

Consulenti & strumenti finanziari

# CONFRONTI DISOMOGENEI, INVESTITORI GABBATI



Gli Etf battono davvero i fondi comuni?  
A prima vista sembrerebbe così.  
Ma un'analisi più attenta dice il contrario  
e la via del "fai-da-te" è molto pericolosa.

di Gianfranco Cassol

**“S**e io mangio cinque polli e tu ne mangi uno, la media dice che ne abbiamo mangiati tre ciascuno”. La media è anche questa battuta del Trilussa, ma, nel caso che esaminiamo, “la media è l’abbassamento dei migliori e l’innalzamento dei peggiori” (J.F. Lossac). Due errori a cui se ne aggiunge un terzo, dovuto al fatto che la media finisce per essere considerata “punto di riferimento” di micro-analisi comparative. La specificità di un singolo fondo a gestione attiva è tutto fuorché una media e *la media non è il fondo*. Vediamo in proposito un articolo di *Milano Finanza* del 14 aprile 2007, “*Etf straccia il gestore 9 a 1*”, basato sul “confronto della performance a 12 mesi fra gli Etf e la media dei fondi che appartengono alla stessa categoria”. Questo confronto è improponibile e porta a deduzioni arbitrarie. **E’ lo scandalo delle medie**. Il confronto corretto è fra l’Etf e i singoli fondi della stessa categoria.

Nel processo decisionale il risparmiatore può considerare la scelta come “accettazione” di una delle due alternative o come “rifiuto” di una delle due alternative.

Scegliere basandosi solo sugli elementi di “accettazione”, oppure solo sugli elementi di “rifiuto”, non è la stessa cosa che **scegliere basandosi sul “confronto” degli elementi** caratterizzanti le due alternative. Nel primo caso si attiva un processo mentale di “focalizzazione escludente”.

Affermare che gli Etf battano 9 a 1 i fondi considerando le medie, è condizionare il risparmiatore a escludere aprioristicamente e indiscriminatamente i fondi a gestione attiva dall’analisi comparativa.

Le conseguenze non possono che essere dannose per i risparmiatori.

Prendiamo in considerazione le quotazioni di metà aprile 2007. Ebbene, l’esame delle performance (fonte *Morningstar*) a 12 mesi dell’Etf che investe sull’indice S&P/Mib e dei fondi/sicav azionari Italia

porta alla seguente conclusione: il numero di fondi che hanno una performance superiore a quella dell’Etf (+14,20%) sono 56.

Ma questa comparazione non dà l’esatta situazione, perché il confronto non è omogeneo, essendo la performance dell’Etf al lordo di tanti costi “successivi all’investimento” non evidenziati e non quantificabili al momento dell’acquisto; mentre le performance dei fondi/sicav sono al netto.

Quant’è la percentuale dei costi non evidenziati che va tolta alla performance lorda dell’Etf? Non lo si sa a priori, e qui si dà un forte colpo alla presunta trasparenza dell’Etf. In proposito si veda quanto scritto su **ADVISOR** di aprile 2006, “*Troppe bugie nella fiaba Etf*”, e di febbraio 2007 “*La semplicità è una favola*”. Ma soprattutto si mediti sull’*e-mail* del 17 aprile 2007 inviata dal Charlie Forzacci: “Buongiorno, ho letto con interesse l’articolo sugli Etf e vorrei portare il mio contributo.

Il giorno 3 marzo ho tentato di acquistare l’Etf EQQQ sul Na-

**Tabella 1 Rendimenti in diversi sottoperiodi del fondo  
a gestione attiva efficiente e del benchmark**

PERIODO	RENDIMENTO FONDO	RENDIMENTO BENCHMARK	DIFFERENZA RISORSE	DIFFERENZA ANNUALIZZATA
A 6 anni	<b>32,24</b>	-2,88	35,11	5,14
A 5 anni	<b>18,75</b>	-8,15	26,90	4,88
A 4 anni	<b>44,62</b>	17,65	26,97	6,15
A 3 anni	<b>73,10</b>	50,96	22,14	6,89
A 2 anni	<b>48,48</b>	35,53	12,95	6,28
A 1 anno	<b>20,73</b>	14,91	5,82	5,82

Fonte: Il Sole 24 Ore; valori percentuali

sdaq ma ho trovato un *market maker* "furbetto": infatti, il denaro si attestava a 31,26 circa, tanto che qualcuno miracolosamente è riuscito a comprare a quel prezzo ma la lettera era a circa 32,40, con uno *spread* del 3,65%.

