

FONDI&SICAV

Data: 20.01.2026 Pag.: 62,63,64...
 Size: 1895 cm² AVE: € 11370.00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:



EMANUELE MARIA CARLUCCIO
 docente di economia degli intermediari finanziari
 Università di Verona
 presidente
Efpa Europe

CONSULENTI &
 RETI

Etf e Ris, due minacce per i consulenti

a cura di Alessandro Secciani

Da una decina di anni è in atto una vera e propria rivoluzione nel mercato dei fondi: l'affermazione degli Etf. Dapprima in maniera silenziosa, poi in modo sempre più forte, stanno sbaragliando il mercato tradizionale dei fondi attivi. Grazie ai loro costi nettamente inferiori, talora quasi inesistenti, hanno fatto registrare performance superiori rispetto a quelle delle soluzioni attive. Nell'ambito della consulenza finanziaria, questa tendenza ha evidenziato un problema molto difficilmente risolubile: per i professionisti tradizionali le commissioni fornite da questa asset class non sono certo comparabili alle retrocessioni che tradizionalmente le case trasmettono alle reti, ma anche chi opera in consulenza evoluta, con una fee fissa, qualche problema comincia ad averlo. Infatti, per quanto la remunerazione sul portafoglio sia contenuta, innalza in maniera molto sensibile i costi degli exchange trade fund. Diverse reti si sono difese non offrendo questi strumenti ma, andando avanti, sta diventando

sempre più difficile questa politica, visto che gli Aum dei prodotti passivi hanno superato quelli dei prodotti tradizionali.

Ad avere aperto con energia questo tema è stato **Emanuele Maria Carluccio**, docente di economia degli intermediari finanziari presso l'**Università di Verona** e soprattutto presidente di **Efpa Europe** e membro del Comitato scientifico di **Efpa Italia**: in pratica un uomo collegato molto direttamente ad Anasf, visto che la fondazione **Efpa** in Italia è controllata direttamente dall'associazione che rappresenta la quasi totalità dei consulenti finanziari.

L'affermazione dei prodotti passivi può portare a una fortissima riduzione del numero di professionisti che operano in questo settore?
 «Nel febbraio del 2017 il Moody's Investors Service aveva previsto che, entro la fine del 2024, nel mercato statunitense gli Aum dei

FONDI&SICAV

Data: 20.01.2026 Pag.: 62,63,64...
 Size: 1895 cm2 AVE: € 11370.00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:



Che cosa si intende per «value for money»?

Per «value for money» si intende la verifica di coerenza tra:

- il valore effettivamente generato per l'investitore, misurabile in termini di risultati e qualità del servizio; e
- il corrispettivo complessivamente sostenuto dal cliente (costi esplicativi e impliciti).

Il «value for money» risponde a tre esigenze sistemiche:

1. comparabilità tra soluzioni;
2. allineamento degli incentivi lungo la catena del valore;
3. accountability dell'esito per il cliente.

prodotti passivi avrebbero superato gli Aum di quelli gestiti attivamente. Una previsione praticamente perfetta; nel febbraio del 2025, infatti, nel mercato statunitense, per la prima volta, i net asset degli Etf hanno superato quelli dei fondi tradizionali gestiti attivamente. Analogamente il fenomeno, a livello globale, nel comparato dei fondi azionari, nel quale già dalla fine del 2023 i prodotti passivi avevano superato, come masse in gestione, i prodotti attivi. A livello europeo il fenomeno non è ancora così marcato, ma il trend è del tutto analogo; infatti, mentre alla fine del 2015 la quota dei fondi passivi non superava il 14% del totale degli attivi, già alla fine del 2025 era salita al 30%, con un ritmo di crescita costante e continuo che

non lascia spazi a possibili inversioni di tendenza. Ma quanto qui velocemente ricordato era inevitabile che accadesse; nei mercati efficienti, in realtà, è alquanto difficile, se non del tutto impossibile, che un gestore attivo riesca a performare più del benchmark di riferimento in modo continuo e persistente; se poi la politica di gestione del gestore attivo viene gravata anche da maggiori costi, quelli necessari per remunerare il lavoro di chi porta le masse (i consulenti/collocatori) allora la sfida con gli Etf risulta inesorabilmente già persa in partenza. Quali conseguenze attendersi da questo trend in atto? Sul fronte degli asset manager, allo scopo di ridurre il gap di performance con i gestori passivi, ci si deve inevitabilmente

