family Office fosse mediamente investita in ETF in proporzione alle masse stimate da analisi del settore.

Le risposte ottenute sono risultate piuttosto eterogenee, riflettendo la diversità di modelli e approcci di investimento. Per rappresentare in modo più realistico il fenomeno, si è scelto di utilizzare la moda statistica, ossia il valore più frequentemente indicato dai rispondenti, pari al 5% del patrimonio complessivo.

Applicando questa percentuale alla stima delle masse complessive, si ottiene un ammontare investito in ETF di circa 6,5 miliardi di euro alla fine del 2023.

Per quanto riguarda la crescita nel periodo 2017–2024, il tasso medio stimato dagli emittenti si colloca attorno al +10,7%, un valore positivo ma inferiore alla crescita media del mercato ETF nello stesso periodo, segnalando un'adozione dello strumento ancora selettiva e non sistematica.

Il quadro che emerge è quello di un segmento ad alto potenziale nel quale però gli ETF rappresentano ancora una componente minoritaria del portafoglio complessivo.

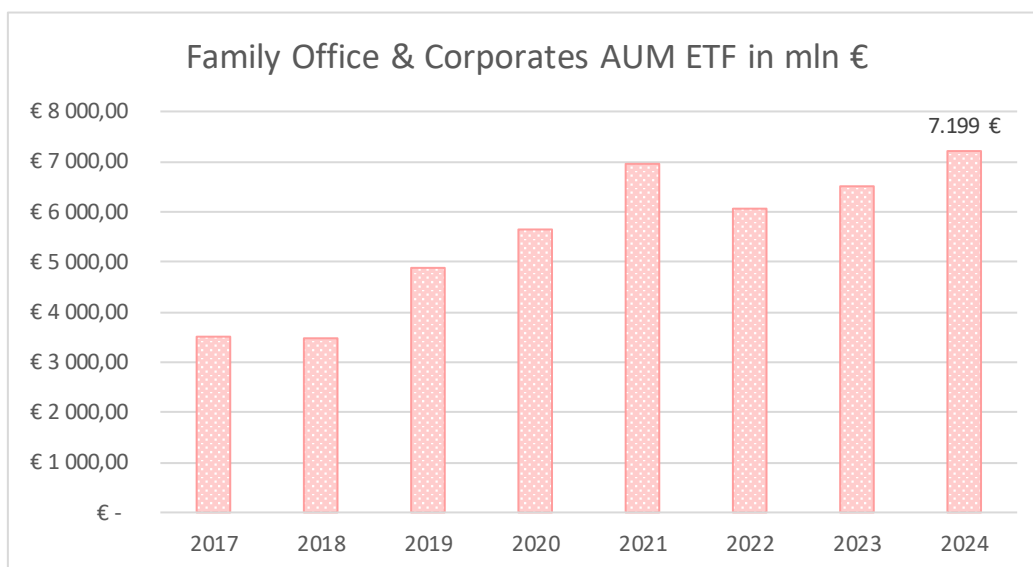
I Family Office e le società corporate tendono infatti a privilegiare strategie di investimento nei mercati privati o in asset poco liquidi (private equity, real estate, club deal), coerenti con orizzonti di lungo periodo e con obiettivi di diversificazione patrimoniale.

Gli ETF svolgono tuttavia un ruolo complementare e crescente, soprattutto come impiego di liquidità o come strumento tattico per la gestione dell'esposizione ai titoli quotati, grazie alla loro efficienza, flessibilità e trasparenza.

Va inoltre considerato che una parte di questo segmento si sovrappone concettualmente e operativamente con quello delle società di consulenza finanziaria (SCF), in quanto molti Family Office multi-cliente operano con strutture e licenze analoghe. Questa sovrapposizione contribuisce a rendere meno nitida la linea di demarcazione tra i due mondi, ma al contempo

²³ Fonte: Magstat Consulting

sottolinea come l'adozione degli ETF sia destinata a crescere anche attraverso l'evoluzione delle SCF stesse.



6. La clientela retail

Il segmento retail rappresenta l'insieme degli investitori non professionali che accedono direttamente al mercato degli ETF, in modo autonomo o tramite consulenza.