Chiaramente, non mi sembrava il caso di applicare la lettera, mi sono messo in acquisto a 31,27 ma il *market maker* si è messo in tempi rapidissimi a 31,28. Siamo andati avanti a modificare gli ordini uno dopo l'altro, ma chiaramente era sempre il *market maker* ad essere in prima fila, tanto che è riuscito ad acquistare da qualche investitore a 31,40 e ad altri prezzi. Alla fine ho rinunciato, ma basti qui ricordare che il prezzo di chiusura dell'Etf è stato di 32,64!

Autorizzo la pubblicazione della mia mail per sollevare il problema di questi *market maker* che non rispettano le regole e fanno i furbi a scapito degli investitori (infatti, evidentemente non potevano appellarsi a un fantomatico problema tecnico visto che erano così rapidi nello spostarsi)".

Ipotizziamo, a questo punto, di togliere tutto compreso un costo del 2%, ma è superiore. Bene: i fondi/sicav che battono l'Etf sono 85 e quelli che non battono l'Etf sono 10.

La conclusione, nel caso considerato, è l'esatto contrario di quanto scritto su *Milano Finanza*, perché, in questo caso, sono i fondi/sicav che stracciano l'Etf 9 a 1.

Questa corretta metodologia di analisi comunque non esaurisce il tema dell'errata im-

postazione del confronto fra gli Etf e i fondi a gestione attiva basato sulle medie.

I fondi a gestione attiva vanno considerati in un periodo che includa sia fasi di rialzo, come quella attuale, sia fasi di ribasso.

Per non incorrere in valutazioni distorte, sarebbe bene **chiamare gli Etf con il loro vero nome di "fondi indice"**, così che ogni risparmiatore sappia che può disporre di tutti i dati storici che gli consentono valutazioni nel tempo e non limitate a soli 12 mesi di rialzo.

Per il mercato italiano proponiamo di esaminare le due tabelle pubblicate in questa pagina.

Le differenze, riportate nelle due tabelle, fra rendimento del fondo e rendimento del *benchmark* sono in realtà maggiori e più favorevoli ai fondi, in quanto il rendimento del *benchmark* è al lordo di tutti i costi: costo di negoziazione, costi di amministrazione e custodia, costo *spread* denaro-lettera, costo fiscale, nonché costi

psicologici da *stress* decisionale. Comunque il fatto è semplice: se i fondi a gestione attiva di un settore d'investimento sono ad esempio 77, c'è per forza di cose un fondo primo in classifica e uno ultimo per *performance*, e dei 77 fondi una parte avrà *performance* sopra l'indice di riferimento e una parte sotto l'indice di riferimento.

Questa è la norma e non può essere diversamente.

Tutto ciò è di estrema utilità al sistema e al risparmiatore. Quindi la vera e unica domanda da porsi relativamente ai fondi a gestione attiva è la seguente: si devono eliminare quelli non efficaci oppure si deve scegliere fra quelli efficaci? Dire al risparmiatore "fai-da-te" con gli Etf, è come dire al risparmiatore di rinunciare al meglio che offre il mercato. Spaventoso errore di convenienza comparata: tra il negativo, il neutro e il positivo, **si consiglia di preferire il neutro, cioè la media.**

Chissà perché? ☹

**Tanti costi non evidenti e non quantificabili al momento dell'acquisto gravano sui rendimenti degli exchange traded funds. E poi ci sono market maker "furbetti"....**

**Tabella 2 Rendimenti in diversi sottoperiodi del fondo  
a gestione attiva non efficiente e del benchmark**

PERIODO	RENDIMENTO FONDO	RENDIMENTO BENCHMARK	DIFFERENZA RISORSE	DIFFERENZA ANNUALIZZATA
A 6 anni	<b>27,74</b>	-2,88	30,62	4,55
A 5 anni	<b>-0,11</b>	-8,15	8,03	1,56
A 4 anni	<b>26,96</b>	17,65	9,31	2,25
A 3 anni	<b>40,28</b>	50,96	-10,69	-3,70
A 2 anni	<b>29,01</b>	35,53	-6,52	-3,31
A 1 anno	<b>12,61</b>	14,91	-2,30	-2,30

Fonte: Il Sole 24 Ore; valori percentuali