attendere una pressione sui costi di gestione e, conseguentemente, sulle retrocessioni riconosciute ai collocatori/distributori; sul fronte dei consulenti ci si deve aspettare una crescente presenza degli Etf e, più in generale, dei prodotti gestiti passivamente all'interno dei portafogli dei loro clienti, con una conseguente riduzione graduale e continua dei loro pay-in».

C'è un modo per i consulenti di sopravvivere a questo tsunami? Come dovranno reagire? È sufficiente introdurre la consulenza a parcella che, comunque, inevitabilmente comporta per l'intero sistema livelli di remunerazione decisamente più bassi?

«La soluzione a disposizione dei consulenti è duplice. Per i portafogli di una certa rilevanza va presa seriamente in considerazione la possibilità/necessità di rivedere, insieme alle mandanti, il modello di business introducendo la fee di consulenza. Questo è un passaggio obbligato per consentire l'utilizzo, nell'implementazione dei portafogli della clientela, dei singoli strumenti di risparmio amministrato (come i titoli obbligazionari, sia governativi, sia corporate) e degli Etf che, al contrario, in un modello basato sulla retrocessione delle management fee, è impossibile che vengano presi in considerazione. Per i portafogli che non raggiungono un soglia dimensionale tale da rendere la fee sufficiente a remunerare il lavoro, customizzato e puntuale, che caratterizza il servizio di consulenza in materia di investimenti (dall'individuazione della composizione ideale del portafoglio in asset class da abbinare al profilo di rischio e all'orizzonte temporale del cliente, alla selezione del migliore mix di strumenti/prodotti, al monitoraggio del portafoglio nel corso del tempo, sino alla rendicontazione e scomposizione della performance), si può ipotizzare il ricorso a soluzioni più standardizzate, come, ad esempio, le polizze a contenuto finanziario e le unit linked, che abbiano embedded al loro interno i contenuti del servizio di consulenza, cioè l'asset allocation strategica e tattica e la selezione degli strumenti migliori, ivi compresi gli strumenti di risparmio amministrato e gli Etf».

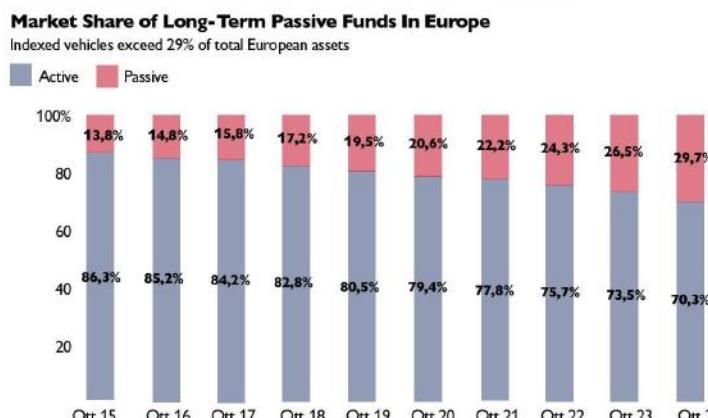
E la normativa europea, con la Retail investment strategy che impone l'emersione dei costi sommersi, costituisce un'ulteriore minaccia?
 «Lo scorso 18 dicembre, il Consiglio dell'U-

FONDI&SICAV

Data: 20.01.2026 Pag.: 62,63,64...
 Size: 1895 cm2 AVE: € 11370.00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:



FIG. 1 - LA DIFFUSIONE DELLA GESTIONE PASSIVA IN EUROPA



In 10 anni la quota di mercato della Gestione Passiva è raddoppiata

Market: Europe-domiciled open ended funds, ETFs, ex money market funds, ex fund of funds, ex feeder
 Grafico: Valerio Baselli - Fonte: Morningstar Direct (Nov. 31, 2024)

nione Europea e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo sulla Retail investment strategy (Ris), il pacchetto legislativo presentato dalla Commissione europea nel maggio del 2023 con l'obiettivo di modernizzare e semplificare il quadro normativo a tutela degli investitori al dettaglio. L'accordo rafforza in modo significativo il principio del "value for money", imponendo alle imprese che offrono prodotti di investimento al dettaglio l'obbligo di identificare, quantificare e valutare tutti i costi e gli oneri associati ai prodotti raccomandati o distribuiti. Sulla base di standard e di benchmark comuni, che dovranno essere predisposti da Esma e da Eiopa, le imprese dovranno dimostrare che i costi sono giustificati e proporzionati rispetto alle caratteristiche e ai benefici del prodotto, escludendo dalla commercializzazione quelli che non soddisfano tali requisiti».

Che cosa significa in concreto?

«L'accordo rafforza le tutele contro i conflitti di interesse, irrigidendo la disciplina sugli inducement. Gli intermediari finanziari, infatti, dovranno:

- dichiarare in modo chiaro i costi legati agli incentivi;
- dimostrare che tali incentivi apportano un beneficio concreto al cliente;
- dimostrare di agire sempre e comunque nel migliore interesse del cliente.

Resta inoltre ferma la facoltà per gli stati membri di introdurre, a livello nazionale, un divieto totale degli incentivi, qualora lo ritengano opportuno. Sembra evidente, pertanto, che in tutti in quei paesi in cui non si opterà per il divieto degli inducement, le misure che verranno adottate

tate costringeranno il settore della consulenza finanziaria a dare prova del valore effettivo offerto al cliente, al netto dei costi sopportati dall'investitore nell'implementazione dei consigli e delle raccomandazioni ricevute».

In questo quadro si inserisce anche il sempre maggiore ricorso all'intelligenza artificiale che è in grado di produrre, a costo zero, portafogli diversificati, non così diversi da quelli proposti dai consulenti, sia a parcella, sia tradizionali; non a caso, gli stessi consulenti la utilizzano. Rischia di essere una forma di concorrenza molto forte.

«Nel mondo della consulenza in materia di investimenti, l'Ai viene talvolta presentata come una rivoluzione destinata a sostituire il consulente persona fisica, altre volte come una semplice evoluzione tecnologica di strumenti già esistenti. La realtà, come spesso accade, è più articolata e merita di essere analizzata con attenzione, soprattutto se l'obiettivo è comprendere in quale modo l'intelligenza artificiale stia effettivamente trasformando il processo decisionale, l'organizzazione del lavoro e la relazione tra consulente e investitore. Partiamo da una precisazione fondamentale: con il termine intelligenza artificiale non si fa riferimento a una singola tecnologia, né tanto meno a un'entità autonoma dotata di capacità cognitive simili a quelle umane. Nella pratica, l'Ai è un insieme di tecniche matematiche, statistiche e informatiche che consentono ai sistemi di apprendere dai dati, riconoscere schemi ricorrenti, formulare previsioni e

supportare decisioni complesse. Gran parte delle applicazioni attuali in ambito finanziario rientra nel perimetro del machine learning, cioè di algoritmi che migliorano le proprie prestazioni man mano che vengono alimentati con nuove informazioni».

Benissimo, ma tutto ciò quali implicazioni ha sul lavoro del singolo professionista della consulenza?

«La consulenza in materia di investimenti è, per sua natura, un'attività ad alta intensità informativa: il consulente deve analizzare mercati globali, strumenti finanziari eterogenei, vincoli normativi, obiettivi dell'investitore, orizzonti temporali, tolleranza al rischio e condizioni macroeconomiche in continua evoluzione. Storicamente, questo lavoro è stato svolto attraverso modelli relativamente semplici, basati su ipotesi di normalità dei rendimenti, correlazioni stabili e comportamenti razionali; tuttavia, l'esperienza degli ultimi decenni ha mostrato con evidenza i limiti di questi approcci, soprattutto in contesti di elevata incertezza, shock sistematici e rapidi cambiamenti strutturali. Ed è proprio in questo spazio che l'intelligenza artificiale ha iniziato a trovare applicazione: i sistemi di Ai consentono di gestire volumi di dati enormemente superiori rispetto al passato, includendo informazioni di natura molto diversa tra loro, come dati di mercato tradizionali, bilanci societari, flussi macroeconomici, notizie testuali, comunicati aziendali e perfino contenuti provenienti dai social media. Questa capacità di integrazione rappresenta uno dei principali vantaggi concreti dell'Ai nella consulenza finanziaria, perché permette di costruire un quadro informativo più ricco e articolato rispetto a quello ottenibile con strumenti tradizionali. È innegabile, pertanto, che questa tecnologia possa e debba diventare una componente sempre più integrata nei processi di consulenza finanziaria»