In Italia, questo universo si distingue per una storica propensione all'operatività diretta, favorita dalla presenza di una community di investitori individuali molto attiva e digitalmente evoluta — un fenomeno quasi unico nel panorama europeo.

L'accesso diretto agli ETF avviene principalmente attraverso due canali: a) le piattaforme bancarie tradizionali o i broker online, utilizzati dagli investitori self-directed che acquistano ETF in autonomia anche per il tramite di piani di accumulo sempre più popolari; b) le reti di consulenza finanziaria, che includono ETF nei portafogli dei clienti nell'ambito di servizi di consulenza base o evoluta.

A questi si aggiunge un ulteriore canale, in forte crescita: quello dei consulenti finanziari autonomi, ossia professionisti indipendenti iscritti all'OCF (Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari).

L'inclusione ufficiale di questa categoria all'interno dell'OCF — avvenuta nel 2018²⁴, a seguito della piena applicazione della direttiva MiFID II — ha permesso di dare riconoscimento formale e

²⁴ Delibera n. 20704 del 15 novembre 2018: avvio definitivo dell'operatività dell'Albo unico dei consulenti finanziari e dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari, ai sensi dell'articolo 1, commi 31 e 41, lettere a) e b) della legge 28 dicembre 2015, n. 208

vigilanza a una realtà che oggi rappresenta un ponte sempre più importante tra consulenza indipendente e utilizzo degli ETF da parte della clientela retail.

La mappatura del segmento retail è stata effettuata partendo dall'analisi dell'*Occasional Report* pubblicato da Consob a fine 2024, che ha fornito un quadro dettagliato delle caratteristiche del risparmio amministrato dalle banche italiane, con particolare attenzione alla composizione degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio dai clienti retail. Secondo tale analisi, gli ETF rappresentano una componente ormai strutturale dei portafogli amministrati, offrendo una misura attendibile della diffusione dello strumento tra gli investitori individuali.

I dati Consob sono stati successivamente validati e integrati tramite il questionario rivolto agli emittenti ETF, che ha consentito di confrontare le stime ufficiali con la percezione diretta degli operatori di mercato.

In media, gli emittenti hanno segnalato che i dati Consob risultano leggermente sottostimati, giudicando appropriata una correzione positiva del 5% per tenere conto di canali non inclusi nell'analisi ufficiale — come l'operatività tramite broker esteri non soggetti alle segnalazioni di vigilanza di Banca d'Italia.

Sulla base di queste integrazioni, il patrimonio retail investito in ETF in Italia a fine 2024 è stimato in circa 34,2 miliardi di euro, con un tasso di crescita nel periodo 2017–2024 pari a +14,7%.

Si tratta di una crescita significativa, anche se leggermente inferiore a quella del mercato complessivo degli ETF, segno di un'adozione costante ma con ulteriori margini di crescita.

L'incidenza della clientela retail sul totale del mercato ETF italiano si attesta a poco meno del 21,6%, un dato che oggi fornisce un punto di riferimento che confrontato con stime effettuate da altri organismi a livello Europeo risulta ragionevole²⁵.

Il mercato retail italiano degli ETF si conferma dunque ampio, dinamico e in evoluzione.

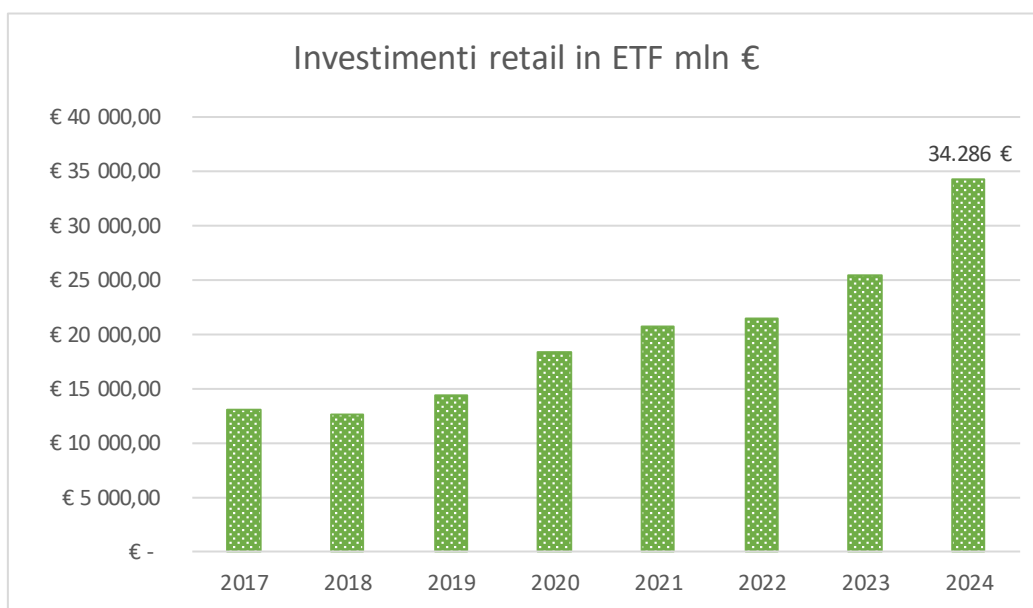
²⁵ Di seguito i dati delle varie pubblicazioni riguardanti il coinvolgimento degli investitori retail nell'ambito degli ETF:

- a) BlackRock – I trend che stanno influenzando gli investimenti in Italia – ottobre 2024: Il 15% degli investitori italiani detiene ETF (circa 2,2 milioni di investitori), un dato che segna un incremento dell'8% rispetto al 2022. Il mercato italiano è il secondo in Europa dietro a Germania 10,5 milioni di investitori (che equivale al 40% degli investitori retail) e davanti a Regno Unito (1,6 milioni, equivalente all'8% degli investitori retail). Gli investitori in Italia sono più propensi ad avvalersi di un consulente personale: il 45% acquista e vende ETF tramite il canale bancario tradizionale o un consulente finanziario, rispetto al 30% in tutta Europa.
- b) ExtraETF – The ETF saving plan market in Continental Europe – novembre 2024: Stima in 266 miliardi di € gli asset detenuti in piani di accumulo retail a livello Europeo (il 12,78% delle masse in ETF) con la Germania a guidare la classifica con ben 168 miliardi di € e il resto dell'Europa con 98 miliardi di euro.
- c) EFAMA – Asset Management report – 2024: Viene stimato al 30,8% la market shares della clientela retail sul totale dell'AUM Europeo dell'industria dei fondi comuni. In particolare, il report cita "*La quota di clienti retail sul totale degli asset in gestione è passata dal 26% nel 2019 al 30,8% alla fine del 2023. Questa crescita riflette principalmente il maggiore interesse degli investitori retail europei per i mercati dei capitali, poiché hanno destinato una parte più ampia dei loro asset finanziari ai fondi. Gli Exchange Traded Fund (ETF) sembrano essere sempre più il veicolo di investimento preferito dalle famiglie europee che desiderano esporsi ai fondi.*"

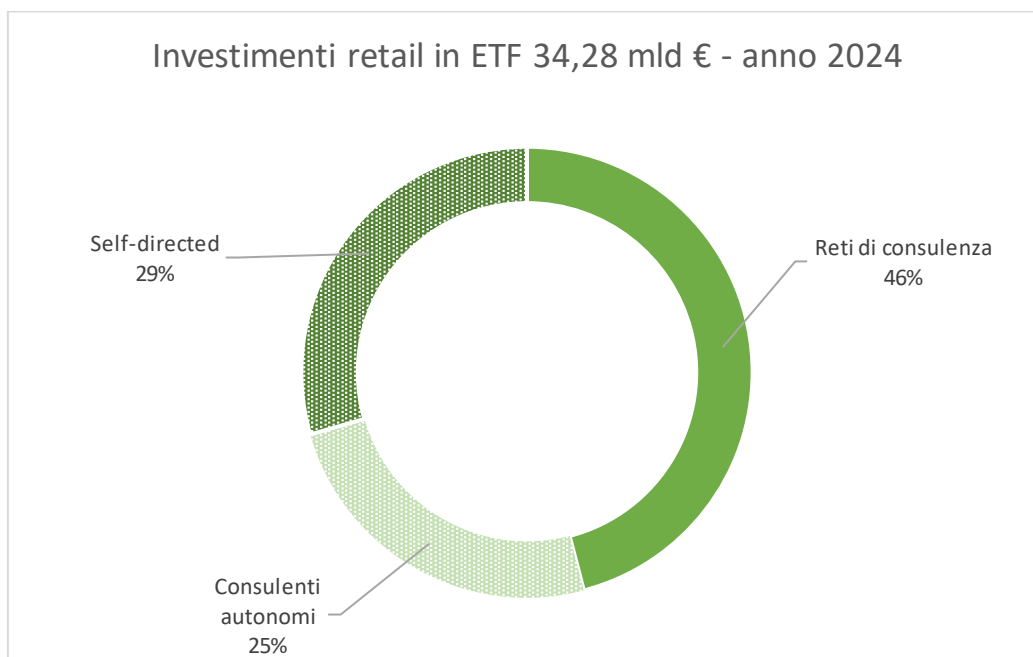
La combinazione tra digitalizzazione dei servizi finanziari, maggiore alfabetizzazione finanziaria e ampliamento dell'offerta della consulenza sta progressivamente aumentando la familiarità del risparmiatore medio con lo strumento, soprattutto tra i più giovani.