Già da subito?

«Non si tratta di una trasformazione improvvisa, quanto piuttosto di un'evoluzione graduale, che richiede investimenti, formazione e una riflessione continua sui principi che devono guidare l'uso della tecnologia. L'Ai, infatti, offre strumenti potenti per analizzare i mercati, costruire portafogli più robusti, gestire il rischio e personalizzare il servizio; tuttavia, il suo valore dipende in modo cruciale dal contesto in cui viene utilizzata e dalla capacità del consulente di integrarla in modo responsabile,

FONDI&SICAV

Data: 20.01.2026 Pag.: 62,63,64...
 Size: 1895 cm2 AVE: € 11370.00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:



trasparente e orientato al cliente. In definitiva, quindi, l'intelligenza artificiale non sostituisce la consulenza, ma la trasforma, aprendo nuove opportunità per migliorare la qualità delle decisioni e rafforzare la relazione di fiducia tra professionista e investitore».

A questo punto come Efpa avete una grandissima responsabilità: fornire ai professionisti i mezzi culturali per affrontare la sfida del mercato. Che cosa proponete in concreto a società e singoli professionisti per uscire dall'attuale vicolo cieco?

«L'European financial planning association (Efpa), forte dei suoi 101.500 professionisti certificati raggiunti al 31 dicembre 2025, costituisce senza alcun dubbio la più importante associazione, a livello europeo, attiva nella certificazione indipendente delle competenze professionali dei financial advisor e dei financial planner. E a rendere sicuramente il progetto di Efpa un'esperienza di successo è stata la scelta, assunta sin dall'inizio, di portare avanti una proposta condivisa a livello europeo: tutte le decisioni sui contenuti dei programmi dei singoli certificati e sulle regole di strutturazione dei relativi esami vengono assunte dal board di Efpa Europe su proposta dello Standard and qualification committee europeo. Alle singole Efpa locali viene affidato, poi, il compito di customizzare, con un grado di flessibilità ben delimitato, i programmi per tenere in considerazione le eventuali specificità del singolo paese e di predisporre le prove d'esame in lingua locale. Ciò ha consentito a Efpa di diventare un'associazione riconosciuta a livello europeo, sistematicamente e periodicamente consultata dai principali stakeholder del settore, e in continuo dialogo con le varie autorità: la Commissione europea, l'Esma, l'Efama, l'Associazione europea delle banche e delle assicurazioni. Inoltre, con le associazioni dei consumatori è impegnata, insieme a tutti gli altri soggetti coinvolti, nel delicato compito di definire i contenuti della Retail investment strategy, che, in misura determinante, disegnerà il nuovo contesto operativo dei professionisti della consulenza».

E a livello italiano che cosa succede?
 «In questo contesto europeo, Efpa Italia si è contraddistinta, negli ultimi anni, per la disponibilità ad assumere il ruolo di paese pilota nella sperimentazione di nuove solu-