In particolare, l'utilizzo diretto degli ETF si sta affermando come soluzione privilegiata per: a) piani di accumulo di lungo periodo (PAC); b) portafogli modello costruiti in advisory.

Nonostante ciò, esiste ancora un ampio potenziale inespresso: gran parte del risparmio gestito e amministrato dalle famiglie italiane è tuttora concentrato in allocazioni più tradizionali. Tuttavia, man mano che consulenza ed educazione finanziaria continueranno a diffondersi insieme a modalità d'investimento più digitalizzate e automatiche (saving plans), è lecito attendersi un ulteriore incremento della quota retail nel mercato degli ETF, in linea con le esperienze più mature di altri paesi europei.



Oltre a stimare l'ammontare complessivo degli investimenti retail in ETF in Italia, Monitor ETF ha inteso indagare altresì l'incidenza dei tre segmenti rilevanti: reti di consulenza finanziaria, consulenti autonomi ed acquisto diretto tramite banche on line e non ed altre piattaforme (cliente al dettaglio self-directed). Di seguito si propone il break down stimato a fine 2024.



6.1 Le reti di consulenza finanziaria

Le reti di consulenza finanziaria rappresentano l'ultimo miglio nella relazione tra il mercato finanziario e la clientela finale. Si tratta di un modello di servizio che gli investitori italiani continuano ad apprezzare per il suo alto grado di personalizzazione e per l'assistenza a 360°, elementi che rafforzano il legame fiduciario tra consulente e cliente.

La stima della penetrazione degli ETF all'interno delle reti è agevolata dalla pubblicazione dei dati forniti da Assoreti, l'associazione che riunisce la quasi totalità delle reti di consulenza finanziaria operanti in Italia. Assoreti fornisce periodicamente dati puntuali sulla presenza, nei portafogli della clientela gestita dai consulenti, non solo degli ETF, ma anche di ETC ed ETN, strumenti che spesso trovano importante spazio all'interno dei portafogli dei clienti di reti di consulenza²⁶.

Secondo le nostre stime su dati Assoreti, il patrimonio in ETF detenuto tramite reti di consulenza ha raggiunto circa 15,7 miliardi di euro a fine 2024, con una crescita particolarmente robusta (+26,56%) nel periodo 2017-2024 — superiore, in termini percentuali, al tasso medio di espansione del mercato complessivo degli ETF in Italia.

Per la nostra stima si è proceduto a scorporare la componente riferibile a ETC ed ETN, non oggetto di analisi in questa fase (ma che verrà inclusa in future estensioni del lavoro). La stima dell'incidenza degli ETC/ETN è stata effettuata considerando il mix fornito dai dati di Monte Titoli, ipotizzando una distribuzione percentuale tra ETF, ETC ed ETN nel mondo delle reti equivalente a quella dell'intero mercato. Pur non trattandosi di una certezza statistica, questa assunzione

²⁶ Fonte: [Assoreti – Relazioni Annuali](#)

consente una stima ragionevole della sola esposizione in ETF all'interno delle reti di consulenza finanziaria.

I risultati mostrano come gli ETF siano sempre più presenti e richiesti all'interno dei portafogli intermediati dalle reti. Tuttavia, non è al momento possibile distinguere in modo univoco la quota riconducibile a consulenza evoluta o personalizzata rispetto a quella derivante da consulenza base o da scelte dirette del cliente. Si tratta di un aspetto rilevante che merita ulteriori approfondimenti, anche attraverso un dialogo diretto con Assoreti, per comprendere in che misura gli ETF rappresentino una raccomandazione consulenziale strutturata e quanto invece costituiscano semplicemente una componente tattica di diversificazione derivante da scelta autonoma del cliente.

In ogni caso, la crescita della presenza di ETF nelle reti di consulenza finanziaria conferma l'evoluzione culturale e operativa del mercato italiano, che sta gradualmente integrando lo strumento all'interno di una logica di allocazione di lungo periodo e di consulenza patrimoniale avanzata. Il segmento presenta ancora ampie potenzialità di sviluppo, che andranno di pari passo con la diffusione dei servizi di consulenza evoluta che trova negli ETF il suo alleato prediletto

ETF nelle reti di consulenza		
Anni	AuM	% crescita Y/Y
2024	15.753,96	52,1%
2023	10.357,04	27,6%
2022	8.117,57	-2,9%
2021	8.363,53	48,0%
2020	5.650,77	24,6%
2019	4.536,54	50,9%
2018	3.005,68	-0,8%
2017	3.028,94	

6.2 La consulenza autonoma

Il segmento dei consulenti autonomi rappresenta una area di crescente interesse nel panorama della clientela retail italiana. Questo canale di distribuzione è caratterizzato dalla raccomandazione personalizzata, attraverso la quale il cliente costruisce portafogli acquistando direttamente strumenti finanziari, tra cui ETF, sotto la supervisione del consulente autonomo vigilato dall'OCF.

Al 2024, il numero di consulenti autonomi attivi in Italia aveva raggiunto circa 741 professionisti, organizzati in oltre 89 società di consulenza finanziaria (SCF)²⁷, con una struttura a volte assimilabile ai family office o ai multi family office. Nonostante l'importanza crescente di questo

²⁷ Fonte: OCF-Relazione-annuale-2024

canale, sussiste una carenza di dati pubblici che consentano di quantificare con precisione le masse gestite in ETF.

Per colmare questa lacuna, nel questionario somministrato agli emittenti, è stato chiesto di stimare le masse ETF detenute sotto consulenza dei consulenti autonomi al 2024. Il risultato medio del panel di 23 rispondenti indica un patrimonio di circa 8,4 miliardi di euro, cifra significativa che conferma il ruolo crescente di questo segmento nel mercato retail.

Il questionario ha anche raccolto stime sul tasso di crescita 2017–2024, che è risultato pari a 17,1% annuo, superiore alla crescita media complessiva del mercato degli ETF in Italia. Questo indica come il segmento dei consulenti autonomi rappresenti un potenziale cruciale per la diffusione futura degli ETF tra la clientela retail, in parallelo alla crescita dei canali tradizionali di consulenza finanziaria tramite reti.

Va sottolineato che i consulenti autonomi non utilizzano esclusivamente ETF: le loro attività comprendono anche strumenti diretti, polizze assicurative, gestioni patrimoniali e fondi comuni di investimento, quindi la cifra stimata di 8,4 miliardi riflette solo la componente ETF del loro patrimonio gestito, confermando comunque la rilevanza di questo segmento per le strategie di investimento liquide e trasparenti.

ETF Consulenti Autonomi		
Anni	AuM	% crescita Y/Y
2024	€ 8.434,37	41,3%
2023	€ 5.969,84	12,9%
2022	€ 5.285,42	18,0%
2021	€ 4.479,17	12,0%
2020	€ 3.999,26	26,0%
2019	€ 3.174,02	15,0%
2018	€ 2.760,01	-1,2%
2017	€ 2.793,54	

6.3 *Il cliente al dettaglio self-directed*

Il segmento retail self-directed rappresenta i clienti che acquistano ETF direttamente, senza il supporto di alcun tipo di consulenza. La stima di questo segmento è stata ottenuta come differenza tra: a) La stima complessiva del mercato retail (derivata dai del paper di Consob); b) La presenza di ETF nelle reti di consulenza (dati Assoreti); c) Le masse sotto consulenza dei consulenti autonomi (stima derivata dal sondaggio somministrato agli emittenti di ETF). Da questa elaborazione emergono diversi spunti.