zioni o per il lancio di nuove certificazioni. Nel primo contesto, quello della sperimentazione di nuove soluzioni, dal 2024 Efpa Italia ha deciso di provare a facilitare l'accesso dei professionisti alla certificazione di più alto livello, quella dell'European financial planner (Efpa) che risulta caratterizzata da un programma di formazione molto articolato (40 giornate), ricco e impegnativo: vengono studiate le tecniche più avanzate di costruzione e gestione di portafoglio, le logiche di protezione del patrimonio, le tecniche per la gestione del passaggio generazionale, sia del patrimonio, sia delle aziende, le tematiche di corporate finance, la pianificazione finanziaria e la gestione dei bisogni assicurativo-previdenziali. A coloro che sono già in possesso della certificazione di European financial advisor (Efa) e desiderano suddividere in più step e spalmare su un maggiore arco temporale lo sforzo formativo e di studio/approfondimento richiesto per accedere all'Efp, è stata messa a disposizione una serie di certificati monodominio, con programmi di formazione della durata di quattro-cinque giorni ciascuno, di cui una dedicata alla protezione del patrimonio, un'altra incentrata sulle tematiche di corporate finance, una sulla pianificazione finanziaria e successoria, una sessione sulle tecniche avanzate di gestione del portafoglio e un'ultima parte sui temi assicurativo-previdenziali. Tutto ciò, consente, una volta superati i relativi esami, di acquisire la certificazione di European financial planner».

Proponete anche nuove certificazioni che aiutino i professionisti a superare l'attuale situazione di stallo?

«Per quanto riguarda le nuove certificazioni, va sicuramente annoverato il caso dell'European financial insurance specialist, che è un certificato proposto in prima battuta sul mercato italiano e poi mutuato a livello europeo per provare a entrare nel mondo delle agenzie assicurative, all'interno del quale molti agenti hanno già capito che per padroneggiare l'offerta di prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario servono nuove e maggiori competenze tecniche. Dovunque esistano nuove sfide poste dall'evoluzione del quadro regolamentare (si pensi alla possibile abolizione degli inducement con l'inevitabile necessità di ridisegnare completamente il modello di business adottato dalle banche e dalle mandanti) o dalle novità adottate dalle

case di gestione e, più in generale, dalle fabbriche prodotto, Efpa vuole essere di supporto ai professionisti del settore, accompagnandoli nel raggiungimento di nuovi traguardi impegnativi e aiutandoli a trasformare ogni sfida in una nuova opportunità di crescita».

Si può andare oltre la tradizionale certificazione di competenze? Ci possono essere certificazioni personalizzate per società o addirittura per singolo professionista?

«Questi primi 25 anni dell'attività di Efpa, nata nell'autunno del 2000, sono stati indubbiamente dedicati allo sviluppo, prima, e al consolidamento, poi, dei classici certificati che qualificano le competenze dei consulenti in funzione dei diversi livelli di professionalità: si spazia, infatti, dall'Eip, rivolto a chi supporta il cliente nella fase di profilatura e di comprensione delle soluzioni per lui più idonee, all'Efa, che si rivolge a quei consulenti che arrivano a elaborare vere e proprie proposte articolate in termini, sia di portafoglio di investimenti, sia di soluzioni assicurativo-previdenziali, per chiudere con l'Efp, che è stato disegnato per quei professionisti che, annoverando tra la propria clientela, non solo risparmiatori privati, ma anche imprenditori, sono chiamati a padroneggiare tematiche di finanza aziendale, di pianificazione finanziaria, successoria, di protezione del patrimonio, di passaggio generazionale. Ora che la qualità del lavoro svolto in questi primi 25 anni è ampiamente riconosciuta, sia dal mercato, sia dagli stakeholder europei, la sfida che Efpa deve sapere cogliere è provare a stringere accordi di collaborazione con i diversi intermediari, magari prendendo le mosse proprio dai grandi gruppi europei, per fare capire loro che una validazione delle competenze effettuata da un soggetto esterno e indipendente assume una valenza completamente diversa rispetto ai classici programmi di formazione interna, con un assessment finale inevitabilmente caratterizzato da autoreferenzialità e dalla presenza di conflitti di interesse. Allo stesso tempo va dimostrato agli stakeholder europei (all'Esma in primis) che i risultati ottenuti da Efpa in questi 25 anni di esperienza sul campo sono la prova provata che, volendo, si può arrivare alla messa a terra di quelle linee guida Esma sulle conoscenze e competenze di chi opera nel settore finanziario che, pur essendo state emanate nel lontano dicembre 2015, sono rimaste in larga parte o disattese o, comunque, applicate in modo estremamente disomogeneo e con gradi di approfondimento del tutto diversi da paese a paese».