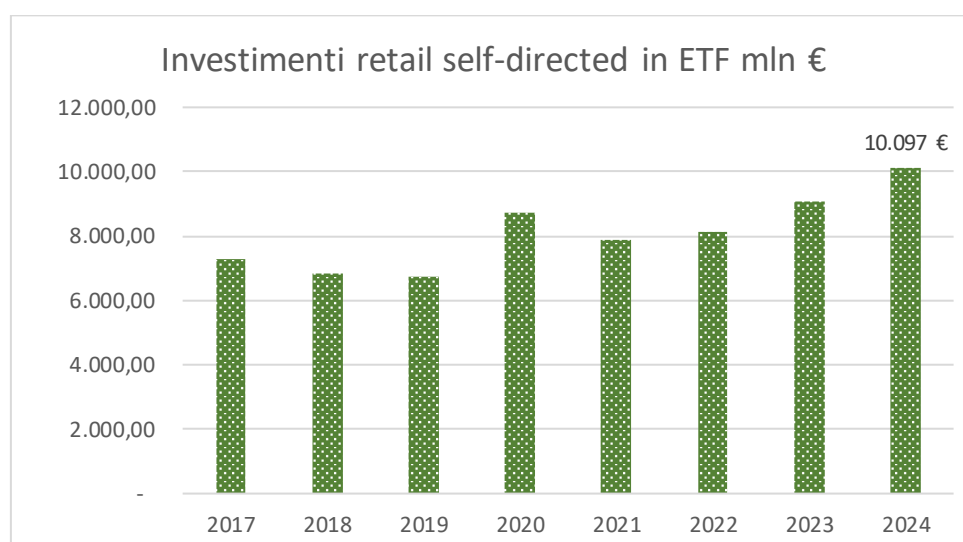
Nel 2017, quando gli ETF dovevano ancora diffondersi all'interno delle reti di distribuzione e la consulenza autonoma muoveva le sue prime mosse, la principale modalità di interazione degli ETF con la clientela retail era diretta. Questo spiega perché, a tale data, l'incidenza del segmento

self-directed sul totale retail era più elevata rispetto ai dati odierni (55,6% nel 2017 vs 29,5% nel 2024).

In termini assoluti, il segmento self-directed ha mostrato una crescita costante fino al 2024, anche se leggermente inferiore alla crescita complessiva del retail. Ciò indica che gli ETF trovano sempre più spazio attraverso la consulenza, sia autonoma sia tramite le reti finanziarie.

Questo andamento rispecchia anche le dinamiche normative e di vigilanza: le autorità tendono a favorire l'intermediazione della consulenza, riducendo la possibilità di scelte fai-da-te, per garantire che gli investimenti siano coerenti con gli obiettivi dei clienti e con la loro preparazione finanziaria.

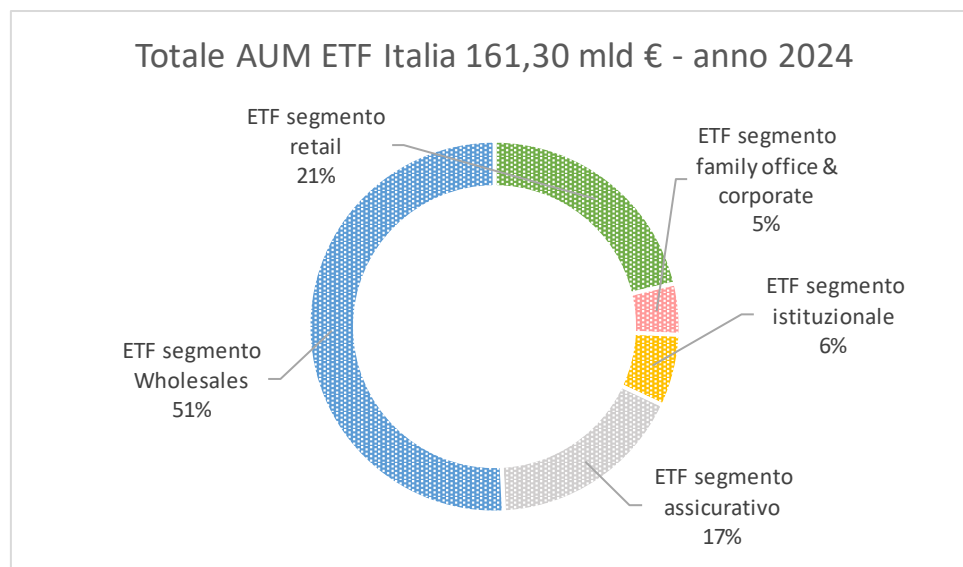
In sintesi, il segmento self-directed mostra che agli italiani piace acquistare ETF direttamente, ma sempre più spesso queste scelte sono intermedie e guidate dalla consulenza, a beneficio di decisioni più consapevoli e allineate agli obiettivi di investimento.



Conclusioni: Il mercato italiano degli ETF

Questa prima edizione della ricerca ha inteso mappare il mercato italiano degli ETF attraverso un approccio ibrido, combinando dati quantitativi di mercato con stime derivanti dai questionari rivolti agli emittenti. L'obiettivo principale è stato quello di fornire una stima delle masse gestite in Italia, segmento per segmento di clientela, al fine di rappresentare la consistenza del mercato italiano degli ETF stante il fatto che le risultanti di Monte Titoli, che sono oggettive, non sono necessariamente in grado di intercettare tutti i fenomeni che riguardano l'acquisto e il possesso di ETF da parte dei clienti italiani.

Monitor ETF ci consente oggi di fornire una overview complessiva della distribuzione delle masse italiane in ETF tra diversi segmenti di clientela/di business. Di seguito si fornisce il quadro complessivo a fine 2024:



Un altro elemento che emerge dalla ricerca è la rappresentazione complessiva del mercato italiano dalla quale si possa apprezzare flussi e attività dei clienti non intercettabili in Monte Titoli. Di seguito gli aspetti di attenzione che emergono a tal riguardo dalla ricerca:

- 1) Allineamento iniziale e divergenza successiva: Dal 2017 al 2020, le stime prodotte da Monitor ETF risultano in linea o leggermente inferiori rispetto alle informazioni oggettive di Monte Titoli. Dal 2021 in avanti, tuttavia, emerge il fenomeno contrario, ovvero una sottostima crescente nei dati di Monte Titoli delle masse effettivamente investite:

- a. 2020: sovrastima di circa lo 0,7%;
- b. 2024: sottostima di circa 13,33%

Sottostima media 2023-2024: circa 11,8%. Questo dato è coerente con le percezioni degli emittenti, che hanno risposto alla prima domanda del questionario indicando una sottostima entro il 15%.

- 2) La dinamica delle masse stimate da Monitor ETF restituisce un quadro che riteniamo più aderente alla realtà del mercato italiano di ETF, evidenziando la sua importanza e vitalità. Il confronto con il mercato europeo degli UCITS ETF²⁸ mostra:
 - a) Incidenza Italia sul totale europeo utilizzando i dati di Monte Titoli: dal 9,47% (2020) al 6,84% (2024);

²⁸ Fonte : Lipper European ETF industry review

b) Incidenza stimata dal nostro osservatorio: dal 9,40% (2020) all'7,75% (2024)

Pur mostrando una velocità di penetrazione leggermente inferiore rispetto ad altri paesi europei (che spiega il calo di market share nel tempo), non si osserva un gap significativo, ribadendo la rilevanza del mercato domestico degli ETF rispetto agli altri Paesi europei.

Anni	AuM Monte Titoli in mln	AuM rev in mln	% AUM rev su AUM Monte Titoli in mln	AUM Europeo UCITS ETF in mln	% MT su Europa	% AUM rev su Europa
2024	€ 142.326,60	€ 161.305,55	13,33%	€ 2.081.760,00	6,84%	7,75%
2023	€ 114.295,13	€ 126.125,77	10,35%	€ 1.563.500,00	7,31%	8,07%
2022	€ 101.191,62	€ 105.877,24	4,63%	€ 1.242.520,00	8,14%	8,52%
2021	€ 115.850,11	€ 114.145,48	-1,47%	€ 1.330.210,00	8,71%	8,58%
2020	€ 93.967,21	€ 93.283,35	-0,73%	€ 992.580,00	9,47%	9,40%
2019	€ 81.557,94	€ 77.956,03	-4,42%	€ 870.000,00	9,37%	8,96%
2018	€ 57.733,85	€ 56.549,00	-2,05%	€ 633.100,00	9,12%	8,93%
2017	€ 58.690,66	€ 56.788,66	-3,24%	€ 633.900,00	9,26%	8,96%

Metodologia e prospettive future

Il processo metodologico qui percorso ha combinato stime di mercato, questionari agli emittenti e dati pubblici, consentendo di costruire una mappatura coerente dei diversi segmenti di clientela e di ottenere una stima complessiva delle masse investite in ETF in Italia. Questo approccio peraltro rappresenta un punto di partenza per sviluppare ulteriori approfondimenti, con l'obiettivo di rendere il Monitor sempre più rappresentativo, dettagliato e affidabile.

In conclusione, questa ricerca spera di poter fornire un primo spaccato ragionevole del mercato italiano degli ETF, valorizzando le masse effettivamente in portafoglio agli investitori e offrendo un confronto più realistico anche in ottica comparativa europea.

Il comitato scientifico del Monitor ETF

Manuela Geranio è professoressa ordinaria di Economia degli intermediari finanziari nel Dipartimento di Scienze Aziendali dell'Università di Bergamo, dove è responsabile della laurea specialistica in Management, Innovazione e Finanza. Le sue attività didattiche riguardano sia i corsi di laurea triennali (Sistema Finanziario) che magistrali (Asset Management e Private Banking, Risk Management e Derivati, Mercati Finanziari Internazionali). L'attività di ricerca si focalizza sull'evoluzione delle infrastrutture di mercato e su temi di corporate finance. Collabora a diverse iniziative di Esma, Borsa Italiana e Consob per lo sviluppo del mercato finanziario italiano. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi, dove si è anche laureata in Economia Aziendale, e il Master CEMS in International Management.



Demis Todeschini è Head of ETF Sales Italy presso AXA Investment Managers dal luglio 2023. In precedenza, ha ricoperto il ruolo di Senior ETF Sales per l'Italia in Franklin Templeton (maggio 2019 – giugno 2023), dove ha guidato il lancio dell'offerta ETF in Italia per l'asset manager americano. Prima ancora, ha maturato una solida esperienza in Borsa Italiana, occupandosi di ETF e capital markets, con un focus sulle relazioni con gli intermediari, lo sviluppo del mercato e i rapporti con la buy-side. Ha iniziato la sua carriera nell'Ufficio Studi di UBI Banca, prima di entrare in Borsa Italiana nel novembre 2006. Si è laureato in Management e Finanza presso l'Università degli Studi di Bergamo, dove, dall'ottobre 2022, è professore aggiunto di Asset Management e Private Banking.

Stefano Gaspari Laureato in Economia Aziendale con specializzazione in Finanza Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano, è Amministratore Unico di MondoInvestor Srl, dove è entrato nel 2004, e da giugno 2015 è anche Consigliere di Amministrazione di AM Holdings S.p.A., società a cui fanno capo gli investimenti immobiliari e le partecipazioni della famiglia di Antonello Manuli. Nato a Bergamo, ha iniziato il suo percorso professionale in BlueRating dove, dal 2002 al 2004, ha seguito la gestione e lo sviluppo del database dei fondi tradizionali, nonché lo sviluppo commerciale dei software di S&P, partner di BlueRating. Autore di numerosi contributi pubblicati su quotidiani di economia, partecipa regolarmente come relatore a convegni nella sua materia di specializzazione.

Elisa Vertemati è Payments Agent presso ING Bank, dove si occupa della gestione delle procedure operative nell'area dei pagamenti retail. In precedenza, ha collaborato con Borsa Italiana (Euronext) come ETF Analyst Intern, concentrandosi sull'analisi del mercato e sulle dinamiche di negoziazione degli Exchange Traded Funds, contribuendo a progetti innovativi come il Best of Book e il Single Order Book. Laureata in Banking and Finance presso l'Università degli Studi di Bergamo, con una tesi sperimentale sugli Active ETF, ha inoltre partecipato a un exchange program presso la IÉSEG School of Management di Parigi.